

Manager Report Februar 2007: Idealtypische Korrektur ?

O.k. Jetzt ist es also endlich passiert. Es hat ein bisschen geknallt. Es war überfällig. Das wusste jeder, der unsere Analysen in den letzten Monaten gelesen hatte. Die Anlässe waren schnell gefunden: Aufgrund der japanischen Mini-Zinsen gibt es seit Jahren ein "risikoloses" Spiel in der Hedge Fonds-Branche: Geld zu 1-2% in Japan leihen, in den USA zu 6% oder Neuseeland zu 8% anlegen und den Zinsspread vereinnahmen. Die funktioniert wunderbar, solange der Wechselkurs konstant bleibt oder noch steigt, der Yen schwächer wird. Dieser hatte sich bekanntlich nach 80 Yen/Dollar zu besten Zeiten bis auf 121 Yen pro Dollar Mitte Februar 2007 abgeschwächt. Ende Februar stieg er plötzlich auf 115 an und 1 bis 1 1/2 Jahre Zinsdifferenzgewinn wandelten sich in Devisenverlust innerhalb von Stunden. Ein erstes Warnsignal und Grund für Panik bei den Zinsspekulanten.

Dann kam China plötzlich unter Druck. Der Gewinner-Markt des Jahres 2006, der noch rund 15% seit 1.1.2007 weitergelaufen war, ging auch mal 8-9% zurück, und plötzlich war die Welt dort auch nicht mehr so rosig.

Der letzte Stein des Anlasses waren dann die amerikanischen Immobilienkredite. Dazu mehr in unseren Sonderanalysen. Im Kern: In den USA wurden in den letzten 10 Jahren bei immer weiter steigenden Immobilienpreisen Wohnhäuser zu immer höherem Anteil durch Kredit finanziert. Zuletzt betrug die Eigenkapitalquote nur noch rund 53% und dies im Durchschnitt. Die steigenden Preise fürs eigene Heim wurden massiv genutzt um nachrangige Schulden aufzunehmen und damit sonstigen Konsum zu finanzieren. Für bonitätsschwache Immobilienbesitzer wurde dazu das Instrument der Sub-Prime-Kredite entwickelt: Teure Kredite mit Zinsaufschlag wegen mangelnder Bonität, die auch noch mit rund 40% der in den letzten Jahren ausgegebenen Kredite variabel verzinst in den letzten Jahren vergeben wurden und teilweise mit Vollbeleihung. Aktuelle Entwicklung: Aufgrund der Zinserhöhungen der letzten 3 Jahre hat sich die Zinsbelastung um 50% erhöht. Es kommt reihenweise zu Zwangsversteigerungen und notleidenden Krediten. Eine Vielzahl von Kreditunternehmen aus dem Segment Sub-Prime sind bereits zahlungsunfähig und haben seit November das Geschäft eingestellt. Der größte unabhängige Anbieter New Century erst letzte Woche. Hier im Feuer: 2 Milliarden Eigenkapital und 23 Milliarden Kapital von Großbanken wie UBS, JP Morgan, Barclays etc. Die Hypothekeneinheit von General Motors musste für das vierte Quartal 2006 eine Rückstellung von 1 Milliarde Dollar für Kreditausfälle im Sub-Prime-Segment vornehmen. Die Großbank HSBC ebenso.

Zusammengefasst: Die Geldversorgung kommt ins Stocken. Die Yen-Carry-Trades werden zurückgeführt oder nicht im weiteren Umfang aufrecht erhalten. Den Großbanken stehen wegen Zinsausfällen, Abschreibungen etc. weniger Mittel zur Verfügung. Das ist zumindest das Furcht-Szenario, dass die Anleger verkaufen lies.

Aus Sicht der Markttechnik ist es in solchen Situationen immer sehr wichtig, das ganz große Bild zu analysieren, den breiten Markt auf langfristiger Basis. Dies gerade, wenn die Schlußfolgerungen - wie aktuell - daraus ziemlich eindeutig sind.



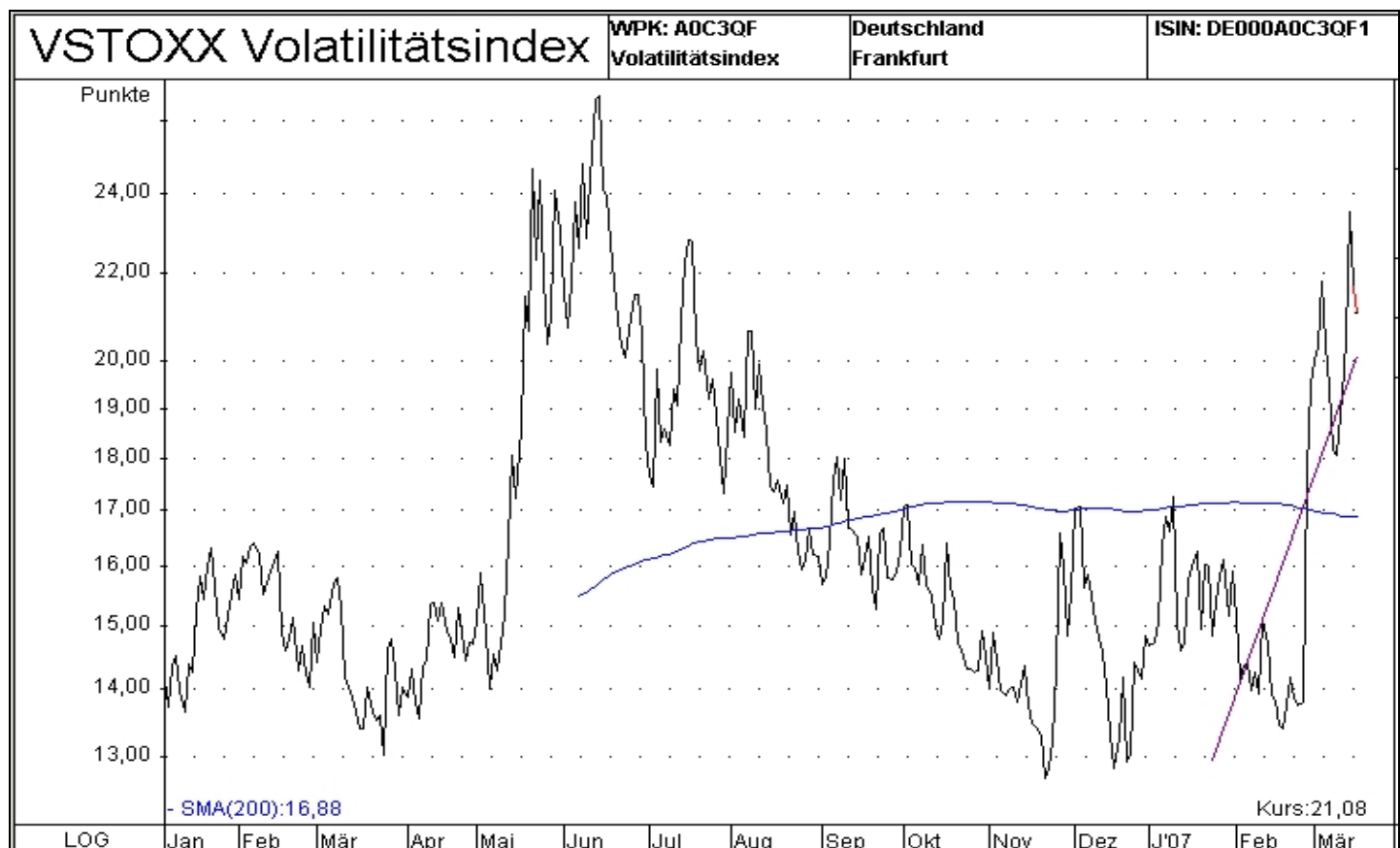
Vom Top im Jahr 2000 bei 160 fiel der MSCI-Weltindex im Umfeld des 11. September auf 100 Punkte, erhöhte sich dann auf 120, bevor der finale Ausverkauf bis zum Vor-Irak-Kriegs-Tief bei 70 folgte. Mit den Höchstständen vom Februar wurde genau diese 120er-Marke wieder erreicht, wobei dem Markt die Schwungkraft gemessen durch den RSI-Index, langsam verloren geht. Dessen Wert beim Februar 2007-Top war geringer als Anfang 2006. Markttechniker sagen dazu Momentum-Divergenz: Kurse steigen noch, aber mit sich abschwächender Anstiegsgeschwindigkeit. Man könnte auch sagen gebremst.



Betrachtet man gerade die etablierteren Technologie-Werte, die als Wachstumswerte par excellence eine weltwirtschaftliche Expansion anführen müssten, und die im NASDAQ 100 abgebildet werden, dann ist festzustellen: Jahresanfangsstände 2006 leicht überschritten und nun sind wir da, wo wir auch schon im Januar 2006 waren. Auch der S+P 500 hat an der Obergrenze seiner Bollinger-Bänder (rote Linie) abgedreht und sieht jetzt sehr gefährdet aus: Auf dem Niveau des 1999er-Tops knapp über 1400 nach unten abgedreht.



Die Angst gemessen durch die Optionsprämien ist an den Markt zurückgekehrt. Allerdings noch längst nicht genug, um auf eine Marktberreinigung nach Panikausverkauf zu erkennen.



Zusammengefasst: Viel erinnert an das zweite Quartal 2000. Der Markt ist abrupt in seiner ungestörten Aufwärtstendenz unterbrochen worden. Das erste Porzellan ist zerschlagen. Aktuell sammeln sich jetzt erst einmal die Marktteilnehmer und werden dann die Fakten zu bewerten haben: Wächst die Wirtschaft weiter, trotz negativer Effekte von der Zinsfront? Es sieht so aus, als ob die Unternehmensgewinne in den USA ihren Zenit überschritten haben. Die amerikanischen Indizes haben seit Jahren mit sehr hohen historisch unüblichen Werten für das Verhältnis von Gewinn/Aktie und Kurs die sehr gute Unternehmensgewinnentwicklung der letzten Jahre vorweggenommen. Dieser Antizipationsmechanismus der Börse funktioniert bekanntlich aber auch umgekehrt.

Gerade wenn man sich die Charts aus der letzten Monatsanalyse anschaut, stehen wir offensichtlich vor schwierigen Zeiten. Nach sieben Monaten Dauerhaussa kommt eben typisch nicht der achte. Und nachdem wir mit dem Februar-Ergebnis jetzt auch wissen, dass er nicht gekommen ist und bald wieder Mai ist (wo man bekanntlich verkaufen und dann weggehen soll), dürfte es mehr als nur schwierig werden.

Allokation Black+White-Portfolio

Black+White lieferte im Februar 2007 wieder einen Allzeithöchststand. Mit einem Plus von 0,86 % wurden 16403,23 Punkte erreicht. Das Black+White-Portfolio ist weiterhin stark in marktneutralen Ansätzen gewichtet. Gegenüber Vormonat kam es hier zu keinen Änderungen. Es bleibt auch die Aussage aus dem Vormonat bestehen, dass, da auch Hedge-Fonds-Manager in einer Hausse dazu neigen zu versuchen am Aufwärtstrend zu partizipieren, es sinnvoll ist, dem durch geeignete Optionspositionen entgegen zu wirken.

Konkret heißt dies, dass Absicherungsoptionen ein Muss sind. Erfreulicherweise haben wir diese zu den noch niedrigeren Volatilitäten im Januar/Februar eingekauft und können nun beruhigt das Jahr 2007 angehen. Wir sind auf DAX-Basis bis in den Dezember abgesichert. In den Small Cap-Segmenten zumindest bis Juni. Jahresendlaufzeiten (Dezember 2007) sind in den gängigen SmallCap-Futures nicht verfügbar oder so illiquide, dass eine Portfolioabsicherung keinen Spaß macht (und natürlich auch keinen zu erwartenden Gewinn).

Für den Februar selbst war dies zunächst unerfreulich, da die Absicherung naturgemäß wesentliche Teile der Aufwärtsbewegung verpasste, beziehungsweise Verlust produzierte. So wurde das Februar-Ergebnis durch die Absicherung mehr als halbiert. Anders ausgedrückt: Wir hätten ohne die Absicherung fast 2% verdient. Wir verloren insbesondere auf unseren März-Hedge-Positionen deutlich. Durch geschicktes Trading konnten wir ziemlich genau im Tief Anfang März unsere März-Optionen wieder verkaufen und die Ende Februar zusätzlich aufgenommenen Puts brachten deutliche Gewinne, als die Kurse in den letzten Tagen des Monats und dann Anfang März fielen. Dieser Effekt reduzierte sich in der nachfolgenden Erholung wieder. Aber abgerechnet wird bekanntlich zum Schluß: Ende Januar 2007 stand der DAX bei 6800 Punkten. Aktuell 2,5% tiefer. Black+White liegt dagegen aktuell 2,5% besser gegen Ende Januar. Macht 5% Outperformance und nicht nur damit ein relativ besseres Ergebnis, sondern auch ein absolut besseres. Und dies natürlich ohne Crash-Risiko und die Möglichkeit wesentlicher Vermögensverluste, wie sie nun einmal der Aktienanlage innewohnt.

Wir bleiben daher abgesichert. Nach unserer oben stehenden Analyse war es das noch nicht. Wir warten ab und verdienen an unseren marktneutralen Strategien und den zu erwartenden Kursschwankungen. Das erste Gewitter haben wir jetzt gesehen. Ob daraus ein Orkantief wird werden wir sehen. Wir schließen es nicht aus, wollen aber unseren Handelserfolg davon nicht abhängig machen. Sollte es passieren, werden wir sehr hohe Gewinne auf unseren Optionspositionen erzielen. Wenn nicht, zumindest eine anständige Dauerrendite aus unseren marktneutralen Strategien.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Auch in Vola+Value konnten wir wiederum ein neues Allzeit-Hoch erzielen. Vola+Value stieg auf 12301,73 Punkte und damit um weitere 0,66%. Auf 48 Monate addiert sich dies weiter auf über 50%. Auch hier taten uns die absichernden Indexpositionen weh, sprich kosteten uns Performance. Dasselbe galt für die Einzeloptionspositionen. Ein Contrarian-Programm wie Vola+Value verdient naturgemäß nichts, wenn es im siebten Monat einer Aufwärtsbewegung weiter deutlich steigt. Die letzten Februar-Tage taten uns dann natürlich gut und führten zu dem positiven Monatsergebnis. Dabei sollte nicht vergessen werden, dass jeder Monatsausweis stichtagsbezogen ist. Im Februar fiel der DAX nur von 6789 auf 6715 Punkte (31.1. gg. 28.2.). Der Effekt des Rückganges auf 6450 erfolgte erst im März.

Der Rückgang von 7000 auf 6450 Punkte wirkte gerade durch seine Schnelligkeit. Es war aber nur eine Bewegung innerhalb einer Woche und auch in einem Umfang, der deutlich hinter unserer Crash-Definition zurück blieb. Danach ist Crash bekanntlich ein Kursverlust auf Indexbasis von mehr als 13% innerhalb weniger als 6 Wochen. Erst dies führt nämlich dazu, dass auch längerfristig denkende und ggf. investierte Anleger wesentliche Vermögensverluste feststellen und dann handeln, was die übliche Verkaufslawine auslöst.

Statt massiver Crash-Fortsetzung gehen wir auch für Vola+Value von einer Seitwärts-/Abwärts-Phase aus und halten uns den Crash nur als Option offen, quasi als Sahnehäubchen. Allerdings haben uns die Probleme am amerikanischen Immobilienmarkt doch hinsichtlich Stärke und Schnelligkeit überrascht. Die Probleme waren bekannt. Wir waren und sind auch sicher, dass sie deutlich negative Auswirkungen haben werden. Nur ist es eigentlich so, dass die Spitze, das größte Volumen umzufinanzierender Kredite mit variabler Verzinsung, im 3. und 4. Quartal 2007 erwartet wird. Geht man davon aus, dass erst dann die Kreditraten sich erhöhen und ggf. die Schuldner noch über die Möglichkeiten verfügen ein, zwei, oder drei Monate auch die höheren Zinsen zu zahlen, dann drei Monate später der Nicht-Zahlungsfall offiziell eintritt und nach sechs Monaten dann die Hypothekeninstitute mit der Versteigerung beginnen, dann kommt man zu einer nüchternen Abschätzung von Mitte 2008 als dem Zeitpunkt, wo der größte Problemdruck zu erwarten war. Dass bereits jetzt reihenweise die Kreditgeber insolvent werden und nicht etwa von anderen Banken saniert und übernommen werden, zeigt dass die Probleme größer sind als angenommen.

Die Optionsprämien sind uns generell noch viel zu gering, um uns hier angemessen zu kompensieren. Insofern bleiben wir bei unserer Grundstrategie ganz spezifische Optionspositionen auf einzelne Aktien einzugehen, die möglichst wenig mit dem Kreditbereich und dem Gesamtmarkt zu tun haben und daneben mittels Gesamtmarktpositionen auf deutlicheren Kursrückgang zu setzen, sowohl spekulativ, als auch als Absicherung für das Einzelaktienportfolio.

Gerade im März war dieser Ansatz sehr erfolgreich. Wir konnten eine Reihe von Einzelaktienengagements mit sehr hohen Renditen bezogen auf die einzelne Position abschließen, worüber wir im März-Report berichten werden.

Vola+Value ist als Contrarian-Programm mit Affinität zum Schreiben von Optionsprämien optimal positioniert, um in einer Seitwärts-/Abwärtsphase sehr deutliche Gewinne zu erzielen. Hier sind damit eigentlich Gewinne ziemlich sicher.

20.03.2007 Straush