

Manager Report Juni 2007: Aktienhausse und Rentenbaisse

Die schon im Vormonatsreport zitierte Zinssteigerungs-Problematik trat im Juni 2007 mit voller Kraft auf den Plan. War bis März noch die Meinung zu hören, die Kurzfristzinsen würden ja wegen der bevorstehenden Konjunkturabschwächung schnell wieder sinken, und Käufe langer Anleihen seien daher durchaus angebracht, wurde diese Meinung nur endgültig ad acta gelegt. Der Durchbruch des REX durch die 116er und 115er-Niveaus machte klar, dass eine erneute Phase steigender Zinsen eingeläutet war, und führte zu einem massiven Ausverkauf von Anleihen.

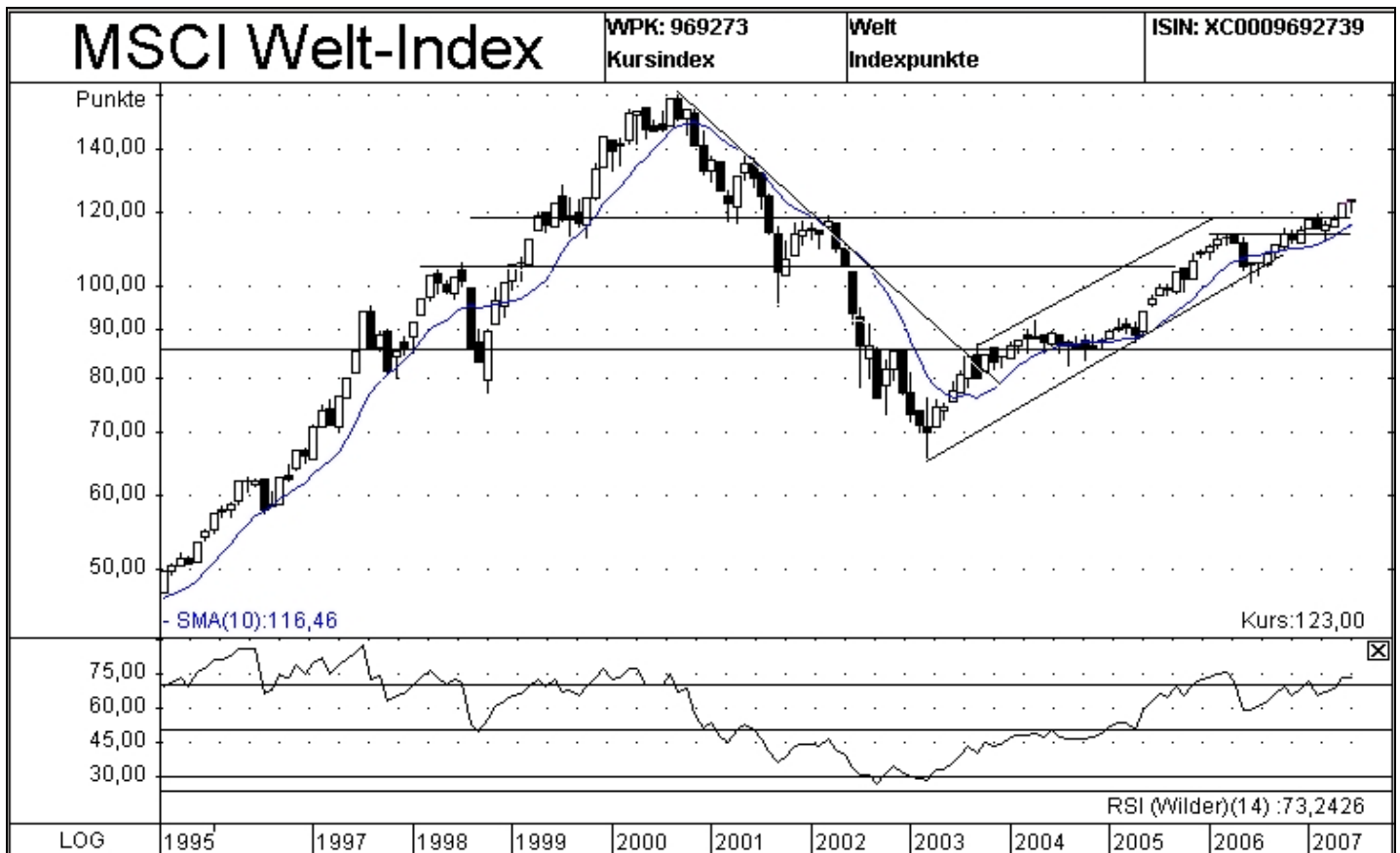


Die Kursverluste der letzten zwei Jahre haben in der Summe bei einem Portfolio mit durchschnittlicher Duration, wie dem REXP, bereits das Niveau der Zinserträge erreicht. Anders ausgedrückt: Die Kursverluste waren bei einem Portfolio mit Anleihen mittlerer Laufzeiten bereits so hoch, dass von den Zinsen nach Kursverlusten nichts mehr übrig blieb. Noch einfacher: Rentenanleger haben vor Steuern und Kosten nichts verdient und unter Berücksichtigung dieser waren Zinsanlagen kein sicherer Hort, sondern ein Verlust.

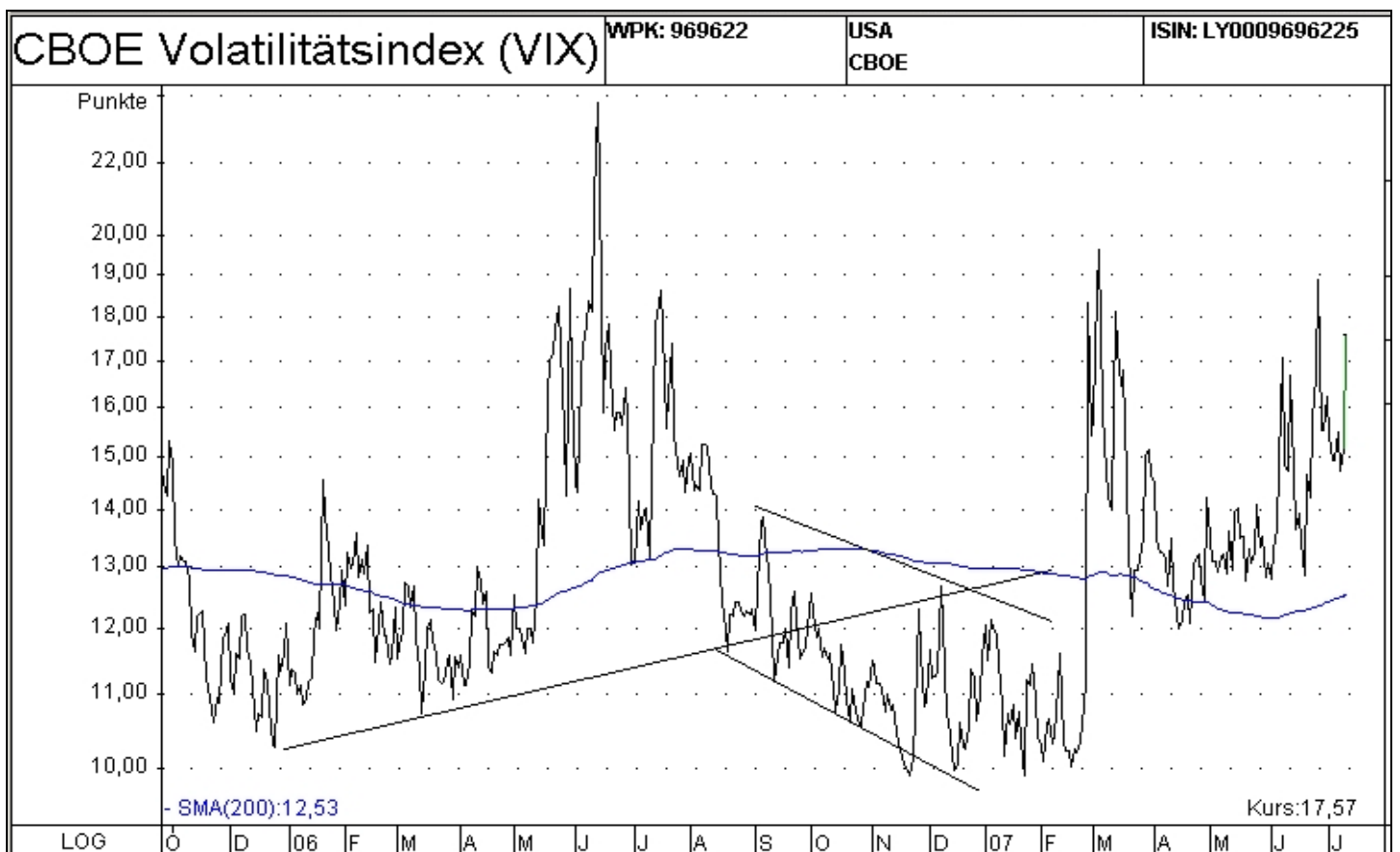
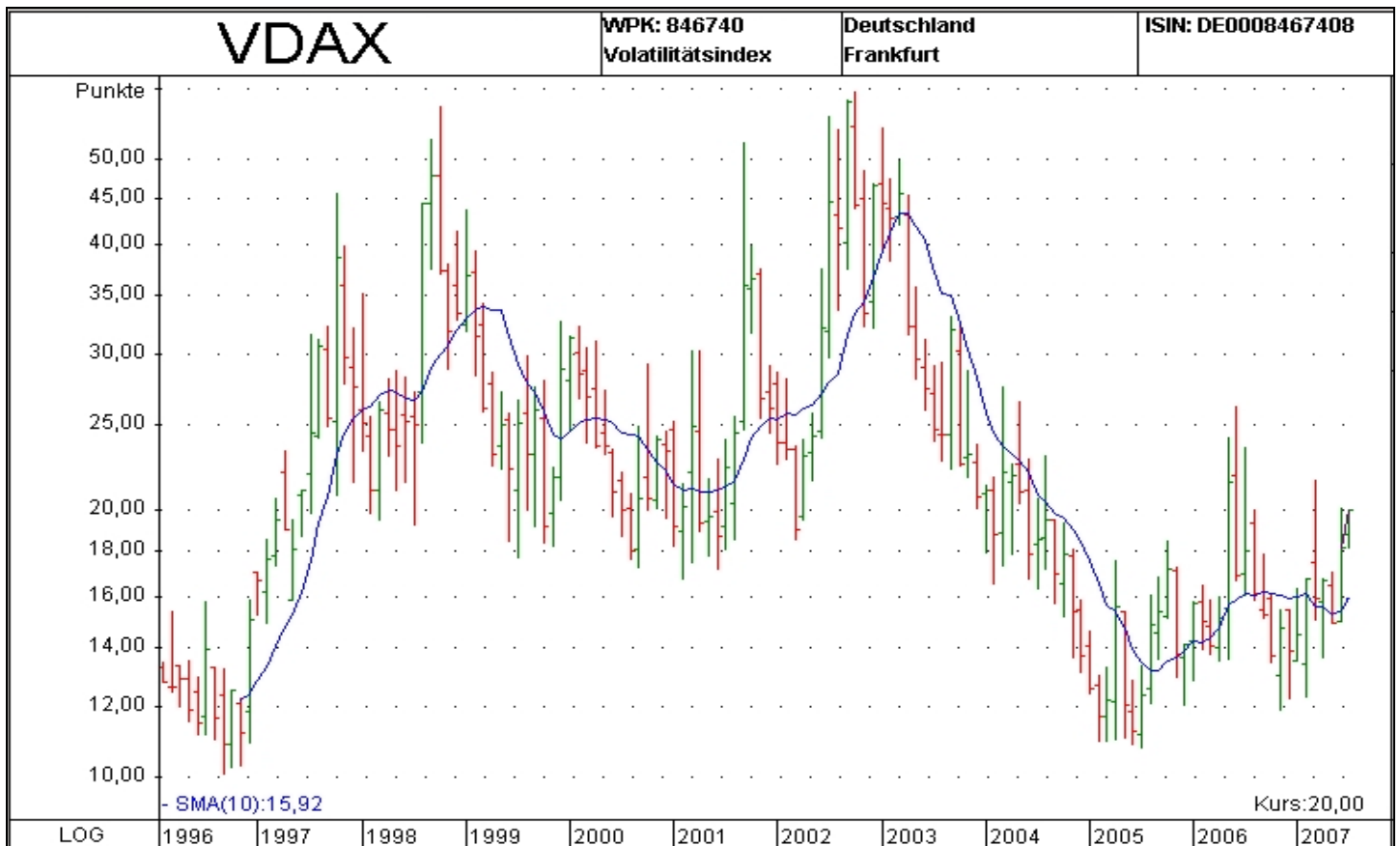


Ganz besonders hart erwischte es im Berichtsmonat das Sub-Prime-Segment, Anleihen basierend auf Kredite an Schuldner mit schlechter Bonität. In der Niedrigzins-Zeit 2002/2003 waren derartige Anleihen populär geworden, als einzige Möglichkeit angesichts von 1% US-Zentralbank-Zins überhaupt noch so etwas ähnliches wie Zinsen zu vereinnahmen. Die Rechnung wurde jetzt präsentiert: Der ABX-Index für 30 Jahres-Hypotheken-Forderungen an BBB- geratete Schuldner, die im Januar Kredite erhalten, hatten liegt nur noch knapp über 50%. Wer um den Jahreswechsel derartige Sub-Prime-Anleihen gekauft hat, hat bis jetzt die Hälfte seines Geldes verloren. Nach Schätzung der CSFB sollen so knapp über 50 Mrd. verloren worden sein. Die Schätzungen der Deutschen Bank lauten auf über 90 Mrd. Die exzessive Verschuldung der amerikanischen Haushalte, die wir immer schon kritisiert haben, erreicht jetzt langsam den Punkt, wo man die Kreditausfälle eben nicht mehr unter den Tisch kehren kann. Eines der Probleme von Börsen ist, wie schon Lord Maynard Keynes in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts richtig feststellte, dass sie länger irrational bleiben können, als der Investor solvent. 1998 waren die Technologie-Werte überbewertet. Aber es dauerte bis 2000, bis der Knall begann. Die Liquiditätsschwemme der letzten Jahre ist ebenso ungesund, und die daraus folgenden Exzesse wie Kreditvergabe an jedermann gegen ungeprüfte Selbstauskunft zur Bonität oder zum Kauf von völlig überbewerteten Immobilien muss jetzt ebenfalls korrigiert werden. Im Jahr 2000 hat wohl jedermann das Ausmaß des folgenden Desasters unterschätzt. Man wird sehen müssen, was sich aus der aktuellen Situation noch entwickelt...

Noch wollen die Aktienmärkte weder auf das massiv gestiegene Zinsniveau noch das zwingend zukünftig wieder konservativere Ausleihverhalten reagieren.



Der MSCI Welt liegt weiter auf dem Kursniveau von Mitte 1999. Der S+P 500 zeigt erste Ansätze einer Top-Bildung.



Die internationalen Volatilitätsindizes sind deutlich gestiegen. Absicherungen sind schon deutlich teurer geworden. Wenn diesen nun nach oben ausbrechen, dürfte dies der Anfang einer größeren Korrekturbewegung sein. Normalerweise ist die Prognosefähigkeit der Optionshändler recht gut. Wir

stehen vor Zeiten mit erhöhten Schwankungen. Was als nächstes passiert, ist nicht entschieden. Auf dem erhöhten Aktienkursniveau sollte man aber gehedgt sein.

Allokation Black+White-Portfolio

Erstens haben wir natürlich keinerlei Fonds, die irgend etwas mit Sub-Prime zu tun haben. Wir schauen uns allerdings diesen Markt aus Sicht von Vola+Value an. Es gibt eine ganze Reihe von Finanzgesellschaften, die unberechtigt mit in den Sub-Prime-Strudel hinab gerissen werden, und einige der wenigen Sektoren darstellen, wo heute noch Value ist oder sein wird (Vola sowieso schon) und wir daher die Möglichkeit haben wertvolle Substanz nach einem Crash deutlich unter langfristigem Wert zu kaufen.

Ansonsten beobachten wir, welche Auswirkungen die Sub-Prime-Krise auf andere Financiers hat, insbesondere das Private Equity Segment. Private Equity hat inzwischen vieles gemein mit den Technologie-Holdings des Jahres 2000. PE Fonds haben viel zu viel Geld (rund 1 Billion USD), müssen dieses investieren und es ermangelt an geeigneten Investitionsobjekten. Man kann nur hoffen, dass die wirtschaftliche Disziplin hier höher ist, als bei den unsinnigen/überbewerteten Technologie-Investments des Neuen Marktes.

Das Black+White-Portfolio ist konservativer strukturiert als noch zu Jahresanfang. Das Management von GAMAG Black+White Ltd. hat massive Absicherungspositionen in europäischen wie amerikanischen Indexoptionen aufgenommen. Dieses Overlay-Portfolio sollte uns bei jeder größeren Bewegung deutlich positive Renditen bringen. Daneben erwarten wir aus unseren verschiedenen Strategien weiterhin konstante marktunabhängige Renditen. Wir sind eben gehedgt. Konstante gute Erträge sollten die Folge sein.

Mit dem Juni-Ergebnis konnten wir den 13. Plusmonat in Folge abschliessen. Die Investorenrendite nach allen Kosten liegt jetzt wieder bei mehr als 15% im 12-Monats-Vergleich. Dies wollen wir weiter halten und wenn möglich noch verbessern - auch in unruhigen Zeiten.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Die Zeit bis zum Juni-Verfall war exzellent. Unser Portfolio verdiente quasi jeden Tag konstant Geld immerhin mit einer Jahresrate von über 20% p.a. Die nachfolgende Zeit mit steigender Volatilität wurde vom Programm ebenfalls gut gemeistert. Ein schönes Monats-Plus von + 1,63% war das Ergebnis. Vola+Value als Seitwärtsprogramm sollte von einem Ende der starken Trends der letzten 12 Monate profitieren können.

Wir haben eine Reihe von interessanten Einzelaktienpositionen aufnehmen können, die unseren Kriterien genügten, hoher Volatilität und deutlich überverkauftes Kursniveau. Am besten ist es für den Handelsansatz, wenn sich nichts tut, aber die Kurse hektisch schwanken. Für dieses Szenario sehen wir aktuell gute Chancen. Aus unserer Sicht ist dies sogar das wahrscheinlichste Zukunftsszenario.

Wir sehen daher gute Chancen für weiter gute Ergebnisse gerade bei diesem Handelsansatz.

11.06.2007 Straush