

Manager-Report Februar 2011 und Ausblick März 2011: Absicherung erhält Werte und vermehrt sie

Die Kursentwicklung an den Börsen verläuft aktuell in einer ganzen Reihe von Punkten wie erwartet und in den Vormonatsreports beschrieben: Die Aktienmärkte verzeichneten einen massiven Kursanstieg bis Ende Februar, dann einen Mini-Crash, bei der die Ereignisse in Japan als Anlass verwendet wurden. Darauf folgte eine massive kurzfristige Erholung. Seit Ende März sind wir jetzt in einem Patt. Die Kurse bewegen sich nicht mehr nennenswert. Gegen Ende Februar ist der DAX deutlich im Minus. Die GAMAG-Strategien haben den Wert gehalten.

Investment	Februar 2011	% Februar 2011	März 2011	% März 2011	letzte 12 Monate
Black + White	19892,21	+0,31%	19917,73	+0,13%	+11,72 %
Vola + Value	14988,92	+0,64%	14988,92	- 0,15%	+10,44 %

Damit haben unsere Strategien wieder einmal das Hauptversprechen alternativer Investmentstrategien eingelöst, Werterhalt in Crash-Situationen.

Investment	Verlust Mitte Februar bis Mitte März	Monatsgewinn März gg. Februar	Gewinn gg. Januar 2000
DAX	-12,1%	- 3,18%	+1,19%
Black + White	-1,5%	+0,13%	+121,31%
Vola + Value	-1,6%	- 0,15%	+44,23%

1/10tel des DAX-Risikos und **Wererhalt** bei den **GAMAG-Strategien** stehen gegen ein doch recht **dickes Monatsminus** bei **schweisstreibenden - 12,1% Mittmonatsverlust beim DAX.**

Auch langfristig verbessert sich damit die Bilanz weiter. Das **50-100-fache des DAX-Ergebnisses blieb hier bei den GAMAG-Strategien nach allen Kosten (DAX-Berechnung ja vor allen Kosten!) hängen.** Absicherung kostet also nicht, sondern sorgt auch noch für höhere Gewinne. Letztlich haben

wir gerade im ersten Quartal wieder bestätigt erhalten, was wir schon oft dargestellt haben: Ein Investment an den Aktienbörsen kann kurzfristig unsere Strategien schlagen, wenn dieses exakt im Crash-Tief erfolgt. Ansonsten **gewinnen die GAMAG-Strategien**. Dies geht gegen die Intuition, aber so sind nun einmal die Fakten. Nun sind wir aktuell nicht in einem Crash-Tief, sondern eher in einem Hochpunkt. Insofern macht es noch weniger Sinn ohne Absicherung zu agieren. Dies insbesondere,



da die Kurzfristperspektiven wenig erfreulich sind. Die Stärke der aktuellen Aufwärtsbewegung im DAX ist jüngst wenig eindrucksvoll. Bis Februar hatten wir noch eine kräftige Aufwärtsbewegung, die etwa den RSI, eine Maßgröße für die Trendstärke, mit über 70 sogar in den überkauften Bereich führte. Die aktuellen Werte von 56,58 Punkten sind dagegen blutleer. Es müsste schon ein sehr schnelles neues Top geben um diesen Eindruck zu neutralisieren.

Eher unwahrscheinlich, denn Märkte antizipieren, nehmen vorweg. Der April ist in Vorwahljahren - und ein solches ist 2011 wegen der Präsidentschaftswahl 2012 in den USA- ein Monat mit historisch einem deutlichen Plus. Deshalb wurde Mitte März noch einmal gekauft, trotz Libyen und Erdbeben.



Dies war jedoch kurzfristig. Längerfristig sieht die Lage weder technisch noch fundamental gut aus. Anfang 2009 hatten wir das, was in der technischen Analyse als positive Divergenz bezeichnet wird: Fallende Kurstiefpunkte bei steigenden Momentum-Tiefpunkten (die beiden rosa Haken in der RSI-Grafik). Das ist das Signal für eine Kurswende nach oben. Momentan haben wir die Entwicklung des Gegenteils. Weder schaffen die Kurse neue Hochs, noch wird dies zu neuen Hochpunkten beim Momentum führen. Wenn die Kurse jetzt nach unten drehen, bekommen wir vielmehr eine bestätigte Abwärtsbewegung, nicht nur ein Signal, das eine solche ankündigt.



Im letzten Report hatte ich schon auf den Vorlauf der Entwicklungsländer hingewiesen, die als erste nach dem 2008er-Crash eine wilde Aufwärtsbewegung auf das Börsenparkett gelegt hatten, dann aber auch als erste "zu den Stühlen zurückgefunden" hatten. Wenn man dieses Bild weiter benutzt: Da sitzen sie immer noch. Seither schwanken die Kurse nur noch ohne wesentlichen Nettogewinn. Massive Inflation in den Entwicklungsländern führt zu Zinssteigerungen. Noch steigen die Aktiengewinne dort. Das würde zu steigenden Aktienkursen führen. Der Zinssteigerungseffekt wirkt dem entgegen als Bremse. Folge: Es passiert nichts.

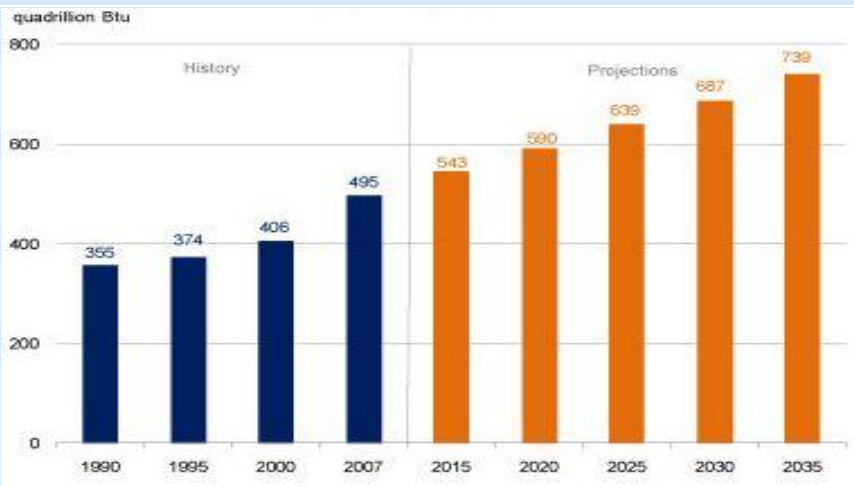


Die Medizin gegen hohe Preise sind hohe Preise. Sie führen dazu, dass Menschen sparen. Sie dämpfen die Nachfrage, weil das Geld nicht mehr reicht. Die Gewinne schrumpfen. So beginnen Rezessionen. Dies haben wir 2008 gesehen. Aktuell wäre es für den Beginn eines neuen Abwärtszyklus eigentlich noch ein wenig früh. Der klassische Konjunkturzyklus dauert im Mittel 4 1/2 Jahre. Das Top des letzten Zyklus war Mitte 2007. Das Top des aktuellen müsste demnach Ende 2011 kommen. Aber vieles erinnert schon wieder an 2007/2008. Und schließlich nehmen Märkte das Geschehen vorweg.

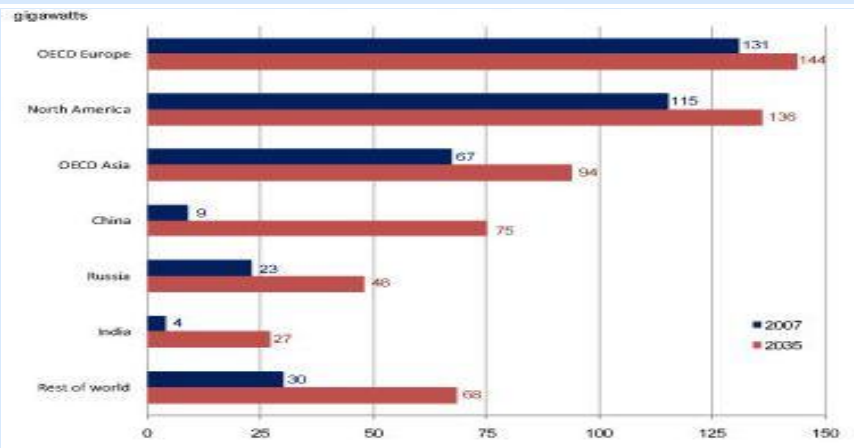


Folge: Es ist Zeit die Sicherheitsnetze einzuziehen, die Hand an den Fallschirm zu legen. Gerade weil jetzt niemand über Krisen spricht! Gerade weil wir aktuell eine Implosion bei den Absicherungspreisen haben, Absicherung spottbillig ist.

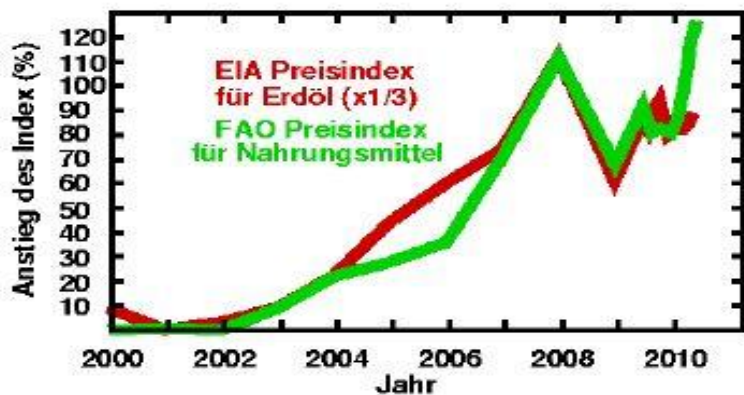
Wir hatten einen Kernenergieunfall. Dieser hat die Energieerzeugung über Kernenergie politisch schwerer durchsetzbar gemacht. Wieder ein paar politische Handlungsoptionen weniger und ein paar Probleme mehr. Stabilitätsverlust im arabischen Raum. Niemanden interessiert es.




Wenn überhaupt die Vielzahl der gigantischen Probleme auf diesem Planeten eine Wende zum besseren erfahren sollen, dann brauchen wir viel Energie und sie muß billig sein. Innerhalb der nächsten 20 Jahre wird von der EIA im Outlook 2010 ein Wachstum von 40% im Weltenergiebedarf unterstellt. Dieser sollte unter anderem, neben einem starken Zuwachs regenerativer Energien, durch Kernenergie gedeckt werden (vgl. Figure 20 nächstes Bild).



Ein Teil der regenerativen Energien ist die Energieerzeugung aus Biomasse. Die Preisentwicklung bei Öl und Nahrungsmitteln wird bereits seit 2000 durch den Energiehunger der Entwicklungsländer bestimmt. Die Alternative Bio-Sprit-Raps statt Brotgetreide hat dazu geführt, dass der Preisindex für Erdöl den für Nahrungsmittel bestimmt und umgekehrt, beide also weitgehend gleich laufen.



Dies bereits jetzt vor Umsetzung des Wachstums im regenerativen Bereich. Preissprünge bei Nahrung im zweistelligen Bereich prägen das Bild aktuell in Indien. Noch kommt es dort nicht zu einer Gesellschaftskrise in großem Stil, da 75% der Inder - und gerade die sogenannten Armen (sogenannt, weil die selbst erzeugte Nahrung nicht eingerechnet wird) - Selbsterzeuger und damit gar nicht so arm sind.



Wo es zuerst zur Krise kam und warum, haben wir im letzten Bericht analysiert. Im arabischen Raum, wo eine Selbstversorgung aufgrund von Wassermangel nicht möglich ist, kam es zu den ersten Nahrungsmittel-induzierten Aufständen. Die Antwort des Westens und wie die erste Stufe, Verteidigung der Festung Europa bald wohl häufiger aussehen wird, kann man heute schon in der spanischen Enklave Melilla betrachten (vgl. den nebenstehen-den ARTE-Beitrag). Nur wurde historisch jedes solche Bauwerk schließlich überrannt (Limes, Große Mauer etc.).

Die reicheren und teils auch intelligenter agierenden arabischen Staaten, reagieren bereits auf die Lebensmittelknappheit und kaufen in einer Form von Agrarkolonialismus Land in ärmeren Nachbarländern auf. Die Saudis etwa pachten Land im Sudan, wo die Menschen auch nicht genug zu essen haben um ihre Bevölkerung zu ernähren. Natürlich nett verpackt mit der Botschaft man wolle auch dort die Ernährung verbessern. Nur wenn es Mißernten gibt, wenn es eng wird, wer bekommt dann noch was zu essen, die Saudis oder die Sudanesen? Das Wasserproblem hatte ich im letzten Report erläutert. Konkrete, koordinierte Aktivitäten dieses anzugehen? Fehlanzeige. Die nutzbare Landwirtschaftsfläche weltweit ist nicht ausreichend um die Ernährung der wachsenden Weltbevölkerung zukünftig zu sichern. Um die Biosprit-Ziele der Bundesregierung zu erfüllen, müsste die gesamte deutsche Landwirtschaftsfläche auf Rapsproduktion umgestellt werden und Deutschland seinen gesamten Nahrungsbedarf importieren. Die Möglichkeiten über Produktivitätssteigerungen das Nahrungs-Problem zu lösen sind eher gering.

Die Menge der Szenarien, die potentiell explosiv sind, und, wenn sie nicht schnellstens angegangen werden, entweder gar nicht mehr oder nur noch unter gigantischen Verlusten korrigierbar sind, vergrößert sich, aber die Welt wiegt sich in Sicherheit. Irgendwie erinnert dies an den Sommer 1914. Sommer in Europa und plötzlich war dann Weltkrieg.

Was machen wir investmenttechnisch aus dieser Situation? Es gilt im Prinzip dasselbe, was seit März 2009 galt. Die Lage ist riskant, aber lukrativ. Nur muß die Herangehensweise heute eine ganz andere sein als 2009. 2009 waren die Zinsen extrem hoch (für riskante Anlagen). Heute sind sie extrem niedrig in Anbetracht der vielen beschriebenen Risiken. 2009 waren die Preise für Absicherungen sehr teuer. Heute sind sie extrem billig in Anbetracht der Risiken. 2009 musste man als Value-Buyer analysieren, was überleben wird und in die riskantesten Titel einsteigen um von der maximalen Erholung zu profitieren. 2009 konnte man auf diese Titel die viel zu teuren Absicherungen verkaufen.

Diese Bewegung ist abgeschlossen. Jetzt heisst es nach einigermaßen sicheren Renditen Ausschau zu halten und das massive potentielle Abwärtspotential billig abzusichern. Wir befinden uns jetzt in der längerfristigen Betrachtung in einer breiten Top-Bildungs-Phase. Wann das konkrete Top

kommt (und ob wir etwa dieses schon gesehen haben), wissen wir nicht. Nur wollen wir auch nicht darauf setzen, dass schon alles gut gehen wird. Betrachtet man die oben geschilderte Situation, dann ist unsere Annahme: Wird es eher nicht.

Allokation Black + White

Wo finden wir Stabilität? Dort wo der wirtschaftliche Druck ein Abgleiten verhindert. Fukushima hat wie gesagt die Handlungsbedingungen verkompliziert. Realwirtschaftlich heisst dies, dass es unwahrscheinlicher wird, dass es zu positiven Lösungen kommt, das es noch wahrscheinlicher wird, dass Konflikte zunehmen und kriegerisch ausgetragen werden. Im letzten Report sprachen wir von schnell rein und schnell wieder raus.

Der Ausverkauf Mitte März hat zunächst ein wenig Geld gekostet, ermöglichte es uns aber danach noch einmal bei unseren Favoriten nachzukaufen. Diese bleiben im Energiebereich und im Agrarbereich sowie in der Hochtechnologie und teilweise im Konsum.





Weiter marktunabhängig interessant bleibt der Distressed-Bereich, die Beschäftigung mit Unternehmen in Problemsituationen. Ein solcher Kandidat, bei dem sich die Nuklearkatastrophe positiv auswirkte, ist die deutsche Solon AG, Projektierer von Solarenergieanlagen. Die Wandelanleihe, die im nächsten Jahr über pari zur Rückzahlung ansteht, war angesichts der massiven Schuldenlast, die das Unternehmen vor 2008 sich aufgeladen hatte, schlechter als Griechenland bewertet. Sie bietet aktuell noch über 30% Rendite (falls die Gesellschaft Interessenten an einer Umschuldung findet). Nur durch einen Billig-Kredit der Bundesregierung konnte 2010 der Gang zu Konkursrichter abgewendet werden.

Nach Fukushima ist Solarenergie jetzt wieder in und die Anleihe explodiert. Wir hatten nicht mit einer so schnellen und positiven Wende zum besseren gerechnet, aber einem geschenkten Gaul schaut man bekanntlich nicht ins Maul.



100% Gewinn seit dem Jahreswechsel und wieder einmal ein Beispiel wie Distressed-Investments funktionieren. Die Unterbewertung analysieren, mit tiefem Discount investieren und dann warten. Das war die 2009-Strategie und hier konnten wir sie noch einmal erfolgreich umsetzen. Wie im letzten Report beschrieben, bauen wir aber derartige Positionen jetzt langsam ab und ersetzen sie wie oben beschrieben durch ertragsmäßig stabilere Titel.

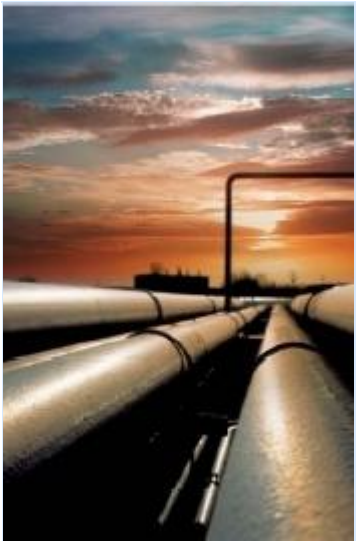
Was heisst das konkret? Nun etwa durch eine Deutsche Telekom. Telefon-Titel wurden lange vernachlässigt. Wie immer führt dies dann zu Unterbewertungssituationen. Auch hier konnten wir im März einen schönen Zusatzgewinn erzielen, als die Telekom endlich eine Lösung der Probleme bei ihrer US-Tochter bekannt gab (verkauf der Nr. 4 im amerikanischen Markt an die (neue) Nr. 1 ATT. Haben wir das gewusst? Nein. Nur nach vielen negativen oder Nicht-Nachrichten passiert meistens dann irgend etwas. Wir wollten eigentlich nur

auf die Dividende spekulieren und eine ruhige Zwischenanlage aufbauen. Wir haben kontinuierlich in der T-Aktien Positionen inne gehabt und sie ist ein stabiler Dauerbringer. Hier sind durchaus zweistellige Jahresrenditen möglich mit der richtigen Handelsstrategie. Im internationalen Umfeld gibt es desweiteren dann noch interessantere Telekom-Titel.

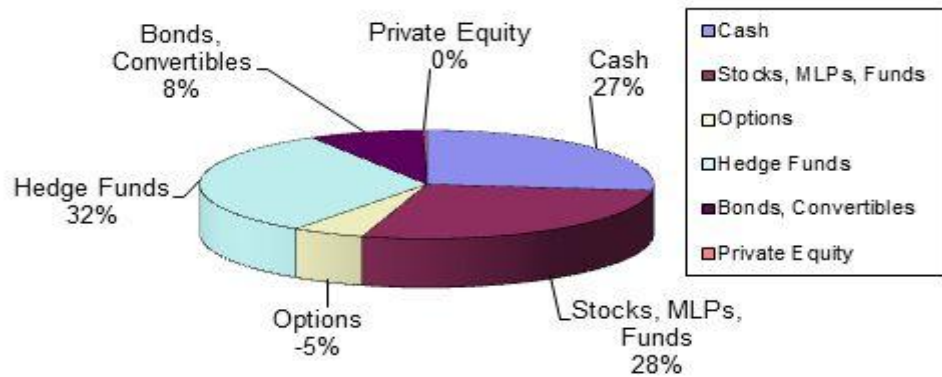
Sehr stabil sind und bleiben unsere Limited-Partnership-Beteiligungen im Öl- und Gas-Bereich.



Wir haben in unserem letzten Report hier schon auf EV Energy verwiesen, die danach noch zu einem weiteren Run ansetzten und inzwischen schon mit USD 57 statt der damals genannten USD 46 gehandelt werden. Hintergrund sind die massiven Funde, die die Gesellschaft bei Gas, dass in Schiefer eingeschlossen ist (Shale Gas) hat. Eine exzellente Gesellschaft nur auf aktuellem Kursniveau zu teuer.



Eine ganze Reihe von Pipeline-Betreibern und Gasspeicher-Betreibern sind hier unter Investmentgesichtspunkten erheblich lukrativer. Das schöne an dieser Infrastruktur ist, dass es zwar staatlich administrierte Preise sind, die die Ertragsseite dieser Unternehmen maßgeblich bestimmen. Diese Preise bekommt der End-Kunde aber nicht zu sehen, weil es die sind, zu denen Öl und Gas in großem Stil von Großkunde zu Großkunde transportiert wird, nicht der Haus-Gasanschluß. Die Art, wie diese Preise berechnet werden ist desweiteren gesetzlich vorgegeben letztlich als Kosten plus Gewinnmarge. Spätestens mit einem Jahr Verzögerung kann eine solche Pipeline-Betreiber-Gesellschaft ihre Kosten auf die Abnehmer überwälzen ohne befürchten zu müssen aus politischen Gründen dann eine Preiserhöhung nicht zu erhalten, weil gerade Wahljahr ist und der Gaskunde ja auch ein Wähler ist. Deshalb fühlen wir uns in diesem Segment auch weiter sehr wohl. Es ist ein Bereich, wo man ruhig eine Krise überwindern kann. Durch intelligente derivative Strategien kann man auch hier den Ertrag noch wesentlich über die sehr attraktiven sicheren Ausschüttungen von 7-8% p.a., die diese Gesellschaften leisten, steigern.



Unsere Investitionsquote ist gegen Vormonat unverändert. Der Anleihen-Bereich mit den Bonds und den Convertibles nimmt langsam ab. Der Sektor der renditebringenden Beteiligungen und Renditeaktien nimmt zu. Trotz einer recht hohen Short-Options-Quote konnte uns der Crash Mitte März nichts anhaben, half uns per saldo sogar.

Weiterhin basiert die Rendite in Black + White massiv auf einkommensorientierten und marktunabhängigen Spezial-Positionen. Desweiteren haben wir viele der Optionseffekte, insbesondere den steigender Optionsprämien weitgehend neutralisiert und konzentrieren uns rein darauf am Zeitwertverfall der Prämien zu partizipieren.

Im März hat Black + White wieder einmal die Aktien geschlagen. Wir sehen in abgesicherten Rendite-Positionen den Weg, wie wir dies auch für die Zukunft erreichen können.

Allokation Vola + Value



Normalerweise beginnen wir die Vola+Value-Diskussion mit dem VIX-Chart, der Grafik, die das Optionspräminenniveau darstellt. Manche nennen ihn auch den Angst-Index beziehungsweise aktuell den Nicht-Angst-Index. Normalerweise verfolgt VV einen Schreiber-Ansatz. Das Programm verkauft also Optionen, sichert andere Marktteilnehmer ab und lässt sich diese Absicherungstätigkeit durch attraktive Versicherungsprämien bezahlen. Aber VV verfolgt auch einen Value-Ansatz. Wir wollen in VV immer nur mit Discount kaufen oder mit Aufschlag verkaufen. Erhalten wir diese Bedingungen, dann sind wir interessiert ansonsten nicht.



Dieser Value-Gedanke - nicht etwa die Distressed-Überlegungen die bei BW zum Solon-Investment inspirierten - lieferten uns einige weitere Titel aus dem Solar+Segment. Als Beispiel hier die chinesische Suntech. Der Titel steht dort, wo er auch vor einem Jahr stand, und gleichzeitig sind die Optionsprämien sehr hoch, weit über Markt-Durchschnitt. Während etwa gemäß VIX der Markt nur noch 16% mittlere Kursschwankung auf Sicht ein Jahr erwartet, sind es bei Solarwerten noch 50%. In Options-Kurs(gewinn)e übersetzt heisst dies, dass man 10-15% in Cash für 4 Monate dafür bezahlt bekommt, andere Marktteilnehmer dagegen abzusichern, dass die Aktie wesentlich steigt oder fällt. Für jede Seite natürlich und damit 20-30% 4-Monats-Verdienst, falls sich nichts tut. In solchen Titeln sind wir weiter Schreiber.



Umgekehrt sieht es aus, wenn man es mit einem Titel mit extremen Trendverhalten zu tun hat. So aktuell etwa Silber. Die aktuelle Bewegung beim Metall ist grober Unfug. Wer Geschäftsberichte der Silberminen lesen kann, liest dort Aussagen wie, man habe aktuell negative Produktionskosten für Silber selbst, da man alleine durch den Verkauf der Nicht-Edelmetalle, die als Nebenprodukt bei der Produktion anfallen, mehr als die Produktionskosten vereinnahmt. Andere Aussagen sind vielleicht weniger positiv aber auch dort ist immer noch nur von maximal einstelligen Produktionskosten in Dollar/Unze die Rede.



Die großen Minen vollziehen aktuell massive Produktionsausweitungen. Dennoch erreichte Silber in einer allgemeinen Geldentwertungs?panik in den jüngsten Tagen absurde Werte von knapp unter 50 Dollar, 400% über den Produktionskosten der schlechtesten Minen und die Bewegung verläuft parabolisch. So absurd überteuert waren noch nicht einmal die berühmten amerikanischen Schrott-Immobilien. Wir wissen nicht, wann dieser Unsinn ein Ende findet. Wir erwarten aber eine große Bewegung. Zwischen 25 und 100 ist alles möglich und vielleicht sogar wieder 10. Man sollte nie vergessen, dass Anfang 2009 nach USD 150 im Sommer 2008 Öl zu USD 30 gehandelt wurde, weit unter den Produktionskosten.

Der SLV ist ein Trust, technisch betrachtet ein riesiger Tresor mit einem Volumen von mehreren Milliarden Dollar an Silber. Ein Anteilschein an dem Trust muß ungefähr so viel wie eine Unze des Metalls kosten. Angesichts der zu erwartenden massiven Bewegungen macht es keinen Sinn irgendwelche Optionen auf das Metall oder den Trust, der dieses hält, zu verkaufen. Bei so extremen zu erwartenden Trends macht nur eines Sinn, Optionen kaufen. Deshalb haben wir hier Long-Optionspositionen inne. Egal wohin es geht, wir wollen profitieren.

Dies sind nur zwei Idealfälle aus den aktuell rund 100 Positionen, die das Vola + Value-Portfolio bilden. Sie sollten zeigen, wann wir Optionen kaufen und wann verkaufen.

Die Kernbotschaften dieses Monats:

Vola + Value geht verstärkt von einem reinen Schreiber-Ansatz weg und zu einem Mix von gekauften Optionspositionen und verkauften Optionspositionen über, letztlich ein Long/Short-Ansatz im Optionsmarkt (zu billige Optionen kaufen, zu teure verkaufen, auf Gesamtportfolioebene neutral sein).

Black + White baut langsam die Risiko-Rendite-Positionen, die seit 2009 einer der Hauptertragsbringer waren ab, sucht nach Spezialsituationen und erzielt Rendite mehr aus ertragsstabilen Werten.

Beide Portfolios haben verstärkt ein Auge auf mögliche massive Rückschläge aufgrund der Vielzahl weltwirtschaftlicher Probleme, die sie aber auch ertragreich nutzen wollen.

26. April 2011 Straush