

Manager-Report Februar 2010 und Ausblick März 2010: Neue Allzeit-Hochs bei den GAMAG-Vermögensanlagen

Der Februar 2010 war wie schon im Vormonatsreport geschildert ein weiterer sehr erfreulicher Monat für unsere Strategien. Nachdem jetzt die März-Indikationen vorliegen, können wir aber etwas vermelden, was noch besser ist: März 2010 wird noch einmal profitabler als der schon sehr attraktive Februar. Und was die ersten April-Tage betrifft, geht es weiter. Dazu später mehr. Zunächst zu den Zahlen.

Markt	Februar 2010	% Februar 2010	März 2010	% März 2010	letzte 12 Monate
Black+ White	17453,72	+ 1,57%	17825,00 (ind.)	+ 2,12%	+ 23,75 %
Vola+ Value	13294,70	+ 1,94%	13550,00 (ind.)	+ 1,92%	+ 18,82 %

Die Gewinn-Serie bei den GAMAG-Strategien läuft zusammengefasst nahtlos weiter. Nach der Wandelanleihe auf Eurobasis haben nun auch die Black + White-Zertifikate neue Allzeithochs erreicht und Vola + Value steht kurz davor. Erfreulich ist dabei die aktuell gute Prognostizierbarkeit unserer Ergebnisse. Genau dies hatte ich bekanntlich im Juli 2009 angekündigt, als ich schrieb, dass wir je nach Verlauf der Märkte so um die 15-20% in 2009 verdienen würden und dann um den Jahreswechsel oder im ersten Quartal die alten Höchststände übersteigen würden. Wir haben mit 17,95% in Black + White und mit 14,96% in Vola + Value ziemlich exakt diese 15-20% in 2009 gemacht und wir haben nun auch noch die letzte Hürde übersprungen, die alten Höchststände.

Vola + Value verdient dabei weiter fast exakt 2% pro Monat (26% p.a.). Black + White hatte im Februar 2010 eine leichte Abschwächung der immer noch deutlich positiven Rendite auf "nur noch" 1,57% Monatsrate und damit rund 20% p.a. erzielt, hat diesen winzigen Rücksetzer in der Jahresrendite dann aber durch ein sehr starkes März-Ergebnis von + 2,12% (28,6% p.a.) wieder aufgeholt. Die laufenden 12-Monats-Renditen liegen bei beiden Programmen weiterhin um die 20%. Diese Werte verstehen sich natürlich wie immer bei uns nach allen Kosten. Das heisst es ist die Rendite, die bei unseren Anlegern auch angekommen ist.

Mit den März-Zahlen hat Black + White nicht nur einen neuen Allzeithöchststand erreicht, sondern auch die 100% -Rendite-Marke seit 1.1.2000 überschritten. Dabei wurden auch im Langfristvergleich alle gängigen Vergleichsmaßstäbe deutlich geschlagen.

Markt	Rendite vom 1.1.2000 bis 5.4.2010
Aktien (Deutsche Aktien; DAX)	- 3,1% (ohne Kosten)
Anleihen (REXP)	+ 74,84% (ohne Kosten)
Black+ White	+ 101,77% (inklusive aller Kosten)

Die auffälligste Tatsache in diesem Vergleich (neben der Performance von Black + White) ist die zu gute Rendite für Zinsanlagen im letzten

Jahrzehnt. Nach der klassischen Kapitalmarkttheorie und auch dem, was allgemeiner Volksglaube ist, sollte Risikoübernahme belohnt werden. Auch wenn kurzfristige Schwankungen vom Ideal immer zu erwarten sind, sollte man doch erwarten dürfen, dass zumindest über 10 Jahre sich so etwas wie eine faire Entlohnung einstellt, sprich ein Aktienanleger eine höhere Rendite erzielt als der Sparer.

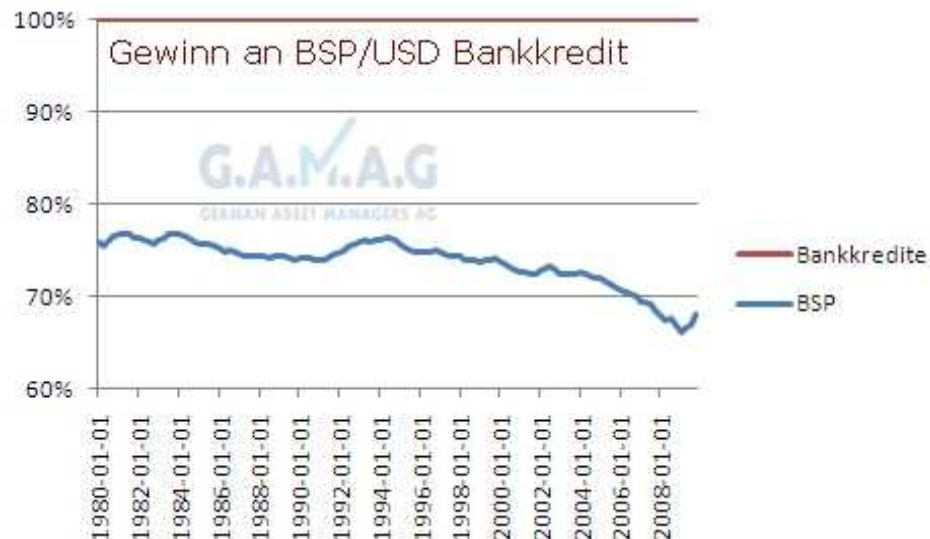
Das ist im letzten Jahrzehnt nicht der Fall gewesen. Dies wird aber unserer Meinung nach im nächsten Jahrzehnt wieder der Fall sein. Die Bereitschaft der Risikoinvestoren die Sparer abzusichern ist nicht mehr da. Sparer, Festgeldanleger und Staatsanleihenkäufer werden die großen Verlierer der nächsten 10 Jahre sein.

Dazu ein kurzer Blick auf die Gründe dieser unberechtigten Renditen. In den 90er-Jahren waren durch die massiven Aktienkursgewinne einige Eigenkapitalinvestoren unvorsichtig geworden und gingen unsinnige Kredite und solche mit zu hohen Zinsvereinbarungen ein. Via Konkurs oder durch eine sehr lange Durststrecke für die Eigenkapitalgeber von Technologie-Unternehmen wurde so das gesamte Eigenkapital oder wurden Teile davon, die eigentlich den Eigenkapitalgebern zugestanden hätten, an die Kreditgeber umverteilt und finanzierten so den "Überzins" für diese.

Hauptverlierer der aktuellen "Finanzkrise" sind bekanntlich die Banken. Diese hatten, weil die Zinsen 2003 mit 1% so niedrig waren, Kredite mit höheren Zinsen an Schuldner schlechter Bonität und mit problematischen Kreditbedingungen gegeben, wobei sie dachten, dass es aufgrund der ständig steigenden Immobilienpreise schon nicht zu deutlichen Kreditausfällen kommen würde und sie damit den Ausweg aus den niedrigen Zinsen gefunden hätten. Die Zusatznachfrage erzeugte eine massive Immobilienpreisblase und als diese platzte, kam es zu massiven Abschreibungen. Banküblich hatten die Banken dieses "geniale Geschäft" nicht nur mit eigenem Kapital durchgeführt, sondern auch mit geliehenen Mitteln, dabei den Geldgebern höhere Zinsen als sonst am Markt versprochen. Dies führte nicht nur dazu, dass sich die Abschreibungsverluste vervielfachten. Wie schon bei den Tech-Aktien wurde das Eigenkapital der Banken auch noch durch die Zahlungen für die versprochenen Mehrzinsen vermindert. Auch hier kam es wieder zu einer Umverteilung von den Eigenkapitalgebern (Bankaktionären) zu den Fremdkapitalgebern.

Durch diese zwei sehr negativen Entwicklungen für die Eigenkapitalgeber hat sich die Bereitschaft Kreditgeber abzusichern und diesen Überrenditen zu bieten deutlich reduziert. Eigenkapital ist knapper geworden und teurer und eine Vielzahl illusionärer Gestalten, die für diese "Geschäfte" verantwortlich zeichneten, wurden aus den Leitungspositionen entfernt. Daneben - und dies sollte auch nicht verschwiegen werden - gibt es auch aktuell exzellente Bedingungen für wirtschaftlich sinnvolle Eigenkapitalinvestments, so dass es keinen Grund gibt zu derartigen Kreditspielen Zuflucht zu nehmen.

US BSP und Bankkredite 1980 - 2010



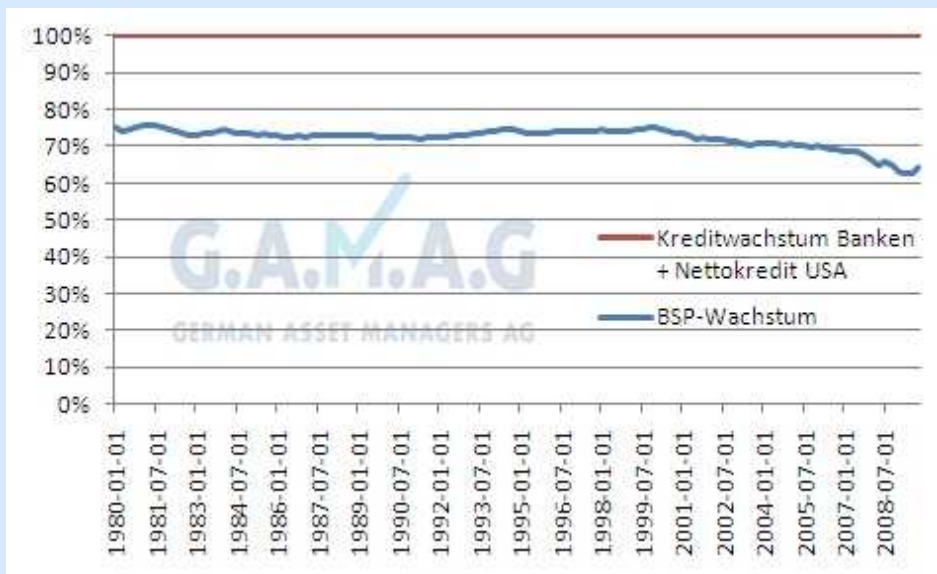
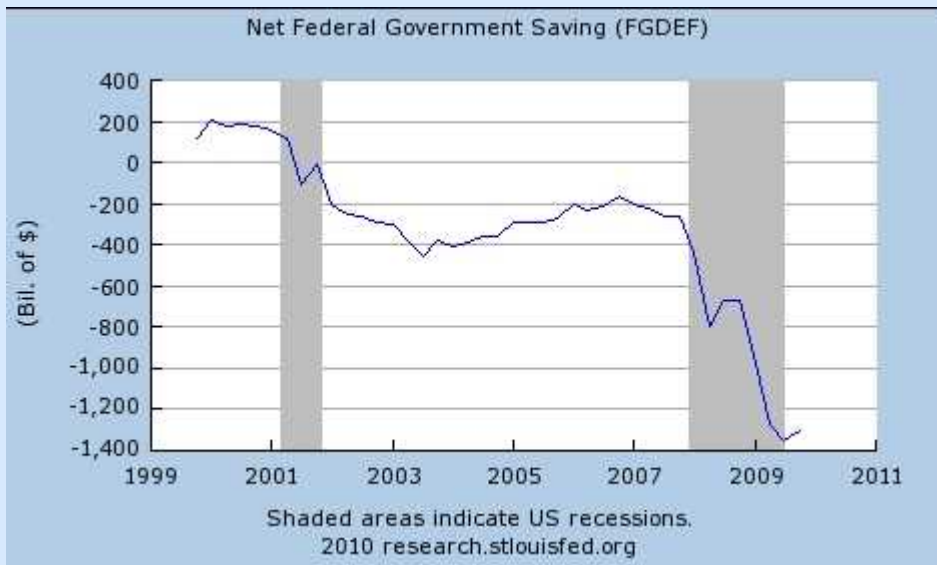
Nach der Krise haben die Banken weniger Kapital und sind damit schon rein technisch weniger in der Lage eine neue Kreditpyramide anzuschieben. Auch sonst fehlt es einfach an Euphorikern, die willige Opfer für Sparer sind beziehungsweise sein könnten.

Die Banken führen vielmehr aktuell deutlich die ausstehenden Kredite zurück. Stärker als bei jeder Nachkriegs-Rezession sind die Bankkredite in den USA von einem Hochpunkt bei 7299 Mrd. USD im Oktober 2008 auf 6552,9 Mrd. im Februar 2010 gefallen.

Normalerweise hätte dies zu einem wirtschaftlichen Zusammenbruch geführt, der aber durch den staatlichen Eingriff und die massive Neu-Kreditvergabe der Zentralbanken aufgefangen wurde, so daß sich das Bruttosozialprodukt jüngst stabilisiert hat.

Das Hauptproblem der letzten Jahre wurde dabei aber nicht gelöst:

Das Bruttosozialprodukt wächst unterproportional zu den Neukrediten. Neue Kredite führen zu immer schwächeren Zuwächsen in der realen Wirtschaft. Anfang der 80er Jahre lag der Zuwachs beim BSP noch bei rund 78% der Kreditzuwächse. Erhöhten sich die Kredite um USD 100,-, dann stieg also die Menge produzierter Güter und Dienstleistungen in der realen US-Wirtschaft um 78% also USD 78,-. Nach den ersten Erfolgen der Reaganomics, die bekanntlich die darniederliegende US-Wirtschaft Ende der 70er Jahre über Aufnahme massiver Staatskredite angeschoben hatten, schwächte sich der Wirtschaftszuwachs/Kredit schon Mitte der 80er Jahre ab. Es kam dann aber erfreulicherweise mit den vielen technologischen Errungenschaften noch



einmal zu einer Gesundung. Der BSP/Kredit-Wert erhöhte sich wieder in Richtung 78%. Folge des Platzens der Technologie-Blase war dann der erste massive Schluck aus der Staatskonsumkredit-Flasche. Von gesunden Werten Ende der 90er Jahre, wo Kredit getilgt wurde, schwenkten die USA unter Bush auf 200 bis 400 Mrd. Neu-Verschuldung um, wollten den Erfolg der Reagonomics wiederholen ohne allerdings zu begreifen, das Zusatzkredit schon in den End-80er-Jahren nicht der Grund für wirtschaftlichen Erfolg war, vielmehr die damals zur Verfügung gestellten Gelder nur wegen der massiven technischen Neuerungen produktiv genutzt wurden, das Wirtschaftswachstum damit Folge der neuen Technologien war und nicht der Politik des leichten Geldes selbst.

Gerade 1998, 1999 wurden der Wirtschaft durch Budgetüberschüsse Geld entzogen und sie wuchs trotzdem. Eine der interessantesten Grafiken ergibt sich denn auch, wenn man zu den Bankkrediten die Nettostaatsverschuldung (=Staatsneuverschuldung) addiert, Kredit also als das definiert, was der Wirtschaft a) über Bankkredite und b) über Kredite, die der Staat neu zusätzlich aufnimmt um dann Aufträge zu erteilen, an Wachstumspotential zufließt. Dieser Wert pendelte in der gesamten durch Investitionen in die neuen Technologien getriebenen Zeit von 1980 bis 2000 ziemlich konstant zwischen 72% und 75%. Seit 2000 brach diese Struktur zusammen. Es muß immer viel mehr Kredit aufgenommen werden um noch ein bisschen Wirtschaftswachstum zu produzieren. Vor der sogenannten Finanzkrise schon fiel dieser Wert auf unter 70% und crashte jüngst bis knapp über 60%.

Die Kapitalproduktivität, das was an Wirtschaftswachstum für jeden zusätzlichen Euro oder Dollar Kredit in den westlichen Wirtschaften entsteht, sinkt aufgrund unproduktiver Nutzung des Kapitals, immer stärkerer regulatorischer Eingriffe, insbesondere aber populistischer Wohlfühlprogramme bei denen Konsum ohne Gegenleistung verschenkt wird, seit Beginn des neuen Jahrtausends in einem beängstigenden Maße.

Warum ist nun all dies wichtig und was hat das mit unserem Vermögen, Fragen der Portfoliostrategie etc. zu tun?

Kredite wachsen, es sei denn sie werden getilgt, mit den umgeschuldeten Zinsen und durch Neu-Kreditaufnahmen. Momentan sehen wir riesige staatlich Nettokreditaufnahmen und die Hoffnung, dass dadurch irgendwie die Wirtschaft wieder anspringt. Es sieht momentan auch so aus, als würde sie dies. Aber dies kann alles täuschen, eine Illusion sein. Jeder Depp von einem Präsidenten oder Bundeskanzler kann das Bruttosozialprodukt der USA oder Deutschlands um 500 Milliarden in einem Jahr steigern. Er oder sie braucht nur genau diese Summe an Staatsschulden neu aufzunehmen und die dadurch erhaltenen Beträge auszugeben und damit steigt das BSP automatisch, allerdings eben nur im Jahr der Ausgabe. Danach im Folgejahr fällt es genauso wieder ohne weitere solche (kreditfinanzierte) Staatsausgaben. Das einzige Ergebnis derartiger konsumorientierter Kreditaufnahme (und Steuerschecks, Abwrackprämien etc. waren nichts als Konsum!) ist, dass ein kurzes Strohfeuer noch einmal eine Wachstumsillusion (oder Nicht-Schrumpfungssillusion) erzeugt, danach aber nichts bleibt als die höheren Schulden. Bis jetzt wissen wir nicht, ob wir irgend etwas anderes haben, als genau diese Illusion. Was wir aber wissen ist, dass die gerade westlichen Staaten sich in eine gefährliche Situation hineinmanövriert haben.



Der Zinssatz für 10-Jahres-US-Staatskredite etwa erreichte letzte Woche wieder die 4%-Marke.

Dieser Zins ist historisch immer noch extrem niedrig.

Die deutlich gestiegene Staatsverschuldung, die neue große Blase, wurde überhaupt nur denkbar, weil seit dem Zinshoch um 1980 herum die Zinsen massiv gefallen sind.

Dies erzeugte eine Illusion von Verschuldungsspielräumen auch in den USA, die sich letztlich nur wenig von der der Griechen unterscheidet, deren Zins sich von 18% zu Zeiten der Drachme auf 4% durch Einführung des Euro ermäßigte.

US 10-Jahres Notes Zins



Auch die Konsequenzen sind fast identisch. Die USA (und Deutschland auch nicht!) könnten Zinsen wie in den 90er-Jahren (6-7%) heute nicht mehr zahlen, jedenfalls nicht ohne massive gesellschaftliche Verwerfungen. Noch hilft hier aktuell die Notenpresse und seitens der USA die Möglichkeit sich selbst Mini-Zinsen produzieren zu können. Die US-Staatsverschuldung liegt aktuell bei rund 14 000 Mrd. USD. 7% auf 14000 Mrd. ergäben eine Zinslast von 980 Mrd. oder rund 45% der aktuellen Einnahmen von 2165 Mrd. im US-Haushalt für 2010. Dies im Gegensatz zu den aktuell gezahlten etwa 220 Mrd. = 7%.

Die aktuelle Mini-Zinsbelastung ist auch nur dadurch möglich, dass massive Finanzierung über kurzfristige Staatskredite zu fast Nullzinsen erfolgt, also noch nicht einmal die 4% geschweige denn historische Mittelwerte wie die 7% gezahlt werden müssen, sondern der Durchschnittszins bei extrem niedrigen 1,5-2% liegt.

Hier liegt nun aber ein mehrfaches Dilemma, dass wir schon aus der Asienkrise 1998 kennen. Fordern die kurzfristigen Geldgeber ihr Geld zurück, explodieren die Kurzfrist-Zinsen und explodiert die Durchschnittsrendite.

Würde etwa die US-Wirtschaft wie 2006 mit 4% wachsen, bedeutet das beim US-Bruttosozialprodukt von rund 14000 Mrd. in 2010 rund 560 Mrd. Zuwachs an Wirtschaftsleistung. Dies würde nun zu rund 20% (USD 112 Mrd.) Steuermehreinnahmen führen. Wenn dadurch das Zinsniveau im kurzen Bereich nur auf das der heutigen Langfristzinsen steigt (und diese müßten auch noch auf dem historisch niedrigen Niveau gleich bleiben), kommt es zu Zinsmehrkosten (4,5% auf 14000 Mrd. sind 630 Mrd.) von mehr als USD 400 Mrd. p.a., ist die Mehrbelastung über den Zinseffekt damit ein Vielfaches stärker als der positive Effekt bei den Staatseinnahmen, die Staats-Verschuldung nimmt verstärkt zu und relativ schnell droht der Staatsbankrott.

Die einzige noch denkbare Lösung dieses Dilemmas ist eine längere Zeit langsamen Wachstums in der die privatwirtschaftliche Aktivität niedrig bleibt, die Kreditnachfrage auch wegen guter Eigenkapitalrenditen und hoher Selbstfinanzierung der Unternehmen gering bleibt, die Zinsen auch wegen weiterer Eingriffe der Zentralbanken gerade im Kurzfristbereich extrem niedrig bleiben, die Staatseinnahmen erhöht werden (Steuersteigerungen und höhere Sozialabgaben; die amerikanische Gesundheitsreform geht in diese Richtung) und damit das System längerfristig wieder ins Lot kommt. Letztlich mindestens ein Jahrzehnt in dem Zinsanleger nichts verdienen werden und Aktionäre und der Staat wieder Reserven ansetzen, Eigenkapitalgeber sehr gut verdienen werden.

Entweder es kommt so oder das Problem der zu hohen Kredite, des zu viel an Fremdkapital, wird durch reihenweise Bankrotte oder Hyperinflation gelöst.

Die Konsequenzen sind: Finger weg von Festgeld, Spareinlagen, Staatskrediten etc.

Wir erzielen aktuell im unternehmerischen Bereich deutlich zweistellige Renditen. Wir sind dort in Sachwerten, die auch eine Währungsreform oder Hyperinflation gut überstehen werden. Da muß man nicht darauf warten, wie das Himmelfahrtskommando Spareinlagen und Staatskredite sich entwickelt und schon gar nicht dort investiert sein.

Und jetzt sind wir mitten in der Portfolio-Strategie. Dies ist der Grund warum etwa der weltgrößte Anleihen-Investor, die Allianz-Tochter PIMCO, inzwischen in Aktien investiert und Unternehmensanleihen statt Staatsanleihen verstärkt kauft. Weil dort die Gewinne sein werden, während die Zinsen im Staatsbereich künstlich niedrig gehalten werden und nach den massiven Kursgewinnen der letzten 20 Jahre dort nur Abschreibungen drohen.

Allokation Black + White



Unsere Strategien setzen die Erkenntnisse aus der Analyse mit einer Vielzahl von Einzelstrategien um.

Wir haben schon oft über unsere Investments im Bereich der Master-Limited-Partnership berichtet. Diese machen uns weiterhin viel Freude. Die Kurse jagen von einem Rekordstand zum nächsten. In den ersten Mai-Tagen ist hier wieder Ausschüttungszeit. Bis dahin erwarten wir weitere Kurssteigerungen. Hier erzielen wir grob weiterhin eine laufende Rendite von immer noch um die 8-10%. Dazu kommen laufende Erträge aus unseren Optionsstrategien, die die Gesamtrendite in den Bereich um die 20% wachsen lassen.

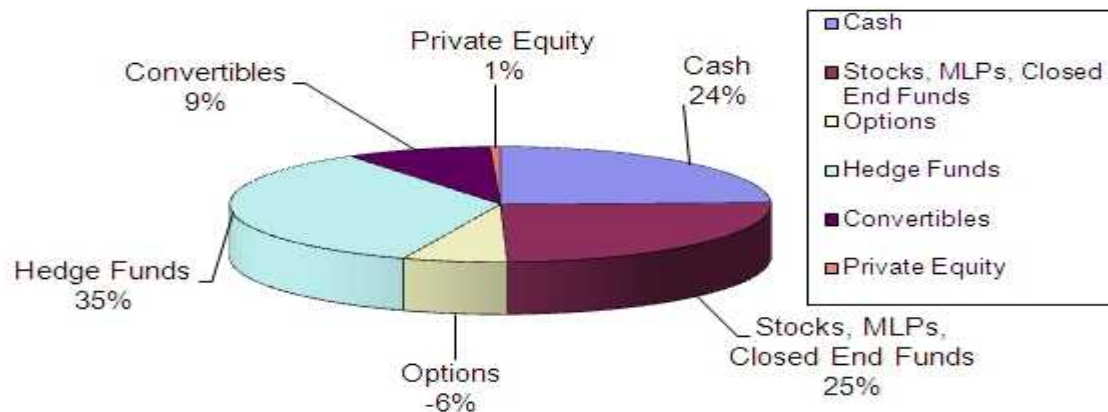
Da die laufende Rendite nicht mehr so extrem attraktiv ist, haben wir einige Anteile an MLPs verkauft. In einem Rückschlag sind wir wieder stärker dabei.

Ein weiteres Thema sind die virtuellen Banken. Banken betreiben bekanntlich als eine der Haupteinnahme-quellen Fristentransformation.

Sie nehmen kurzlaufende Gelder ein und leihen sie langfristig aus. Neben dem Spread zwischen der Geld- und der Briefseite, den es auch bei fristenkongruenter Finanzierung gibt, entsteht dadurch ein Zusatzertrag, wenn die Kurzfristzinsen niedriger sind als die langen. Dann kauft die Bank nämlich zum Geldsatz der Kurzfristzinsen (aktuell also annähernd zu 0%) und verleiht zum Briefsatz der Langfristzinsen (deutlich über den Staatsanleihen) weiter. Der aktuelle Spread ist mit über 5% historisch sehr hoch aufgrund der manipulativen Eingriffe der Zentralbanken. Wie gezeigt, werden diese aber noch einige Zeit anhalten. Die Kurzfristzinsen können nicht steigen, weil dies massive Probleme bei der Staatsfinanzierung bedeuten würde. Wir profitieren bereits seit 1 1/2 Jahren und nun weiter von einer Strategie, wo wir dieses Lang-Kurs-Investment umsetzen.

Mehrere virtuelle Banken sind an der New Yorker Börse gelistet, Gesellschaften, die nichts anderes tun als langfristige erstklassige Anleihen zu kaufen und diese mit Kurzfristkrediten zu refinanzieren. Letztlich wetten wir hier auf das Fortbestehen der extremen Unterschiede zwischen Kurz- und Langfristzins. Auch hier erzielen wir weiter Renditen um die 20%. Durch den jüngsten Renditeanstieg im längerfristigen Segment sind hier aktuell noch bessere Einstiegschancen als bisher schon gegeben. Der Abstand zwischen Langfrist- und Kurzfrist-Zins ist hoch wie selten.

Ein weiterer hochlukrativer Bereich ist weiterhin die Beschäftigung mit Finanzvehikeln, die unter die Räder gekommen sind. In einem Vehikel kaufen wir etwa breit gestreut den indischen Markt, hier speziell Industrietitel. Dies ist nun auf den ersten Blick nichts besonderes. Das wäre auch die Beschreibung für jeden Indien-Länderfonds, der sich aktuell auf Industrietitel konzentriert. Wenn aber dieser Länderfonds nun mit einem Abschlag von 36%! auf den inneren Wert gehandelt wird, dann wird es interessant. Den Wachstumsmarkt Indien zu weniger 2/3 des aktuellen Wertes. Indien mit 36% Discount. Die Finanzkrise macht(e) es möglich. Wie dies geht werde ich natürlich hier nicht offenlegen. Aber GAMAG Black + White-Anleger sind dabei. Ebenso wie an erstklassigen Immobilienportfolios mit sehr hohen Abschlägen auf den inneren Wert. Shopping-Center in Osteuropa mit im er noch über 50% Abschlag auf den inneren Wert. Hier hatten wir die ersten Positionen mit 80% Abschlag eingegangen. Trotz einer Verdoppelung und teilweise Verdreifachung bei einigen Positionen sind diese Titel immer noch sehr interessant. Den die Kurse sind zwar gestiegen. Die Substanzwerte aber teilweise auch noch, so daß die vorzüglichen Investitionsbedingungen anhalten. Zusammengefasst gibt es immer noch viele Perlen im Distressed-Bereich und mangels Eigenkapital und aufgrund der vielen Probleme, die viele Akteure immer noch haben, erfolgt die Preis-Anpassung nicht in einem Sprung, sondern schön langsam, so dass man immer weiter nachkaufen kann.



Die Cashquote in unserem Portfolio ist leicht gefallen. Wir konnten also trotz Abrufen über verkaufte Optionen im steigenden Markt und deutlichen Kapitalzuflüssen durch neue Investoren in unseren Zertifikaten und der Wandelanleihe die Investitionsquote steigern ohne Kompromisse bei der Rendite eingehen zu müssen und haben auch noch viele weitere Ideen, sowie erhalten durch unser Research laufend noch neue. Insofern stehen die Ampeln für Black+White weiter auf tiefgrün.

Allokation Vola+ Value

Seitwärts-Zeit ist VV-Zeit. Nun war der März alles andere als ein Seitwärts-Markt. Der SP500-Index befand sich in Dauer-Hausse-Laune. Hier kommen eben immer mehr Investoren zu dem oben dargelegten Schluß, dass Aktieninvestments besser performen werden als Zinsprodukte. Für ein Produkt mit einem Hauptbeschäftigungsfeld beim Schreiben von Optionen sind auch die aktuell niedrigen Volatilitäten alles andere als ideal. Trotzdem konnten wir die 2%-Gewinn-pro-Monat-Marke gut halten.



Wir konnten mit einer Vielzahl schneller Tradings gute Gewinne erzielen. Letztlich gilt hier das bei Black + White schon Gesagte. Es wird ein wenig schwieriger noch wirklich exzellente Investments zu finden. Man kann nicht mehr jedes Investment quasi blind durchführen wie noch vor einem Jahr. Aber die Märkte sind noch längst nicht wieder so überlaufen und unprofitabel wie vor der Finanzkrise. Es gibt halt weniger Kapital und weniger Mit-Bieter und gerade in den kleineren Aktien noch viele unentdeckte Chancen.

Wir konnten etwa im Pharma-Bereich eine Reihe hochlukrativer Positionen eingehen. Dasselbe auch im Schiffahrtsbereich und bei einigen ausgewählten Technologie-Werten. Beide Portfolios sind weiterhin gut gegen etwaige Crash-Ereignisse durch gekaufte Optionen geschützt. Hier wirken die niedrigen Optionsprämien positiv. Die Absicherung kostet uns weniger als historisch. Die Gewinne trendfolgender Ansätze werden damit sogar höher.

In dem aktuellen Niedrig-Vola-Szenario erfolgt aktuell eine stärkere Dotierung von Vola-Arbitrage-Positionen, wo wir also darauf setzen, dass die Schwankungen eines Titels stärker verlaufen als die des Index oder eines anderen Titels. Mit diesem Handelsansatz verwirklichen wir das, was Long/Short auf der Aktienkursseite beabsichtigt, Gewinne unabhängig vom Markt zu erzielen. Insofern sehen wir stabile Gewinne auch weiterhin für Vola + Value.

10. April 2010 Straush

(C) 2010 German Asset Managers Group. All rights reserved.