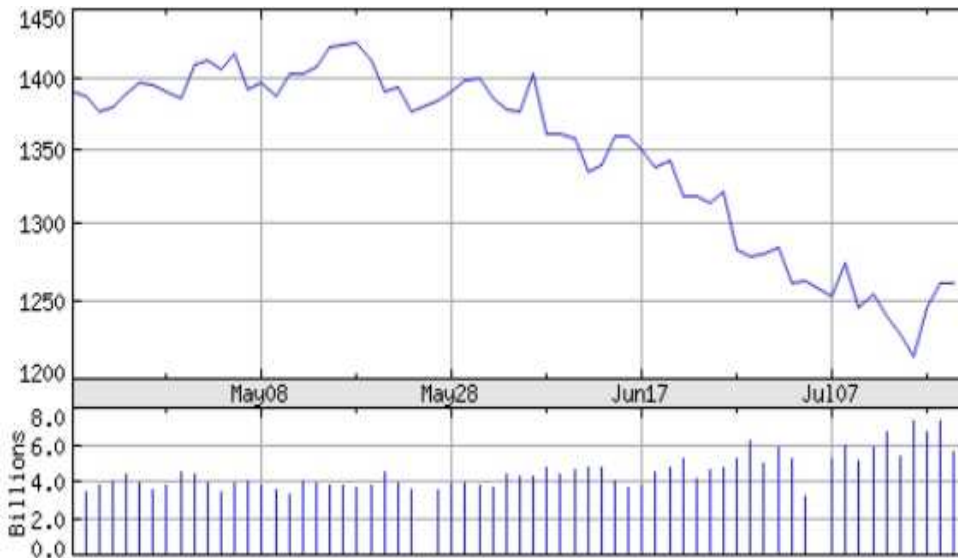


Manager-Report Juni 2008: Crisis Investing in den UbSA

"Die Krise eskaliert", schrieben wir im letzten Report. "Die Krise kulminiert", erreicht einen ersten wirklichen Höhepunkt (in ihrer Form als Weltfinanzkrise), könnte die Überschrift dieses Monatsberichts sein. Der Zeitraum Juni/Juli hat Geschichte geschrieben. Es wurden neue Guinness-Buch-verdächtige Rekorde erzielt:



38 Tage fallende Kurse in Folge ohne eine Korrektur von wenigstens einmal 2% vom jeweils letzten Tiefstkurs gerechnet im amerikanischen SP 500-Index. Der Index fiel wie ein Stein von 1400 auf 1200 Punkte. Immerhin 15%.



100 Mrd. Kursverlust bei einer einzigen Bank innerhalb 6 Wochen. Die zweitgrößte amerikanische Bank, Bank of America wies zum Monatsende Mai 2008 mit Kursen von USD 35 eine Marktbewertung von USD 200 Mrd. auf. 6 Wochen später hatte sich der Kurs halbiert und 100 Mrd. waren verloren. Inzwischen wurde dieser Abschlag aber schon zu wesentlichen Teilen aufgeholt.



Reuters

Investors burn tires during a protest at the Islamabad Stock Exchange.

Und auch dies brachten diese Tage mit sich: Den ersten Versuch mittels Protesten und Verbrennen von Autoreifen vor dem Eingangsportal der Börse in Islamabad eine Schliessung des pakistanischen Marktes zu erreichen um so den fallenden Kursen Einhalt zu gebieten. Sozialismus meets Kapitalismus.

Den Tiefpunkt der Entwicklung markierten massive Kursverluste bei den beiden großen halbstaatlichen Immobilienfinanzierern FannieMae und FreddieMac. 5600 Milliarden an Standard-Hypotheken haben diese in den Büchern stehen und zusammen mit anderen halbstaatlichen Kreditgebern liegt das Volumen über 10000 Milliarden. Das Problem: Das Eigenkapital dieser Unternehmen ist nicht annähernd hoch genug um massive Verluste bei den Hypotheken abzudecken. Als Reaktion kam es zu Panik-Verkäufen der Aktien dieser Unternehmen, was schließlich den amerikanischen Finanzminister dazu brachte eine weiche Staatsgarantie auszusprechen: Die US-Bundesregierung würde im Zweifelsfall Aktien dieser Unternehmen kaufen, falls sich für eine Kapitalerhöhung keine privaten Käufer finden liessen und die US-Zentralbank würde Fannie und Freddie unbegrenzt Geld zur Refinanzierung zur Verfügung stellen, falls deren Kreditemissionen keine Käufer mehr fänden.

Damit sind wir jetzt in einer noch außergewöhnlicheren Situation. Die von der FED ausgegebenen Dollar waren bis jetzt durch erstklassige Vermögensgegenstände - zumindest auf dem Papier - gedeckt, z.B. Handelswechsel für gerade in Abwicklung befindliche Industriegeschäfte, Aktivitäten also, bei denen aufgrund der Bonität der Lieferanten und der bekannten Qualität von deren Arbeit eine Bezahlung der Schulden sicher war. Kauft die FED nun aber Hypotheken an, dann kauft sie Titel, von denen man genau weiss, dass sie gerade nicht gedeckt sind, weil dies ja der Grund dafür ist, dass die Zentralbank überhaupt aktiv werden muß. Es werden also Dollar gegen nichts ausgegeben, womit wir dann genau bei dem Problem wären, dass schon vor 300 Jahren das Schneeball-System des John Law zum Einsturz brachte. Wenn die Leute einmal beginnen zu hinterfragen, was denn genau diesen ganzen bunten Papierschnipseln als Wert entgegensteht, dann kann dies eine Flucht in die Sachwerte auslösen und eine Verweigerung noch Papiergeld anzunehmen.

Hank Paulson brachte es in den letzten Tagen auf den Punkt als er erklärte, die USA kämpften um ihre Bonität und Präsident Bush machte sein Wunschdenken öffentlich, die US-Bürger mögen doch akzeptieren, dass noch nie in den letzten 75 Jahren ein US-Bürger Geld bei einer Bank verloren hätte, weil alle Guthaben bis USD 100000 versichert seien. Was er dabei verschwieg, ist, dass allein für den Fall IndyMac von den 55 Milliarden Versicherungsrückstellungen über 5 Milliarden benötigt werden, so dass die Frage durchaus berechtigt ist, ob der Rest für die mindestens 50 weiteren Bank-Pleiten in den USA ausreichen wird.

Die Frage nach der Bonität der USA ist also eine durchaus berechtigte und hängt nicht davon ab, ob ein paar Kurzfrist-Zocker nun die Aktienkurse noch einmal 5% steigen lassen. Wir möchten infolge ein Update der aktuellen Situation geben:

Die USA hatten nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung 2007 ein Gesamtvermögen von 60000 Milliarden (davon rund 22000 Milliarden Aktien 27000 Milliarden Immobilien). 20% dieses Vermögens existieren nun aber aufgrund Immobilienpreiserückgang und Aktienkursverfall nicht mehr, womit das aktuelle Bruttovermögen bei rund 50000 Milliarden liegen dürfte.

Dieses gehört den Amerikanern aber schon gar nicht mehr, denn diesem Vermögen stehen mächtige Auslandskredite gegenüber. Und hier liegt die Brisanz der Situation. Die Brutto-Auslandsschuld, d.h. der Betrag, den US-Bürger, Unternehmen und Bundesregierung dem Ausland schulden liegt nach offizieller Berechnung des US-Finanzministeriums bei rund 14 000 Milliarden. Kommt es hier zu Veräußerungen, denen kein Auslands-Anlageinteresse entgegensteht, dann können schon geringe Teilbeträge dieser 14 000 Milliarden zu weiteren massiven Vermögenswertminderungen führen und damit einen Teufelskreis auslösen: Sinkende Vermögenswerte - mehr Zwangsverkäufe - sinkende Vermögenswerte. Aus den United States of America werden dann vielleicht die United bankrupt States of America (UbSA).

Dieses Thema verdient keine reisserische Behandlung. Es ist aber nicht nur eine völlig offene, sondern für jeden Finanzanalysten zwingend zu behandelnde Frage, was in Zeiten des Internet und ein nicht gerade hohes wirtschaftliches Verständniss vieler Beteiligter unterstellend das Ergebnis ist, wenn diese Tatsache immer mehr ins öffentliche Bewußtsein tritt, und Anleger ihr Handeln an solchen Fakten mehr orientieren. Wann versuchen die ersten stärker in Sachwerte zu wechseln und was werden die Folgen sein? Ein Run auf die Banken? Welche Konsequenzen werden Anleger aus den massiven

Bewegungen der Finanzwerte der letzten Wochen, den massiven Verlusten, die hier innerhalb Jahresfrist aufgelaufen sind, und dem Vertrauensverlust in das Bankensystem generell ziehen? Was werden Anleger tun, wenn Sie realisieren, dass gemäß der EU-Bankenrichtlinie auch in Europa in vielen Ländern nur eine Einlagen"sicherung" von € 20000,- pro Konto existiert? Werden sie weiter ihre Festgelder als "sicher" betrachten?

Momentan haben noch eine Vielzahl von Anlegern nicht ansatzweise begriffen, was aus diesem Szenario sich noch alles entwickeln kann. In den letzten Tagen sehen wir eine Erholung an den Aktienbörsen, speziell bei den Finanzwerten. Eine überfällige Aufwärtsreaktion. Aber eben nur eine Reaktion. Keine strategische Problemlösung, weder des Überkonsums im Westen, den ich im letzten Report thematisiert hatte, noch der massiven Verschiebungen durch das Eintreten von Milliarden neuer Konsumenten in die Weltwirtschaft speziell durch Indien und China. Was wir aktuell erleben, sind erst die ersten Friktionen in diesem Anpassungsprozess.

Die Probleme bleiben: Es gibt 7 Milliarden Menschen auf diesem Planeten. Mehr als 6 Milliarden wissen jetzt kraft Internet ziemlich genau, wie wir leben, und wollen dort hin. Der Westen hat auf den Anstieg des Ölpreises reagiert und innerhalb der letzten 2 Jahren 750 000 Barrel Öl/Tag weniger konsumiert als 2006. Allein der Zuwachs im Verbrauch aus China und Indien betrug 1,4 Millionen Barrel zusätzlich und hat die Sparmaßnahmen im Westen überkompensiert. Und neue billige Ölvorkommen sind seit Jahrzehnten nicht entdeckt worden.

Aktuell sehen wir eine Erholungs-Rallye, da die Bankbilanzen noch nicht so stark bisher in Mitleidenschaft gezogen worden sind, wie befürchtet. Aber die Abwicklung dieses gigantischen Schuldengebirges, beziehungsweise die Rückführung desselben auf ein vernünftigeres Maß sind erst in den Anfängen. Es wird noch weitere Abschläge bei den Immobilienpreisen geben und damit weiteren Abschreibungsbedarf bei den Banken. Und die im letzten Report angesprochene Problematik der internationalen Ungleichgewichte ist nicht ansatzweise gelöst. Der letzte Versuch mit einem kleineren Krieg eine Verbesserung der Ressourcen-Situation zu erreichen (USA/Irak) ist kläglich gescheitert. Die letzte Supermacht ist dabei sich durch die Finanzkrise selbst handlungsunfähig zu machen.



In den Emerging Markets liegen massive inflationäre Tendenzen vor.

menschlich sehr tragischen Gegebenheit
gestorben sind.

Wenn aber aktuell bei Fannie und Freddy 5000 Milliarden im Feuer stehen und Millionen amerikanischer Hausbesitzer ihr Eigentum verlieren und sich der Wertverlust bei amerikanischen Immobilien auf mehrere tausend Milliarden summiert, dann ist klar, dass dies massive ökonomische Auswirkungen haben muß. Das eigentlich verwunderliche ist, wie wenig Nicht-Finanz-Aktien bisher auf die massiv gestiegenen Zinsen und die absehbare Konsumschwäche reagiert haben. Die Dimension dieses Problems ist um den Faktor tausend ökonomisch bedeutender als die Vorgänge um das World Trade Center.

Insofern sollte jede Erholung in den Aktienmärkten zum Ausstieg benutzt werden. Aufgrund der gestiegenen Unternehmenszinsen, gibt es keinen vernünftigen Grund Aktien zu halten. Mehr als die 15%, die aktuell schon bei kleineren Gesellschaften mit unsicherer Gewinnentwicklung an Zinsen geboten werden (und dies sind auf 3 Jahre immerhin 50%), werden durch Aktien dieser Gesellschaften wahrscheinlich nicht erreicht werden. Im Negativ-Szenario erhalten allerdings die Anleihe-Besitzer erst einmal Zinsen und dann ggf. einen Teil des Geldes in einer etwaigen Insolvenz zurück, während die Aktienbesitzer einen Totalverlust realisieren. Das Chance-Risiko-Verhältnis spricht hier einfach dafür in der Finanzstruktur ein wenig nach oben zu gehen, das heisst in die Finanzmittel zu investieren, die nicht zuerst abgeschrieben werden müssen.

Allokation Black+White

Wir haben insofern im Berichtsmonat unseren Investitionsansatz nicht geändert. Wir investieren in Unternehmen, aber nicht über Aktien, sondern gegen Sicherheiten. Mit Realsicherheiten sind wir nicht nur gegen die ungewisse Zukunft geschützt. Wir sind auch gegen Inflation abgesichert. Das allerbeste allerdings: Aufgrund der Kreditklemme der Banken werden momentan Beteiligungen an produzierenden Öl- und Gas-Quellen, deren Verkaufspreise auf Jahre hinaus durch Terminverkäufe abgesichert sind, mit Renditen im zweistelligen Bereich angeboten. Genauso wie etwa Pipelines oder Tanklager. Diese Investments haben alle die Eigenschaften, die wir momentan bei einem Investment sehen wollen:

- 1) Sie sind staatlichen Manipulationen weitgehend entzogen.
- 2) Da die Absicherung der Ölquellen nur auf 5 Jahre erfolgt - innerhalb dieser Zeit wird der komplette Einsatz erwirtschaftet - dann aber noch rund 15 Jahre weitere Förderung erfolgt, liegt ein inflationsgesichertes Investment vor. Steigen die Rohstoffpreise weiter, dann erhalten wir nicht nur zweistellige Renditen, sondern auch noch mit einer 2 an der ersten Stelle. Und bei einer etwaigen Hyperinflation/Stagflation bleibt uns der Sachwert erhalten.
- 3) Wir erhalten einen laufenden hohen Kapitalrückfluß. Wir sind damit hochliquide und hochrentierlich. Eine Situation, die es eigentlich nicht geben dürfte, die die Finanzkrise jetzt aktuell aber kurzfristig ermöglicht.

Eine solche Situation wird es nicht lange geben. Wir sind hier seit Monatsmitte Juni deutlicher eingestiegen. Momentan werden diese Investments mit Unternehmensanleihen in einen Topf geworfen und kamen deshalb auch unter die Räder, was der einzige Grund für unser leicht negatives Monatsergebnis ist. Diese erstklassigen Investments wurden nämlich vielfach von Großbanken als Filetstücke gehalten und bevor man sich dem Risiko aussetzt, dass einen die Finanzaufsicht abwickelt, wurden nach dem Motto "Liquidität um jeden Preis schaffen" diese erstklassigen Investments ebenfalls auf den Markt geworfen. Da es sich um kleine Markt-Nischen handelt mit deutlichen Negativ-Effekten

auf die Preise. Für uns die Chance hier jetzt ganz unten erstklassige Vermögenswerte für die nächsten 10-20 Jahre zu erwerben.

Sehr erfreulich waren unsere anderen Finanzierungs-Segmente. Sowohl unser MicroCap-Fonds, der sich auf Unternehmensfinanzierungen bei Wachstumsunternehmen konzentriert lieferte mit +2% ein positives Monatsergebnis, als auch konnte unser Nischen-Fonds im Segment Elektrizitätstrading in den nordischen Strommärkten mit über +5% überzeugen. Leicht negativ war der Bereich Emerging Markets Distressed.

Letztlich hätten wir ein positives Monatsergebnis gehabt, wenn es nicht die massiven Abschläge in unseren neuen Renditeinvestments gegeben hätte. Wie gesagt aufgrund der Zwangsliquidationen der Banken.

Für die weiteren Monate sind wir hier weiterhin sehr positiv gestimmt. Wir werden in diesen Renditebeteiligungen nachkaufen und warten momentan nur ab, wie weit die Zwangsliquidationen die Werte noch drücken. Wir sehen hier Stabilisierungstendenzen. Daneben haben wir es hier nicht etwa mit einer Wachstumsaktie zu tun, deren Kurs beliebig fallen kann. Aufgrund der Tatsache, dass etwa unsere Öl- und Gasproduzenten Energie per Termin verkauft haben, erhalten wir nicht nur zweistellige Dividenden, sondern diese muß auch noch zwingend zukünftig steigen. Irgendwann werden dies die anderen Marktteilnehmer begreifen und wir werden auch noch massive Wertsteigerungen sehen. Und bis dahin erhalten wir eben 1%/Monat an Rendite, was in der aktuellen Situation auch nicht gerade unattraktiv ist.

Im letzten Report verglichen wir die Situation mit einer Flipper-Kugel beim Abstoß. Irgendwann wird der Spieler schon loslassen. Wir denken, dass wir diesem Zeitpunkt deutlich näher gekommen sind.

Allokation Vola+Value

Bei Vola+Value liegt ebenfalls aufgrund der Situation bei den Banken eine massive Fehlallokation vor. Unser Grundansatz war: Wenn die Kunden-Zinsen so explodieren, wie dies der obige Chart zeigt, dann verbessert sich die Situation für Banken massiv, denn diese verdienen bekanntlich am Zinsspread. Mit einem höheren Zinsspread können auch Verluste aus massiven Abschreibungen abgefangen werden. Gleichzeitig sind diese höheren Kreditzinsen höhere Kosten für die restlichen Unternehmen. Konsequenz: Sanierung der Banken durch höhere Zinsen/Zinsspreads für alle anderen. Konsequenz: Banken sollten nicht mehr so massiv fallen. Verkauf von Put-Optionen auf Finanzwerte mit extremen Volatilitäten und Absicherung über Index-Short-Positionen sollte eine gewinnbringende Strategie sein. Wir waren zu früh. erst jetzt realisieren die Marktteilnehmer, dass es auch noch Bankenprovisionen gibt und dass es positive Zinserträge gibt, dass es zwar Abschreibungen gibt, diese aber nicht das Ende des Weltfinanzsystems bringen werden und zwar ganz einfach deshalb, weil die FED im Zweifel eher eine Hyperinflation als eine Depression akzeptiert. Die Erholung in den letzten Tagen bestätigt nun aber unseren Grundansatz. Wir haben viel Abgabeneigung bei den Banken gesehen und zwar bereits auf Basis völlig abwegiger Negativvorstellungen hinsichtlich dessen, wie eine Bank funktioniert. Wie negativ die Auswirkungen begrenzter Kreditvergaben auf die restliche Wirtschaft dagegen sein werden, wird noch nicht begriffen. Unser strategischer Grundsatz wird also noch Gewinn bringen. Angesichts der aberwitzigen Bewegungen bei Finanztiteln ist es aber nicht möglich Risiken durch Stops etc. zu begrenzen. Man kann nur sich in kleinem Umfang an den Bewegungen beteiligen und dann hoffen, dass die erwartete Richtung sich durchsetzt, was dann trotz kleinen Volumens massive Gewinne bringen würde oder man muß sich aktuell komplett vom Aktienmarkt fernhalten. Insofern werden wir wohl mit größeren Schwankungen leben müssen.

Wer meint strategische Short-Positionen seien der richtige Weg, muß eine extrem hohe Risikotoleranz haben, die wir nicht haben. Während Short-Trendfolger im Juni mit hohen Gewinnen aufgrund der massiv fallenden Märkte glänzen konnten, wird der Juli mit dem jetzt erfolgten Kurzfristtrendwechsel massive Verluste beschereen. Der obige Chart des SP 500 zeigt hier das Problem: Rein theoretisch

besteht Platz mindestens bis zur 200-Tage-Linie nach oben und damit noch 6-7%. Genauso hoch oder tief ist jedoch das Risiko alleine zum Tief bei 1200, dass wir erst vor wenigen Tagen gesehen haben. Sinnvolle strategische Stops gibt es nicht. Trading-Stops auf ganz kurzfristiger Basis sind möglich, aber bei mehrfacher Anwendung des falschen Stops sind schnell in der Summe höhere Verluste möglich, als bei den strategischen Stops.

Wir bleiben daher bei unseren Relative-Value-Ansätzen und warten auf eine Normalisierung der Märkte. Was unser Ergebnis im Juni negativ beeinflusst hat, war, dass aufgrund dieser Extrem-Risiko-Situation die Preise für Optionen den Bereich des Irrsinnigen erreicht haben. Wir haben reihenweise Finanztitel gesehen, wo Optionen mit Volatilitäten oberhalb der 100%-Marke handelten. Bei Freddie Mac liegen sie sogar immer noch bei 250%. Wir haben einige Optionspärchen etablieren können, bei denen wir jetzt über 50% des aktuellen Aktienwertes erhalten, wenn die Aktie annähernd steht, was in dem heutigen Szenario als eine Bewegungen von +/- 20% zu verstehen ist. Wir haben diese Extremwerte nicht vorhergesehen, was uns auf der Volatilitätsseite Verluste beschert hat. Optionen sind einfach noch viel teuer geworden, als dort, wo wir sie verkauft hatten. Dies auch als Folg von Zwangsliquidationen von Marktteilnehmern, die ähnliche Strategien wie wir verfolgen, allerdings mit höherem Leverage, was dann zu massiven Verlusten führen kann. Hier zahlt sich unsere Erfahrung aus. Wir haben den Crash 1987 live miterlebt und wissen, dass auch bei Optionspreisen der Himmel die Grenze ist.

Unser sehr konservativer Handelsansatz hat sich in dem Desaster eigentlich sehr gut geschlagen. Vergleicht man den Rückgang von Vola+Value mit DAX oder SP500, dann ist etwa 1/3 der Abwärtsbewegung bei uns hängen geblieben. Dies im negativsten Szenario, dass es überhaupt gibt: Massiver Vola-Anstieg über alle historischen Extremwerte weit hinaus, fast völliges Versagen der Absicherung, da Banken entgegen der Erwartung nicht weniger stark sondern stärker fielen als der Gesamtmarkt und dies auch noch in der letzten Phase der Abwärtsbewegung, was völlig atypisch ist.

Angesichts der Tagesschwankungen einzelner Banken von 30% und der nun extremen Volatilitäten ist das Monats-Minus aber kein Problem. Wir sehen hier vielmehr eine sehr gute Ausgangsbasis. Extrem langfristig betrachtet werden sich die Anleger jetzt endlich einmal mit unserer Ansicht anfreunden müssen, dass 5-10% langfristiges Gewinnwachstum von saturierten Volkswirtschaften eben nur zu 5-10%-Aktienkurswachstum führen kann. Unsere strategische Langfrist-Hypothese ist, dass wir noch mindestens weitere 10 Jahre benötigen werden, bevor ein Überschreiten der 2000er-Höchstkurse in Frage kommt. Gleichzeitig sind DAX-Stände unter 4000 langfristig zu billig, so dass statt Märkten, die sich alle 3 Jahre dritteln um sich dann wieder zu verdreifachen vielleicht endlich wenigstens rudimentäre Vernunft Einzug erhalten wird mit der Konsequenz deutlich geringerer Schwankungen. Es müssen ja nicht gleich nur 10% Jahresschwankungsbreite sein, wie wir es aus 1978 kennen.

Die aktuelle Situation wird sich lösen. Sie wird sich nicht besonders gut lösen, denn Millionen überteuerter Immobilien sind nun einmal kein Aktivposten und dass in einer solchen Situation innerhalb 3 Jahren gerade keine blühenden Landschaften entstehen ist Erkenntnis zumindest der Deutschen aus den 90er-Jahren. Insofern sehen wir in Vola+Value weiterhin strategisch das richtige Langfristkonzept. Wir setzen langfristig auf seitwärts, ggf. hochvolatil seitwärts. Und auch kurzfristig wird es eine Beruhigung geben müssen. Long-Anleger haben massive Verluste erlitten und nun haben die letzten Tage auch Short-Anleger ihr Armageddon gesehen. Wir werden sehen, welche Konsequenzen Anlegern aus dieser Situation ziehen. Wir denken, es wird ein Schwankungsmarkt sein, so wie 1988 nach dem Crash 1987 oder 1991/92. In diesen Szenarien hat Vola+Value sehr gut funktioniert. Momentan stehen wir nur relativ sehr viel besser dar, als die Aktienmärkte. Bei den extrem hohen Prämien werden wir die kleineren Verluste, die seit Jahresanfang entstanden sind schnell aufholen können. Ob die Aktienmärkte dies allerdings erreichen werden, darf bezweifelt werden.

Vola+Value wird daher weiter die Aktienmärkte schlagen und auch absolut wieder positiv performen.

23.7.2008 Straush