

Manager-Report Januar 2008: Baldessarini-Day

Tag der Wahrheit ist der deutsche Begriff für einen Tages, an dem sich etwas entscheidet, an dem Träumerei durch Realität auf den sprichwörtlichen Boden der Tatsachen geholt wird. Auch ansonsten wird der Beginn einer Epoche gern an Tagen festgemacht, obwohl er häufig gleitend ist und sich über einen Zeitraum erstreckt. Insofern passt Baldessarini-Day ganz gut für den Januar 2008: Separating the men from the boys.

Erstes Ereignis im Januar: Eine französische Großbank stellt fest, dass ein Jung-Händler außerhalb jeder Risikolimiten Long-Positionen in europäischen Futures eingegangen ist. Schaden: 5 Mrd. EUR. Der größte Schaden durch unauthorisierte Trades in der Börsengeschichte und ein belegtes Beispiel für das Risikomanagement der einen oder anderen Großbank. Aus dem Fall Leeson wurde offensichtlich nichts gelernt. Das ist es eigentlich, was die men von den boys unterscheidet!

Zweites Ereignis: Zusammenbruch der Aktienmärkte in der Breite. Schon seit der NIKKEI im April 2007 sein Top erreicht hatte und der MSCII-Welt danach begonnen hatte deutlich zu fallen, war klar, dass wir in eine hoch gefährliche und wahrscheinlich nach unten gerichtete Marktbewegung auch in den anderen Märkten eintreten würden. Um so unverständlicher waren uns die massiven Aufwärtsbewegungen mit denen in einigen Aktienmärkten gerade zum Jahresende hin noch massiv gekauft wurde. Wer ein bisschen Erfahrung an der Börse hat, weiss, dass man so nicht handeln darf, wie hier gehandelt wurde. Schneller wurde in den letzten Jahren kaum je so viel Geld verloren, als im Zeitraum November bis Januar.



Chinalco, der größte chinesische Aluminium-Produzent: Von 90 auf 35 in 3 Monaten. Die China-Story ist o.k. Aber man muss einen der weltgrößten Aluminium-Produzenten nun wirklich nicht kaufen, nachdem dieser sich in einem halben Jahr vervierfacht hat!

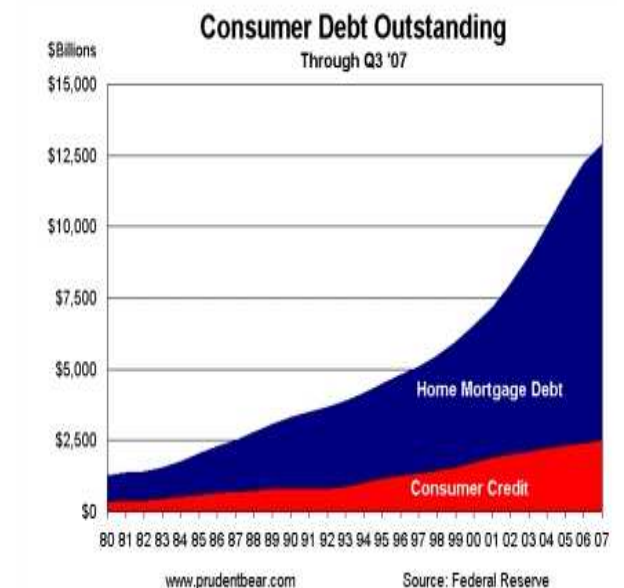


Eurosolar: Die Solarzellen-Euphorie frisst ihre Kinder. Von 10 auf 20 und zurück.

Wir haben lange genug davor gewarnt, dass massive weltwirtschaftliche Verwerfungen existierten, die kein gutes Ende nehmen können. Wer nichts aus der Geschichte lernt, ist halt dazu verdammt sie immer und immer wieder zu durchleiden.

In den End-80er-Jahren trieben die Japaner mit Finanz-Spielchen - damals unter dem Namen Zaitech bekannt - ihre Immobilienpreise dadurch immer höher, dass quasi niemand verkaufte, Abschlüsse nur zu ständig steigenden Preisen zustande kamen, die wiederum Beleihungsgrundlage für ständig steigende Kreditvolumina wurden, die dann zum Kauf der wenigen überhaupt verfügbaren Immobilien genutzt wurden u.s.w. Schließlich wurde die absurde Situation erreicht, dass man für den Gegenwert des Geländes des Kaiserpalastes in Tokio ganz Kalifornien hätte kaufen können. Wie diese Geschichte dann weiter lief, ist bekannt: Zusammenbruch der japanischen Immobilienpreise um 90% und des NIKKEI-Aktienindex von 40000 auf unter 8000 und damit um 80%.

Und nun schauen wir einmal an, was unsere kalifornischen Freunde daraus gelernt haben. Zynisch könnte man kommentieren: Was die Japaner können, das können wir schon lange. Eine Verdreieinhalbfachung des Median-Preises für Wohnungen in Kalifornien in 10 Jahren.

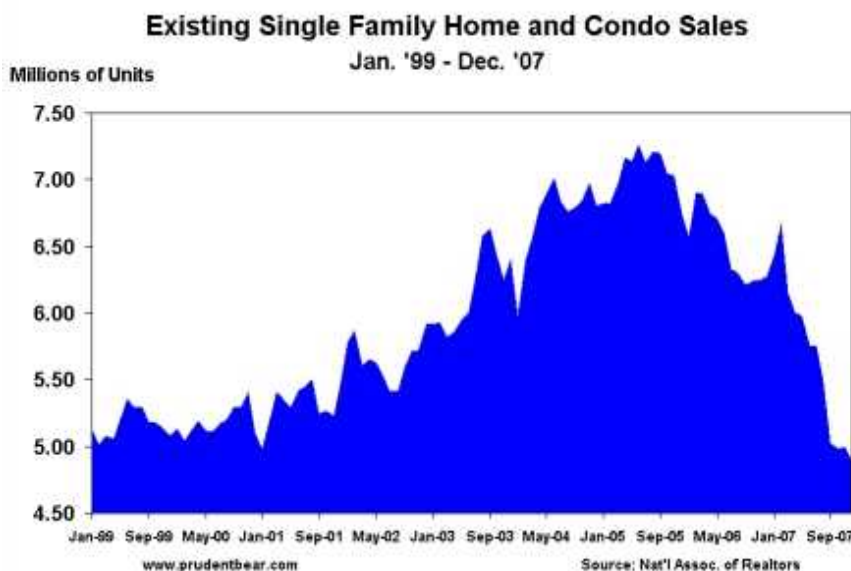


Angetrieben durch Mini-Zinsen und eine verantwortungslose Kreditvergabe wurde nicht nur ein extremes Niveau der Hauspreise erreicht, sondern auch erstmals in der Geschichte der USA wurde im Durchschnitt aller Häuser die Situation erreicht, dass das Fremdkapital höher ist als der Eigenkapitalanteil. Anders ausgedrückt: Die durchschnittliche Eigenkapitalquote liegt unter 50%. Dies wohl gemerkt per Ende des 3. Quartals, d.h. noch vor den weiteren massiven Verlusten in den Immobilien der letzten Monate, wobei auch diese Zahlen noch geschönt sind, weil viele Hausbesitzer noch nicht bereit oder gezwungen sind zu den aktuellen Preisen zu verkaufen oder noch versuchen zu hohe Preise durchzusetzen. Eine Analyse der von uns abonnierten Zwangsversteigerungs-Spezialdienste zeigt jedenfalls noch längst nicht in der Breite und Tiefe die Abschlüge, die zu erwarten sind. Konkret: Es finden Umsätze auf dem Niveau von Anfang 2005 statt, aber noch kaum auf dem von 2002/2003, was immer noch das Doppelte von 1997 wäre!



Was ist bis jetzt weg? Die ersten 20% von der Spitze nach einer mehr als Verdreifachung in 10 Jahren. Selbst die Knapp-Verdoppelung von 2000 bis 2004 wäre damit noch nicht korrigiert. Als deutschsprachiger Anleger - und hier schließe ich explizit unsere Anleger aus Österreich und der Schweiz ein - macht man oft den Fehler von einer zu geringen Fallhöhe auszugehen, weil bei uns die Immobilienpreise nicht im Ansatz so stark gestiegen sind. Die Immobilienpreise in den USA können aber ganz problemlos 50% fallen. Genauso wie in Spanien oder Großbritannien. In all diesen Märkten haben sich die Preise in den letzten 10 Jahren deutlich mehr als verdoppelt. **Ein 50%-Rückgang wäre nur eine Korrektur im generellen Aufwärtstrend. Eine Korrektur allerdings, die eine ganze Reihe von Finanzinstituten nicht überleben würde.**

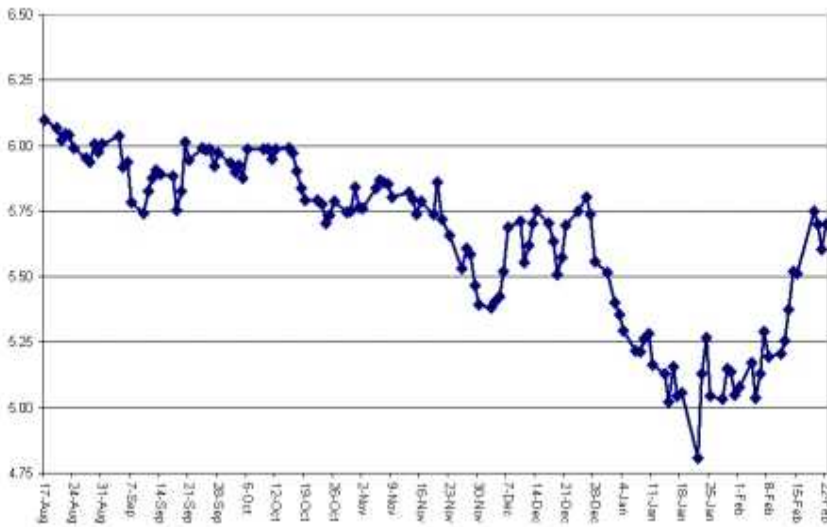
Wie wahrscheinlich ist nun aber ein weiterer massiver Rückgang? Als grundoptimistischer Mensch war ich Ende Januar schon geneigt Entwarnung zu geben. Wenn alle Menschen oder jedenfalls die Mehrheit unsere Position schon langsam teilt, dann ist doch die Abwärtsbewegung zu Ende, oder? Die jetzt wieder geschilderte Problematik kennen Sie als unsere Anleger ja nun auch schon zur Genüge, oder?



Wie die nebenstehende Grafik zeigt, fehlt hier nur noch etwas, um diesem Argument zum Durchschlag zu verhelfen: Das Handeln. Es mag zwar sein, dass eine Vielzahl von Marktteilnehmern ihre Schiefelage erkannt hat. Dies heisst aber noch nicht, dass diese bereinigt ist. Die

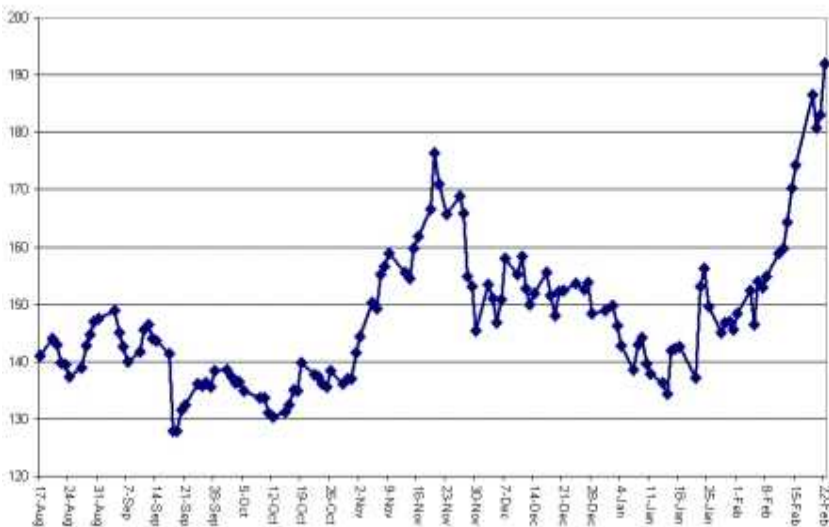
Verkäufe bestehender Häuser in den USA sind auf einem Tiefstand für die letzten 10 Jahre, was nichts anderes heisst, als dass momentan die Verkäufer noch nicht realitätsnah genug sind. Es ist noch lange nicht das, was 2002 bis 2006 auf Kredit gekauft wurde, wieder verkauft, sondern es wird gebetet, dass der Krug an einem vorbei gehen möge. So leid es mir tut: Wird er nicht!

Ich habe lange mit dieser Antwort gerungen und versucht mir über die Pros und Cons klar zu werden. In den letzten Tagen des Februar hat mir dann der Markt die Antwort gegeben. Nicht der Aktienmarkt, sondern wieder der Zinsmarkt. Der nebenstehende Chart zeigt den aktuellen Zins für Ginnie Maes MBSs. GNMA umgangssprachlich Ginnie Mae ist ein GSE, eine von der US-Regierung gesponserte Körperschaft, deren Aufgabe Ankauf von Hypotheken von Finanzvermittlern unter Refinanzierung durch **Mortgage Backed Securities**, also Hypothekendarlehen ist.



Nach eigener Darstellung auf ihrer Homepage geniessen diese Hypothekendarlehen als einzige das volle Vertrauen und die Bonität des amerikanischen Staates.

Die Entwicklung seit Mitte Februar zeigt hier das ganze Ausmaß der Katastrophe. Trotz massiv gesenkter FED-Zinsen bleiben die Zinsen für Hypothekendarlehen von erstklassigen Schuldern oben, d.h. auf dem Niveau vom Juli d.h. vor Bekanntwerden der Krise. Und wie die nebenstehende Grafik zeigt bekommt man jetzt für Kredite an den staatlich gesponserten und garantierten Immobilienvertrieber Ginnie Mae 2% mehr Zinsen, als für Kredite an den US-Staat, was nichts anderes bedeutet, als dass der Markt unterstellt Ginnie Mae würde mit 25% Wahrscheinlichkeit und mehr in den nächsten 10 Jahren in Konkurs gehen. Damit dies noch einmal klarer wird: Ginnie Mae ist so etwas wie die deutsche KfW. Ginnie Mae emittiert zwar nicht selber sondern garantiert nur Emissionen anderer Banken. Deren Emissionen werden aber damit zu quasi-staatlich gedeckten Anleihen. Historisch wurden



Ginnie Mae - Anleihen mit Aufschlägen von 0,05-0,1% über US-Staatsanleihen gehandelt. Damit haben wir im internationalen Immobilienfinanzsegment den Ultra-GAU: Der weltgrößte Immobilien-Garant, der ein ausstehendes Anleihen-Volumen von tausenden von Milliarden am Markt hat und eine solche Größe und Marktbedeutung aufweist, dass es an der Chicagoer Terminbörse eigene Futures-Kontrakte nur auf Ginnie Maes gibt, wird auf Junk-Niveau bewertet!

Damit haben wir Alarmstufe rot. Ginnie Maes finden sich nämlich in den Portfolios konservativer Anleger und wurden als absolut sicher betrachtet. Bill Gross etwa, Chef der Allianz-Tochter PIMCO, die hunderte von Milliarden etwa für Versicherungen verwaltet, hatte öffentlich immer darauf geschworen, wie bonitätsstark sein Portfolio etwa im Vergleich zu den Subprime-Investments sei, da Ginnie Maes ja staatsgarantiert seien.. Ginnie Maes liegen in den Tresoren von ausländischen Zentralbanken etc. Die aktuellen Kursentwicklungen von Ginnie Maes sind daher ein Vorbote für auch internationale massive Verwerfungen. Betrachtet man den nebenstehenden Chart und den massiven Verfall des Dollar in den letzten Tagen, dann gilt: Ausländische Anleger verlieren offenbar in Scharen das Zutrauen, dass sich die amerikanische Immobilienkrise noch mit begrenzten Verlusten beim Eigenkapital von einigen Banken lösen lässt. Wir sind damit mit einem Satz 2-3 Schritte vor einer Situation, wie sie sich 1998 mit dem Konkurs der Sovietunion stellte und 2001 mit Argentinien. Die Bonität der USA ist nicht mehr erstklassig.

Dazu passen die jüngsten Aufstellungen eines Analysten der UBS, der - bei aktuell schon erfolgten 160 Milliarden Abschreibungen für faule Kredite bei Banken als Folge dieser Krise - ein gesamtes potientiell Abschreibungsvolumen von 600 Milliarden ermittelt hat, womit aktuell gerade mal 25% der zu erwartenden Gesamtverluste verdaut und abgewickelt wären. Dies ging bisher noch recht gut unter Rückgriff auf Staatsfonds aus Nah- und Fernost, die neues Eigenkapital zur Verfügung stellten. Ob auch die zweite Refinanzierungsrunde, die ansteht, wenn die nächste Abschreibungswelle zuschlägt, wiederum so ruhig ablaufen wird, wie die erste, wird abzuwarten sein.

Die oben gezeigten Zinsentwicklungen beschönigen dabei noch die Situation. Es gibt, oder vielleicht sollte man schon sagen gab, einen Markt für auction rate securities. Dabei handelt es sich um kurzlaufende, langlaufende Anleihen. Diese im Prinzip langlaufenden Anleihen haben einen in den Emissionsbedingungen vereinbarten hohen Maximalzins, der fällig wird, falls sich in der nächsten alle 6 Monate stattfindenden Auktion kein Käufer für diese Papiere findet. Jeder Inhaber einer solchen Security muss alle 6 Monate mit allen anderen Marktteilnehmern um den Zins für die nächste 6-Monatsperiode in einer Auktion konkurrieren. Ist er weiterhin der Anbieter mit dem niedrigsten Zins, vergütet ihm der Anbieter der auction rate secs diesen für die nächste Periode. Ansonsten geht seine Security auf einen anderen Käufer (den mit dem niedrigsten Zinsangebot) über. Der Inhaber einer solchen Security hat damit fast das Pendant zu einem 6-Monats-Festgeld. Er kann die Anleihe alle 6 Monate verkaufen (er braucht nur in der nächsten Auktion nicht mitzubieten und eigentlich sollte dann ein anderer seine Papiere erhalten). Der Emittent erhält Kapital zum jeweils aktuell gültigen Kurzfristzins und hat gleichzeitig aber ein langlaufendes Darlehen mit variablen Zinsen, ohne jede 6 Monate wieder erneut kurzfristige Papiere emittieren zu müssen und damit gesicherte Kreditgeber. Soweit die Theorie. Bei der letzten Auktion fanden sich aber etwa für die Titel der New Yorker Hafenbehörde, des Hafensbetreibers, also eines ultrakonservativen Nicht-Finanz-Unternehmens keine Käufer. Ergebnis: Der Zins sprang von 4% p.a. in der Vorperiode auf 20% p.a., den vertraglichen Maximalzins. Ein gutes Geschäft für den Inhaber dieser Titel, der wohl schon eine Möglichkeit finden wird sich anderweitig etwa benötigtes Kapital zu besorgen. Aber natürlich ein katastrophales Ergebnis für den Hafensbetreiber, der jetzt 10% Zinsen für das nächste halbe Jahr zahlen muss.

Dies wird natürlich zu bitteren Diskussionen mit den beteiligten Banken führen, die eine Marktpflege in diesem Segment aufgegeben haben. Genauso wie im Segment der Closed End Funds, wo schon lange Abschläge von 13% und 14% auf erstklassige Portfolios zu finden sind. Dies alles zeigt aber nur eins: Die Größe der Krise.

Konsequenzen: Wir lassen aktuell ausschließlich Neuinvestments in börsengängigen Titeln und börsengehandelten Terminmarktpositionen zu oder verlangen deutliche Abschläge auf den NAV. Was die Masse der Anleger nicht weiss: Für die Erfüllung einer Forderung aus einem Börsentermingeschäft haften alle an dieser Börse aktiven Banken mit hohen Beträgen neben dem Börsenbetreiber und natürlich der Gegenpartei des Termingeschäfts, die Kontraktssicherheiten in Cash hinterlegen muss. Es ist also viel sicherer eine Position am Terminmarkt zu haben, als etwa ein Festgeld bei einer Bank, sofern man sich darauf beschränkt Termingeschäfte abzuschliessen, wo die Wertschwankungen begrenzt sind, etwa Covered Calls etc. Unsere dortigen Positionen sind zwar ggf. Kursänderungen unterworfen. Aber es kommt gesichert nicht zu einem Ausfall, weil eine Gegenpartei nicht zahlt. Insofern sind unsere Ansprüche nicht nur in vollem Umfang werthaltig, sondern könnten im Fall irgend einer Bankeninsolvenz auch aus der Insolvenzmasse sofort ausgesondert werden, ohne Wertverlust.

Wir sind dadurch hochliquide, ausfallgeschützt und haben selbstverständlich an niemanden risikobehaftete Kredite vergeben, die etwa nicht zurückgezahlt werden könnten.

Kurzfristige Zwischenanlagen bei Banken haben wir auf ein technisches Minimum reduziert. Es ist allerliebste, wenn theoretisch jeder Kunde einer deutschen Bank, sofern er Einlagen bei dieser hat, die geringer sind als 30% von deren haftendem Eigenkapital einen Haftungsanspruch an einen Sicherheitenpool hat, in den alle Banken eingezahlt haben für den Fall der Fälle. Wie jüngst bekannt wurde, beträgt dieses Sicherheitspolster allerdings nur EUR 4,6 Milliarden. Wohl kaum ausreichend, wenn es zu noch größeren Verwerfungen kommt. Da nun der geringe Umfang bekannt ist, spricht vielmehr einiges dafür, dass aus unseren diesbezüglichen Vorbehalten schon aufgrund von self-fulfilling prophecy Realität wird. Wenn sowohl der deutsche Finanzminister als auch der Chef der FED in ihren Ländern Bankenkongresse für wahrscheinlich halten, sind wir wahrscheinlich schon weiter an der Realität, als uns lieb ist.

Allokation Black+White

Wie können wir denn nun an diesem Desaster verdienen? Zuerst, indem wir keine der oben angeführten Fehler machen. Verlustvermeidung ist die eine Seite des Erfolges in so einem Umfeld.

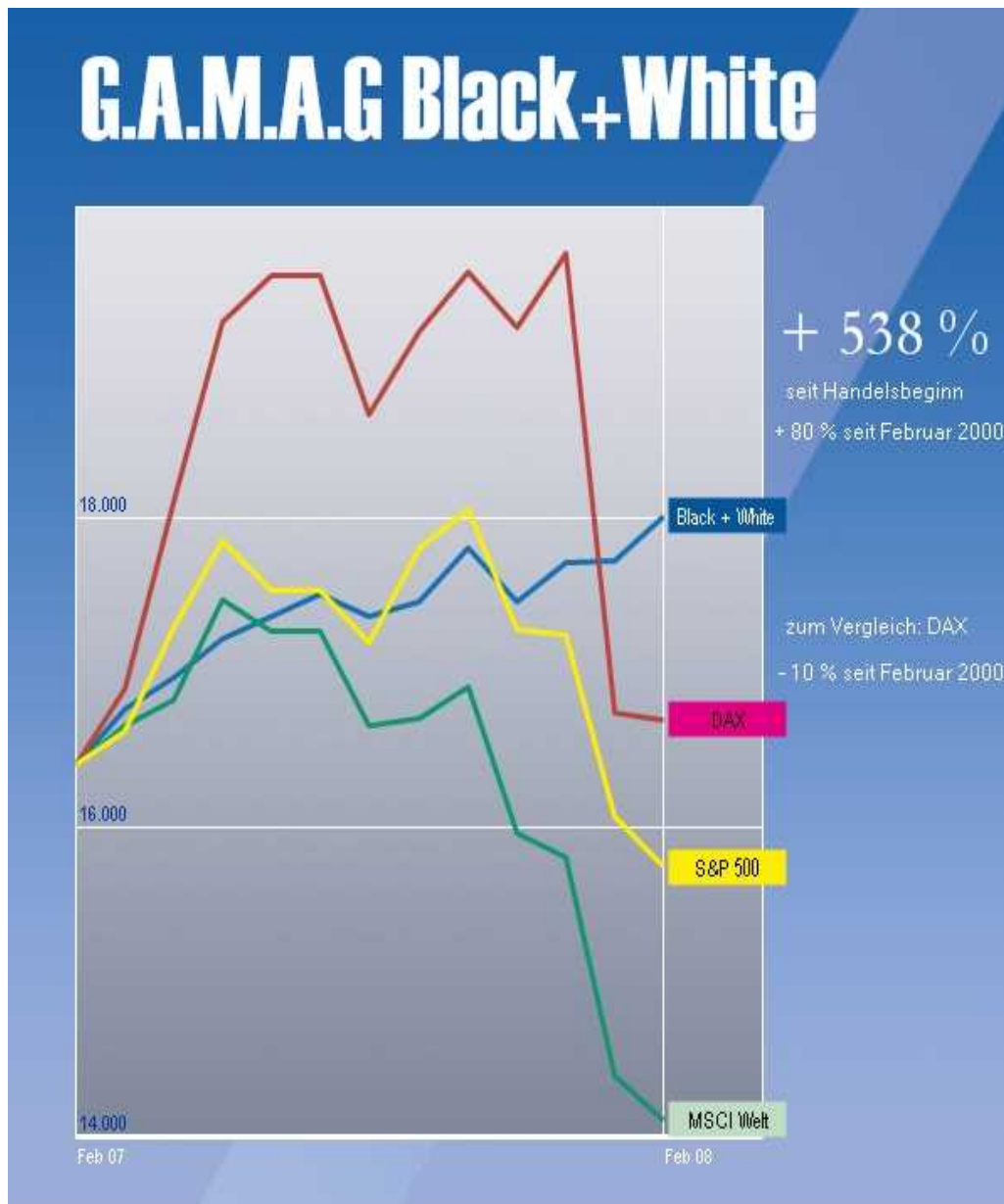
Dann gibt es natürlich eine Vielzahl exzellenter langfristiger Investitionsmöglichkeiten. Wir hatten oben schon auf die massiven Unterbewertungen bei Closed End Funds etc. verwiesen. Die Banken haben nicht mehr das Geld um einen fairen Markt zu machen und machen damit den Weg frei, dass wir, wirkliche Investoren, in solchen Segmenten aktiv werden können. Hier ist es jetzt schon möglich Staatsanleihen-Portfolios mit 13% Abschlag auf den Marktpreis der Anleihen und 7-8% laufender Verzinsung zu erwerben. Dies ist natürlich hochlukrativ. Denn so werden langfristig zweistellige sichere Renditen sehr wahrscheinlich ohne langfristige Verlustmöglichkeiten erzielbar. Kurzfristig müssen wir dabei allerdings mit dem Chaos leben, das die Banken produzieren. Wenn es bei dem einen oder anderen Titel zu Ausverkäufen kommt, dann produziert die Position ggf. kurzfristig Buchverluste. Aber, was zählt und bleibt, ist, dass wir langfristige rechenbare Renditen erzielen können.

Der Zusammenbruch der Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen im Rahmen der Kreditknappheit sorgt dafür, dass wir höhere Renditen bei unseren PIPE-Investments erhalten werden. Daneben wird spätestens 2009 das erste Jahr guter Gewinne im Distressed-Bereich, dem Handel mit Insolvenz-Positionen mit deutlichen Abschlägen. Aktuell sträuben sich sowohl die Immobilienbesitzer wie die Banken gegen die Anerkennung der Realität. Am Ende aber werden hunderte von Milliarden abgewickelt werden müssen. Es wird zu noch viel größeren Portfolio-Verkäufen kommen, als wir dies aktuell schon sehen und gemäß der Regel "wer zu spät kommt, den bestraft das

Leben", zu deutlich niedrigeren Kurse als heute und damit dann zu sehr attraktiven Einstiegsmöglichkeiten.

Daneben ist natürlich der ganze Optionsbereich hochinteressant. Je größer die Unsicherheit, desto höher die Absicherungskosten und desto besser die Chancen, wenn sich dann nichts tut, dicke Gewinne einzufahren. Mit der nötigen Erfahrung können wir hier sehr gute Gewinne weiter machen.

Im Januar 2008 hat uns die Stärke der Bewegung in der zweiten Monatshälfte ein wenig überrascht. Wir haben aber sowohl alle Kredit- wie Aktienmärkte deutlich geschlagen, als auch leicht positiv abgeschnitten. Dass es nicht mehr wurde, ist Ergebnis eines Ausreißers. Ein aktienlastiger Hedge Fonds hat uns mit 15% Monatsverlust und damit auf Höhe der Marktverluste negativ überrascht. Ansonsten wären wir bei +1% gewesen. Dessen ungeachtet haben wir mit unserer Hedge Fonds-Auswahl die Hedge Fonds-Branche deutlich geschlagen, die per Saldo Monats-Verluste von -1,8% hinnehmen mußte.



Insofern sind wir mit dem Ergebnis des letzten Monats recht zufrieden. Mit den Marktbewegungen des letzten Monats liegen wir wieder im Kurzfristvergleich über allen Aktienindizes, was unseren Rat des letzten halben Jahres "raus aus Aktien rein in Alternatives" im Nachhinein rechtfertigt.

Mit der weiter negativen Entwicklung an den Aktienbörsen im Februar und unserer erwarteten positiven wird sich diese Differenz zu unseren Gunsten eher noch verstärken. Langfristig gilt: Betrachtet man das DAX-Minus seit dem 1.1.2000 bis heute, so ist dieses immer noch deutlich, genauso wie die Negativ-Ergebnisse im SMI. Unsere österreichischen Anleger können zwar auf die Sonderkonjunktur durch die EU-Osterweiterung verweisen, aber der ATX bildet aktuell eine gefährliche Kopf-Schulter-Formation aus, die nach dem deutlichen Anstieg seit 2001 für deutliche Aktienverluste spricht.

Allokation Vola+Value

Unsere neue Handelsmethodik, die wir seit den Erfahrungen des Crash 2000-2002 eingeführt hatten, hat funktioniert: Es war Crash, und wir haben gewonnen. Nicht extrem stark. Dies hätte aggressive Short-Positionen vorausgesetzt und Vola+Value ist ein abgesicherter Optionsschreiber-Ansatz, kein aggressiver Optionskäufer. Aber immerhin haben unsere Indexpositionen jegliche negative Portfoliotendenz überkompensiert und 0,77% Monatsrendite sind ja auch knapp 10% p.a. Insofern hatten wir einen sehr zufrieden stellenden Jahresauftakt.

Und die Zukunft wird noch erheblich besser nach unserer Meinung. Die Februar wird zwar vielleicht noch ein bisschen ein hakeliger Monat. Gründe dafür sind: Wir haben schon und sind weiter dabei eine sehr große digitale Optionsposition aufzubauen. Da es sich dabei um einen gering kapitalisierten Titel handelt, dessen Volatilität massivst schwankt, sind die kurzfristigen Ergebnisse auf das Portfolio deutlich (auf Grund der Größe der Position), zufallsbedingt und damit von uns nicht beeinflussbar. Bei dieser wie bei weiteren Positionen müssen wir einfach die Ergebnisse kurzfristig hinnehmen, um dann ein, zwei oder drei Monate später deutliche Gewinne realisieren zu können. Leider kann ich momentan nicht mehr dazu sagen. Nur soviel: Im nächsten Manager-Report sollten wir schon über Ergebnisse reden können. Und unsere Erwartungen sind hier deutlich positiv.



Der ganz rechts im Chart zu sehende starke Anstieg in der Volatilität in den letzten beiden Handelstagen wird uns ebenfalls nicht gerade für das Februar-Ergebnis helfen. Dessen ungeachtet nehmen wir jeden Tag Theta über Verfall von Optionsprämien ein und erwarten jetzt das oben beschriebene Ereignis Ende März.

Unsere Theta-Rendite, das heisst der monatliche Profit, wenn die Märkte stehen, liegt aktuell bei über 3%. Dies ist eine der möglichen Varianten, von wo es hier weiter gehen kann. Stehende oder sich beruhigende Märkte und Realisierung dieser 3%. Die andere Variante ist ein Crash. Auch in diesem werden wir gute Gewinne einfahren.

Insofern freuen wir vor einem sehr interessanten März und hoffentlich deutliche Gewinne für das erste Quartal 2008.