

## Manager-Report August/September 2011 und Crash-Update Oktober 2011: Antworten auf komplexe Probleme mit hohen Gewinnchancen



Die Schwankungsbreite der Börsen sprengt weiterhin alle historischen Rekorde. Entgegen unserer Erwartung im letzten Report kam es nach dem ersten Schlag im August 2011 im September nicht bereits zu einer Beruhigung, einem höheren Reaktionstief, sondern zu einem Totalausverkauf, der auch die bisher stabilen Bereiche, speziell Emerging Markets und Rohstoffinvestments, mit sich riss. So fiel Kupfer um 33% von USD 4,20 auf USD 3 innerhalb weniger Stunden. 20% Verlust im Gold und ähnliche Verluste bei Rohöl erfolgten ebenfalls in Reaktion auf (unberechtigte) Ängste nach einer harten Landung der chinesischen Konjunktur. Die Rohstoff-Crashes schlugen auch sofort in einer Panikverkaufswelle bei den Aktien der Rohstoff-Staaten etwa Brasilien (nebenstehend) und Australien durch.



Wir waren und bleiben positiv für die Emerging Markets gestimmt und haben auch als Antwort auf die Papiergeldschwemme viele Sachwertinvestments. Mit diesen wurden wir vom Zusammenbruch der Rohstoffmärkte getroffen. Daher war der Ausverkauf Ende September schlecht für unsere Portfoliorendite.

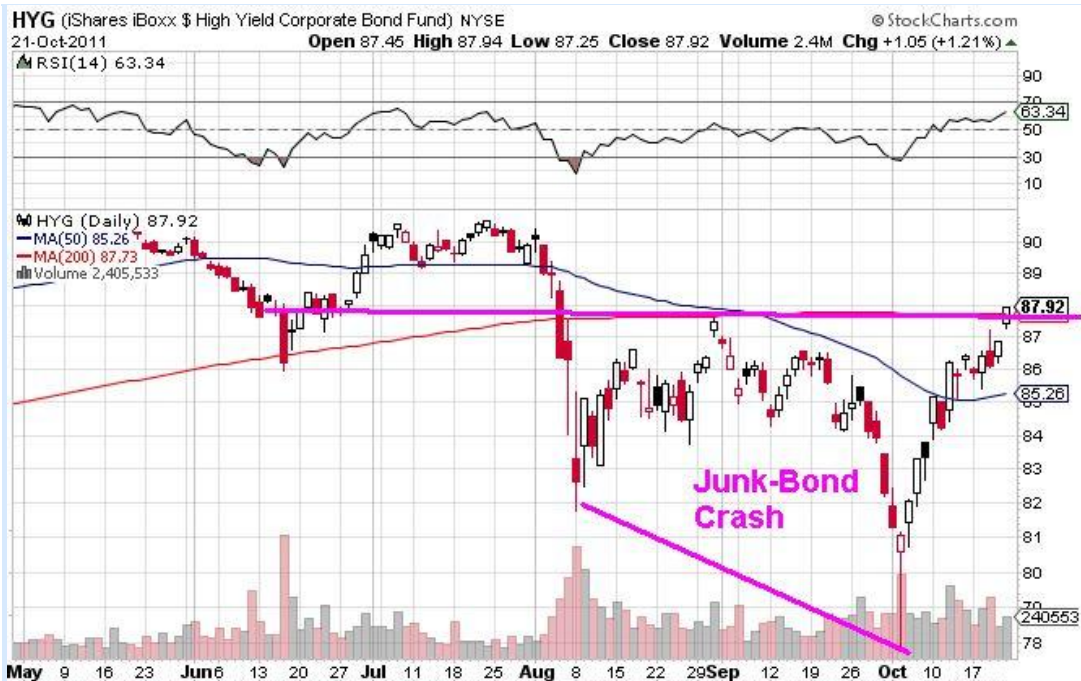
Das Hauptproblem dabei war, dass der Rohstoff-Crash langfristig, strategisch betrachtet völliger Unfug und auch kurzfristig selbst bei apokalyptischen Szenarien hinsichtlich der Weltwirtschaftsentwicklung völlig überzogen war. Unsere Einschätzung wurde durch den Einkaufsmanager-Index vom 25.10. in China auch als richtig bewiesen, der nach 5 Monaten verhaltener Aktivität wieder Expansion zeigte. Von harter Landung also keine Spur! Kein Grund für Panik-Verkäufe



bei Rohstoffen! Kein Grund für Panik allgemein!

Was im Berichtsmonat auch gegen uns lief, war das Optionspreinsniveau. Wir hatten das Chaos im Sommer vorhergesehen und deshalb wurden wir von dem ersten massiven Anstieg der Optionspreise, der Verdoppelung seit Juli nur wenig getroffen.

Danach setzten wir aber zu früh auf eine Beruhigung, was zunächst ganz gut funktionierte. Dann aber kam es zu der allgemeinen Weltuntergangspanik, einem nochmaligen massiven Anstieg der Optionspreise, was noch einmal deutlich Geld kostete. Die allgemeine Panik führte auch zu Panikverkäufen bei Risikoanleihen, Anleihen minderer Bonität. Gerade um den Monatswechsel erlebte der High-Yield-ETF einen massiven Ausverkauf.



Der lange Docht nach unten von 81 auf 78 belegt diesen Ausverkauf. Letztlich hatten wir exakt per Monatsende September Ausverkaufssituationen an quasi allen Märkten. Unsere Distressed-Investments wurden vom High-Yield-Ausverkauf getroffen. Unsere Investments in den Entwicklungsländern durch den Rohstoff-Knall und dieser masakrierte auch noch unsere Sachwertanlagen selbst. In allen unseren Teilstrategien erlebten wir damit zum selben Zeitpunkt Worst Case-Szenarien und die Optionsseite, die uns im August wesentliche Teile der Verluste abgefangen hatte, konnte dies nicht mehr leisten, weil wir schon auf Beruhigung umgeschaltet hatten. Im Gegenteil kosteten uns auch die Absicherungen noch Geld.

Ein solcher GAU ist dann auch genau auch das, was der Name besagt, der **größte anzunehmende Unfall**. Die letzten September-Tage und die ersten Oktober-Tage stellten den Punkt des maximalen Schadens dar, den Endpunkt der Entwicklung. Insofern fand die nachstehende Berechnung der GAMAG-Indizes per Monatsende September an einem Punkt statt, wo so ziemlich alles schief gelaufen war, wo alle Kräfte in unseren Portfolios sich gegen uns wandten, halt ein negativer Extrempunkt. Das Gute daran: Es kann dann nicht nur werden, sondern wurde auch im bisherigen Verlauf Oktober überall nur besser.

Im HighYield-Bereich wurden die Verluste schon weitgehend aufgeholt allerdings bisher primär bei Anleihen der westlichen Staaten. Emerging Markets-Distressed, Problemanleihen aus Entwicklungsländern, ein Sektor wo wir übergewichtet sind, läuft hier noch nach, hat damit aber auch noch viel Erholungspotential für die Zukunft. Dies gilt natürlich auch für Entwicklungsländer-Aktien und das gesamte Rohstoff-Segment. Was die Optionsseite betrifft: Wir haben jetzt den letzten Anstieg korrigiert, was wir zur Anpassung unserer Positionen nutzen konnten, aber die große Beruhigung und der damit dann wieder verbundene massive Gewinn für uns steht noch aus. Alternativ werden wir aber auch, wenn die Optionsprämien so teuer bleiben sollten, jetzt sehr massiv jeden Monat an den hohen Optionsprämien verdienen, was uns eigentlich noch lieber ist (viele Monate überdurchschnittlicher Gewinne von 2-4%) als ein einmaliger Monats-Extremgewinn von etwa 5% oder 10%.

Zusammenfassend war September 2011 wieder einer dieser Monate, wo man mit kurzfristigen Schmerzen für dann lang andauernde Gewinne zahlen muß. Wir haben jetzt dafür aber riesig viel Potential um viele Monate lang Geld zu verdienen und zwar unabhängig davon ob die Märkte steigen, fallen oder seitwärts laufen. Die Bewertungen per Mitte Oktober geben hier schon einen kleinen Ausblick.

Investment	August 2011	% August 2011	September 2011	% September 2011	Mitte Oktober 2011	% Okt. 11
<b>Black+White</b>	18286,19	- 4,46%	17021,41	- 6,92%	17550,-	+3,11%
<b>Vola+Value</b>	13274,38	- 6,14%	12560,46	- 5,38%	12850,-	+2,31%

**Langfristig betrachtet befinden wir uns - wie aber eigentlich nach jedem Crash - in einem sehr lukrativen Umfeld mit viel Potential.**

### **1. Laufende hohe Optionsgewinne jeden Monat oder ein Supermonat bei Marktberuhigung**

Die Optionsprämien sind wie gezeigt aktuell sehr hoch: Bei einer Vol von 43% wie aktuell kostet das Recht eine Aktie, die € 100 notiert, zu diesem Kurs kaufen zu dürfen für einen Monat € 4,92 auf 1/2 Jahr € 12,06. Die Prämien für Verkaufsoptionen lauten analog € 4,91 für das Recht für einen Monat verkaufen zu dürfen beziehungsweise € 11,94 für 1/2 Jahr.

Bei einer Vola von 23% wie im Juni 2011 waren die analogen Werte nur € 2,64 (1 Monat) bzw. € 6,49 (1/2 Jahr) für die Kaufoptionen und €2,62 (1 Monat) beziehungsweise € 6,38 (1/2 Jahr) für die Verkaufsseite. Wenn man im Juni beide 1-Monate-Optionen parallel verkauft hätte, wäre die Gesamteinnahme (€ 2,64 + € 2,62) bei nur € 5,26 gewesen, was heisst, dass wenn die Aktie sich um mehr als 5,26% innerhalb eines Monats bewegt hätte ein Verlust entstanden wäre und bei geringerer Bewegung ein Gewinn, der aber maximal diese 5,26% ausgemacht hätte, wenn der Aktienkurs genau bei 100 am Monatsende notiert hätte. Dann wäre beide Optionen wertlos verfallen. Dieses Optimum wird fast nie erreicht. Realistisch sind im Mittel 25-33% der Prämieinnahmen, wenn die Märkte sich einigermaßen berechnen lassen und relativ ruhig notieren. Aktuell gibt es dagegen € 9,83 als Prämie, also 9,83% Prämie jeden Monat. Kommt es hier nun dazu, dass man einigermaßen die Kursbewegungen abschätzen kann, dann bleiben bei unserem Handelsansatz hier nun schon 3-4% Monatsrendite übrig. Wenn die Schwankungserwartung so hoch bleibt, gibt es diese Profite Monat für Monat.

Bei den heutigen massiven Schwankungen ist es natürlich nicht so leicht einigermaßen stabil laufende Aktien zu finden beziehungsweise Schwankungsspanne zu definieren, die dann auch eingehalten werden. Bei einem etwas längeren Zeithorizont ist dies dagegen einfacher. Die oben errechneten € 12,06 und € 11,94 für 1/2 Jahr addieren sich zu exakt € 24. Damit so ein längerfristiges Optionspärchen zum Gewinn wird, muss die Aktie sich nur am Schluß um weniger als 24% vom Zielkurs entfernt haben. Dieser Verkauf kann natürlich nur 2mal pro Jahr stattfinden, statt jeden Monat. Die Maximalrendite von 48% p.a. (2 Verkäufe pro Jahr) ist aber immer noch sehr attraktiv. Mit längerlaufenden Optionen spekuliert man aber auch mehr auf eine Marktberuhigung. Würde die Vola auf einen Schlag auf die Juni-Werte zurückfallen, dann würden beide Optionen schlagartig auf € 6,49 beziehungsweise € 6,38 fallen. Man könnte dann das Optionspärchen für zusammen € 12,87 zurückkaufen und es ergäbe sich gegenüber den durch Verkauf hereingenommenen € 24 ein Gewinn aus Marktberuhigung von € 11,13 beziehungsweise 11,13%. In der Realität wird dies nicht passieren. Dieses Beispiel soll auch nur eine Idee vom Verhalten von Optionen geben und die zwei beide extrem positiven Szenarien zeigen, mit denen wir jetzt konfrontiert sind: Entweder bleiben die Märkte so schwankungsanfällig, dann stehen wir vor einigen Monaten mit überdurchschnittlich hohen Optionsprämien, die, wenn wir die Handelsspannen einigermaßen abschätzen können, für viele Monate mit stabilen Gewinnen von 2-3% gut sein sollten. Dies ist uns lieber als die zweite Variante, Marktberuhigung. Dann ergibt sich wahrscheinlich ein Supermonat mit 5-8% Rendite oder auch noch mehr und danach müssen wir wieder mit kleinen Gewinnen leben.

Alles in allem sollten wir aber vor einigen sehr guten Monaten für unsere Optionsstrategien stehen, weswegen wir auch in Black+White massiv diese einsetzen werden. Gerade in dem von uns erwarteten Hochvolatil-Seitwärts-Szenario wird es sehr schwer sein uns mit irgend einem anderen Handelsansatz zu schlagen.

## **2. Sachwert-Discount**

Wir hatten schon im letzten Report darauf hingewiesen, dass wir keine Geldvermehrung anstreben, sondern Sachwertvermehrung. Irgend wann wird die ganze Gelddruckerei und Rettungsschirmaufspannerei in massiver Inflation münden. Geld gibt es genug und Schulden auch, so viele, dass sie nicht bedient werden können und viele Menschen haben viel zu viele Forderungen, nichts außer leeren Versprechungen ("die Rente ist sicher". Ja, nur deren Höhe ist unsicher und was man sich dafür dann noch kaufen kann!). Es kommt also darauf an, wahre Werte zu hamstern und nicht Forderungen. Wir können jetzt rund 1/3 tiefer im Rohstoffbereich investieren, haben aber nur rund 10% in Geld verloren dadurch, können also mehr Sachwerte erwerben als zuvor mit unserem Kapital. Das können wir jetzt durch Discount-Käufe gut nutzen und an einer Erholung dann mit viel mehr Sachwert teilnehmen.



Der vorstehende Chart zeigt hier gut das Potential aber auch die Probleme, die wir im letzten Monat hatten. Unsere Erwartung war, dass Rohöl nach dem Ausverkauf im August und dem vorhergehenden Abwärtsgang, eingesamt einem Verlust von rund 120 auf 80 und damit 1/3 seitwärts bis leicht höher notieren würde. Langfristig und auf kurzfristig bis Mitte September eine völlig richtige Analyse. Diese wurde nur kurzfristig durch einen "klitzekleinen Ausrutscher" durcheinander gewürfelt, wo Rohöl vom 19.9. bis 3.10. noch einmal von 87 auf 75 fiel. Dieser 14%-Ausverkauf erfolgte dabei genau um das Monatsende. Was konnte man dagegen tun? Wenn man von der nachfolgenden Erholung profitieren wollte und bei generell positiver Markterwartung gab es gerade auch bei den aberwitzigen kurzfristigen Bewegungen keine Möglichkeit mal eben schnell zu verkaufen um dann, nachdem die Situation geklärt war, wieder einzusteigen. Die Investoren, die das versucht haben, haben wohl den Ausverkauf erzeugt und mussten dann aber ständig steigenden Kursen hinterherlaufen. Der Ausverkauf war brutal, aber die Erholung fast noch brutaler (15% Preisanstieg in 5 Tagen!). So etwas kann man auch mit Hedge-Strategien nur schwer dämpfen. Rohöl hat jetzt die Hälfte des Kursrückganges seit dem 100er-Niveau wieder gut gemacht. Eine Vielzahl von Rohstoffaktien hinken dieser Bewegung aktuell sogar teils noch sehr stark hinterher. Auch hier ist also noch sehr viel Potential. Über unsere Optionsstrategien bekommen wir die Aktien auch noch mit 25% Discount und mehr. Nutzen wir dies und kaufen wir mit Discount zu.

### 3. Die Renditen im Hochzinsbereich sind trotz Erholung erheblich höher als vor dem Crash. Gute Zeiten für Zinsjäger.

Auch hier wirkte der Ausverkauf preisdrückend und alles wurde billiger und ist damit lukrativer. Wir können jetzt unsere abgesicherten Eröl- und Erdgasbeteiligungen 10-15% billiger kaufen und damit mit 20% Mehrrendite. Dasselbe gilt für unsere Pipelines. Hohe zweistellige Zinsen für mehr als ein Jahrzehnt sind teilweise im Angebot.

#### 4. Die Emerging Markets sind und bleiben Wachstumsmotor und bilden den einzigen Bereich, wo nachhaltiges Wirtschaftswachstum vorprogrammiert ist. Jetzt bekommen wir diese mit Discount.

Wir wollen hier nicht von den auch bei uns entstandenen Verlusten ablenken, nur wenn man diese einmal ruhig ermittelt (etwa Black+White  $-4,46 - 6,92 + 3,11 = -8,27\%$ ) und diese Zahlen etwa mit den Rückgängen bei den Emerging Markets (etwa EWZ von 72 auf aktuell 58 =  $-20\%$ ) oder den Rohstoffen (immer noch  $-25\%$ ) aber auch im DAX (aktuelle 6000 Punkte im Vergleich zu 7300 Punkten im Juli sind ebenfalls immer noch rund  $-20\%$ ) vergleicht, dann haben wir trotz der für uns sehr ungünstigen Optionspreisentwicklung gerade im September (der oben beschriebene positive Effekt einer Marktberuhigung wirkt beim Übergang zu totalem Chaos natürlich ganz analog nur eben dann mit negativem Vorzeichen!) 60% der Verluste abfedern können und sind jetzt in einer sehr positiven Ausgangslage. Desweiteren sind diese einstelligen Verluste zwar nicht angenehm aber von der Höhe ein Betrag der durch 3 Monate mit üblichen Monatsgewinnen von 2-3%, wie wir wie sie 2009 und 2010 kontinuierlich erzielt haben, nicht nur aufgeholt werden kann, sondern nach unserer Erwartung auch wird.

Das wirklich Gute an der aktuellen Situation ist aber, dass wir eine ganze Reihe von Entwicklungsländer-Aktien jetzt um 20,30 oder auch 40% billiger bekommen, als noch vor 3 Monaten. Auch hier ist also Einkaufszeit. Die Abweichungen vom ökonomisch vernünftigen sind in vielen Bereichen schon wieder genauso absurd wie Ende 2008. Die ersten Gegenbewegungen sind da und an der Rückkehr zum Sinnvollen wollen wir in diesem Zyklus noch mehr als 2009 bis 2011 verdienen.

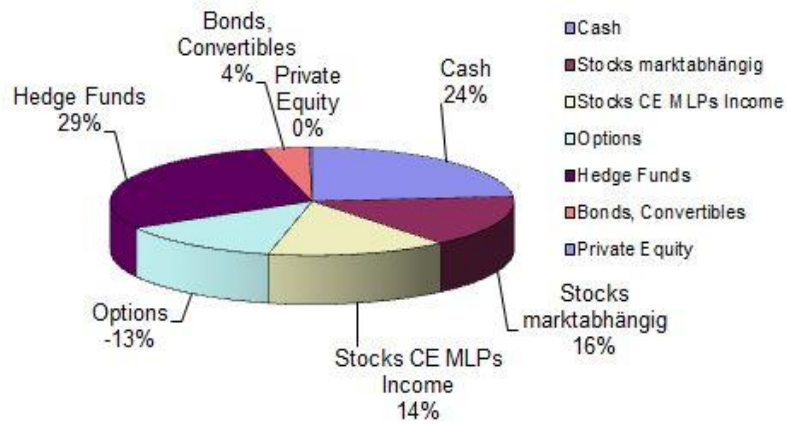
### Allokation Black+White



PFF, der schon im letzten Report vorgestellte Vorzugsaktien-ETF, erlebte wie fast alle Segmente per Monatswechsel September/Oktober den Ausverkauf. Wie von uns erwartet setzte sich dann aber die positive Tendenz durch. Letztlich ist es ganz einfach. Nichts an diesem Crash war vernünftig und die Reaktion, weil man das Ende des Finanzsystems fürchtete mal alles zu verkaufen und ganz viel Geld bei Banken zu bunkern - denn die gehören ja irgendwie nicht zum Finanzsystem, oder?? - war mit das Dämlichste, was ich in 30 Jahren an der Börse gesehen habe. Wie immer setzt dann aber nach einiger Zeit wie nach jedem Crash der Verstand wieder ein, beschäftigt sich mit der Frage, was man denn in einer Nullzins-Welt mit dem Kapital machen soll, und zinsbringende Vorzugsaktien von guten

Unternehmen sind hier eine gute Wahl. Dasselbe gilt für den Hochzinsbereich und unsere Pipelines und Erdölgesellschaften mit Absicherung. Das nächste Jahrzehnt wird für die westlichen Staaten ein Nullzins-Jahrzehnt. Der Schuldenberg ist so massiv, dass nur ein Schuldenschnitt in vielen Bereichen - nicht nur eir

bisschen Griechenland - einen Neuanfang schaffen könnte. Diesen wird es aber nicht geben, denn dann müssten auch die Sparer bluten. Deshalb wird ein langsames Abschmelzen durch ein bisschen Inflation und Mini-Zinsen angestrebt. In dieser Welt wird es darum gehen noch über der Inflationsrate liegende Zinsen zu erwirtschaften. Mit den drei genannten Segmenten - wo aber immer eine detaillierte Analyse des jeweiligen Unternehmens erfolgen muß - wird uns die gelingen.



Wir hatten auf den massiven Optionseinsatz bereits verwiesen. Wo aktuell kein Einkommen erzielt werden kann und Besitz der Aktie im Zeitpunkt der Zahlung notwendig ist, um die Zahlung zu erhalten, ist in der Hochprämienzeit wie jetzt Optionseinsatz das Gebot der Stunde. Entsprechend hat sich die Optionsposition gut verdoppelt im Vergleich etwa mit dem Sommer. Dadurch trat eine Bilanzverlängerung ein, was den Effekt hat, dass alle anderen Positionen prozentual kleiner wurden. Im Hedge\_bereich ergaben sich durch die Marktverzerrungen aber auch zum ersten Mal seit langem wieder Verluste, was den Wert des HF-Pools minderte. Unsere Cash-Position ist immer noch sehr hoch und

wir haben über diese die Möglichkeit bei einem etwaigen Rückschlag und einer etwa nochmals erhöhten Prämie unsere Positionen nochmals zu verstärken. Insofern sind wir trotz der sehr attraktiven Chancen immer noch konservativ aufgestellt und erwarten nun deutlich überdurchschnittliche Gewinne.

## Allokation Vol+Value





Betrachtet man die Vola längerfristig, so ist zwar aktuell keine direkte Fortsetzung der Panik zu erkennen, aber eine Marktberuhigung deutet sich auch noch nicht direkt an. Hochvolatil seitwärts bleibt das wahrscheinlichste Szenario. Das würde wie oben dargelegt viele Monate mit überdurchschnittlichen Wertzuwächsen für Vola + Value bedeuten. Im letzten Report beschäftigten wir uns mit der Frage, wie lange die Phase starker Schwankungen andauern könnte. Damals analysierten wir, dass es genug sei, eine Beruhigung eintreten müsse. Die erste Beruhigung haben wir gesehen, von Panik auf Angst beziehungsweise Vorsicht.

Ein solcher Schlag wie wir ihn im August erfahren haben, sorgt aber normalerweise nicht für sofortiges Business as usual. Wir sind in der realen Welt weit von Normalität entfernt und weit von einer Lösung der Probleme. Damit wird auf längere Zeit keine Ruhe einkehren. Solange aber das Extremszenario totaler Wirtschaftscrash wie 1929 vermieden wird - und dieses kann noch sehr lange vermieden werden - gibt es keinen Grund für noch tiefere Kurse als gesehen, gleichzeitig aber auch nur beschränktes Potential nach oben.

Damit spricht alles für unser Basisszenario und gute Gewinne in den nächsten Monaten.

### Die Kernbotschaften dieses Monats:

In einem irrationalen Crash, der schließlich alle Marktsegmente erfasste, wurde Ende September auf breiter Front liquidiert. Dadurch wurden - atypisch für eine Crash - nicht Fehlbewertungen auf eine Schlag korrigiert (wie etwa Kollaps der völlig überbewerteten Tech-Werte 2001/02), sondern in Erwartung eines Systemzusammenbruchs wurden solche, konkret massive Unterbewertungen, erst geschaffen. Das schafft massive Chancen durch Kauf von Zinersatz-Titeln und Sachwerten mit massiven Discounts.

Die Panikanfälle der Anleger in Verbindung mit den nur noch begrenzten Eigenhandelsspielräumen der Banken haben zu extremen Preisen an den Optionsmärkten geführt, die GAMAG als Optionshändler nun optimal zu nutzen versuchen wird. Dadurch lassen sich nun sowohl hohe, konstante monatliche Einnahmen generieren, als auch wird eine Marktberuhigung zu signifikanten Gewinnen führen.

26. Oktober 2011 Straush