

## Manager-Report Januar 2011 und Ausblick Februar/März 2011: Abgesichert weiter verdienen.

Mit Januar und Februar setzte sich die Serie weiter steigender Vermögenswerte in allen GAMAG-Strategien weiter nahtlos fort. Wir hatten im Februar jetzt schon den 27. Anstieg der GAMAG-Indizes in Folge zu verzeichnen und die Renditen sind weiter sehr ansprechend gerade im Vergleich zu Festgeld und Spareinlagen aber auch - dazu weiter unten mehr - unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten im Vergleich zu Aktienanlagen. Zunächst die Fakten.

Markt	Januar 2011	% Januar 2011	Februar 2011	% Februar 2011	letzte 12 Monate
<b>Black + White</b>	19831,68	<b>+0,48%</b>	19892,21	<b>+0,31%</b>	<b>+13,97 %</b>
<b>Vola + Value</b>	14893,24	<b>+1,22%</b>	14988,92	<b>+0,64%</b>	<b>+12,74 %</b>



Mit diesen Steigerungsraten konnten wir die Entwicklung der Welt-Aktienmärkte selbst im guten letzten Aktien-Jahr schlagen. Vom 1. März 2010 (215,40) auf den 1. März 2011 (242,15) stiegen die Weltaktienmärkte gemessen am nebenstehenden Dow Jones Blue Chip-Index um rund 12,40%. Unsere Strategien legten wie oben gezeigt um 13,97 % beziehungsweise 12,74% zu und dies auch noch nach allen Kosten. Dadurch dass unsere Strategien entgegen der Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten den Wert gehalten haben zeigt sich diese Besserentwicklung jüngst noch viel stärker.



Auf einer aktuellen Basis von 234,38 Indexpunkten hat sich die 12-Monatsrendite für eine Anlage in den Weltaktienmärkten auf unter 9% abgeschwächt, während die GAMAG-Strategien ihren Wert halten. Damit bestätigen diese weiter das Bild, welches wir seit über 15 Jahren gewohnt sind: Die einzige Marktphase, wo Aktien-anlagen kurzfristig einmal bessere Ergebnisse als die GAMAG-Strategien erzielten, war direkt nach dem Crash. In einer Situation wie heute - nach einer 2-Jahres-Hausse mit Verdoppelung der Aktienkurse- haben wir Aktien eigentlich immer geschlagen.



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. Es geht seitwärts. Die Zinssteigerungen wirken negativ auf die Aktienkurse. Die noch steigenden Gewinne positiv. Beide Effekte heben sich auf. Das ist die Situation in der wir aktuell stehen.



In der Konsequenz sind die Emerging Markets (EMAs) damit dort, wo sie Anfang 2010 standen (türkisfarbene Linie). Die entwickelten Börsen haben in dieser Zeit noch etwas Boden gut gemacht. Jetzt droht ihnen aber dasselbe Schicksal wie zuvor schon den EMAs, eine mehr als einjährige Seitwärtsphase. Die vielen wirtschaftlichen Unsicherheiten bilden hier möglicherweise den fundamentalen Hintergrund. Betrachtet man den RSI, so zeigt dieser etwa für den SPX aktuell dasselbe Bild wie bei den EMAs im November 2010. Was danach folgte haben wir oben besprochen.



Was sind die Probleme? Wir haben sie schon im letzten Report angerissen. Die Inflation ist wieder da. Der CRB-Rohstoffindex steigt und steigt. Wir sehen es jeden Tag an den Zapfsäulen, wenn wir auf den Benzinpreis schauen. Der Preisanstieg für Lebensmittel im letzten Halbjahr in Indien lag bei über 14%! Die Aufstände in den arabischen Ländern sind Folge der Lebensmittelpreise. Wie schnell aus diesem Hintergrundthema unserer letzten Reports ein welt-bestimmendes Thema geworden ist, ist allerdings schon faszinierend. Aber so funktionieren

Märkte. Ein Thema wird entdeckt und bricht sich dann Bahn gegebenenfalls auch explosionsartig, wobei aber die wahren Hintergründe in der

oberflächlichen Allgemeinpresse nicht behandelt werden.

Arabien erlebt jetzt das, was Osteuropa 1989 erlebte, den (Versuch eines) Systemwechsel(s). Der Druck wurde zu groß und revolutionäre Bewegungen brechen durch. Ob dies wie Tianmen oder die deutsche Revolution von 1848 endet, oder sich ein wirklicher Wechsel durchsetzt und wo (und was dieser dann am Schluß bedeutet), werden wir noch abwarten müssen.

Jedenfalls ist es ein weiterer Versuch im globalen Dorf die Angleichung der Lebensverhältnisse zu erreichen. Dabei gibt es nur zwei große Probleme: Viele der Menschen, die jetzt Bedürfnisse geltend machen, erbringen keine Gegenleistung, die die Erfüllung dieser Bedürfnisse ermöglicht. Schlimmer noch - und das wäre zweitens - es gibt aktuell keine technischen Lösungen um die geforderte Angleichung, die Menge an zusätzlichen Konsum für alle auch nur ansatzweise darstellen zu können.

Nehmen wir einmal das Wasserproblem des letzten Reports. Wenn wir allen Menschen den halben Fleischkonsum wie einem Europäer zubilligen wollten, dann reicht dazu das vorhandene Wasser in vielen Ländern sowieso nicht aus, die Agrarfläche ist nicht vorhanden, die Düngemittel sind nicht vorhanden. Sogar wenn man die gesamte Welt diesem Ziel unterordnen wollte, ginge es wahrscheinlich nicht.

Land	Bevölkerungswachstum		Wasser/Kopf cbm p.a.		Lesen und Schreiben können	
	Kinder/Frau	% bis 2050	aktuell	2050	Männer in %	Frauen in%
Deutschland	1,41	-14,1%	1861	2166	99	99
USA	2,06	+27,2%	6815	5357	99	99
Japan	1,21	-20%	3350	4188	99	99
Saudi-Arabien	2,31	+66%	93	56	84,7	70,8
Ägypten	2,97	+53%	758	495	83	59,4
Yemen	4,63	+121%	184	83	70	30
Iran	1,88	+29%	1930	1496	83,5	70,4
Nigeria	4,73	+82,66%	2085	1141	75,7	60,6
Südafrika	2,3	+12,5%	1048	931	87	85,7

Rwanda	4,9	+80%	550	305	76,3	64,7
Libyen	2,96	+50%	99	66	92,4	72
Indien	2,62	+46%	1670	1144	73,4	47,8
China	1,54	+4,6%	2125	2115	95,7	87,6

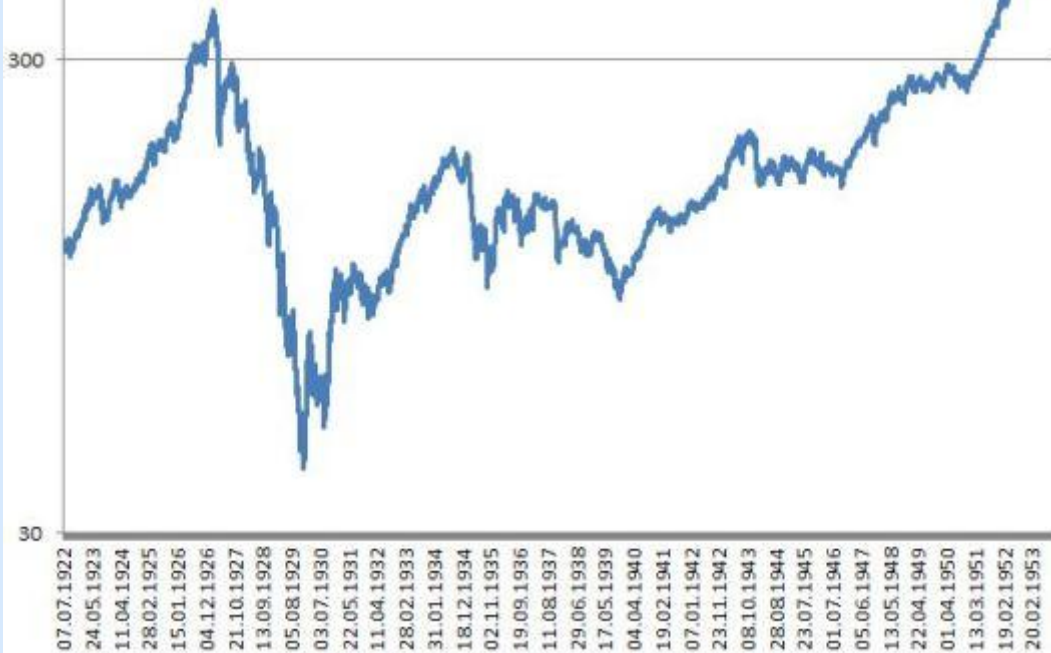
Quellen: Bevölkerungswachstum: [UN Populations Division](#); CIA Lese/Schreibfähigkeit: [CIA](#) Wasserverbrauch: [GAMAG-Wasserliste](#)

Die Arithmetik ist relativ einfach. Mehr als 1/3 bis die Hälfte des in einem Land anfallenden Süß-Wassers kann gar nicht für Menschen genutzt werden, denn es gibt ja auch noch die Natur. Effektiv stehen damit von den theoretisch 1861 cbm/Kopf in Deutschland effektiv nur vielleicht 700-800 cbm zur Verfügung, was dazu führt, dass Deutschland wasserintensive Fleischprodukte, konkret Rindfleisch, netto importiert. Man kann damit sagen, dass ein Lebensmittel-Konsum in der Zusammensetzung wie in Deutschland nur theoretisch möglich ist bei deutlich über 2000 cbm Wasser/Kopf und Jahr eigener Wasservorräte, was per 2050 heisst in Amerika, Europa und China und sonst nirgends mehr! Wie ein Land wie Yemen mit über 100% Bevölkerungswachstum und einer unqualifizierten und mangels Grundkenntnissen auch nicht qualifizierbaren Bevölkerung, für das es heute schon schwierig bis unmöglich ist auch nur eine Lösung zu erdenken im Jahr 2050 irgend eine Verbesserung erfahren soll, ist schwer vorstellbar. Weltwirtschaftlich bedeutsamer sind aber die Probleme, die Indien mit 1,5 Mrd. Menschen und Nigeria mit rund 400 Mio. Menschen per 2050 erfahren werden, wenn die 1000 Kubikmetergrenze pro Kopf zur Verfügung stehenden Wassers pro Jahr erreicht wird.

Da die Niederschlagsmenge sich nicht erhöhen wird, wäre Wasseraufbereitung eine theoretische Lösung. Diese setzt aber Energie - vorzugsweise billige Energie in Massen - voraus. Hier kommt jetzt die Kernenergie ins Spiel, deren Einsatz aber durch die Vorgänge in Japan in der öffentlichen Akzeptanz massiv gelitten hat. Indien hatte zum Beispiel einen massiven Ausbau der Kernenergie geplant. Wie wird Indien die oben geschilderten Herausforderungen meistern ohne diese?

Damit reduziert sich die Wahrscheinlichkeit für positivere Zukunftsszenarien. Ein Anstieg jeder Art von aggressiver Auseinandersetzungen (Attentate/politische Morde, Bürgerkrieg, Krieg) aber auch häufige Regierungswechsel, Phasen von Unregierbarkeit werden wahrscheinlicher. Wir werden noch häufigere Krisen auch mit schweren und schwersten Folge in Zukunft erleben.

## DOW JONES Industrial 1922-1954



Was ziehen wir nun für Konsequenzen aus diesen Tatsachen?

1. Kriege erzeugen nicht unbedingt per Saldo fallende Märkte, aber sie bringen Unsicherheit und damit starke kurzfristige Schwankungen mit sich. Betrachten wir die erste und zweite Hälfte des zweiten Weltkrieges, dann führte die erste zu positiven, die zweite zu stark schwankenden Kursen. Insgesamt führt aber Unsicherheit zu Abwarten und damit zu geringeren Bewegungen. Absicherung tut aber Not, wie etwa der Absturz von 1943 zeigt.
2. Per saldo tut sich wenig. Es lohnt sich nicht in Aktien a la long investiert zu sein.

Man kann sicherlich die Vergleichbarkeit der heutigen Situation mit einem Weltkriegsszenario hinterfragen. Die These ist aber auch nicht, dass die heutige Situation damit vergleichbar ist, sondern das selbst ein viel schlimmeres Szenario nichts als eine Seitwärtsbewegung zur Folge hatte. Deshalb ist es noch unsinniger, nun aufgrund der aktuellen Geschehnissen einen Börsencrash zu erwarten jedenfalls solange dieser noch recht fern ist, sprich nicht das eigene Land Kriegsschauplatz ist. Die damit verbundene Unsicherheit führt sogar zu im Vergleich zu den Vorperioden geringeren Kursauschlägen auch wenn kurzfristige sehr harte Bewegungen auftreten können.

Die handelstechnischen Konsequenzen eines derartigen Umfeldes sind für normale Long-Strategien nicht zu meistern. Es gibt wenig per Saldo zu verdienen. Dementgegen stehen doch recht große Kurzfristisiken.

Für uns als Optionshändler ist dies jedoch quasi ein strategisches Idealszenario. Nach jedem Desaster kann man darauf setzen, dass sich ja jetzt erst einmal wieder nichts tut und langfristig sowieso nichts. Man verkauft also Optionen, taktisch zum richtigen Zeitpunkt.

Zweitens setzen wir nicht auf gigantische Wachstumsgewinne aus Aktien (das gigantische Wachstum wird nicht kommen, sondern eine Phase zähflüssiger Verteilungskämpfe!), sondern auf kontinuierliche Renditen aus all dem, was die ängstlichen Anleger als zu gefährlich und zu unsicher betrachten, was aber gerade in einem solchen Umfeld eben gerade nicht implodiert.

Drittens berücksichtigen wir die absehbaren Knappheitsszenarien, den Kampf um die Rohstoffe, das beherrschende Thema der nächsten 50 Jahre,

was auch noch den Vorteil hat, dass wir uns hauptsächlich mit harten Assets, von Infrastruktur bis Pipeline, von landwirtschaftlichen Produkten bis zu Hochtechnologie beschäftigen, Sachen, die einen wirklichen Wert haben.

Viertens berücksichtigen wir, dass die Unlösbarkeit der Vielzahl geschilderter Probleme gerade auch in demokratischen Gesellschaften, zu unerwarteten massiven Umwälzungen führen wird und zu illegalen Zugriffen auf das Vermögen der Bürger. Weltweites Streuen von Vermögensanlagen ist der einzige realistische Schutz gegen Derartiges. Wer nur 5% seines Vermögens in einem Land hat und dies in 20 Ländern, wird eben von politischen Irrläufer-Entscheidungen oder Notoperationen nur mit einem Bruchteil getroffen. Wer dagegen sein "Vermögen" in einem Land und dann auch noch etwa in Form von Staatsforderungen/Rente etc. "aufbewahrt", sollte wissen, dass er damit auf Gedeih und Verderb der aktuell herrschenden Clique ausgeliefert ist und diese "Vermögenswerte" gegebenenfalls morgen, wenn die nächste korrupte Bande übernimmt, für wertlos erklärt werden können. Betrachten wir nur die Masse aktueller Rechtsverstöße: Die USA greifen militärisch Libyen an. Dies kann ein US-Präsident jedoch nur nach Genehmigung durch den Kongress (aus gutem Grund). Dies kümmert Obama nur nicht. Es werden Gelder aller möglichen Personen aktuell eingefroren. Eine Unschuldsumutung gibt es nicht mehr. Und es trifft auch die Verwandten. Erst einmal wird beschlagnahmt! Wir mögen dies in den einzelnen Fällen ja alle für richtig halten, aber sollten berücksichtigen, dass andere dies dann auch in unserem Fall in Zukunft für richtig halten könnten, und dies dann sich gegen uns richten kann! Erwarten Sie nicht, dass Ihre Bank einer Verwaltungsanweisung zuwider handelt!

Fünftens heisst es flexibel zu bleiben, das Geld dort mitzunehmen, wo es gerade geht, und dabei immer zu schauen, ob es die entsprechenden Transaktionen auch morgen noch sicher funktionieren werden.

## Allokation Black + White

So traurig die aktuellen Vorgänge menschlich sein mögen, das Investitionsumfeld hat sich dadurch deutlich verbessert. Anfang Februar hatten wir noch heiss gelaufene Märkte mit ziemlich dummen Überbewertungen hervorgerufen durch den Herdentrieb, der immer ganz oben die Leute dazu verleitet noch einmal ganz teuer etwas zu kaufen. Durch die Vorgänge in Japan und Arabien kam es zu einem Ausverkauf mit deutlichen Korrekturbewegungen. In diese hinein konnten wir zukaufen, konnten wir Positionen, wo wir short geworden waren wieder eindecken und erhöhte sich das Optionspreisniveau massiv. Wir erlebten einen allgemeinen Zinsanstieg im Bereich unternehmerischer Finanzierungen. Der Risk-Off-Trade, der Abverkauf von Risiken war die wieder einmal typische Reaktion der Marktteilnehmer. Wir hielten dagegen.



Wir beendeten unser Engagement bei Immofinanz. Hier hatten wir im März bis Juni 2009 zu Kurse von 23% bis hoch zu 42% die damals als problematisch betrachtete Wandelanleihe erworben. Damalige Rendite: mehr als 30% p.a. Nach Umstrukturierungen, Eigenkapital-aufnahmen und nun jüngst einer Umschuldung hat Immofinanz die Anleihe im Februar/März 2011 zu 106% freiwillig zurückgekauft. Kurs-Gewinn für uns: +360% für 2 Jahre für die erste Tranche und immer noch + 152% für die letzte. Die erzielte Rendite für 2 Jahre lag wegen vereinnahmter Zinskupons noch höher. Die laufende Rendite bis 2012 von nur noch knapp über 5% machte ein Ausharren nicht weiter sinnvoll.



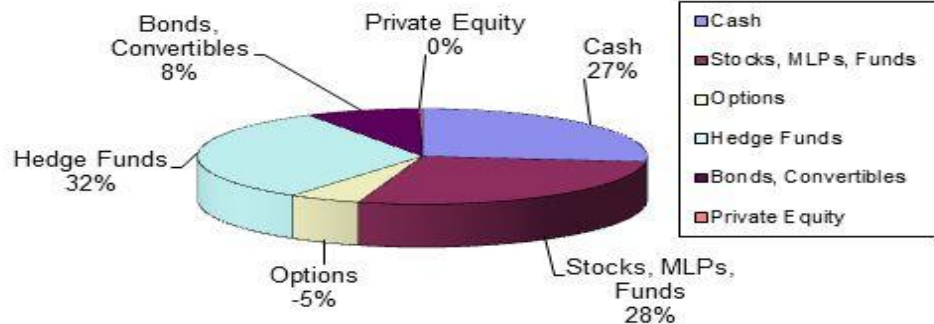
Während die Immofinanz uns Liquidität brachte, erlebte der Markt für Unternehmensanleihen generell einen schönen Ausverkauf und wir konnten diese sofort auch wieder einsetzen. Der Sektor als ganzes liefert noch um die 7,5% Rendite. Wir nutzten den Fall unter 90 im HYG um hier Puts Basis 90 per Juni mit USD 2,- zu verkaufen und dies auch noch mit Leverage. Ergebnis: Entweder erhalten wird damit Anleihen zum Kurs von 88% und damit mehr als 8% im Juni oder rund 5% Rendite aus Optionsverfall = 20% p.a. bis dahin. Aktuell sieht es nach letzterem aus. Panikkäufe zahlen sich meist aus so auch hier.





Ähnlich erfreuliches passierte uns bei einigen unserer Pipeline- und Energy-Hedge-Beteiligungen. Vor Japan waren diese auf zu teure Extremkurse angestiegen. EV Energy führte am 10. März eine Kapitalerhöhung durch, die in den Verkaufstrudel nach dem Tsunami geriet und uns noch einmal Zukäufe in diesem Titel um die USD 40,- herum ermöglichte sowie Verkauf vieler Puts Basis 40,-. Was danach passierte, zeigt der nebenstehende Chart. EV Energy ist einer der Titel, die Öl- und Gasquellen aufkaufen und die zu fördernden Energien per Termin verkaufen und sich so absichern und eine konstante Rendite erzielen.

Die Explosionen in den Kernkraftwerken in Japan werden auf Sicht dazu führen, dass Japan deutlich mehr Rohöl und Gas importieren muß. Aber auch andere Nationen werden mehr auf Gas umschwenken. Auf Sicht 1-2 Jahre ergibt sich hier eine gigantische Chance im Gas. Entsprechend liegen die Gaspreise für Lieferung in den nächsten Jahren auch deutlich über aktuellem Niveau. Gas einlagern und dann zukünftig teuer verkaufen, sich an Gasspeicherunternehmen beteiligen und an Gaspipeline-Betreibern, all dies sind Möglichkeiten um neben der offensichtlichen, Gasquellen kaufen und per Termin das Gas verkaufen an dieser absehbaren Entwicklung zu partizipieren. In allen diesen Segmenten sind wir aktiv.



Unsere Investitionsquote hat sich denn auch aktuell wieder erhöht. Wir haben mehr in den Hedge Fonds. Der Bereich der Convertibles ist gefallen. Stocks und MLPs sind erhöht. Den Effekt der Rückschläge auf die Optionspreise haben wir durch entsprechende Longpositionen neutralisiert, diese Absicherung jetzt teilweise zurückgeführt und verdienen jetzt wieder mehr an einer Marktberuhigung. Insofern haben unsere verschiedenen Hedgeansätze gut funktioniert.

Weiterhin basiert die Rendite in Black + White massiv auf einkommensorientierten und marktunabhängigen Spezial-Positionen wo das einzige Ergebnis der jüngsten Rückschläge war, dass sich die Rendite erhöht hat und neue Positionen zu günstigen Konditionen aufgenommen werden konnten. Im letzten Report schrieben wir, dass wir zu konservativ positioniert waren um die letzten Promille der Aufwärtsbewegung mitzunehmen. Wir haben aber auch die komplette Abwärtsbewegung nicht mitgenommen, was viel wichtiger war. Insofern stimmt unser Allokationsansatz. Wir sehen hier weiter neue Allzeithöchststände.

## Allokation Vola+Value



Zu Vola + Value brauche ich eigentlich zusätzlich zu nebenstehendem Chart nur noch ein Information zu geben. Wir hatten den Vola-Anstieg erwartet. Wir hatten uns abgesichert. Bis Ende Februar war dies profitabel. Mit den Ereignissen in Japan kam es dann zu einer einkalkulierten Vola+Explosion, einem massiven Anstieg der Optionsprämien. Dieser Wochenanfang kostete uns rund 1,5-2%. Wir verkauften dann unsere absichernden Positionen mit Gewinn, positionierten uns a la Marktberuhigung und verkauften auch noch zusätzlich Optionen mit hohen Prämien. Was dann passierte, zeigt der neben-stehende Chart: Marktberuhigung.



Wir verdienen sehr gut auf der Optionsseite und hätten schon ein massives Monatsplus, wenn uns nicht einige Einzeltitel mit den Kursbewegungen Verluste beschert hätten. Ein Beispiel dazu etwa Frontline, der weltgrößte Erdöltanker-Verleiher und -Betreiber. Die gut laufende Weltkonjunktur und der zu erwartende Transport-Bedarf für Japan sollten hier eigentlich positiv wirken genauso wie das Verbot Tanker mit nur einer Hülle noch zu betreiben, was zum Abwracken vieler alter Tankschiffe führte. Bis jetzt sehen wir aber das Gegenteil, fallende Frachtraten und Schiffspreise.

Aber hier liegt natürlich auch großes Potential. Über unsere Optionsstrategien konnten wir viel von der negativen Kursentwicklung auffangen. Die Optionsprämien sind bei den Schiffen sehr hoch! Sie sind es weiter, was heisst, dass wenn wir jetzt mal einen Monat mit positiver Kursentwicklung und dann ja immer noch positiven Optionsgewinnen bekommen es doppelt profitabel wird. Wir sind Contrarian-Investoren. Wir kaufen unten und bei den Schiffen ist jetzt eher unten. Im Gas ist noch unten. Überall dort haben wir noch nicht die erwarteten Gewinne erzielt und damit noch viel Potential.

Es ist auch ganz schön nicht alle Gewinne sofort zu erzielen. So bleibt noch viel für die Folgezeit erhalten. Wir sehen denn auch für Vola+Value auf Sicht weitere Allzeithöchststände. Vola+Value ist eine Optionsverkaufsstrategie, ideal für das aktuelle Marktumfeld.

23. März 2011 Straush