

Manager-Report Februar 2008: Die Lage ist ernst aber hochlukrativ

Brinkmanship steht für eine hauptsächlich außenpolitische Doktrin der USA in den 50er und 60er Jahren, bei der eine problematische, gefährliche Situation soweit eskaliert wird, bis an den Abgrund (brink) getrieben wird, bis die Gegenseite nachgibt. Brinkman ist der Mann, der am Abgrund steht und dabei glaubhaft vorgibt, dass er in seinem irrationalen Verhalten auch bereit sei einen weiteren Schritt nach vorn zu gehen. Bekanntes Beispiel ist etwa die Drohung eines Raketenangriffs auf Kuba, mit der Kennedy die Soviets zur Demontage ihrer gerade dort aufgestellten Mittelstreckenraketen zwang (erfolgreich) oder Nixons Drohung mit dem Einsatz von Atomwaffen im Vietnam-Krieg (nicht erfolgreich). Brinkmanship ist ein klassisches Thema der Spieltheorie, die seit den Arbeiten von NEUMANN (1928) und MORGENSTERN (1944) im Rahmen des Chicken/Feiglings-Spiels untersucht wurde und schon in deren Buch "Spieltheorie und wirtschaftliches Verhalten" (Theory of Games and Economic Behavior) thematisiert. Die Spieltheorie ist im Bereich der volkswirtschaftlichen Mikrotheorie ein In-Forschungsgebiet und hat gerade in den letzten Jahren zu zahlreichen Nobelpreisen für Wirtschaftswissenschaften geführt. Dies muss man als Nicht-Volkswirtschaftler wissen um zu verstehen, was aktuell an den Börsen passiert und warum. Seit Mitte letzten Jahres ist nämlich mit Ben Bernanke ein ehemaliger Professor für Volkswirtschaft an der amerikanischen Elite-Universität Princeton Chef der amerikanischen Zentralbank und alles, was ich aktuell sehe, sieht nach einem inszenierten Wash-Out gemäß Spieltheorie aus. Doch vor der Bewertung kurz die Fakten.

Nach dem massiven Ausverkauf seit Weihnachten 2007 bis Mitte/Ende Januar 2008 stabilisierten sich die Aktienmärkte. Auf dem massiv gedrückten Niveau von 70-75% stabilisierten sich die Notierungen für erstklassige Hypotheken. Gleichzeitig hatten viele Immobilien-Teilmärkte in den USA den Großteil ihrer Überbewertung aus 2005 bereits abgebaut, was allerdings zu einem 8%igen Rückgang der Durchschnittspreise (Februar 2008 gg. Februar 2007) geführt hatte. Zu den Hintergründen der Krise haben wir in den letzten Manager-Reports bereits ausführlich ausgeführt. Daneben in unseren Spezial-Reports zur US-Überverschuldung.

In diesem Report möchte ich einmal an ganz einfachen Beispielen zeigen, was hier in den letzten Jahren passiert ist und daraus ableiten, was passieren wird.

Wir sind in Hudson rund 1 1/2 Autostunden in nord-östlicher Richtung vom Tampa International Airport am Golf von Mexico. Genauer in 15607 Century Drive einer Querstrasse zum Yachtsman Drive, einer Wohngegend, die durch Einfamilienhäuser mit Bootsanleger und direkter Zufahrt vom Golf von Mexico geprägt ist. Die Wohnhäuser liegen hier alle an Wasserstrassen (am besten sichtbar in der Hybrid-Einstellung). Durch den Ghost Creek Kanal geht es nach Osten direkt in den Golf.

Kartendaten ©2009 Tele Atlas - [Nutzungsbedingungen](#)

Karte
Satellit
Hybrid



Das Einfamilienhaus unten links ist aktuell (Ende Februar 2008) in der Zwangsversteigerung (Foreclosure).

Seit dem letzten Verkauf ist sein Preis um 11,3% gefallen. Mit dem aktuellen Listing von \$279000 liegt das Objekt um rund 37% unter seinem Höchststand von \$ 444000 Mitte 2006. Dennoch ist die 10 Jahres-Rendite weiter bei +213,7%. Vergleichswerte für Florida gesamt liegen bei +150% per 10 Jahre und -11% im Jahresvergleich. Für die Gesamt-USA bei +109,7% und -2,8% im Jahresvergleich und damit deutlich schwächer als im Boomland Florida.

Mit der Entwicklung der letzten 1 1/2 Jahre wurde ein wesentlicher Teil der Aufwärtsbewegung korrigiert. Der Preis des Objektes hier befindet sich wieder auf dem Niveau von 2004. Die gesamte Überbewertung des Objektes in 2005/2006 ist vollständig abgebaut.

Die Preisentwicklung dieses Objektes zeigt schön die Überbewertung, aber auch, dass wesentliche Teile der Korrektur schon erfolgt sind. So liegt der Preisrückgang im Postleitzahlgebiet 34667 (nördlich von Hudson) schon bei über 15% seit dem Top.

Historical Value Trends						
Show as: <input checked="" type="radio"/> % <input type="radio"/> \$ <input type="radio"/> % annualized						
Past:	This home	34667	Hudson	Pasco	FL	US
30 days	↓-7,5%	↑0,6%	↑0,6%	--	↓-0,6%	↓-0,2%
1 year	↓-15,2%	↓-7,0%	↓-7,1%	↓-4,8%	↓-11,0%	↓-2,8%
5 years	↑86,3%	↑58,9%	↑61,3%	↑69,1%	↑60,9%	↑40,0%
10 years	↑213,7%	↑143,2%	↑144,5%	↑153,0%	↑149,8%	↑109,7%
Since last sale 08/08/2007	↓-11,3%	↓-4,7%	↓-4,3%	↓-2,0%	↓-7,4%	↓-2,8%



Compare:

- This home
- 34667
- Hudson
- Pasco
- FL
- USA
- Show sales

Preisentwicklung für das Objekt 15607 Century Dr. während der letzten 10 Jahre

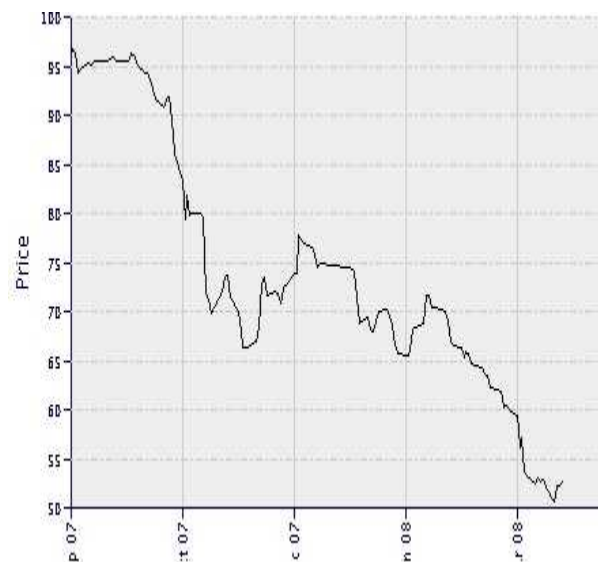
Nun zur Finanzierungsseite, dem für uns eigentlich interessanten Thema. Standardmäßig werden in den USA Immobilien sehr langfristig finanziert. Oft mit Hypotheken von 30 Jahren Laufzeit. Finanziert wird dies durch Ausgabe langlaufender Anleihen, sogenannter MBS, mortgage backed securities,

Hypothekendarlehen. Zigtausende von Hypotheken auf einzelne Häuser werden dabei in eine Zweckgesellschaft, deren einziger Zweck es ist, diese Hypotheken zu halten und zu verwerten, eingebracht, an diese verkauft gegen Zahlung des Kreditbetrages. Diese Zweckgesellschaft gibt dann ihrerseits Anleihen aus. Die unteren 70-80% jeder Hypothek wurden als sicher betrachtet. Zu deren Refinanzierung wurden als erstklassig betrachtete AAA-Anleihen verkauft. Typisch an sicherheitsbetonte Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen etc. Die restlichen 20-30% wurden mittels Anleihen niedrigerer Bonität gedeckt, wobei BBB-Anleihen typisch die letzten 7-10% des Kreditvolumens ausmachten. Mit dem Rückgang der Immobilienpreise nahmen die Zweifel zu, ob gerade die AAA-Tranchen wirklich so sicher seien, wie erwartet, was in den Monaten von Juni-Januar zu einem Rückgang der Preise für diese "AAA"-Anleihen führte.

Diese Situation verschärfte sich Ende April bis Anfang März 2008 als FED-Präsident Ben Bernanke vor rund 1200 US-Bankern den Vorschlag unterbreitete, man solle doch darüber nachdenken, statt nur gegebenenfalls durch Zinsnachlässe Hypothekenschuldner zu entlasten, die auf dem Top des Marktes Hypotheken aufgenommen hätten, diesen 20% ihrer Schulden ganz zu erlassen. Dies führte wenigstens mit als Grund dann zu Panikverkäufen im gesamten MBS-Segment. Die AAA-ABX-Indizes für in 2007 begebene 30-Jahres-MBS, also die Preis für die "erstklassigen Teile der Hypotheken" implodierte nach dem Kollaps im Sommer von 95% auf 75% innerhalb eines Monats (Mitte Februar 2008-Mitte März 2008) von 75% auf knapp über 50%.

Markit ABX.HE Closing Prices

20-Mar-08 Overview							
Index	Series	Version	Coupon	RED ID	Price	High	Low
ABX-HE-AAA 07-2	7	2	76	0A08AHAD4	52.77	99.33	50.67
ABX-HE-AA 07-2	7	2	192	0A08AGAD6	22.32	97.00	20.66
ABX-HE-A 07-2	7	2	369	0A08AFAD8	16.42	81.94	15.75
ABX-HE-BBB 07-2	7	2	500	0A08AIAD2	13.07	56.61	12.56
ABX-HE-BBB- 07-2	7	2	500	0A08AOAD9	12.94	50.33	12.44
ABX-HE-AAA 07-1	7	1	9	0A08AHAC6	57.13	100.09	53.46
ABX-HE-AA 07-1	7	1	15	0A08AGAC8	22.42	100.09	20.33
ABX-HE-A 07-1	7	1	64	0A08AFAC0	10.98	100.01	10.84
ABX-HE-BBB 07-1	7	1	224	0A08AIAC4	9.46	98.35	9.00
ABX-HE-BBB- 07-1	7	1	389	0A08AOAC1	9.41	97.47	8.78
ABX-HE-AAA 06-2	6	2	11	0A08AHAB8	75.38	100.12	66.10
ABX-HE-AA 06-2	6	2	17	0A08AGAB0	40.49	100.12	33.31
ABX-HE-A 06-2	6	2	44	0A08AFAB2	16.39	100.12	14.38
ABX-HE-BBB 06-2	6	2	133	0A08AIAB6	10.13	100.59	9.89
ABX-HE-BBB- 06-2	6	2	242	0A08AOAB3	10.04	100.94	9.71
ABX-HE-AAA 06-1	6	1	18	0A08AHAA1	88.33	100.38	84.17
ABX-HE-AA 06-1	6	1	32	0A08AGAA9	67.37	100.73	59.17
ABX-HE-A 06-1	6	1	54	0A08AFAA7	35.96	100.51	29.64
ABX-HE-BBB 06-1	6	1	154	0A08AIAA4	16.90	101.20	14.56
ABX-HE-BBB- 06-1	6	1	267	0A08AOAA2	14.48	102.19	14.48

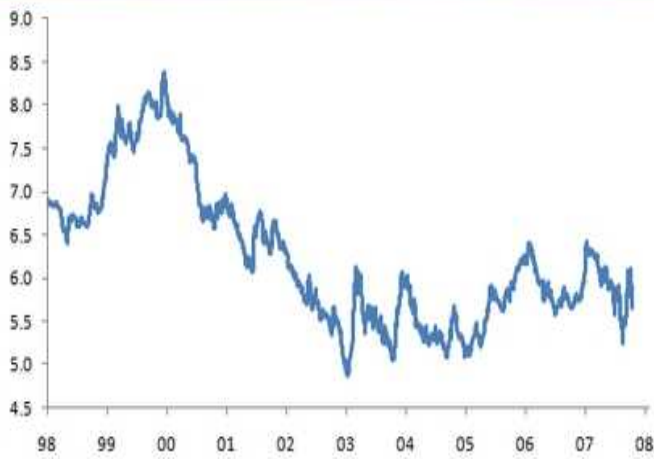


ABX -HE-AAA 0702 Kursentwicklung

Gleichzeitig stiegen infolge der Kreditknappheit die Hypothekenzinsen für auch aktuelle, das heißt neue, Kredite auf dem verminderten Immobilienpreinsniveau an, trotz sinkender Zentralbankzinsen. Die Zinsdifferenz zwischen Staatsanleihen und FED-Zinsen auf der einen Seite und jeder Art privater Finanzierungen, seien es Hypotheken oder Unternehmensanleihen, explodierte.

Erst in den letzten Tagen gab es einige Entspannung als immer mehr langfristig sehr erfolgreiche Bond-Investoren diese Situation zum Einsteig nutzten.

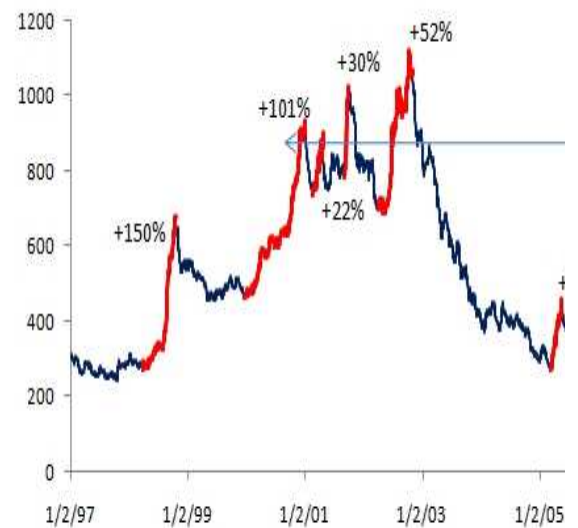
Historical 30-Year Fixed Mortgage Rate (%)



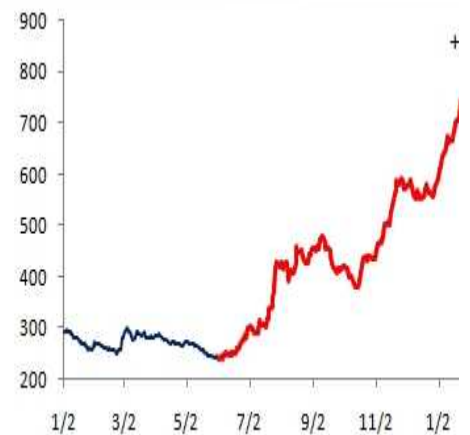
30-Year Fixed Mortgage Rate vs XHB Homebuilder ETF



High Yield Credit Spreads: 1997 - 2008



High Yield Credit Spreads: 2008



Trotz der leichten Erholung in den letzten Tagen ist die Situation immer noch extrem angespannt. Der letzte rechte Chart zeigt dabei das ganze Ausmaß der Krise. Wir hatten den größten Zinsanstieg aller Zeiten. Von einem Zinsaufschlag von rund 230 Basispunkten, also 2,3% Mehrzins für Anleihen schlechterer Bonität um das 3 1/2 fache auf jetzt über 900 Basispunkte. Anders ausgedrückt: Der Markt bewertet inzwischen Anleihen von Schuldern niedrigerer Bonität so, als würden mindestens 25% kurzfristig zu einem Totalausfall, oder würden bei 50% nur noch die Hälfte realisierbar sein. Denn betrachtet man kurzfristig als 2,5 Jahre so erhalten Investoren in diesen Anleihen $9\% \cdot 2,5 = 22,5\%$ Mehrzins gegenüber einer normalen Festgeldanlage.

In absoluten Zahlen heisst dies: Während man für staatsgarantierte Zinsanlagen in den USA nur noch den FED-Zins von 2,25% vereinnahmen kann, gibt es für viele Unternehmensanleihen, aber auch für Portfolios mit Nicht-US-Staatsanleihen zweistellige sichere Zinsen. 10,11 und 12% p.a. werden hier schon reihenweise gezahlt.

Die Krise hat damit völlig absurde Ausmaße angenommen.

Wenn man nur das Beispiel des obigen Einfamilienhauses betrachtet und den schlimmsten Fall analysiert, dass nämlich dieses auf der Spitze der Immobilienbewertung zu 100% (also ohne jeden Eigenkapitaleinsatz) finanziert wurde und hinsichtlich der AAA-Quote auch wieder den schlimmsten Fall unterstellt, nämlich, dass 80% dieser Vollfinanzierung als AAA eingestuft wurden, dann kommt man dazu, dass USD 352 000 dieses Objektes durch "AAA" finanziert sind und damit das entsprechende

Teildarlehen in der entsprechenden AAA-Anleihe jetzt nur zu 78,5% noch durch den Immobilienwert gedeckt wäre (279000 Marktwert/352000 AAA-Finanzierungsteil). Dies ist aber der Extremfall und berücksichtigt nun überhaupt nicht, dass es auch jede Menge Schuldner gibt, die in der Lage sind, ihre zu hoch erworbenen Immobilien einfach aufgrund des hohen Einkommens zu bedienen oder ihr eigenes Heim nicht im Wege einer Zwangsversteigerung verlieren möchten und desweiteren, dass US-Schuldner genauso wie deutsche, schweizer oder österreichische Immobilienschuldner natürlich privat unbeschränkt für die aufgenommenen Kredite haften, also ihre Kreditfähigkeit verlieren würden, falls sie sich einfach "aus dem Staube machen würden". Betrachtet man die steigenden Baukosten aufgrund der weltweiten Rohstoffnachfrage und die Tatsache, dass die US-Bevölkerung langfristig wächst, also Wohnbedarf besteht, dann wiesen schon die 70-75% AAA-Bewertungen Mitte Februar einen guten Sicherheitsspielraum auch für Extremfälle wie oben angenommen auf. Die aktuellen 50%-Bewertungen für AAA-Anleihen bedeuten, dass eine Deckung auch noch gewährleistet wäre, wenn das obige Objekt weiter auf \$ 180 000 fallen würde. Selbst dann wäre erst der Bewertungspuffer aus den 352000 aufgezehrt. Es ist also bereits selbst eine volle Korrektur des kompletten Immobilienpreisanstieges seit 2003 eingepreist. Sollte es noch ein paar Tage dauern, bis dieser Wert erreicht wird, dann werden natürlich hohe laufende Zinsen vereinnahmt, die man auch noch für den Vergleich heranziehen muss, ob man in solche Anleihen oder lieber etwa in "sicheres" Festgeld investieren sollte.

Denn eine AAA-Anleihe mit auch nur einem 5%-Kupon, die man zu 50% erwirbt, bringt natürlich nicht 5% laufende Zinsen sondern 10%. Denn die laufenden Zinsen werden ja auf den Nominalbetrag gezahlt und nicht auf den jetzigen Kaufpreis. Rechnet man diesen Mehrzins wieder Kaufpreisvermindernd ein, so reduziert sich der Kaufpreis in zwei Jahren um weitere 2*5% oder 10% auf schon 40%, womit die Deckung durch die Immobilien immer noch gegeben wäre, selbst wenn in unserem Beispiel das Objekt nur noch \$ 140 000 wert sein sollte. Die aktuellen Anleihenpreise sind also so absurd, dass man wirklich kaum noch etwas schief machen kann. Natürlich kann das Ende der Welt kommen. Nur, sollte es wirklich dazu kommen, dass Immobilien in den USA so tief fallen, dann wäre dies ein schlimmeres Szenario als 1929. Eine weltweite Depression wäre die Folge. Und in den dann folgenden Massenzusammenbrüchen von Banken sollte kein Festgeldanleger und kein Girokontenbesitzer die Illusion haben, dass seine Forderungen gegen Banken noch irgendwie sicher sind. Und auch das Papiergeld unter der Matratze wird gegebenenfalls nicht helfen, wenn Geld allgemein entwertet wird.

Sicherlich würde ein solches apokalyptisches Szenario auch unsere Forderungen nicht unberührt lassen, aber da wir zu 50% eingekauft haben, tut uns ja ein Währungsschnitt 2:1 nicht weh. Das Vermögen eines Festgeldanlegers halbiert sich dagegen.

Niemand sollte uns hierbei jetzt fehlverstehen, dass wir etwa das Ende der westlichen Zivilisation prognostizieren. Die vorstehenden Überlegungen sollen nur demonstrieren, dass wir jeden Fall durchdacht haben und es gibt kein Szenario mehr, bei dem sich ein Festgeld-Anleger besser stellt, als jemand, der in die vermeindlich riskanten Anlagen investiert. Wir sind unten. Vielleicht und sogar wahrscheinlich noch nicht mit den US-Immobilienpreisen, aber mit hoher Wahrscheinlichkeit bei den aktuell verschmähten Anleihen. Speziell im US-Unternehmensbereich ist es absolut unverständlich, warum hier jetzt plötzlich ebenfalls 12% und mehr gezahlt werden. Einzige Begründung: Völlige Irrationalität und Panik der Marktteilnehmer.

Und jetzt kommen wir zur Spieltheorie zurück. Eine Idee hinter dem ansonsten völlig unausgegorenen Vorschlag mit den 20% könnte gewesen sein, genau diesen Zustand herbeizuführen, einen massiven Ausverkauf mit der Hoffnung, dass danach ein neuer Wirtschaftszyklus beginnen kann. Unbelastet von den alten Krediten. Mit der Idee, dass damit eine längerfristige Abwicklung und ggf. wirtschaftliche Agonie durch ein über den Märkten hängendes Gewitter verhindert wird. Das Problem dabei ist nur: Mit diesem scharfen Ausverkauf wurden eine Vielzahl von Bankbilanzen derart stark beschädigt, dass in der letzten Woche der de-facto-Konkurs einer der vier großen US-Investment-Banken zu verzeichnen war, der Bear Stearns. Möglicherweise wird mit dieser Shock and awe-Methode eine schnelle Abwicklung der Immobilienprobleme vorangetrieben. Allerdings wurde die alte Zusammenarbeit und die alte Bewertung von (US-)Banken irreparabel gestört. Während man früher davon ausgehen konnte,

dass Banken von der Regierung gestützt würden, wurde nun der Konkurs einer oder mehrerer bewußt in Kauf genommen. Einige Kommentatoren haben dies als rücksichtslos bezeichnet. Ich sehe es viel pragmatischer. Wenn man damit rechnen muss, dass eine Bank auf dem Altar irgend eines volkswirtschaftlichen Spiels geopfert wird, dann heisst das zweierlei:

1. Wir werden sicher nicht darüber nachdenken jemals wieder irgend einer Bank Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, es sei denn mehr als 25% Rendite sind einigermaßen absehbar und man kann diese zumindest bis zum nächsten Staatsübergreif auf das Aktionärskapital vereinnahmen.

2. Die Risiken für jeden, der mit Banken Geschäfte macht, haben sich massiv erhöht.

Betrachtet man daher die langfristigen Folgen dieser Idee mit bewußter Panikmache eine Schnellabwicklung der Kredite zu erzwingen, so bewerte ich dies als sehr dumme Art das Spiel zu spielen. Die langfristigen Kosten in einer Welt, in der immer mehr professionelle Anleger agieren, die derartiges durchaus durchblicken und in ihre Kalkulation einbeziehen, werden sehr hoch sein. Eine langfristige massive Verteuerung der Eigenkapital-Kosten der Banken und damit der Kosten des Bankapparates als Ganzes und eine äußerst restriktive Kreditvergabe und schon gar nicht zu günstigen Konditionen wird die Folge sein. Der Wunsch nach einem schnellen Neuanfang wird ein Wunsch bleiben.

Allokation Black+White

Wie können wir denn nun an diesem Desaster verdienen? Dies fragten wir im letzten Monat. Wir verwiesen auf die massiven Unterbewertungen bei Closed End Funds, auch solchen, die ausschließlich Unternehmens- oder Staatsanleihen im Portfolio haben. Wir hatten erste Positionen eingenommen. Wir hatten darauf hingewiesen, dass wir mit dem Chaos, dass die Banken angerichtet haben, leben müssen. Jetzt ist auch noch das Chaos, dass die FED beziehungsweise Herr Bernanke angerichtet haben, dazugekommen.

Daneben haben wir ein 70-Jahres-Hoch in der Intra-Day-Volatilität erreicht. Tägliche Sprünge in den Aktienkursen von 4%, wie wir sie heute laufend sehen, gab es in diesem Ausmaß und dieser Häufigkeit das letzte Mal 1938. Kurz vor Beginn des zweiten Weltkriegs. Das Chaos ist damit maximal. Die Unsicherheit maximal. Die Illiquidität und die Irrationalität sind maximal.

Dies ist die Zeit wo große Vermögen geschaffen werden. Noch nicht an den US-Immobilienmärkten, aber schon an den US-Zinsmärkten. Wir sind aktuell damit konfrontiert, dass die Rendite unseres Portfolios jeden Tag steigt und damit natürlich auch die Möglichkeit weiter zu investieren. Dies ist angesichts der sinkenden US-Zinsen eigentlich absurd. Aber aufgrund der oben beschriebenen Gründe passiert es halt.

Wir konnten uns bis Ende Februar aus den Effekten des zusammenbrechenden Zinsmarktes durch gutes Timing und unsere Index- und Währungshedges heraushalten. Aus allen Hedge-Positionen erzielten wir aufgrund des Rückgangs der Aktienmärkte und des US-Dollar nicht nur Absicherungsgewinne, sondern auch neue Liquidität. Als Ergebnis sind wir trotz vorgenommener Neuinvestitionen liquider als noch im Januar und können die immer besser werdenden Möglichkeiten noch gewinnbringender einsetzen. Wir tun dies aktuell noch mit ein wenig Vorsicht und selbstverständlich ohne auch nur einen einzigen Euro oder Dollar Kredit einzusetzen. Aber wie die obigen Rechnung zeigt, ist es langsam ein Muß zu investieren. Wir nehmen daher in die fallenden Kreditkurse Positionen auf, sei es durch Investitionen in erfolgreiche Hedge-Fonds oder unterbewertete Closed End Funds. Während wir im letzten Report von 7-8% Rendite und 13% Abschlag gesprochen habe, bekommen wir jetzt Staatsanleihen-Portfolios angeboten mit Abschlägen von 16% und 10% laufender Rendite, womit die langfristigen Ablaufrenditen dieser Portfolios sich immer deutlicher in den zweistelligen Bereich entwickeln.

Unser Strategie-Ansatz stimmt. Wir haben das Research. Wir haben vollen Zugriff auf Schätzungen für jede Immobilie in den USA. Wir kennen den Markt. Wir werden verdienen.

Unsere PIPE- Und BDC-Fonds berichten allesamt über steigende Renditen und ausgezeichnete Geschäftsperspektiven.

Damit dies noch einmal klar wird. Das Gros der Investment-Banken arbeitet mit einem Leverage von 30. Das heisst deren Eigenkapital muß das Risiko des 30fachen an fremden Geldern abdecken.

Wir und auch die Finanz-Fonds, in denen wir investiert sind, arbeiten völlig ohne festverzinsliches Fremdkapital nur mit eigenen und eigenkapitalersetzenden Mitteln. Die Banken können nicht mehr. Sie müssen Geschäft abgeben, scheiden als Konkurrenten zu uns und unseren Hedge Fonds aus, was insgesamt renditeerhöhend wirkt.

Letztlich kann man auch einfach die Zahlen sprechen lassen. Der Euro-STOXX-Bankenindex, ein Mittelwert über europäische Bankaktien ist 40% seit Februar 2007 gefallen. Festgelder bei Banken bringen immer weniger Zinsen.

Black+White dagegen stand vor einem Jahr, als die Krise Fahrt aufnahm, als die Subprime-Lender, die an Schuldner schlechter Bonität Gelder verliehen hatten, reihenweise in Konkurs gingen, bei 16403,23 und mit 17813,81 stehen wir heute 8,6% höher und dies bei Nutzung der Möglichkeiten unserer Schwestergesellschaften auch immer noch abgeltungssteuerfrei.

Wir haben den größten Teil des Weges dieser Krise nicht nur unbeschadet überstanden sondern dabei auch noch deutlich gewonnen.

Wir haben die Krise richtig vorhergesagt. Sie fällt stärker aus, als wir gedacht haben. Aber die Nacht ist kurz vor Tagesanbruch immer am dunkelsten. Vielleicht kommt es gar nicht zur Apokalypse. Vielleicht zahlen mehr Schuldner, als angenommen. Vielleicht ergibt sich auch nur schließlich bei Abwicklung dieser AAA-Anleihen das, was in etwas ruhigeren Zeiten die Investoren Mitte Januar mit mehr Verstand als heute angenommen haben. Dann wird das Ergebnis nicht nur auf 10% laufende Rendite lauten, sondern zusätzlich auch noch 50% Rückzahlungsgewinn (75%/50%). Es gibt also durchaus nicht so unwahrscheinliche Szenarien, in denen unser diesbezüglicher Portfolio-Teil 20% oder mehr an Jahresrendite aufweisen wird. Insofern sehen wir ausgezeichnete Investitionsbedingungen.

Allokation Vola+Value

Unsere Handelsmethodik hat uns auch in der Vola-Explosion gegen Ende Februar gut geschützt. Die massive Unsicherheit verbunden mit den massiven Kursverlusten bei Finanztiteln ließen unser Portfolio naturgemäß nicht unberührt. Allerdings konnten wir die Masse der Negativ-Effekte kompensieren. Auch Vola+Value ist trotz eines kleinen Monatsminus von 0,5% auf Jahresbasis weiter leicht im Plus.

Für Vola+Value gelten im Prinzip dieselben Aussagen, wie bei Black+White. Wir haben die Risiken im Griff. Wir sind natürlich in den aktuellen Märkten engagiert, aber mit Techniken bei denen wir nicht im mindesten etwa befürchten müßten so hoch zu verlieren, wie etwa die 22% Verlust, die der DAX seit Jahresanfang sein eigen nennt, oder die oben genannten 40% in Finanztiteln. Unsere erste Prämisse ist das Kapital zu erhalten. Nichts ist ärgerlicher, als dafür arbeiten zu müssen um das Kapital wieder zu erschaffen, dass man davor verloren hat. Insofern muss es gerade in solchen unsicheren Zeiten oberste Prämisse sein größere Verluste zu vermeiden.

Daneben darf man natürlich auch die zukünftigen Gewinne nicht ganz vergessen. Und diese können sehr hoch ausfallen, gerade auch bei den aktuell so unbeliebten Finanztiteln. Betrachten wir einmal eines der Posterchilds dieser Krise, den größten US-Hypothekenfinanzierer, Countrywide Financial. Hier hat die noch viel größere Bank of America ein Aktientausch-Angebot abgegeben. Countrywide war

durch Vergabe einer Vielzahl problematischer Immobilien im letzten Jahr schon massiv unter Druck gekommen, was im Ergebnis zu einem Deal führte, bei dem BoA Countrywide für 0,1822 eigene Aktien je Countrywide-Aktie übernehmen will. Angesichts mangelhafter anderweitiger eigener Finanzierungsmöglichkeiten dürfte damit ein Niveau von \$ 7,5 eine Obergrenze darstellen (ausgehend von einem aktuellen BoA-Kurs von \$ 42). Panik, das der Deal nicht durchgehen würde, hat in den letzten Tagen den Kurs der Countrywide-Aktie bis auf knapp über \$ 4 zurückgeführt.

Betrachtet man nun die Optionen per Juli, einen Zeitpunkt wo die Übernahme langsam in trockenen Tüchern sein sollte, so wird der Put Basis 5 mit \$ 0,75 gehandelt und der Call Basis 7,5 mit 0,40. Dies schon nach deutlichen Rückgängen für beide Optionen. In der Spitze der Unsicherheit konnten wir den Put für \$ 1,50 und den Call für über \$ 1,2 verkaufen, was auf den damaligen Kurs von ca. \$ 5 mehr als 50% Prämieinnahme bedeutete. Natürlich kann immer noch irgend etwas passieren. Aber angesichts der Größe von Countrywide kann man diese nicht in Konkurs fallen lassen. Countrywide fungiert nämlich unter anderem als Abwickler für über 1000 kleinere Banken im Hypothekenbereich. Alles was passieren kann, ist also eine Verschlechterung der Übernahmebedingungen. Zu mehr dürfte sich BoA gerade angesichts der nochmals steigenden Probleme im Hypothekenmarkt wohl kaum bereit finden. Betrachtet man nun die Break-Even-Kurse, die wir verkauft haben, so liegen diese bei 5-1,5-1,2 also \$ 2,30 nach unten und \$ 10,20 nach oben. Ich denke wir können relativ beruhigt abwarten, wie sich die Angelegenheit hier entwickelt. Wer heute die Aktie wieder zu \$ 6 kauft kann spielend innerhalb von 3 Tagen 25% verlieren. Das Aktieninvestment ist damit sicher eine hochspekulative Sache. Selbst bei den aktuellen Optionspreisen von \$ 0,75 und \$ 0,40 und damit immer noch Break Even von \$ 3,85 nach unten und \$ 8,65 nach oben ist jedoch der Verkauf der Optionskombination weiterhin eine sehr ruhige Angelegenheit die immer noch 20% Rendite bis Juli verspricht, wenn der Deal einfach nur oder mit geringen oder auch deutlichen Anpassungen nach unten durchläuft.

Diese Art von Handelstechniken machen den wirklich großen Unterschied zwischen uns und etwa einem Aktienfonds, der in Banktiteln anlegt, aus. Als Investor sollte man dies immer im Hinterkopf behalten. Wenn wir mitteilen, dass wir auch in Finanztiteln investiert sind und wenn dann Bankaktien fallen, muss dies noch nicht zwingend heißen, dass wir verlieren. Weder bei Vola+Value, noch in Black+White, noch in unserem Wandler der beide Strategien mischt. Wir haben bei unseren Strategien erhebliche Sicherheitsspielräume bis es zum Verlustfall kommt. Desweiteren sollte man genau wie bei Black+White nie die Zukunft aus den Augen verlieren. Die aktuell extremen Optionsprämien ermöglichen es uns Optionspositionen zu wirklichen Traumkonditionen einzugehen. Möglicherweise haben wir natürlich auch schon Optionspositionen eingegangen und dann werden die Optionen noch teurer. Dann machen wir natürlich kurzfristig Verlust. Abgerechnet wird aber bei einer Short-Option am Ende. 80% aller Optionen verfallen wertlos. Und jede wertlose Option ist ein Totalgewinn für uns. Irgendwann werden sich die Märkte wieder beruhigen. Dann werden auch die Optionen, die noch nicht verfallen sind, sich im Wert reduzieren. Je höher die Prämie, desto tiefer kann sie fallen. Nach dem Hurricane Katrina wollte jeder Hochwasser-Versicherungen kaufen, was zu extremen Preisen, und als es dann im nächsten Jahr kein weiteres Desaster gab, riesigen Gewinnen bei den Versicherern führte. Auch wir werden meines Erachtens nach in den nächsten Monaten hier gut bezahlt werden. Das obige Countrywide-Beispiel zeigt hier das Potential.

25.3.2008 Straush