

Manager-Report Mai 2008: Die Finanzkrise, die Globalisierung und die Mississippi-Krise

Die Krise eskaliert und langsam wird in den Medien immer mehr unser Standpunkt vertreten, dass genauso wie die Osteuphorie nach dem Mauerfall oder die Internet-Euphorie des Jahres 2000 oder die Immobilieneuphorie von 2005-2007 auch die Globalisierungseuphorie, das China- oder BRIC-Thema kein Grund zu wirklicher Freude ist. Die aktuelle Finanzkrise ist nicht die Krise selbst und auch nicht die Ursache sondern vielmehr ein Symptom. In den 80er- und Anfang 90er-Jahren des letzten Jahrhunderts war der Westen zu Recht die führende Macht auf diesem Planeten, weil er durch die neuen Technologien einen Produktivitätsschub wie noch nie in so kurzer Zeit vollbrachte und damit verbunden eine deutliche Vermögensvermehrung für seine Gesellschaften schuf. Dies in einem solchen Ausmaß und solchem Tempo, dass dies das sozialistische Gegenmodell zum Zusammenbruch (Sovietunion und Trabanten) bzw. zum radikalen Kurswechsel (China) zwang. Jeder Sieg birgt die Gefahr der nächsten Niederlage und die sehen wir jetzt. Die sozialistischen Verliererstaaten des kalten Krieges haben teilweise marktwirtschaftliche Ideen implementiert und sind damit aufgrund niedriger sozialer Standards und niedriger Ausgangsbasis zunächst erst einmal sehr erfolgreich in den letzten Jahren gewesen. Und plötzlich ist der Westen nicht mehr Jäger sondern Gejagter, eingepresst zwischen anspruchsbefragten hohen Arbeitskosten und Staatskosten und sich verengenden Margen zwischen Rohstoffpreisen und Endprodukten.

Und während die Antwort auf die sowjetisch-chinesische Herausforderung in den 80er Jahren überzeugend war, ist alles, was seit 2000 vollbracht wurde - von Afghanistan vielleicht einmal abgesehen - eine Serie von dillettantischen Aktionen. Die Amerikaner haben seit 1995 immer mehr über ihre Verhältnisse gelebt und dabei die Lohrbeeren der vorherigen Jahrzehnte nicht nur aufgebraucht sondern den größten Auslands-Schuldenberg der Welt aufgetürmt. Aktuell fehlt genau ein Schritt um Amerika in die Insolvenz zu treiben: China müsste die 1600 Mrd., die die USA diesem Staat schulden, nur fällig stellen. Anstatt die Probleme aber anzugehen und dem amerikanischen Überkonsum die rote Karte zu zeigen, sieht man von US-Seite Zinssenkungsmaßnahmen, Steuerschecks und auch das Wahlprogramm von Herrn Obama sieht als erste Maßnahme ein Geschenk über USD 1000,- für fast alle amerikanischen Familien vor. Fremdfinanzierte Dollar natürlich. Frisch gedruckt, wie die anderen 1000 Mrd. Dollar, die seit Beginn der Finanzkrise auf den Markt geworfen wurden. Und in den Internet-Foren lassen sich immer noch amerikanische Immobilienkäufer vernehmen, die sich darüber beschweren, dass sie nicht mehr mit 100%-Beleihung Immobilien erwerben können, sondern jetzt tatsächlich doch 5% Sicherheiten mindestens gefordert würden.

Vor rund 300 Jahren war Frankreich durch die Prunksucht Ludwig XIV. und seinere Nachfolger sowie teure Kriege nahe am Staatsbankrott. Das Problem zu jener Zeit: Geld war noch Gold bzw. Silber, nicht beliebig vermehrbar. Wenn der König etwa Waffen kaufen wollte, mußte er das Gold haben, oder es sich leihen können, was gegen Ausgabe sogenannter billets d'état (Staatsschuldscheinen) erfolgte, die sich aber aufgrund Prunk- und Kriegssucht des Königs zu rapide vermehrten. Gold, was man durch unintelligente Kriege oder Prunksucht verloren hatte, war nicht mehr für sinnvolle wirtschaftliche Aktivitäten verfügbar. Man half sich durch konfiskatorische und betrügerische Maßnahmen. Privaten Goldgeldbesitzern wurde dieses durch fadenscheinige Gesetze entzogen, oder man "ersetzte" einfach die alten Münzen durch abgefeilte oder 1/6 im Gewicht verringerte Münzen mit gleichem Nennwert. Dieser Diebstahl bei den Vermögenden, die sich etwas erarbeitet hatten, führte natürlich nicht dazu, diese zu wirtschaftlichen Aktivitäten zu ermuntern und die Wirtschaft lag darnieder. Das Steueraufkommen war mangels Barg(o)ld sehr schlecht und stockend. Die Staatsschuld lag bei 3000 Millionen Livres. Die Steuereinnahmen bei 145 Millionen Livres und die Ausgaben bei 142 Millionen Livres, womit nur 3 Millionen eigentlich zur Zinszahlung zur Verfügung standen.

In diesem Umfeld traf der Vorschlag des Schotten John Law das Finanzsystem zu verändern beim König auf offene Ohren. Law erhielt das Recht eine Bank zu gründen, deren Banknoten man zur Bezahlung von Steuern benutzen konnte und die jederzeit bei Vorlage in 1/4 Gold und 3/4 Staatsschuldscheine getauscht werden konnten, wobei als besonderes Schmankerl der Goldgegenwert zum Zeitpunkt der Ausgabe der Banknote festgeschrieben war. Durch Erwerb der Law'schen Banknoten war man also dagegen geschützt, am nächsten Tag mit entwerteten Geldstücken bezahlt zu werden, weshalb diese recht schnell zu einem Aufgeld von 1% über Bargeld gehandelt wurden. Der Effekt dieser Notenausgabe übertraf alle Erwartungen. Die Wirtschaft begann zu fluktuieren. Die Steuern wurden schneller und mit weniger murren gezahlt. Laws Banknoten stiegen auf 15% Prämie über Cash, während umgekehrt die unsicheren Schuldscheine des überschuldeten Staates mit Abschlägen von bis zu 87,5% gehandelt wurden. Diese Differenz war natürlich so groß, dass sie öffentlich bekannt wurde und der Kredit von Laws Bank stieg im ganzen Land, der nun Bankfilialen im ganzen Land eröffnete.

Law gründete nun - als erfolgreicher Projektierer landesweit berühmt - die Mississippi-Gesellschaft, eine Aktiengesellschaft ausgestattet mit dem exklusiven königlichen Privileg des Handels mit dem Mississippi und Louisiana, dessen unermeßliche Gewinne schon bald einen wahren Goldregen für Frankreich produzieren sollten. Das Kapital der Gesellschaft bestand zunächst aus 200000 Aktien zu 500 Livres, die mittels billet d'état zu 500 Livres nominal erworben werden konnten, während diese Staatsschuldscheine weiterhin mit massiven Abschlägen nur zu 140 Livres Gold gehandelt wurden. Anfang 1719 wurden der Gesellschaft auch die Handelsrechte mit Indien, China und der Südsee übertragen. Das Interesse an diesen nun noch enormeren Gewinnmöglichkeiten führte zu steigenden Kursen, genauso wie die versprochene Dividende von 200 Livres je Anleihe über 500 Livres nominal der Mississippi-Anteile. Neue Anteilsscheine wurden ausgegeben und eine Spekulationswelle erfasste das Land, wobei der König gleichzeitig die Banknotenausgabe der inzwischen in Banque de France umgetauften Law-Bank ankurbelte. Das mehr an Geld führte zu einem weiteren mehr an wirtschaftlicher Aktivität, steigenden Mississippi-Bond-Preisen bis schließlich einige Investoren im Jahr 1720 nicht mehr die Law'schen Banknoten halten und auch nicht in Mississippi-Bonds investieren wollten, sondern lieber doch wenn auch nur erst mal das 1/4 der Law'schen Banknoten in Gold getauscht haben wollten, auf das sie Anspruch hatten. Aufgrund der massiven Ausweitung der Geldmenge auf inzwischen 1000 Millionen Law'scher Banknoten war natürlich noch nicht einmal dieses 1/4 (250 Millionen) noch verfügbar und die Kreditpyramide brach zusammen. Einige schlaue Investoren hatten noch kurz zuvor erst Gold und dann sich selbst ins Ausland gebracht. Zöllner wurden kurz darauf angewiesen Grenzgänger auf Gold zu durchsuchen und dieses zu konfiszieren. Gegen Mitnahme von Gold ins Ausland wurde die Todesstrafe verhängt.

Warum dieser Exkurs ins Mittelalter? Nun wir haben die westlichen Gesellschaften, die über ihre Verhältnisse leben. In Europa durch überzogene Sozialansprüche. In der privaten amerikanischen Variante durch Kredite an jedermann. Der Volkssouverän lebt also über seine Verhältnisse. Finanziert durch staatliche Banknoten und durch die heutige Variante der Mississippi-Bonds, eine Vielzahl von Anleihen, die nicht zur Durchführung gesellschaftlich sinnvoller Infrastruktur- und Unternehmensinvestitionen sondern zur reinen Konsumfinanzierung und Finanzierung der Zinsen von Altanleihen verbunden mit dem Versprechen mehr zurückzuerhalten, als man einsetzt, begeben wurden. Die Unterschiede sind dabei wenig beruhigend. Während Law's Notes wenigstens noch zu 1/4 in Gold tauschbar waren, sind die heutigen Staatsanleihen nur zum "Kauf" ebenfalls wertloser Geldnoten einsetzbar. Und während das Versprechen von 40% Zinsen verbunden mit durchaus realistischen Gewinnen aus Handel mit neu entdeckten Teilen der Welt immerhin eine Spekulation wert war, waren es 5% oder 10% Zinsen für das Risiko, dass irgend welche Asozialen ihren Kreditverpflichtungen aus überteuert gekauften Wohnimmobilien nicht nachkommen würden, mit Sicherheit nicht.

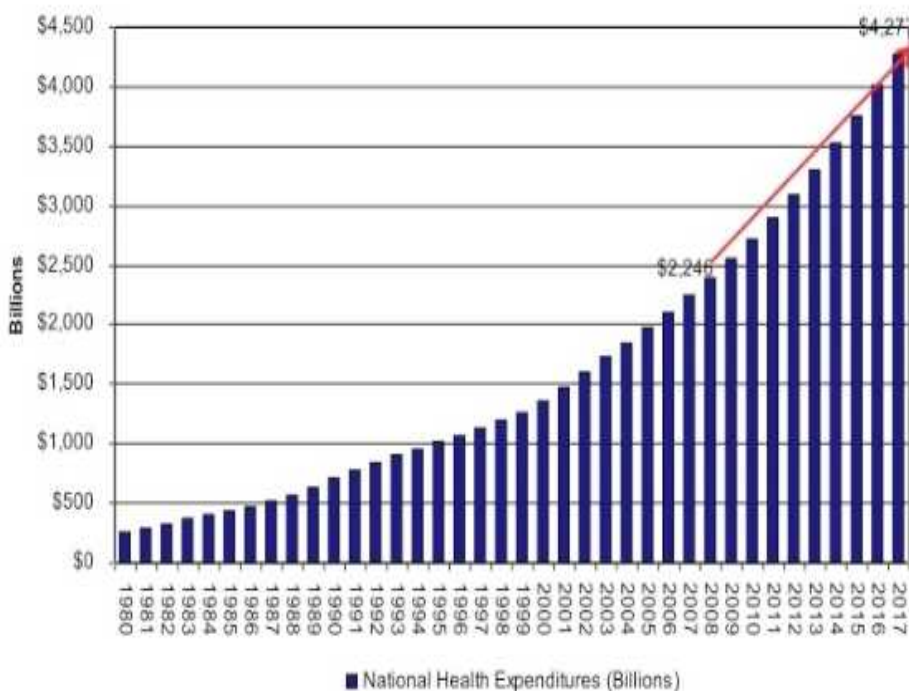
Die heutige Ausgangslage ist:

Mitte 2007 betrug das Vermögen der USA rund 50000 Milliarden USD, wobei 27000 Mrd. USD Immobilien und 22000 Mrd. Aktien die Haupt-Aktiva ausmachten. Als Gesellschaft, d.h. unter Haftung aller, hatten die USA dabei über 10000 Mrd. im Ausland aufgenommen. 25% Aktienindexverlust und

20% Immobilienverlust haben die Haben-(Vermögens-) Seite der Bilanz auf rund 38000 Mrd. gedrückt. Tendenz fallend.

Als Gesellschaft haften die Amerikaner auch noch für Ihre Sozialsysteme, speziell die Krankenversicherungsprogramme Medicare und Medicaid, deren Kosten sich von rund 2200 Mrd. in 2007 aber allein in den nächsten 10 Jahren bei unveränderten Regeln gut über 4000 Mrd. USD erhöhen werden, was bei 14000 Mrd. Bruttosozialprodukt einen Anstieg von 16% auf 30% Anteil an der jährlichen Produktion der Gesellschaften bedeuten würde.

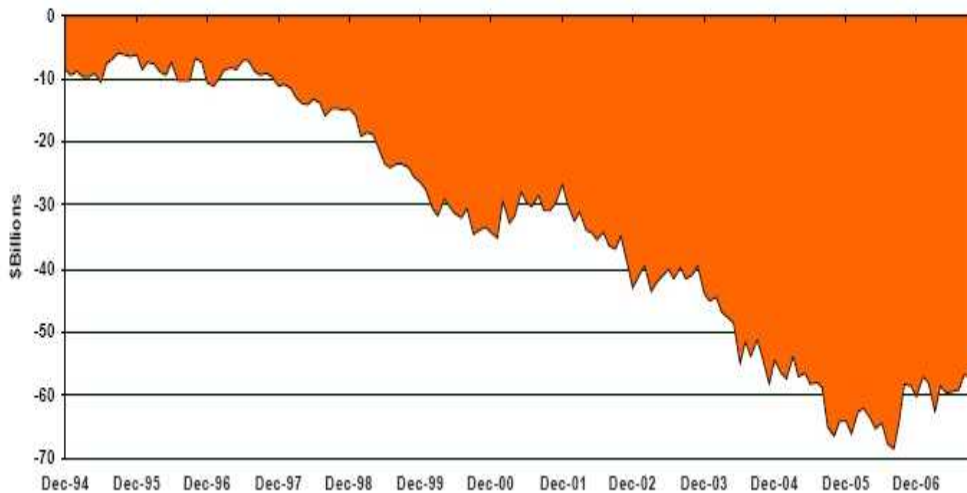
Es wird sicherlich an den Stellschrauben gedreht werden um dies in diesem Ausmaß zu verhindern. 90% Anstieg und dies wohlgermerkt ohne Einrechnung der 49 Millionen immer älter werdender Amerikaner, die überhaupt keine Krankenversicherung haben, sind aber mit Sicherheit nicht mittels Wachstum des Bruttosozialprodukts zu erreichen. Ganz besonders deshalb nicht, weil dieses zu 70% aus "Dienstleistungen" besteht, zu denen auch so segensreiche Aktivitäten wie Kreditvermittlung an Subprime-Schuldner zählten, was wohl eher auf Schrumpfung desselben hindeutet. Bekanntlich war schon 70% des US-"Wachstums" seit 2000 direkte und indirekte Folge der Immobilienaktivitäten. Die freie Deckungsmasse um die Schulden zu bedienen schrumpft. Letztlich kommt man den 145 zu 142 Millionen aus Law's Zeiten immer näher.



Source: CMS Office of the Actuary. Data released on February 25, 2008

U.S. Trade Deficit

Monthly, Dec. '94 - Oct. '07



Anstatt nun radikal zu sparen, wird aber weiter Auslandsschuld aufgetürmt, aktuell mit einer Jahresrate von rund 700 Mrd. USD p.a. (ca. 60 Mrd. USD/Monat) und über die Notenpresse finanziert.

Letztlich stellt sich damit natürlich dieselbe Frage für die Besitzer zu Laws Zeiten: Was macht man mit diesen ganzen billets d'état, diesen Schuldscheinchen eines über seine Verhältnisse lebenden amerikanischen Souverains? Eintauschen in Euro, die billets d'état des europäischen Souverains? Der nicht gegen Euro implodierende Dollar liefert hier die richtige Antwort des Marktes. Es ist zwar richtig, dass die USA an der Grenze zur Überschuldung operieren. Nur sind die tausende von Milliarden an deutschen Rentenverbindlichkeiten durch überhaupt nichts gedeckt, genauso wenig wie die zukünftigen Ausgaben der gesetzlichen Krankenkassen, außer durch die reichlich absurde Hoffnung diese ebenfalls massiv steigenden Kosten irgendwie über steigende Steuern hereinbekommen zu können. Und das 700 Mrd. DAX-Vermögen bei einer 2500 Mrd. Volkswirtschaft nicht geeignet sind irgend etwa abzufedern, dürfte offensichtlich sein, wenn schon die 18000 Mrd. US-Aktienvermögen bei einer 14000 Mrd. USD-Volkswirtschaft und geringeren Sozialstandards nicht funktionieren. Der Anstieg der Zinsausgaben in Höhe von 7% im deutschen Bundeshaushalt 2008 gegenüber 4% Gesamtanstieg zeigt auch hier die Angespanntheit der Lage. Der Kauf deutscher Mississippi-Bonds, auch als Bundesanleihen bekannt, ist trotz Zinsvorteil also ebenfalls keine Lösung, weswegen sich die Abwertung des USD gg. Euro noch in Grenzen hält.

Und damit wären wir bei derselben Lösung wie zu Laws Zeiten: Damals Gold. Heute Real Assets. Öl. Gas. Farmland. Minen. Und Wasser.

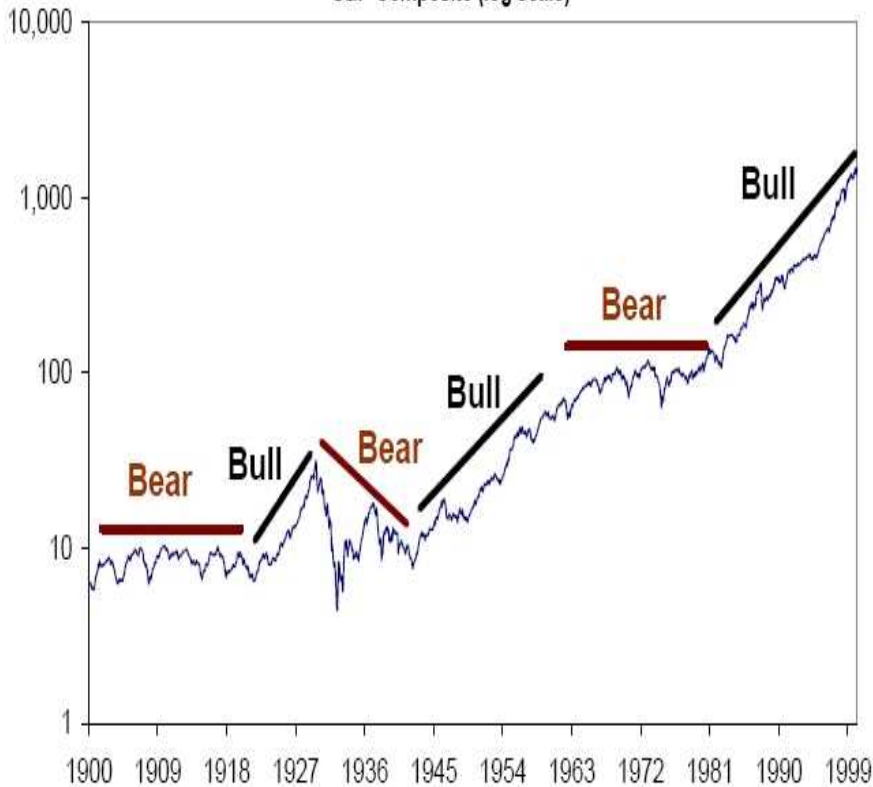
Hierzu noch ein paar Zahlen. Gemäß der Stiftung Weltbevölkerung wird bei einem Anstieg der Weltbevölkerung von 6,5 Milliarden 2005 auf 7,9 Milliarden (2025) die Zahl der Gebiete mit Wassermangel und Knappheit von heute 12% auf 37% der Erdbevölkerung sich erhöhen. Gleichzeitig reduziert sich die verfügbare agrarisch nutzbare Landfläche absolut sowie pro Person. Land wie Wasser sind nicht vermehrbar, werden immer knapper und sind viel interessanter als schon blinkendes aber letztlich nicht existentiell nötiges Gold.

Dazu können ausgewählte produktive Technologiefirmen kommen.

Aktien in der Breite bleiben jedoch für die nächsten 10 Jahre kein interessantes Investment. Aktienmärkte durchlaufen lange Bull- und Bear-Phasen. Details dazu finden Sie auch unter [Strategie](#). Im letzten Bull-Zyklus lag die durchschnittliche jährliche Aktienrendite bei 18,2%. Davon waren aber nur 6,6% Gewinnanstieg, 3,5% Dividende. 8,1% war ein Anstieg der Bewertung von Aktien, ein höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis. Während anfangs meiner aktiven Zeit an der Börse in den End 70er-Jahren etwa die IG-Farben-Nachfolger, d.h. Bayer, BASF und Hoechst nach einem einfachen Algorithmus gekauft und verkauft wurden, nämlich Kauf bei 10% Dividendenrendite und Verkauf bei 9%, geben sich Investoren heute mit Mini-Dividenden zufrieden getrieben von der Illusion, irgendwie würde sich schon jemand finden lassen, der diese zu noch höheren Preisen abkauft. Die Realität spricht eine andere Sprache.

100 Years of Stock Market History

S&P Composite (log scale)



	31.12.1999	26.6.2008	Differenz (gerundet.)
DAX (Kursindex)	5409,33	4084,55	-25%
SMI	8135,37	6949,73	-15%
SP 500	1455,22	1283,15	-12%
NIKKEI 225	18934,34	13822,32	-17%
MSCII Welt (in EUR)	144,75	93,90	-35%
MSCII Welt (in USD)	1422,19	1424,48	*/- 0

S&P Composite 1965-1980



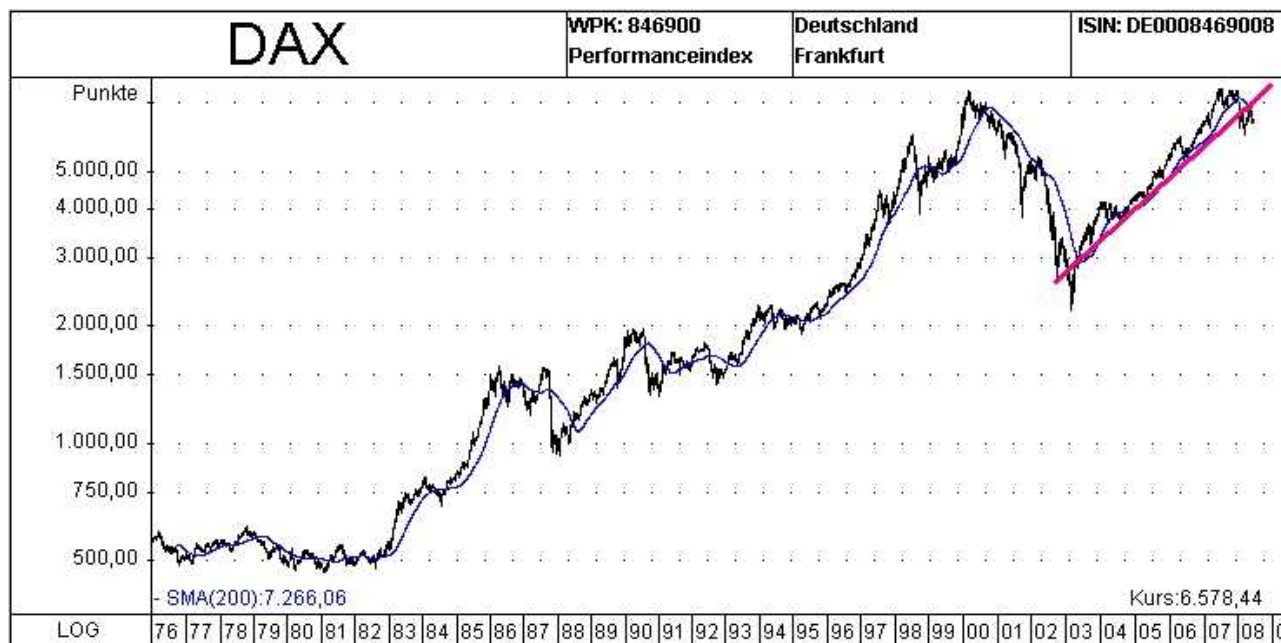
Im letzten Bear-Zyklus bis Anfang der 80er-Jahre wurde über 15 Jahre eine Nullrendite erzielt.

S&P Composite from 1929-1954



Der Bear-Zyklus von 1929-1954 dauerte sogar 25 Jahre. Im Fußball würde man sagen: Wir haben jetzt Halbzeit; aber ggf. gibt es noch zwei mal 5 Jahre Verlängerung.

Allokation Black+White



Wir sind froh keine "normalen" Aktienengagements zu haben. Einen Chart mit einem schlechteren Gewinn/Risiko-Verhältnis muß man lange suchen. Während strategisch die Antwort wie oben gegeben für die nächsten 10 Jahre klar ist, ist taktisch die Frage: Sind die Rohstoffe nicht vielleicht doch schon zu hoch? Wird eine weltweite Rezession nicht zu deutlichen Kursrückgängen führen. Wir halten beides für wahrscheinlich. Die Rezession, sogar eine scharfe, wie auch die nachgebenden Kurse, wollen jedoch nicht darauf wetten. Wir halten es für wahrscheinlicher, dass die ausufernde Geldmenge eine reale Rezession, d.h. rückläufige Stückzahl produzierter Güter und Dienstleistungen bei gleichzeitig über inflationär steigende Preise nominaler Erhöhung des Bruttosozialprodukts erzeugt eben Stagflation. Ergebnis: Die Leute haben zwar mehr Geld in der Tasche, können sich aber dafür trotzdem immer weniger kaufen. Gewinnentwicklungen etc. sind in diesem Szenario schwierig zu berechnen und zu timen. Wir bleiben daher im Spread-Bereich mit alternativen Investmentsstrategien aktiv. Wir müssen nicht wissen, wohin der Ölpreis geht. Wir können Öl heute schon per 2012 zu 130 USD/Barrel verkaufen und nun stellt sich nur die Frage, wo wir dieses per 2012 billiger wieder herbekommen. Damit wären wir bei den Geschäftsmodellen einer Reihe produzierender MLPs an denen wir beteiligt sind. Das sind Gesellschaften die noch bis Anfang 2007 zu günstigen Ölpreisen von 20-40 USD Öl im Boden erworben haben, d.h. nachgewiesene Ölbestände mit Reichweiten von bis zu 20 Jahren. Und jetzt müssen diese einfach nur gefördert werden. Bis 2012/13 sind die Produktionen zum guten Teil gehedgt, das heißt auf Termin verkauft und wir werden hier Renditen von 16-17% p.a. erzielen und damit per 2012/13 den no-risk-point erreichen, Rückzahlung unseres kompletten Investments durch jetzt schon gesicherte Gewinne. Für die restlichen 13 Jahre fördern wir dann zum "Nulltarif", Öllankaufskosten und Bohrgerät, Pumpen und Pipelines sind bezahlt und alles bis auf ein bisschen Pumpenstrom und Overhead, was dann erlöst wird, ist Reingewinn.

Dasselbe gilt für unsere Investments in Tanklagern und Pipelines. Konstante Erträge. Sichere Renditen bis über 10%.

Unser zweites Schwerpunkt-Thema bleibt die unternehmerische Finanzierung. Bei PIPEs erhalten wir Aktien mit einem Discount zum Markt und können durch Verkauf sofort eine weitgehend sichere Rendite erzielen. Ggf. müssen wir die Bestände eine Zeit lang halten, erhalten dann aber noch höhere Discounts, zusätzlich langlaufende Call-Optionen und können ein Portfolio aus einer Vielzahl von Titeln über Index-Futures zu einem wesentlichen Teil absichern. Auch hier lassen sich längerfristig sichere Renditen erzielen, auch wenn kurzfristig massive Abweichungen vom Index bei einigen Titeln zu deutlichen Abweichungen vom Mittelwert führen können.

Bei diesen Investments sind wir natürlich nicht ganz immun gegenüber einem generellen Renditeanstieg. Dies ist im Kern das Problem, mit dem wir im ersten Halbjahr zu kämpfen hatten und warum Black+White noch nicht deutlicher im plus ist. Wir sind Investments mit einer erwarteten Rendite von 10% p.a. eingegangen, nur um drei Wochen später feststellen zu müssen, dass jetzt 12% geboten werden, was dann zu Bewertungsverlusten führte, die die schon von Anfang an sehr attraktiven Gewinne, die auch weiter erzielt werden, wie Verluste aussehen lassen. Bei 12% p.a. hätten wir im Mittel 1% erzielen müssen. Die erhielten wir auch. Nur kam es aufgrund eines Anstiegs des allgemeinen Renditeniveaus auf 13% zusätzlich zu Bewertungsverlusten von 3-5%. Aus 2% Gewinn in zwei Monaten wurden so z.B. im März 3% "Verlust". Diese "Verluste" haben allerdings eine ganz andere Qualität als normale Portfolioverluste. Bei letzteren ist das Geld weg und es muß schon ein Kursanstieg erfolgen, um wieder die Nulllinie zu erreichen, bei dem man aber nicht weiss, ob er eintritt. Bei unseren Bewertungs"verlusten" ist es so, dass statt 10% p.a. über 5 Jahre nun vielleicht 5% im ersten Jahr und dann 13% in den Folgejahren anfallen. Insgesamt also sogar ein klares mehr an Gesamtrendite nur eben auch mit einer anderen Verteilung über den Gesamtzeitraum und "Verlusten" am Anfang.

Grund ist hier die allgemeine Kapitalknappheit bzw. der Zwang von Banken erstklassige Investments auflösen zu müssen um massive Löcher an anderer Stelle zu stopfen. Wie lange kann dies noch weitergehen? Wir sind momentan in einer "Flipperkugel-beim-Abstoß"-Situation. Eigentlich sollte die Kugel mit Speed nach oben/vorn schießen. Aber der Spieler zieht am Abstoßhebel. Aus ihrer Ruheposition bewegt sich die Kugel erst noch ein wenig nach unten/hinten. Die Feder spannt sich. Und dann irgendwann lässt der Spieler los und desto mehr die Feder gespannt war, desto schneller rast die Kugel nach oben. Nach unten durch kann sie ja nicht. Aber wann lässt nun der Spieler den Abstoßhebel los?

Wenn die Kugel einmal in der Beschleunigungsphase ist, wird es nicht zu spät sein noch massiver in Black+White zu investieren, aber bei einem minimalen Restrisiko - die Kugel ist unserer Meinung nach am Anschlag - kann es sehr teuer werden abzuwarten. Die ersten 10% sind dann schneller da, als man denkt. Unser Risk-Management stimmt jedenfalls. Wir konnten im Monatsbericht ein deutliches plus von über 1% erwirtschaften. Anfang Juni konnten wir die positive Entwicklung fortsetzen. Wir verlieren nicht, obwohl der Markt massiv verliert, sondern gewinnen sogar. Noch sehen wir optisch schlechter aus, als wir eigentlich sind. Das wird sich ändern.

Allokation Vola+Value

Auch Vola+Value konnte den Mai positiv mit über 1% plus abschneiden. Wäre der März nicht gewesen, wären wir 1,77% im plus auf Jahresbasis. Als Mean-Reversion-Contrarian-Programm setzt Vola+Value auf einigermaßen sinnvolle Marktbewegungen. Die waren im März nicht gegeben. Im Mai konnten wir Indexrendite nach oben erzielen. Bis Mitte Juni mußten wir wieder etwas abgeben. Allerdings behält Vola+Value seine Haupteigenschaft: massive Outperformance gegen Aktien in der Baisse. Das Programm kämpft wenn auch in anderer Form als Black-White momentan mit den Folgen der Finanzkrise: Das Programm verkauft Optionen auf Titel auf Ausverkaufsniveaus, die es eigentlich nicht geben dürfte, etwa auf Beteiligungsgesellschaften, die Kredite an Unternehmen aus dem Rohstoffbereich vergeben und eine Rendite von 14% p.a. aufweisen. Und was passiert? In einer allgemeinen Badewannen-Ausschütt-Mentalität werden auch diese Finanzierungsgesellschaften kaputtgetreten und fallen und zwar stärker als die Indizes.

Psychologisch war das Geschehen an den Börsen seit Anfang Mai eine Katastrophe. Die Investoren, die nach dem schon massiven Fall seit Juli 2007 und Anfang des Jahres Banken neues Kapital zur Verfügung stellten, erlitten sofortige massive Verluste. In zumindest einigen Fällen kam das Material sofort wieder auf den Markt und hat offensichtlich bis heute keine strategischen Käufer, sondern wird in einer Abwärtsspirale zwischen Zockern weitergereicht. Und damit wären wir wieder bei John Law. Wie endet ein solches Spiel? In einem allgemeinen Desaster! Und das haben wir absurderweise noch immer nicht. Offensichtlich sind eine Reihe kurioser Marktteilnehmer der Meinung, es könne eine

wirtschaftlich stabile Situation geben, bei der etwa Industrie-Aktien noch gehaltene bis leicht fallende Kurse aufweisen, die Beteiligungsgesellschaften, die dieses Fremdkapital zur Verfügung stellen aber massiv fallen. Offensichtlich sind dem Markt Grundkenntnisse des Insolvenzrechts abgänglich, nach denen zuerst das Eigenkapital wertlos wird und erst dann die Fremdkapitalgeber zur Kasse gebeten werden. Renditen von 15%, wie teilweise für Unternehmensanleihen bezahlt, passen jedenfalls nur mit KGVs von 5 und tiefer für die Aktien zusammen. Und was passiert. Die Aktien haben weiter KGVs von 20 und mehr und die Anleihen fallen stärker, als die Aktien.

Hier haben wir momentan ein kleineres Problem mit unserer Strategie. Wir sind massiv long Put auf Indexbasis und warten auf den Crash, der unausweichlich ist, wenn die Zinsen für Unternehmensanleihen oder die Kurse der Banken so bleiben, denn dann kollabieren auch die Unternehmensfinanzierungen, Unternehmen bekommen keine Kreditverlängerungen und gehen in die Insolvenz und zwar reihenweise. Oder, was uns auch massiv zugute käme: Die Kurse von Beteiligungsgesellschaften müssten explodieren. Renditen von 15% bedeuten jedenfalls Insolvenzen von über 15% aller Unternehmen (bei einer typischen Quote von 30% müsste man dann von dieser Rendite 10% abziehen, was immer noch eine bessere als Festgeld ergäbe) und das auch noch neu jedes Jahr. Auf drei Jahre bekommt man aktuell eine Überrendite von 30-40% gegen Festgeld, die durch Kreditverluste erst aufgezehrt werden müsste. Ein Horrorszenario, dass ungefähr mit einem Absturz des DAX durch die 2000 Punkte-Marke konform gehen müsste. Dies zeigt zum einen die Absurdität der relativen Bewertungen. Der Kreditmarkt ist oberkaputt. Aufgrund der institutionellen Trennung von Aktien- zu Anleiheabteilungen, gibt es aber kaum mehr bereichsübergreifende Investoren, die jetzt das machen, was jeder intelligente Mensch machen würde, nämlich short Aktien und long equity credits. Es dauert deswegen ein wenig. Verschiedene Hedge Fonds gehen langsam auf dieses Thema. Wir sind gerade deswegen ziemlich sicher, dass wir an diesem Trade sehr großes Geld verdienen werden. Die Anpassung wird halt nur später und dann viel stärker kommen. Wir haben diesen Trade in kleiner Größe aufgesetzt und werden erst steigern wenn sich die ersten größeren Gewinne zeigen.

Daneben gibt es eine Vielzahl von Special Situations, wo wir auf ganz andere Bewegungen setzen und relativ abschätzbare Gewinne erzielen. In den letzten Tagen kam es zum von uns erwarteten Closing in der Übernahme von Countrywide durch Bank of America, eine Position, über die wir schon im Februar berichtet hatten. Nicht ganz zu unserem Idealkurs von USD 5 je Countrywide-Aktie, sondern rund auf Niveau USD 4,50. Aber natürlich immer noch mit sehr anständigen Profiten für unseren Short-Straddle. Wir hatten bekanntlich Short-Positionen Basis 5 per Juli mit rund 1,35 für den Call und 1,90 für den Put in der Spitze eröffnet. Der Call wurde ein Totalgewinn. Der Put notiert aktuell noch um 0,60, auch mit 1,30 Gewinn. Aktueller Stand damit: USD 2,60 auf die Aktie verdient. Dies auf Basis 5 gerechnet bedeutet eine attraktive Rendite von über 50% für die 4-5 Monate, wo wir diesen Trade innehatten.

Auch eine Reihe von Solaraktien sind momentan sowohl durch die Energiepreise gut gestützt, als auch die allgemeine Börenkrise gedeckelt, schwanken in dieser Situation recht wild ohne klare Richtung, was ebenfalls ein ideales Szenario für Hoch-Gewinn-Optionsverkauf ist.

Letztlich gilt auch hier wie bei Black+White. Man sieht noch nicht, wie gut unsere Ideen eigentlich sind, da sich der Markt weiterhin in extremen Fehlbewertungen ergeht. Wir verbrennen aber kein Geld und das ist in einer solchen Situation am wichtigsten, sind daher weiterhin emotional neutral, was für die objektive Bewertung der Lage gerade in einem Crash-Umfeld sehr wichtig ist und warten jetzt darauf stärker zuschlagen zu können. Es gibt wie gesagt mehrere Arten wie sich die Situation lösen kann, Crash oder Rückkehr zu einigermaßen ökonomisch sinnvollen Kursrelationen. Wir sehen noch ein sehr ertragreiches 2008.