

Manager-Report Dezember 2013: Gewinne nach dem Ende der Liquiditätsrallye

Es ist passiert. Im Herbst hatte die US-Zentralbank ihre Anleihekäufe noch nicht gedrosselt, damit, falls sich die politischen Parteien im US-Haushaltsstreit nicht geeignet hätten und dies die US-Konjunktur abgewürgt hätte, sie auf diese als Alleinschuldige hätte verweisen können, weil sie ja nichts gemacht habe. Im Dezember begann dann die schon seit Mai 2013 angekündigte stufenweise Reduzierung der Staatsanleihenkäufe. Die Marktteilnehmer reagierten auf diese Situation mit einer Vielzahl unsinniger Aktivitäten, die kurzfristig zu Verlusten bei einigen unserer Investitionen führten, die sich dann im Monatsverlauf aber wieder ausglich. Als Ergebnis verblieb ein weiteres Plus für unsere beiden Strategien und wir erzielten weitere Allzeithochs für Black+White und Jahreshochs für Vola+Value.

Investment	Dezember 2013	% Dezember 2013	% seit Handelsstart
Black + White	20.031,25	+0,05%	+610,83%
Vola + Value	13.960,08	+0,13%	+66,14%

Im Kern lagen die Probleme, mit denen wir konfrontiert waren, darin, dass die Marktteilnehmer zu der wirren Schlußfolgerung kamen, weil die Zentralbank nicht mehr so viel Geld in die Märkte pumpen würde, müsse man gerade hochverzinsliche Finanzierungsinstrumente verkaufen, was bei einer Vielzahl von Investitionen, die wir halten, zu Wertverlusten führte. Wir haben oft genug darauf hingewiesen, dass dies eine falsche Interpretation der wirtschaftlichen Realität ist. Die US-Zentralbank reduziert den zusätzlichen Sauerstoff, weil sie der Meinung ist, dass der komatöse Patient US-Wirtschaft auch ohne Lungengerät überleben wird. Statt Intensivstation mit künstlicher Beatmung normales Krankenbett. Von einem gesunden Patienten kann keine Rede sein. Die die Krankheit eindrucksvoll belegende Nullzinspolitik wird vielmehr noch länger durchgehalten, als zuvor angekündigt. Von einem Patienten, der das Krankenhaus verlässt und wieder produktiv arbeitet in dem Sinne, dass dann auch wieder Vermögenszuwächse durch Zinsen entstehen, die das System erwirtschaftet, sind wir also noch Jahre entfernt. Damit auch von steigenden Zinsen und über Abverkäufe hochverzinslicher Titel nachzudenken weil ja das allgemein steigende Zinsniveau bei Staatsanleihen diese (relativ) nicht mehr so attraktiv erscheinen lässt, dafür ist es noch Jahre zu früh!

Der Politikwechsel der US-Zentralbank bedeutet damit nur, dass die Chance für einen massiven Zusammenbruch sich auf annähernd 0 reduziert hat, damit auch die Chance, dass gerade schwache Unternehmen in einem allgemeinen Kollaps in den Konkurs getrieben werden, diese vielmehr über künstlich niedrige Zinsen, also kostenlose Krankenhausnahrung, (weiter) hochgepäppelt werden. Konsequenz: Dies ist weiterhin ein Szenario, dass gerade kleinen und schwächeren Unternehmen hilft, weswegen deren Anleihen und andere Finanzierungstitel eher weniger riskant sind als im

langfristigen historischen Durchschnitt und deshalb die Renditeaufschläge, die diese jüngst durch massive Verkäufe erfahren, unsinnig sind. Wir haben alle Positionen durchgehalten und in die fallenden Märkte zugekauft. Wir erzielen weiterhin 8-10% Rendite in vielen dieser Titel und sehen eher weniger Grund als vor der FED-Entscheidung, dass uns Teile dieser Renditen durch Konkurse etc. in einzelnen Unternehmen verloren gehen. Der FED-Entscheid bestätigt das gesündere und damit weniger anfällige Wirtschaftsklima.

2014 wird vielmehr der Beginn einer Phase zunehmender massiver wirtschaftlicher Auseinandersetzungen und eines Kampfes um jedes Geschäft mit Folge eines allgemeinen Margendrucks sein. Von Ende der 90er-Jahre bis jetzt folgten die Emerging Market-Ökonomien einer Entwicklungsstrategie ihre Bevölkerung aus primitiven teils mittelalterlichen Produktionsformen (Beispiel: Reisbauer schiebt Ochsenpflug) in neuzeitlichere manuelle Massenproduktion (Beispiel: 100 Näherinnen oder Handy-Zusammenbauer in einer großen Lagerhalle) umzusetzen und damit eine deutliche Hebung des Lebensstandards zu erreichen. Die durchschnittlichen Stundenlohnkosten in China stiegen so von rund \$0,72 im Jahr 2000 auf rund \$ 7/h heute. Dies sind immer noch deutlich geringere Sätze als die Mindestlöhne von \$ 12, die etwa in Deutschland jetzt eingeführt werden (sollen), aber die Differenz und damit die Gewinnmarge, mit der man Arbeit etwa nach China verlagern konnte, hat sich deutlich reduziert. Gleichzeitig hat sich die Qualifikation in den Emerging Markets gerade durch besser ausgebildete Jugend aber deutlich erhöht, weswegen die Emerging Markets auch im Bereich höherwertiger Tätigkeiten zunehmend die Qualitätsanforderungen erfüllen können. Im High End Segment ist schon längst der Punkt erreicht worden, dass High Ender (Beispiele: Spitzensportler, Spitzentechniker, Spitzenmanager) weltweit gesucht werden und ein weltweiter Wettbewerb um Spitzenleister mit sich dadurch naturgemäß angleichenden Gehältern die Folge ist. Das alte Spiel Billigarbeit zu verlagern funktioniert damit nicht mehr oder jedenfalls weniger gut. Gleichzeitig werden sich die qualifizierteren Arbeitskräfte in den Emerging Markets einen Kampf um jeden Euro mit der europäischen und US-Mittelschicht liefern.

Das Low End-Segment der Beschäftigten weltweit aber gerade in Europa hat das neue große Problem, dass Roboter zunehmend komplett die manuellen Tätigkeiten, die für jene \$ 0,72 bzw. \$ 7 geleistet wurden und werden, mit Stundensätzen von \$ 0,50 leisten können. Der Ersatz von Menschen durch Roboter und von Schreibtischtätigkeiten durch zunehmend komplexere Computerprogramme, künstliche Intelligenz, BigData etc. werden eine weitere massive Umgestaltung aller Wirtschaften im laufenden Jahrzehnt erzwingen. Veränderung bedeutet typisch schrumpfende Gewinnmargen bei den Unternehmen. Da diese aktuell auf einem Allzeithöchststand sind, wird die Frage welches Unternehmen sich wie und wie schnell und erfolgreich diesen Herausforderungen stellt, die entscheidende Frage für den Erfolg und steigende Aktienkurse sein.

Wir stehen realistisch betrachtet vor vielen problematischen Jahren. Ursache der Finanzkrise war bekanntlich, dass versucht wurde leichtes Geld damit zu verdienen, Scheinlösungen für die mangelnde Produktivität, ja die völlige wirtschaftliche Nutzlosigkeit vieler Menschen anzubieten. Die bekannteste war, das man ja auch Menschen in schlechten wirtschaftlichen Verhältnissen, den Subprime-Schuldern, Kredite für einen Hauskauf zur Verfügung stellen könne. Da Hauspreise ja immer steigen würden und diese durch den Anstieg der Hauspreise so auch Vermögen aufbauen würden, würden sich so die sozialen Einkommens- und Vermögensdifferenzen angleichen. Das einzige, was passierte, war, dass die dadurch künstlich erzeugte Nachfrage einen Hauspreisboom und nachfolgenden Kollaps erzeugte und mehr Privatkonkurse der gerade bonitätsmäßig schlechten Hauskäufer als ohne diese Finanzierungsangebote passierten. Das Grundproblem mangelhaft qualifizierter Menschen, die deshalb sozial absteigen, wurde nicht gelöst, vielmehr deren Abstieg beschleunigt und verstärkt. Ohne das die wirklichen Gründe offen und aktiv angegangen werden, kann es hier keine Lösungen geben. Den Konflikt zuleistern mit Geschwätz und sozialen Wohltaten nach dem Prinzip Brot und Spiele bleibt weiterhin die einzige Aktivität die wir seitens der Politik sehen. Vor diesem Hintergrund sind zunehmende gesellschaftliche Verwerfungen auch in den noch ruhigen

westlichen entwickelten Nationen für die nächsten Jahre zu erwarten.

Was bedeutet all dies nun für die Aktienkurse in USA und Europa? Wir sind oben. Aktien sind reichlich teuer. Wir erwarten eher Schwankungsmärkte als eine Fortsetzung der One-Way-Rallye wie 2013. Vor dem Hintergrund der Vielzahl unter der Decke gehaltener Probleme, sind abgesicherte Strategien zwingend und Finanzierungstitel mit Risiko zwischen Aktien und den keine Zinsen bringenden sogenannten sicheren Zinsanlagen das Segment wo Ende 2014 das höchste Plus unserer Meinung nach am Ende stehen wird. Wir erwarten keine Katastrophe, nicht zwingend einen Crash in 2014. Er ist aber auch nicht ausgeschlossen. Nach so vielen Monaten ruhiger Aufwärtentwicklungen ist er wahrscheinlicher als noch Anfang 2013.

Allokation Black + White



"Die Hausse an den westlichen Aktienmärkten hat den ziemlich unintelligenten Bereich der Bewegung erreicht." Dies schrieben wir im letzten Report. Dadurch dass es weiter gestiegen ist, ist es nicht intelligenter geworden, würden wir heute fortsetzen.

Es geht weiter nach oben, aber irgendwann wird es mit einem schnellen Move drehen. Ein Schwarzer-Schwan-Event, eine Naturkatastrophe, ökonomische Katastrophe, all dies sind Ereignisse, die wir in 2013 ausnahmsweise nicht hatten, aber wieder haben werden. Darauf müssen wir vorbereitet sein.

Wie fahren wir nun mit ohne das Crash-Risiko zu tragen? Alternative Yield + Event Driven/Distressed + Long/Short+Option heisst unser Rezept für 2014.

Alternative Yield, das steht für eine Vielzahl von alternativen Investmentstrategien, die eine mehr oder weniger absehbare konstante Rendite im oberen einstelligen Jahresbereich erbringen. Hier sprechen wir von Vorzugsaktienbeteiligungen an Unternehmen. Projektfinanzierungen etc., Finanzierungsaktivitäten, die zwischen dem Aktienrisiko und dem sicheren aber keine Zinsen bringenden Hochbonitätskredit liegen. Damit sind wir in der besten aller Welten nach unserer Meinung. Wir erzielen noch 6-10% Rendite je nach Strategie, aber müssen nicht das Aktienrisiko/Crashrisiko tragen.

Bei Long/Short handeln wir eine Aktie gegen die andere, setzen also auf relative Besserentwicklung und ob dann der Aktienmarkt als Ganzes crasht, interessiert uns nicht besonders. Solange die bessere Aktie nur -20% fällt und die schlechtere -40% werden genauso 20% verdient, wie wenn die bessere 40% steigt und die schlechtere nur 20%. Nur auf die Differenz kommt es hier an!

Bei Distressed beschäftigen wir uns mit Unternehmen, die in Problemsituationen sind, Umstrukturierungen, Prozessrisiken etc. dominieren hier die Nachrichtenlage und diese haben oft den Anstieg der Börsen nicht mitgemacht, fallen dann aber auch nicht in einem allgemeinen Crash, ja steigen sogar gegen den Trend massiv, wenn sich just zum allgemeinen Crash-Zeitpunkt das unternehmensspezifische Problem löst und ansonsten verändern sich die Kurse dort gerade nicht.

Bei Event Driven hängt die positive Kursentwicklung auch eher an unternehmensspezifischen Faktoren wie etwa einer Unernehmensteilung/SpinOff, einer positiven Markteinführung/Umstrukturierung etc. Diese Unternehmen gehen eher mit dem Trend weswegen für diesen Portfolioteil dann eine Absicherung über Optionen erfolgen muß (mehr dazu bei Vola+Value).

Wir bleiben in den Segmenten investiert, die eher noch profitieren werden wie Technologie, Finanztitel und Immobilien sowie unseren Schwerpunktpositionen im Alternative Yield im Energiebereich, sichern uns aber je höher die Kurse steigen immer stärker ab. Dieser Ansatz hat im Dezember 2013 weiter funktioniert. Wir haben damit den sechsten Plusmonat in Folge verzeichnet und ein weiteres neues Allzeithoch. Wir sehen eine kontinuierliche Entwicklung unserer Strategien, konstante Gewinne auch für Januar 2014.

Allokation Vola + Value



Lesen Sie unsere Analyse vom November. Mehr brauchen wir eigentlich für den Dezember-Report nicht zu sagen. Wir schrieben, dass wir in einer Bodenbildungsphase sind, die sich explosionsartig nach oben auflösen wird, sobald die Vola deutlicher über 14 ansteigt.

Im Dezember sahen wir den ersten Angriff. Dieser lief bis 16, fiel dann aber in den letzten Dezember-Tagen wieder in sich zusammen. Ende Januar erfolgte dann der endgültige Ausbruch. Die Frage wird jetzt sein, ob, nachdem die Obergrenze des Normalen erreicht ist, sich die Märkte beruhigen. Wenn nicht, kommt es zum Crash!

Wie handelt man eine solche Situation erfolgreich? Einsatz reduzieren. Optionen kaufen um von der Bewegung zu partizipieren. Viel Cash und damit sehr schnell auf alle Bewegungen reagieren. Schnell rein. Schnell raus und dies mit kleinem Einsatz. Sobald klar ist, dass die Abverkaufswelle vorbei ist, bieten sich sehr gute Möglichkeiten um die deutlich erhöhten Optionspreise zum längerfristigen Schreiben (Optionsverkauf) zu nutzen, um dann auf deutlich reduziertem Niveau Aktien um vieles billiger einzukaufen und die sehr hohen Optionsprämien dann zu kassieren, wenn es wie erwartet seitwärts geht. Die 4000 Mrd. Dollar, die die FED in den Markt gepumpt hat, sind immer noch im System. Viel von diesen Geldern liegt dumm auf Girokonten herum. Angst verhindert hier die Anlage. Aber durch die Politik der Zentralbanken bleiben die Zinsen noch lange bei 0% und das heisst dieses Geld wird durch Inflation immer weniger wert. Dieses Problem haben Anleger jetzt schon seit mehreren Jahren und es ist mit Staats-Anleihen nicht zu lösen. Sobald die Aktienkurse deutlicher gefallen sind, wird es noch wenigstens einmal zu deutlicheren Käufen kommen. So eine massive Hausse, wie wir sie seit 2009 gesehen haben, stirbt nicht an einem Tag. Buy the first break. Kaufe den ersten größeren Rückschlag. Das ist eine alte

Erfolgsregel. Sie ist keine Investitionsregel, sondern eine Tradingregel. Wir denken, dass es nach dem aktuell gesehenen Vola-Anstieg sich erst noch einmal beruhigen wird. So war es 1987. So war es auch 2000. Erst noch einmal sieht es so aus, als würde das Schlimmste nicht passieren, vermieden. Es braucht Zeit damit der Markt durchatmen kann um die Kraft aufzubauen, die es für einen großen Crash braucht.

Zunächst ist es also wahrscheinlich sinnvoller in kleinem Umfang Vola zu verkaufen um von einer Beruhigung zu profitieren (besser einem Innehalten der Ausschläge) bevor es dann möglicherweise richtig los geht. Wir bleiben daher zunächst noch defensiv, arbeiten nur mit kleinen Einsätzen, bis wir wissen, ob der normale Schwankungsbereich verlassen wird. Wenn ja, dann kommt es wie gesagt zum Crash und das heisst dann DAX 8300 und dann 7500 und 6500. Dann ist noch viel Zeit um ganz große Gewinne mit Optionskäufen zu machen. Umgekehrt wird der Verkauf von Optionen in einer sich entwickelnden Seitwärtsphase eine der wenigen Möglichkeiten sein um in den problematischen Märkten des Jahres 2014 viel Geld zu verdienen.

Zusammenfassung:

1. Der Aktienmarktanstieg seit 2009 ist das Ergebnis der Geldpumperei der Zentralbanken gewesen. Im Ausmaß des Anstiegs, gerade auch weil die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Probleme nicht gelöst sind, war und ist er nicht gerechtfertigt. Er hat zu im historischen Maßstab extremen Bewertungen geführt, wie wir im November-Report herausgearbeitet haben.
2. Die Überbewertung muß korrigiert werden, was auf zwei Wegen erfolgen kann: Deutlicher Zusammenbruch/Crash oder längere Seitwärtsphase. Neue Hochs über etwa DAX 10000 sehen wir im ersten Halbjahr nicht.
3. Wir sind aktuell in der ersten Korrekturphase. Diese läuft schon extrem wild, erzeugte einem massiven Vola-Anstieg, hat damit Crash-Potential. Wir halten aber aufgrund der massiven Geldbestände, die durch die Druckerei erzeugt wurden, eine Seitwärts-Korrektur weiter für das wahrscheinlichere Szenario und auch wenn am Ende ein Crash steht, sollte erst noch eine Zwischenberuhigung kommen.
4. Wir verdienen an diesem Szenario mit unseren Alternative Yield-Strategien, wo wir 8-10% p.a. als Zins- und Zinersatz-Einnahmen generieren und mit Alternativen Investment-Strategien, die möglichst wenig von der Gesamtmarktrendenz abhängen bei Black+White.
5. Bei Vola+Value gehen wir die Märkte kurzfristig eher auf der Verkäuferseite an, da das wahrscheinlichste Langfristszenario seitwärts heisst und auch bei einem Crash erst noch einmal eine Beruhigungsphase kommen sollte, bevor die Abwärtsbeschleunigung einsetzt. Da die bisherige Korrekturbewegung aber sehr wild und kraftvoll abgelaufen ist, sind wir vorsichtig, solange wir nicht wissen wohin die Reise geht.
6. Wir haben im Vergleich zu historischen Investitionsgraden extrem hohe Cashbestände und niedrige Investitionsquoten, werden deshalb wir von jedweder für uns negativer Marktentwicklung nur gering getroffen werden. Sobald wir sehen, wie die Entwicklung läuft, oder wenn die antizyklischen Chancen sehr interessant werden sollten, dann werden wir wieder massiver investieren. Die langfristigen Gewinn-Chancen sind sehr attraktiv in beiden Umweltszenarien. Da beide aber genau gegensätzliche Strategien erfordern, benötigen wir eine hohe Trefferwahrscheinlichkeit unserer Analyse, woran wir momentan noch arbeiten. Bis hier die Ergebnisse belastbarer sind, agieren wir vorsichtig.

4.Februar 2014 Straush