

Manager-Report Juni 2013; Einstiegszeit bei High Yield, BDCs und MLPs.....

Das große Thema des Berichtsmonats war die Konkretisierung der US-Zentralbank über ihre Pläne zur Rückführung der Staatsanleihenkäufe. In der kranken Wirtschaftswelt, in der wir seit 2008 leben, dominieren weiter derartige politische Eingriffe in die Wirtschaft als Triebfeder für Börsenbewegungen und es dominieren irrationale und völlig überzogene Reaktionen auf solche. Allerdings ergeben sich daraus hochinteressante Gewinnchancen.

Die Reaktion der Märkte auf die sich konkretisierenden Beendigungspläne war ein Ausverkauf von allem, was irgendwie mit Zinsen, konstanten Einnahmen etc. zu tun hatte, von Staatsanleihen über Hochzinsanleihen bis hin zu kreditgebenden Gesellschaften, etwa den Unternehmensentwicklungsgesellschaften (business development companies, BDCs) und den MLPs, jenen Betreibergesellschaften für Pipelines, Öl- und Gaslager und dem gesamten Bereich der Vorzugsaktien. Da wir in all diese Segmenten massiv investiert sind, konnte Juni kein positiver Monat werden.

Investment	Juni 2013	% Juni 2013	% seit Handelsstart
Black + White	19.153,69	-1,49%	+579,69%
Vola + Value	13.344,40	-1,00%	+58,81%

Wie die Wirkung der FED-Erklärungen in den einzelnen Segmenten des Kapitalmarktes zeitlich wirkte, zeigt nachstehende Grafik.



Nach der Erklärung der Zentralbank kam es bis Monatsende zu einem deutlichen Ausverkauf, der speziell im Segment High Yield das Attribut dümmlich verdient. Hintergrund der Entscheidung zur Reduzierung von Anleihenkäufen ist die Einschätzung der US-Zentralbank, dass die US-Konjunktur trotz Reduzierung der Staatsausgaben stabil aufwärts läuft. Die Tatsache, ob eine Wirtschaft wächst oder schrumpft ist der dominierende Faktor, der entscheidet, ob ein Unternehmen, das auf der Kippe steht, überlebt oder nicht. Bekommt es die entscheidenden 2,3 oder 5% mehr an Umsatz, geht es durch den Break Even und aus einem Absturzkandidat wird ein Unternehmen, das wieder seine Schulden regulär bedienen kann. Wenn sich also die Gesamtwirtschaftlage verbessert, dann müssen die Preise für deren Fremdkapital, für Kredite an Problemschuldner, steigen. Ob die Staatsanleihenpreise fallen, weil die Zentralbank ankündigt, die Politik durch manipulative Eingriffe unnatürlich niedrig gehaltener Zinsen zu beenden, ist dabei völlig irrelevant!

Nichtsdestotrotz fielen HighYield Bonds und auch die Preise für Unternehmensfinanzierungsgesellschaften (BDCs) unisono mit den Staatsanleihen erst einmal eine komplette Woche grundlos und bis 25. Juni ergab sich breit über alle Segmente ein Minus von 4%. Bei den BDCs setzte dann als erstes der Verstand wieder ein - auch weil diese Gesellschaften nicht nur als Zinersatz-Titel von Einkommens-Investoren gekauft werden, sondern technisch Aktien sind und daher auch von Aktienanlegern/-fonds gekauft werden (können), Verkäufe von Managern von Anleihenfonds daher durch Käufe von Managern von Aktienfonds eher kompensiert werden können als etwa bei HighYield-Anleihen.

Hier zeigen sich eben auch die massiv negativen Effekte der zunehmenden Institutionalisierung und Regulierung. Früher war es üblich, dass ein intelligenter und qualifizierter Bankberater seinem Kunden die Anlage verkaufte, die das beste Chance-Risiko-Verhältnis bedeutete. Wir, die GAMAG, funktionieren immer noch nach diesem Prinzip. Wir versuchen optimale Chance-Risiko-Relationen zu finden und in die entsprechenden Titel zu investieren. Um was es sich dabei technisch handelt (Anleihe, Aktie, Vorzugsaktie, ETF etc.) ist uns egal. Wenn HighYield-Bonds außergewöhnlich attraktiv sind, dann gehen wir massiv in diese. Werden sie unattraktiv im Verhältnis zu BDCs, MLPs oder auch Aktiensegmenten wie High Tech oder Konsum, dann werden Sie aber auch sofort durch diese ersetzt.

Die institutionalisierte Welt funktioniert nicht so. Da gibt es Anleihefonds und wenn diese Rückgaben haben von Anlegern, die die Konsequenzen von

irgend etwas falsch einschätzen - etwa alles an Anleihen verkaufen, weil die Zentralbank ja die Zinsen erhöht - dann ergeben sich eben solche Szenarien wie geschildert, dann fällt, was steigen muß, systematischer, institutionalisierter Unfug! Als Folge der politisch motivierten Regulierungswut sind Anleger heute mit irrationaleren, illiquideren Märkten konfrontiert als je zuvor. Die Institutionalisierung der Märkte hat nicht zu besseren Märkten geführt, Märkten, die besser die wirtschaftlich richtigen Preise widerspiegeln, sondern dumme Regulierungen führen zu immer dümmen Ergebnissen.

Was bedeutet dies für unseren Handel und die Ergebnisse, die sie von uns erwarten können?

Das Monatsminus ist erklärt. Ich denke wir haben uns hier sehr gut geschlagen, wenn man berücksichtigt, dass es noch ein zweites Segment gibt, in dem wir massiv investiert sind, den MLPs, die bei den Fördergesellschaften deutlich über 10% verloren haben (mehr dazu im Juli-Report). In der Summe haben uns unsere Absicherungen vor 80-90% der Verluste bewahrt. In einem Bereich, bei den BDCs wurde ein Großteil der Verluste schon bis Ende Juni aufgeholt und im Juli folgen dann schöne weitere Gewinne. Im High Yield-Segment dauerte dies bis Mitte Juli. Erdöl- und Gas-fördernde MLPs erlebten erst einen massiven Ausverkauf im Juli und erholen sich jetzt mit Verzögerung ebenfalls.

Letztlich konnten wir den Negativeffekt der Entwicklung zu einem Großteil mit unseren Absicherungs-Strategien abfangen und werden nun an der Erholung stärker gewinnen.

Allokation Black + White



Investoren, die weiter auf Festgeld, Staatsanleihen und Cash setzen, werden verlieren. Die nebenstehende Grafik für 20-jährige US-Staatsanleihen bedarf keiner Kommentierung. Die "Gewinne" der letzten 1 1/2 Jahre sind verloren und weiteres erhebliches Fall-Potential besteht, selbst wenn man nur vom günstigen Fall, einem Rücksetzer auf die Januar 2011-Stände ausgeht. Es wird wahrscheinlich Erholungen auf dem Weg nach unten geben. Strategische Käufe sollte man aber unterlassen.

In dem jetzt wahrscheinlichsten Szenario einer sich langsam weiter erholenden Wirtschaft sind unternehmensnahe Finanzierungen die richtigen Investments. 7-10% p.a. lassen sich hier als laufende Rendite erzielen. Mittels Optionseinsatz kann diese Rendite mit weniger Schwankungen als sonst erzielt und mittels zusätzlicher Renditen aus dem Schreiben von Optionen gesteigert werden.

Aktienanlagen selbst sehen wir als unattraktiv an. Zwar sind hier im Gegensatz zu Staatsanleihen keine Verluste zu erwarten, aber nicht-katastrophal ist nicht gut. Wir sehen neben den massiven manipulativen Eingriffen der Politik und Zentralbanken auch massive realwirtschaftliche Verwerfungen, etwa die deutlich unter den Erwartungen liegenden Wirtschaftsentwicklungen der großen Entwicklungsländer wie Brasilien, Russland, China und Indien. Welche Effekte deren Abschwächung auf die Gewinnsituationen in den westlichen Märkten haben wird, da sehen wir ganz massive (negative) Überraschungspotentiale gerade auch für die China-abhängige deutsche Wirtschaft.

Dem Halter eines Portfolios von Unternehmensfinanzierungen kann dies egal sein. Er wird seine im Vergleich zu Staatsanleihen massiv höheren Renditen von 7-10% erhalten. Ob der Aktionär derselben Gesellschaft aber weiterhin davon profitieren kann, dass sein Unternehmen historisch extrem hohen Gewinn-Margen in einem solchen Umfeld erzielt, da haben wir unsere Zweifel. Wenn die Wirtschaft mau mit 1-2% weiter wächst, dann sind Unternehmenskredite als Gruppe nicht gefährdet. Es ist dann immer noch notwendig, jeden einzelnen Titel auf Herz und Nieren zu prüfen um die sprichwörtlichen faulen Äpfel möglichst auszuschliessen. Aber eine deutlich positive Rendite ist sicher.

Aber das Risiko ist hoch, dass dieses schon wieder etwas höhere Wirtschaftswachstum dazu führt, dass Kämpfe um Marktanteile ausbrechen oder neue Wettbewerber auftreten. 5% mehr Umsatz bei einer 20% niedrigeren Marge führen dann trotz - oder gerade wegen!- wirtschaftlicher Expansion zu niedrigeren Gewinnen. Diese Gefahr sehen wir gerade angesichts der aktuell schon wieder recht luftigen Aktienbewertungen.

Wir denken daher, dass mit Blick auf die Zukunft abgesicherte Strategien und solche die mit aktiven Ansätzen, die Unternehmen umstrukturieren, wie Distressed und Event Driven, weiterhin eine deutlich bessere Rendite als breit gestreute Aktien-Investmenst aufweisen werden.

Allokation Vol + Value



Bisher war 2013 ein Jahr mit deutlich negativen Renditen für alle Arten von gerade auch Optionsstrategien, die auf mean reversion, eine Rückkehr zu

Mittelwerten setzten. Wir haben im [letzten Report](#) hier den DAX als Beispiel für den Irrsinn der aktuellen Kursbewegungen dargestellt. Eine Auf- und Abwärtsbewegung des DAX um jeweils 7-11% im 6-Wochen-Turnus dies hat nichts mit Veränderungen wirtschaftlicher Realitäten zu tun, sondern mit ökonomisch unsinniger vom reinem Computerprogrammtrading getriebener Trendfolge, dummer Herdentrieb par excellence. Es ist schwierig in solchem Szenario einen mean reversion-Handelsansatz umzusetzen. Mean reversion ermittelt einen Mittelwert des Vernünftigen, sei es auf Basis fundamentaler oder markttechnischer Überlegungen und nimmt dann bei zu großen kurzfristigen Abweichungen von diesem Wert eine Position ein, die auf eine Rückkehr zum Mittelwert setzt.

Mean reversion-Strategien haben das Problem jedes Contrarian-Ansatzes: Wann akzeptiert man, dass man nicht Recht hat, es nicht zum Mittelwert zurück geht, sondern sich ein neuer massiver Trend entwickelt? Jeder Contrarian-Investor muß ab irgend einem Punkt kapitulieren. Solch aberwitzige Indexbewegungen von 10% ohne Grund und ohne zwischenzeitliche Gegenbewegungen, die dann von einem gleich aberwitzigen "Trend" abgelöst werden sind hier der worst case. Sie führen dazu, dass die Stops bei Contrarian-Strategien gerissen werden, die Handelsprogramme einen neuen Trend unterstellen, die bisherige Contrarian-Position mit Verlust schliessen und gegebenenfalls (je nach Programmierung/Handelsansatz) eine Position in der neuen "Trendrichtung" einnehmen, eine Aktion, die natürlich dann auch sofort wieder zu einem Verlust führt, wenn dieser "Trend" eben doch keiner ist. Und wenn der "Trend" durch einen ebenso schnellen und scharfen "Gegentrend" abgelöst wird, dann sind das Ergebnis auch große Verluste und schnelle Verluste.

Vola+Value ist ein optionsbasiertes Contrarian-Handelsprogramm. Es ermittelt Märkte, wo zu erwarten ist, dass dies eher seitwärts bewegen, kein Trend auftritt und wo die erwartete Schwankungsbreite geringer ist, als das, was die Optionspreise unterstellen. Ziel ist es dabei wesentliche Teile der Optionsprämie zu vereinnahmen, konkret deutlich weniger mit den Positionen zu verlieren, wo ein Trend auftritt, als man mit denen gewinnt, wo nichts passiert und man die Optionsprämie vereinnahmen kann. Letztlich ist es wie bei jedem Versicherungsgeschäft: Sind die Prämien hoch und passieren keine oder wenige Unfälle, verdient die Versicherungsgesellschaft prächtig. Ist das Prämieniveau gering wie aktuell, dann muß die Versicherungsgesellschaft sehr genau hinschauen, damit am Schluss nicht massive Verluste gerade bei einer Unfallserie hängen bleiben. Letzteres war die Situation im Juni: Viele Unfälle und dies bei einem generell unbefriedigendem Prämieniveau. Schlechter kann es nicht werden und insofern sehen wir den Folgemonaten mit guter Hoffnung entgegen. Wir haben diese schlechteste aller Situationen gut bewältigt. Reduzieren sich die Marktausschläge wieder auf etwas normalere Größenordnungen werden massive Gewinne folgen.

Zusammenfassung:

1. Die Abwicklung der Kreditblase ist in vollem Gange. Alles, was irgendwie etwas mit Zins und konstanten Einnahmen zu tun hat, wird verkauft. Massive Verluste bei Staatsanleihen der westlichen Premium-Staaten sind das markanteste Beispiel.
2. Verkäufe im High Yield Segment folgen den Staatsanleiheverkäufen, sind jedoch irrational, da die unterstellte Verbesserung der wirtschaftlichen Bedingungen zu geringeren Ausfallraten von Unternehmen auf der Kippe führen wird, High Yield damit attraktiver gegenüber Staatsanleihe wird. Staatsanleihen mit negativer realer Rendite zu verkaufen ist intelligent. Es war nur dumm, dass überhaupt irgend jemand in undiziplinierter Panik diese jemals zu solch absurd überbewerteten Preisen gekauft hat. Deshalb, weil Staatsanleihen jetzt nicht mehr 1,5% p.a. bringen sondern 2,5% p.a., für High Yields statt 5-7% nun 8-10% zu fordern, ist unangemessen. Aber genau das ist passiert. Konsequenz. Wir halten dagegen mit abgesicherten Strategien. Der Markt folgt uns bereits. Weitere Gewinne winken.
3. Ein Gutteil der Hausse bei den Aktien der letzten Jahre ist nicht nachhaltiger Verbesserung der realwirtschaftlichen Bedingungen geschuldet,

sondern billigem Geld, dass zu erhöhten Multiplikatoren bei Aktien geführt hat. Wir sehen hier wie bei den historisch extrem hohen Gewinnmargen der Unternehmen doppelten Druck auf die Aktienmärkte.

Wir setzen weiterhin auf einen Mix aus möglichst marktunabhängigen alternativen Renditestrategien, wo wir 8-10% p.a. Rendite erzielen können und massive Absicherungen. Wir stellen uns auf einen heißen Herbst ein. Nichts von den jeden Tag hinzukommenden politischen und wirtschaftlichen Problemen (reales Negativwachstum der Entwicklungsländer erstmals seit 2009; Dauerbürgerkrieg im arabischen Raum) schlägt momentan auf Aktien durch. Das wird sich ändern, hat es historisch immer.

4. Wir erwarten zwar für die nächsten beiden Monate Juli und August eine Beruhigung, die wir mit Optionsstrategien profitabel nutzen wollen, sind aber gleichzeitig auch gegen ein Nichteintreffen unserer Erwartungen abgesichert.

5. Weiterhin gibt es nur wenige wirklich lukrative Investments. Wir haben daher unser Marktexposure deutlich reduziert, nehmen nur zu 15-20% an den Bewegungen der Aktienmärkte als Ganzes teil. Wir haben die höchste Cash-Quote in der Geschichte unsere Unternehmensgruppe, Geld welches wir aber sehr schnell und flexibel in taktischen Trades einsetzen. Anbrennen kann insofern nichts auch bei einem Mega-Crash. Wenn sich aber Chancen ergeben, dann können wir diese sehr flexibel und massiv nutzen. Wir haben den schwierigen Juni gut gemeistert und werden jetzt die Folgemonate gut verdienen.

2.August 2013 Straush