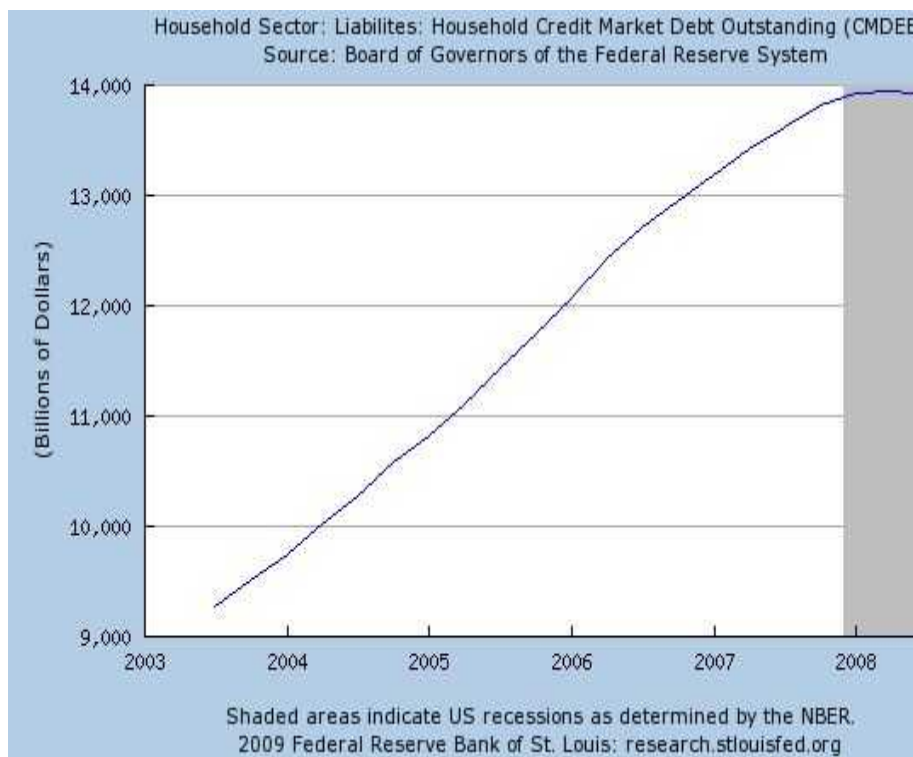
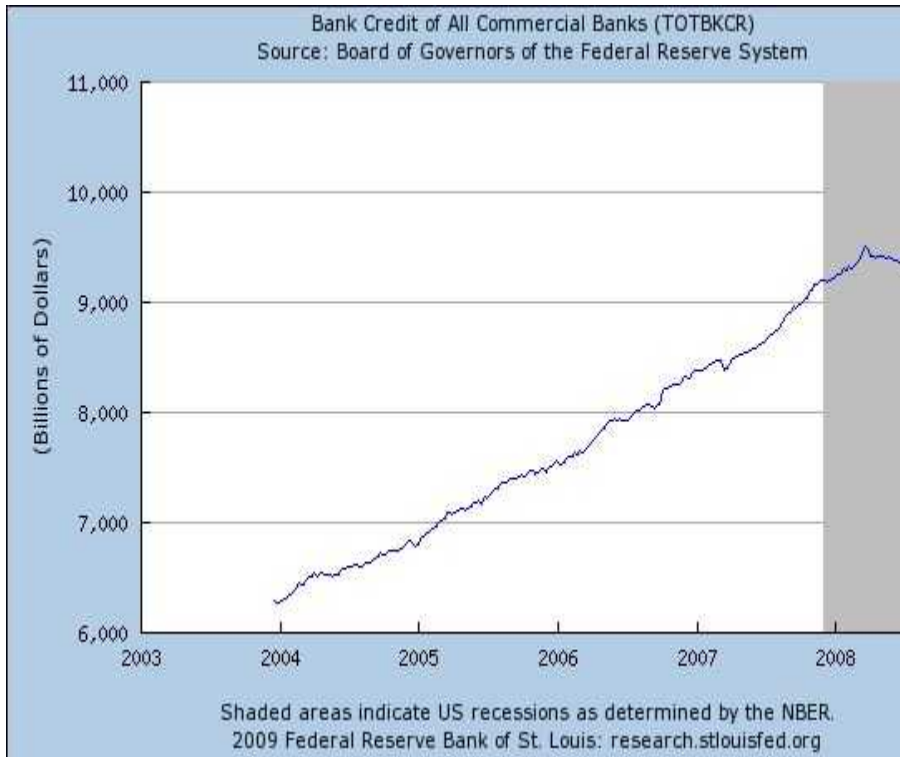


Manager-Report November 2008: Noch ein 100 Mrd. Espresso gefällig?

Es ist Jahreswechsel, die Zeit der großen Vorsätze. Nach dem Makro-Blick des letzten sReport die Zeit noch ein wenig weiter zu blicken. Beginnen wir zunächst einmal mit der üblichen Bestandsaufnahme. Wir hatten einen Crash vieler Märkte, bedingt durch Über-Kreditnahme, eine zu große Verschuldung gerade auch nicht kreditwürdiger Schuldner, besonders privater Kreditnehmer, die in einer 20-jährigen Konsumorgie immer neue Konsumkäufe auf Kredit getätigt hatten, seien es nun Hauskäufe, für die das Einkommen gar nicht reichte, oder sonstige Konsumausgabe über im Mittel 7 Kreditkarten pro US-Bürger.

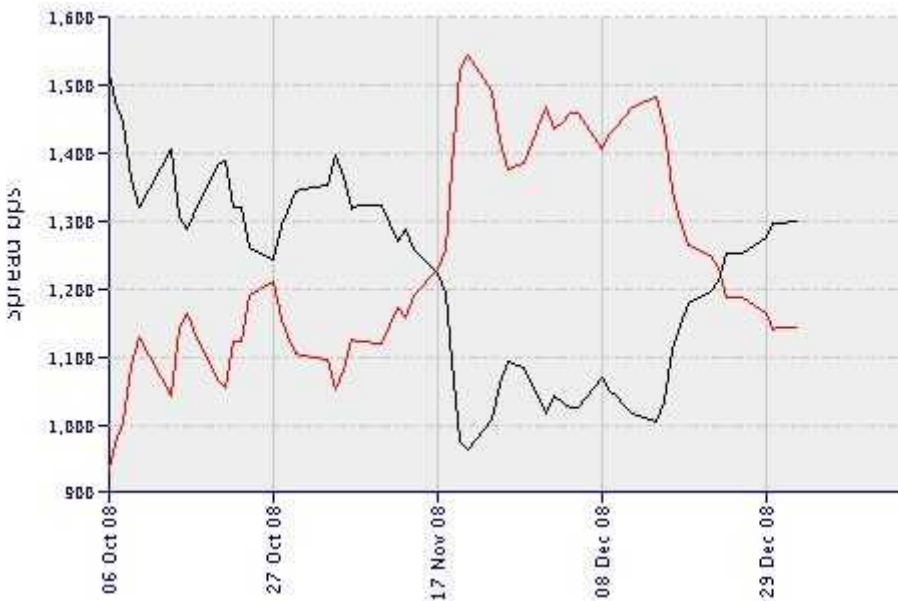


Seit Beginn der heißen Phase der Krise im Sommer 2007 haben die Banken auf diese Situation reagiert und den Kredit an Konsumenten in der Summe zunächst eingeschränkt inzwischen sogar zurückgeführt.



Mit den großen Kapitalinfusionen in die US-Banken kam es zunächst zu einer Neuausreichung von Krediten durch die Banken. Nur wird abzuwarten sein, an wen diese im Endeffekt fließen. Viel von diesen Geldern dürfte in Form von Käufen von Staatsanleihen an den Staat zurückgefließen sein.

Die Aktivitäten der Banken waren jedenfalls in den letzten Monaten nicht etwa darauf gerichtet intelligenten wirtschaftlichen Aktivitäten den Weg frei zu machen, sondern darauf die eigenen Bilanzen zu sanieren, wobei dies primär den Abbau riskanter Aktiva bedeutete und die Neuanlage von Geldern in Staatstiteln.



Als Ergebnis kam es zunächst erst einmal im November noch zu einer Ausweitung der Renditeaufschläge für schwächere Unternehmen (High Yield) auf ein bis dato unbekanntes Extremniveau von 15% p.a. über Staatsanleihen. Erst ab Anfang Dezember entspannte sich die Lage ein wenig und die Zinsaufschläge gingen auf die Werte von 11-12% p.a. über Staatsanleihen zurück. Auch diese immer noch extremen Sätze implizieren natürlich immer noch, dass mehr als die Hälfte aller Unternehmen der zweiten Reihe zu Insolvenzfällen wird und im Rahmen der Insolvenz so wenig Masse übrig bleibt, dass es zu einem annähernden Totalausfall für die Fremdkapitalgeber kommt. Es wird also kreditseitig weiterhin wenn auch eine etwas schwächere so doch immer noch zumindest halbe Apokalypse unterstellt.



Es dauerte einige Zeit, bis die Kreditverknappung ihre Wirkungen zeigte, dann aber mit bisher unbekannter Brutalität und Gleichlauf. Während die Wirtschaftsaktivität im Sommer 2008 noch ein inflationäres Bild bot und rege Wirtschaftsaktivität herrschte, kam diese innerhalb 3 Monaten massivst unter Druck. Bester Indikator hier ist der Baltic Dry Index, der die aktuellen Frachtraten für Trockengüter (Erz, Kohle, Stahl, Getreide etc.) im internationalen Schiffsverkehr wiedergibt. Während in der Spitze im Sommer die Tagescharter bei rund USD 125000 für Capesize (die Schiffe die zu groß sind, als dass sie durch den Panama-Kanal oder den Suezkanal passen und deshalb um die Kaps fahren müssen) lag, liegt dieser Satz aktuell bei USD 7500,- und damit fast bei einem zwanzigstel der Boomwerte.



Dagegen sind die kollabierenden Entwicklungen an den Aktienbörsen schon fast beruhigend, obwohl auch diese jegliche historischen Standards sprengten. Zwar war etwa der DAX-Rückgang im Crash 2001/2003 mit rund 3/4 im Endergebnis verglichen mit der Bewegung der letzten Wochen prozentual stärker, aber die Größe kurzfristiger Kursausschläge zeigt eben die katastrophale Kapitalknappheit, die das beherrschende Kennzeichen der aktuellen Krise ist. Im Prozess der Kreditrückführung, des Deleveraging, wurde überall, wo noch ohne annähernden Totalverlust liquidiert werden konnte, liquidiert.



Schließlich bedeutet ein Zinsaufschlag von 12% p.a., dass wenn jedes Jahr 12% aller Unternehmen zu einem Totalausfall werden - und damit nach 3 Jahren 36% und damit mehr als ein Drittel! - immer noch genauso viel verdient wird, wie bei der aktuellen "sicheren" Variante. "Sicher" deshalb, weil man als intelligenter Mensch sich schon fragen muß, wie die USA oder die westlichen Staaten allgemein weiter funktionieren wollten, wenn 1/3 aller Unternehmen in Konkurs geht. Die Intelligenz der Strategie gewisser Marktteilnehmer, die diese "gefährlichen" Papiere aktuell immer noch auf den Markt werfen und den Erlös dann in "sicheren" Staatspapieren anlegen, stellen wir infrage.

Wir bleiben bei unserem wahrscheinlichsten Szenario, dass das Fluten mit Geld dazu führen wird, dass es letztlich zu einer inflationären Lösung kommt und sehen auch die Alternative Währungsschnitt mit deutlichen Vorteilen für die "Risiko"-Anleger. Klar ist aber eines: Alle Zentralbanken weltweit pumpen momentan auf Teufel komm raus Geld in das System quasi nach dem Motto: Sie haben sich mit schwerverdaulichen Krediten übernommen? Darf's noch ein 100 Milliarden Espresso sein? Dann geht's Ihnen sicher wieder gut!

Die erste Antwort auf diese Anfrage des Zentralbank-Kellners haben wir gesehen: Nun dann nehmen wir doch mal die 100 Milliarden und tun sie in Staatstitel. 0% an die US-Zentralbank zahlen und 2 1/2% vom US-Staat bekommen ist immerhin eine kleiner sicherer Gewinn und mit dem banküblichen Leverage kann man damit schon auf 1-2 Jahre die Bankbilanzen sanieren. So war das zwar eigentlich nicht gedacht. Die Banken sollten sichere Zinsen zahlen und damit riskante Geschäfte tätigen. Aber so funktioniert es momentan. Das Problem bei den riskanten Geschäften für eine Bank ist die schwarze Linie im obigen HighYield-Chart. 72,5% bedeutet, dass eben 27,5% (die Differenz zu 100%) mit HighYield-Anleihen verloren wurden, seit die Krise begann. Die Bewegung von 82,5% auf 72,5% bedeutet, dass, auch wenn eine Bank konservativ finanziert (Leverage 5:1 Fremdkapital zu eigenen Bankmitteln) und etwa Spargelder oder Festgelder benutzen wollte um High Yiled Investments zu tätigen bei einer solchen Bewegung eben - zumindest kurzfristig buchhalterisch- das Eigenkapital komplett verloren ist. Diese Konsequenz ist natürlich für keine Bank tolerabel und deshalb kommt es ja gerade zu diesen Schwankungen. Da keine Bank mehr derartige Forderungen haben will und sie wie heiße Semmeln weitergereicht werden, kommt es zu extremen Schwankungen. Letztlich kann man derartige Kredite nur im Eigenkapital halten und da sie auch dann noch erhebliche Schwankungen produzieren müssen eben schon 15-20% Jahresrendite her, damit man sich bei den heutigen Märkten mit einem solchen Investment beschäftigt. Insofern ist bankrechtstechnisch und markttechnisch das Ganze nicht so sinnlos wie es dies realwirtschaftlich ist. Der Zwang kurzfristig bilanzieren zu müssen und die Notwendigkeit kurzfristige Verluste zu vermeiden, führen zusammen mit der Ausdünnung der

Bilanzen dazu, dass niemand mehr derartige Positionen kaufen will beziehungsweise eben nur bei erheblichen Renditen. Da die Masse der Marktteilnehmer eine extrem kurzfristige Orientierung hat, ergeben sich für langfristige Investoren die traumhaften aktuellen Chancen. 20% auf 20 Jahre jetzt festschreiben durch Kreditvergabe an wirtschaftlich sinnvolle Projekte. Für wirklich große Börsengewinne braucht es die drei G:

Geld. Das muß man haben und zwar frei verfügbar ohne Zeitdruck.

Geduld. Dieses Szenario wird mehrere Jahre brauchen, bis wir den vollen Erfolg realisiert haben, in denen wir aber immer wieder und in der Summe immer mehr verdienen werden. Wer mehrere hundert Prozent verdienen will, erreicht dies typisch nicht kurzfristig. Es gibt keinen Milliardär, der mit kurzfristiger Spekulation dazu geworden ist.

Gedanken. Jeder wirklich große Börsengewinn setzt eine sehr große Fehlbewertung der Märkte voraus. Diese muß in einer Art nutzbar sein, dass man möglichst dafür bezahlt wird darauf zu warten, bis das, was man erwartet, eintritt (denn ansonsten hält man es noch schwerer durch). Notwendig ist desweiteren, dass man eine klare Strategie hat und diese auch durchhält.

Der Zinsaufschlag von behauptet unsicheren Anleihen gegenüber Staatstiteln ist so eine Fehlbewertung. Wir werden hier weiter aktiv sein, genau analysieren, welche Unternehmen es wahrscheinlich nicht schaffen werden, bei dem Rest breit investieren, und so versuchen ein attraktives Portfolio mit einer sehr hohen Langfristrendite aufzubauen und permanent zu verbessern.

Die Rohstoffpreise sind ein weiteres Fehlbewertungsfeld. Wir haben lang und breit in den letzten Reports hier die wichtigsten Daten dargestellt. Nur noch einmal in einem Satz: 7% aller aktuellen produzierenden Ölfelder laufen jedes Jahr leer, sind verbraucht und müßten durch neuerschlossene Felder ersetzt werden. Große einfach und billig ausbeutbare Felder wurden seit Jahrzehnten nicht gefunden und werden dies angesichts der hohen Qualität der Explorationstechnologie auch in Zukunft nie mehr (es ist einfach jeder Punkt auf diesem Planeten schon nach den einfachen Möglichkeiten abgesucht worden). Was bleibt (und davon gibt es noch für mehr als hundert Jahre genug) sind die Ausbeutung von Tiefseefeldern und die Ausbeutung von Öl, welches entweder in kleineren Kavernen, die erst durch Energieeinsatz verbunden werden müssen, im Gestein gebunden (Teer) oder auf ähnliche kostspielige Art und Weise förderbar ist, wobei aber neben Fixkosten von rund USD 30/Barrell für die notwendigen Maschinen auch noch weitere Kosten in selber Größenordnung für den laufenden Betrieb hinzukommen. Der heutige Ölpreis ist dafür nicht auskömmlich. Wir haben heute ein Angebot aus spekulativ gehaltenen Beständen sowie aus laufender Produktion, für das wegen kurzfristiger Zahlungsschwierigkeiten aufgrund der Finanzkrise, Kurzfristsparen (tanken wir eben nur den halben Öltank voll), Preissenkungsspekulation etc. die Gegenseite fehlt, weshalb die Preise massiv unter Druck gekommen sind. Die heutigen Preise können zwar noch ein paar Monate auf diesem Niveau verharren, aber eben nicht Jahre, da das heutige Niveau zu einem Kollaps der Explorationsaktivität führen würde. Genauso wie über Energiesparen hohe Preise die Medizin für oder besser gegen hohe Preise waren, wird dies genauso auch bei den jetzt niedrigen Preisen funktionieren. Weniger sparsamer Umgang, Käufe von Entwicklungsländern, die auch endlich am Wohlstand teilhaben wollen etc. sind ein Garant dafür, dass gerade wenn die Preise niedrig bleiben sollten, dies die Basis nicht nur für eine Preiserholung, sondern für eine Preisexplosion schon mit Blick auf 2012/13 ist.

Als dritter Bereich sind die Optionen auf einem Niveau, dass langfristig gerade in unserem Umweltszenario nicht annähernd angemessen ist.

Einige Investoren in unseren Zertifikaten haben uns gefragt, wie wir die Zukunft vor dem Hintergrund der aktuellen Horrormeldungen und der extrem pessimistischen Erwartungen für 2009 sehen. Wir sind verhalten positiv. Wir denken, dass es allerdings realwirtschaftlich schwieriger kommen wird, als einige denken, dass aber durch Anpassung und aufgrund der Substanz die Auswirkungen auf die Wirtschaft überschätzt und auf den Verbraucher unterschätzt werden.

Letztlich lassen wir uns vom Markt selbst und von marktwirtschaftlichen Überlegungen leiten. Und es gibt eine Regel, die funktioniert. Es ist die einzige Regel, die funktioniert und sie funktioniert auch nur sehr langfristig. Aber sie funktioniert. Diese eine Regel ist, dass sich ganz langfristig alle den marktwirtschaftlichen Gegebenheiten anpassen müssen. Letztlich sind also Märkte gerecht. Sie vergüten Leistung fair. Nur eben nicht kurzfristig. Faire Vergütung bedeutet, dass der, der Risiken eingeht, diese bezahlt bekommt. Unternehmer bekommen unternehmerische Risiken bezahlt und Investoren ihre Investitionsrisiken.

Betrachten wir nun die letzten 10 Jahre, dann zeigt sich hier ein Mißverhältnis. Die Sparer waren die Gewinner und die Aktionäre die Verlierer. Die Arbeitnehmer waren die Gewinner und die Aktionäre haben weniger an Vermögen als 1998. Und wenn man gerade den US-Überkonsum betrachtet, dann waren Konsumenten diejenigen, die sich ohne Leistungen zu erbringen einen ungerechtfertigten Teil des volkswirtschaftlichen Kuchens einverleibt haben. Was wird nun die Zukunft bringen?

1980 war ich einer der wenigen, die in Deutschland Aktien kaufen wollten, denn mit denen hatte man gegenüber Bundesschatzbriefen etc. im Jahrzehnt zuvor schlechter verdient und riskant waren sie auch noch. Was folgte, ist bekannt: Die größten Gewinne für Aktionäre. Dann, nachdem jeder die gigantischen Gewinne in der Tech-Rallye gesehen hatte, wollten alle 1998 Aktien kaufen und haben überbezahlt. Es kam zu einem Crash, der die unqualifizierten Erwartungen hätte korrigieren müssen. Aber anstatt sich auf 1982 zurückzubedenken und sich zu überlegen, mit welchen volkswirtschaftlich sinnvollen Investitionen man nachhaltigen Nutzen schaffen kann, zogen es eine Reihe von "Investoren" vor jenes dumme Reise-nach-Jerusalem-Kredit-Spiel zu spielen und sich gegenseitig Gelder immer weiter zu verleihen, dessen Auswirkungen wir jetzt als Finanzkrise sehen.

Nun ist dieses Spiel zu Ende und gerade der Westen wird sich mit der Realität beschäftigen müssen:

1) Das Ende des kalten Krieges war kein Gewinn und schon gar nicht Nachweis einer Überlegenheit des Westen und schon gar nicht Grund für irgend eine verkorkste Friedendividende. Der kalte Krieg war ein Zustand, in dem ein paar alter ängstlicher Funktionäre ihre jeweiligen Völker in rückständigen Produktionsmethoden gefangen hielten mit der Konsequenz, dass diese nur einen Bruchteil ihres Potentials ausschöpfen konnten und im übrigen Billigleistungen/Billigprodukte an den Westen liefern mußten, weil ihren dummen Führern kein intelligentes Produktionssystem eingefallen war.

2) Nachdem der Westen Internet/Vernetzung, mobile Kommunikation, PC und Digitalisierung von Information im wesentlichen erfunden und dann erfolgreich vermarktet hatte, hat er ein Gefühl der technologischen Überlegenheit bekommen. Diese ist zwar (noch) gerechtfertigt, aber nicht in dem Umfang, dass die Faktor 10-Lohnunterschiede für viele Tätigkeiten langfristig gerechtfertigt werden können. Als Extremfall ist zu fragen, warum ein ungelernter Bauhilfsarbeiter in Shanghai für € 100/Monat eine 50 Stunde-Woche arbeiten muß und ein fauler Hartz IV-Empfänger ein € 700 Sozialgehalt in Deutschland beziehen kann und wie ein solches Wirtschaftssystem langfristig funktionieren soll?

3) Der zentraleuropäische Umverteilungssozialismus und die Überalterung der europäischen Gesellschaften sind eine massive Last, in einer globalen Wirtschaft ein solcher Wettbewerbsnachteil, dass sie die Unerfahrenheit und viele andere Probleme, die diese Gesellschaften haben, langfristig mindestens kompensieren. Damit ist die Lohnniveau-Differenz nach Abzug dieser Sozialeffekte nicht zu halten.

Mit einem Satz: Die Finanzkrise ist nicht die Ursache der aktuellen Wirtschaftsprobleme, sondern bestenfalls ein Indikator, vielleicht der Anlaß, der das Faß zum überlaufen gebracht hat. Aber die jetzt hochfliegenden Kredite waren nur der untaugliche Versuch, sich mit den zugrunde liegenden Problemen nicht auseinandersetzen zu müssen.

Die gerade beschriebenen Probleme des Jahres 2002, die nicht gelöst vielmehr durch Kreditaufnahmen, Überkonsum noch einige Jahre verdrängt wurden, sind die doppelt so großen Probleme des Jahres 2009. Auch wenn der eine oder andere Leser sich fragen wird, ob so viel Politik

eigentlich in einen Monatsreport eine Hedge Fund-Managers gehört: Die Antworten auf diese Fragen - und ob Antworten überhaupt versucht werden oder mit welcher nächsten Lebenslüge versucht wird das Unausweichliche aufzuhalten - werden die nächsten Jahre dominieren, oder sollten dies eigentlich. Aber sie sind nicht politisch opportun und so wird der Markt auch dieses Problem lösen müssen. Als die ersten Nachrichten über die 700 Mrd-US-Bankenrettung aufkamen, kamen die ersten deutlicheren Fragen aus China, ob denn die USA überhaupt je vorhätten ihre Schulden zu bedienen. Für viele EU-Staaten kann man dieselbe Frage stellen und damit stellt sich dann die viel größere Frage: Kommt es zu einem Run raus aus den Staatsanleihen? Gerade der Ölpreis hat gezeigt wie schnell sich die Marktmeinung drehen kann.

Momentan wird jedenfalls wieder mit noch mehr Krediten versucht - wie sich die demokratische Führung des Senats, Frau Pelosi ausdrückte - den Schmerz für die amerikanischen Bürger zu lindern.

Wir werden unseres Erachtens nach jetzt einige Jahre mit Überrenditen sehen (müssen) für aktives unternehmerisches Handeln. Der Markt wird sich durchsetzen. Und der Markt zahlt momentan Traumrenditen für Unternehmer, weil viele Wettbewerber zu uns (Banken, PE-Fonds etc.) reihenweise ausgeschieden sind. Wer aktuell noch neu investieren kann, kann häufig den Preis (die Rendite) bestimmen. Und dies wird sich so schnell nicht ändern. Gebrannter Banker scheut nicht nur den Risikokredit. Er hat auch einfach das Geld gar nicht um mitzubieten, da die Eigenkapitaldecken der Banken so massiv beschädigt wurden.

Die Banken werden weiter versuchen sich mit "sicherheitsbetonten Investments" in den schon beschriebenen Staatsanleihen-Deals zu sanieren, was aber unsererseits deshalb nicht funktionieren wird, weil Staatsanleihen momentan wie das renommierte Wallstreet Journal richtig ausführt Russisches Roulette mit 5 Kugeln sind. In genau einem Fall, nämlich dem einer Depression mit massiver Deflation, kann ein Investor hier noch Gewinn erwarten. In allen anderen Fällen wird es zu massiven Wertverlusten kommen, die die aktuellen Mini-Zinsen um ein Mehrfaches überbieten werden und damit wieder mal zu negativer Rendite.

Black+White

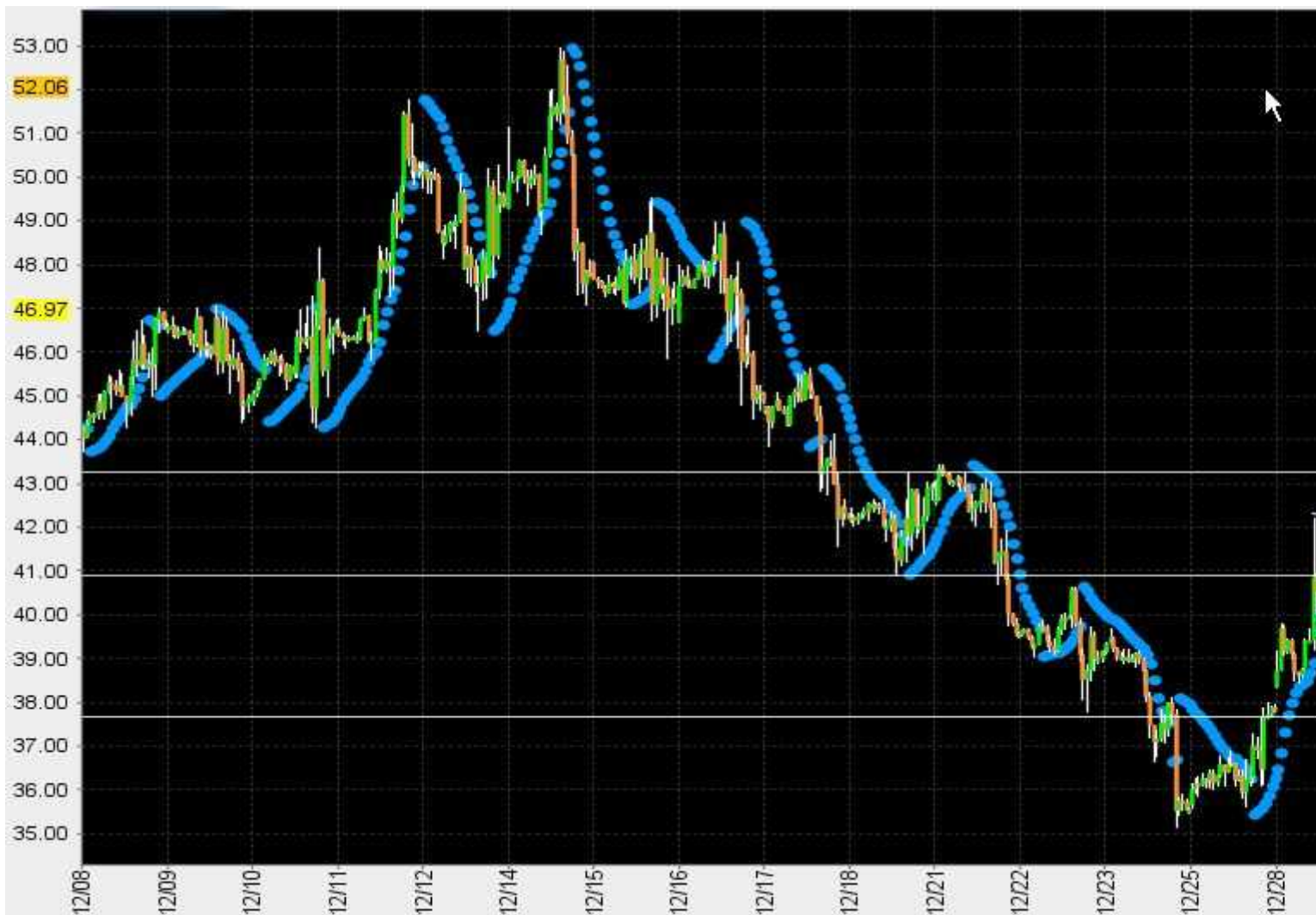
Wir bleiben bei unserem Grundansatz das wirtschaftlich intelligente zu tun. Wenn uns Anleger Öl mit USD 35 um die Ohren haun, dann kaufen wir es, weil es langfristig nicht unter USD 60 zu produzieren ist. Wenn sie uns Aktien zur Hälfte ihres Buchwertes anbieten und es sich um langfristig sinnvolle und ertragsreiche Geschäfte handelt, dann kaufen wir, denn, was man nur zum Doppelten herstellen kann und was heute mit der Hälfte notiert, muß steigen. Wenn sinnvolle Unternehmen 15-20% für Kredite ausgeben wollen und mit einer guten Wahrscheinlichkeit können, dann lassen wir die anderen gerne zu 2% Geld zum Staat oder zur Bank tragen und sich einbilden, das wäre intelligent weil "sicher".

Wir sind ganz grob vereinfacht Contrarian-Investoren. Jedenfalls mit dem Teil des Kapitals, der nicht marktneutral investiert ist. Wir gehen gegen Trends, die wir für massiv unsinnig halten.

November war mit dem Crash-Tief im SP 500 bei 730 Punkten bzw. DAX 4000 hier noch ein Problemmonat.

Wir wollen aber bei solchen ausgezeichneten Chancen investiert sein. Allerdings verfügen wir über keine Glaskugel, die uns die Anwandlungen unserer Mitmenschen sicher prognostizieren lässt. Wenn die Herde der Börsianer in hirnloser Stampede in die eine oder andere Richtung rennt, dann gibt es zwei Strategien. Man wartet, bis diese sich ausgetobt hat, erschöpft zusammen bricht, und dann wieder in die Gegenrichtung marschiert. Das Problem ist hier nur: Wann wissen wir angesichts der Massivität der aktuellen Kursbewegungen dies? Die Antwort, wenn man obige Charts betrachtet, ist leider nicht so einfach. Zwei klar sichtbare Punkte bieten sich z.B. beim S&P 500 an: Das Obama-Wahlhoch von Anfang November bei knapp über tausend Punkten und der Abbruchbereich von Anfang Oktober 2008 bei 1200 Punkten. Beides zeitlich recht nahe und signifikante Kurspunkte, die nur einen gigantischen

Fehler haben: Wenn dies aktuell eine Bärenmarkt-Rallye ist, dann wären dies die Punkte, wo wir eigentlich eher schon wieder neutral sein wollen und ein kurzes Überschreiten dieser Marken könnte sich als Bullenfall erweisen und für Käufer auf diesem Niveau danach schlimme Verluste bringen. Noch viel schlimmer: Wenn man 1000/730 teilt, dann kommt man auf schon annähernd 50% Kursgewinn, den man auslassen müßte, bis man einsteigen könnte. Nur um dann Opfer einer möglichen Abwärtsbewegung zu werden, weil es doch nur eine Korrektur und nicht der Beginn eines neuen Aufwärtstrends war. Dazu muß man auch die Schnelligkeit der aktuellen Kursbewegungen berücksichtigen. Der nachfolgende Chart ist ein Rohöl-30-Minuten-Chart. Hier wird schnell klar, warum Milliardärs-Investoren wie Charlie Munger, die rechte Hand von Warren Buffett antizyklisch wie wir auch kaufen. Betrachten wir nur das Kursgeschehen am 31.12. Öl begann den Handel um USD 39 herum und fiel dann deutlich bis auf USD 37, nur um dann innerhalb 2! Stunden auf knapp USD 46 anzusteigen. Über 25% Preisveränderung bei Rohöl innerhalb 2 Stunden!



In dem aktuellen Umfeld in dem wir sind, wo sich auch der Dollar mal eben 16% in einer Woche (von 1,27 auf 1,47) bewegt, kann man nur antizyklisch den Finger in den Markt hineinhalten und versuchen einigermaßen das Tief zu antizipieren. Und wenn es das nicht war, dann muß man eben 20% tiefer noch mal nachkaufen. Die optimalen Einstiegspunkte existieren nur für Stunden höchstens Tage. Die Bewegungen nach dem Tief sind aber von einer derartigen Brutalität, dass man entweder unten kauft oder eben 30% höher und dann ist es nicht mehr so lukrativ.



In der aktuellen Situation hilft trendfolgende technische Analyse insofern so nicht weiter. Es kommt zu keinen ruhigen Bodenbildungen bei denen man langsam erkennen kann, dass ein Boden gebildet wird. Es kommt zu dauernden V-Spitzen. Und da muß man versuchen die Spitze nach unten einigermaßen zu treffen.

Vom Mittelfrist-Szenario gibt es jetzt einige Fortsetzungsvarianten. Vielleicht ist die aktuelle Situation so etwas, wie das, was 1930 passiert ist, eine massive Gegenbewegung (damals mit 100% Kursanstieg) in einem massiven Bärenmarkt. Wenn dies 1930 ist, dann muß man jetzt antizyklisch dabei sein und in der nachfolgenden Rallye schmeissen, bevor es zu neuen Tiefsständen kommt. Der massive Unterschied zu 1930 ist die massive Gelddruckerei der Zentralbanken. Dies spricht eher für eine Stagflationsphase. Dann kommt es zu mehrjährigen wilden Schwankungen. Auch dann muß man jetzt kaufen und zwar antizyklisch. Das haben wir getan. Das tun wir immer noch. Da die Märkte zunächst noch steigende Zinsen aufwiesen hat Black+White per Ende November noch einmal verloren. Im Verhältnis zu dem Desaster, dass immerhin noch einmal 2,5% Zinsanstieg und wie gezeigt 10% Kursverluste bei Anleihen und einiges mehr bei den High Yield - Aktien mit sich brachte, sind die -3,2% Monatsverlust ein gutes Ergebnis.

Wir haben das Tief nicht ganz optimal getroffen. Heute ist dies schon wieder Schnee von gestern. Gerade die letzten 72 Stunden waren sehr lukrativ. Während ich dies hier schreibe ist der 30-Minuten-Öl-Chart schon wieder durch einen weiteren Öl-Kursanstieg auf USD 49 überholt und unsere verschiedenen Energiebeteiligungen reagieren auf die 5% Ölanstieg alleine am heutigen Tag auch noch überproportional.

Dasselbe - auch dies eine Abartigkeit der aktuellen Situation - gilt für den gesamten Kreditbereich. Normalerweise sollte der fallende Ölpreis wegen rückläufiger Inflation zu fallenden Zinsen und Entspannung an der Zinsfront geführt haben. Hat er nicht. Statt dessen kollabierten Zinstitel in unschönem Gleichklang mit dem gesamten Rohstoffsegment. Da letztlich alles eine Frage der Liquidität war, folgt jetzt aber auch die Entspannung im High Yield-Bereich der Rohstoffe.

Für den November hieß dies etwa bei unseren Emerging Markets Distressed - Hedge Fonds noch einmal deutlich rote Zahlen. Im PIPE-Bereich waren unsere Unternehmensfinanzierungen etwas unterdurchschnittlich aber dennoch stabil mit einer Jahresrate von 15% positiv. Einzig unser abgesicherter MicroCap-Fonds konnten mit + 7% deutlich positive Ergebnisse erzielen.

Energiebeteiligungen waren rund -8% und auch unsere Kredit-Engagements im mittleren Unternehmensbereich waren bedingt durch den gezeigten Zinsanstieg deutlich negativ.

Für Dezember liegen uns noch keine Ergebnisse vor, aber wir gehen dennoch rein von der Tendenz von einem positiven Monat aus, weil eigentlich alle Strategien einen deutlichen Dreh erlebt haben, der sich in den Jahreswechsel noch verstärkt fortgesetzt hat. Wir sehen uns sehr gut positioniert und in den richtigen Segmenten. Die aktuellen Renditen sind hoch:

Energiebeteiligungen mit bis zu 25% p.a. Dividendenrendite.

Mittelständische Unternehmensfinanzierungen mit 15% Rendite.

Absatzzwischenfinanzierungen mit 20% p.a. Rendite.

Durch die allgemeine Panik im Kreditbereich wurden die Zinssätze für alle diese Aktivitäten auf nie dagewesene Höchststände getrieben. Allein eine kleinere Verschiebung hin zu historischen Mittelwerten wird deutliche Gewinne bringen. Zusätzlich zu den laufenden Renditen.

Allokation Vola+Value

Vola+Value hängt weniger an den fundamentalen Relationen von Aktien oder Zinssätzen zueinander wie etwa Black+White und mehr der Frage, ob bei einer spezifischen Aktie oder einer Gruppe von Aktien ein Maximum der Übertreibung nach unten erreicht ist. Vola+Value schreibt im Crash typisch sehr teure Optionen und kann dann schon ziemlich zeitnah sehr deutliche positive Effekte aus diesen realisieren.

In diesem Crash waren die Kursbewegungen die größten innerhalb der letzten 75 Jahr und sind wie oben gezeigt immer noch extrem. Aus diesem Grund hatten wir die Positionsgrößen deutlich reduziert, die einzige Maßnahme um extreme Verluste zu vermeiden. Dies hat recht gut funktioniert. Wir mußten nicht, wie andere Volatilitäts-Schreibprogramme, in den Crash-Tiefs Positionen auch noch liquidieren, sondern konnten sogar noch zukaufen. Trotz noch im Monatsvergleich deutlich gefallener Aktienkurse konnte Vola+Value ein leichtes Plus erwirtschaften.

Wir erzielten zwar Kursverluste durch die negativen Aktienbewegungen. Die Optionsprämien waren aber so extrem, dass dennoch ein Plus übrig blieb.

Die nie dagewesenen Werte von 80 in der Volatilität verminderten zwar zunächst den Portfoliowert. Der Zeitwertverfall und ein geringerer Rückgang auf Werte um 65 führten dann aber bereits zu der Erholung, die sich dann im Dezember und dann Januar massiv weiter fortsetzte. Wir haben daher nach aller Wahrscheinlichkeit mit der Entwicklung im November auch den Dreh der Strategie gesehen.



Dezember wird weitere 2-3% Wertanstieg bringen und auch für das neue Jahr sind wir sehr positiv gestimmt. Wir haben immer darauf hingewiesen, dass die ideale Zeit für Vola+Value in der Spätphase des Crash anbrechen wird. Erleben wir nun eine hochvolatile Zeit in der die Marktteilnehmer nicht wissen, auf welche Richtung sie setzen sollen - und dafür spricht einiges - dann ist der beste Ansatz eben genau auf nichts zu setzen und Aktien nur ganz unten in der Schwankungszone über die Optionen zu kaufen und ganz oben zu verkaufen. Dies ist genau das Prinzip von Vola+Value. Extrema im Kursverlauf ermitteln und dann antizyklisch Optionspositionen dagegen zu verkaufen.

Viele Einzelaktien weisen immer noch Volatilitäten um die 100 auf und damit Werte, die langfristig nicht so bleiben können, wenn die Aktien seitwärts laufen sollten, aber andererseits uns hochlukrative Schreibmöglichkeiten bieten. Bevor aber nicht die Immobilien- und Konsum-Blase in den USA abgearbeitet ist - und dies wird wohl einige Jahre dauern - kann es nicht zu massiver wirtschaftlicher Erholung kommen und fehlt damit ein Grund für starke Trends. Es wird daher wohl genau auf diese Seitwärtsbewegung hinauslaufen müssen, bei der der Markt ein neues tragfähiges Niveau für den jeweiligen Aktienwert ermittelt.

Wir sehen insofern für 2009 hochlukrative Gewinnmöglichkeiten für Vola+Value im Seitwärtsmarkt.

5.1.2009 Straush