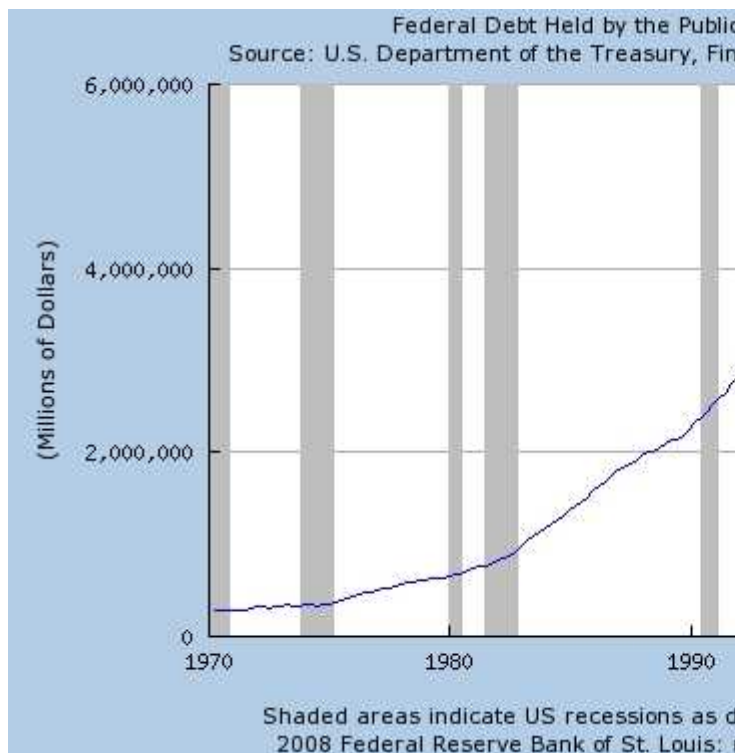
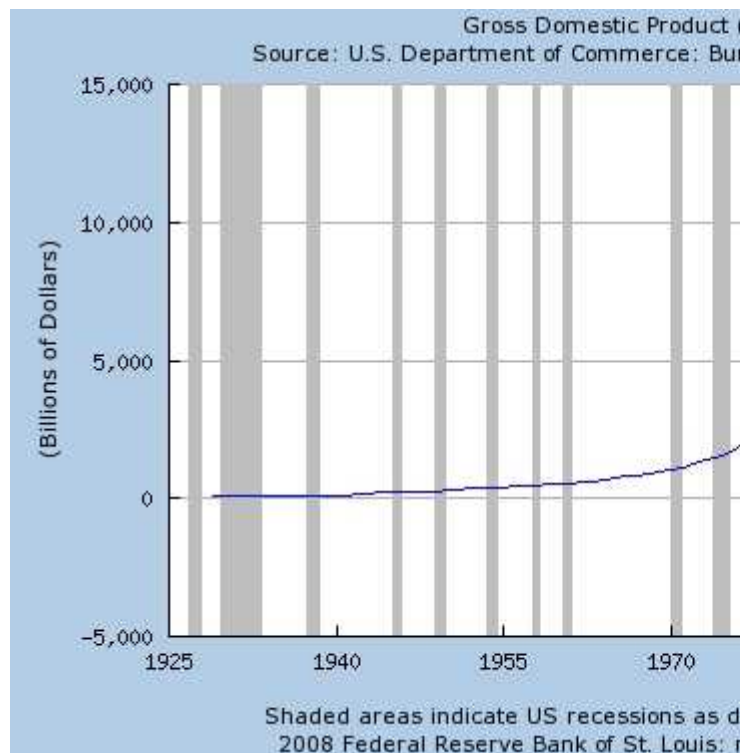


Manager-Report Oktober 2008: Jahrhundertchance nach Apokalypse now: Abgesicherte Rohstoff-, Infrastruktur- und Staatskonsum-Investments

Seit wir mit unseren kritischen Reports zur Verschuldung der USA im Jahr 2006 die Krise prognostiziert haben, haben wir gerade in den letzten Monats-Reports uns detailliert einiger banktechnischer Details angenommen und uns mit den Konsequenzen für Teilmärkte beschäftigt (etwa: Subprime, ABS, Hypotheken). Mit diesen Mikrobetrachtungen haben wir aufzuzeigen versucht, wie die einzelnen "Brände" entstanden, welche Dimensionen sie haben (werden) und welche "Löschmaßnahmen" ergriffen wurden. Dies waren Betrachtungen äußerst relevanter Faktoren auf der Mikroebene, den Entscheidungen einzelner Menschen speziell in Banken, die man kennen muß, um die Entwicklung des Problems zu verstehen und beurteilen zu können, welche Maßnahmen ergriffen wurden und ob diese ihr Ziel erreichen würden. In den letzten Wochen ist die Krise eskaliert. Statt dass durch die Wahl von Barrack Obama und durch die Maßnahmen der US-Zentralbank und des US-Finanzministeriums eine Beruhigung eintrat, kam es innerhalb von nicht einmal zwei Wochen zum größten Ausverkauf aller Zeiten und beispiellosen Kursverlusten.

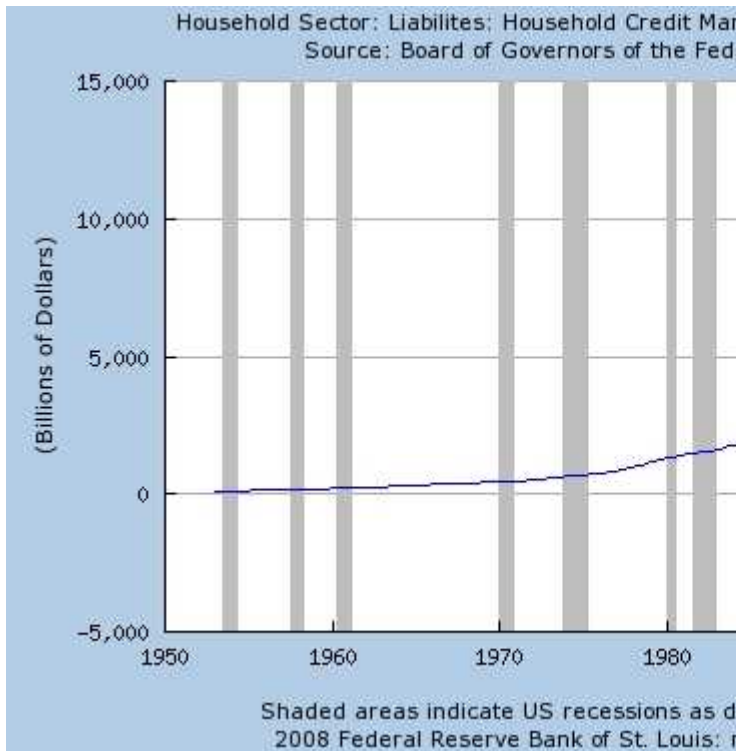
Bevor wir die Situation wieder im Detail betrachten, ist es hier notwendig zunächst wieder auf den 10000m-Blick umzuschalten und noch einmal den einen und eigentlich einzigen Kernpunkt der Krise zu betrachten, die Vermögensillusion der Amerikaner.



Das Bruttosozialprodukt der USA hat sich von 1985 rund 4000 Milliarden auf 10000 Milliarden im Jahr 2000 verzweieinhalbfacht. Dies war gutes Wachstum, das Ergebnis der massiven Produktivitätszuwächse aufgrund der vielen neuen

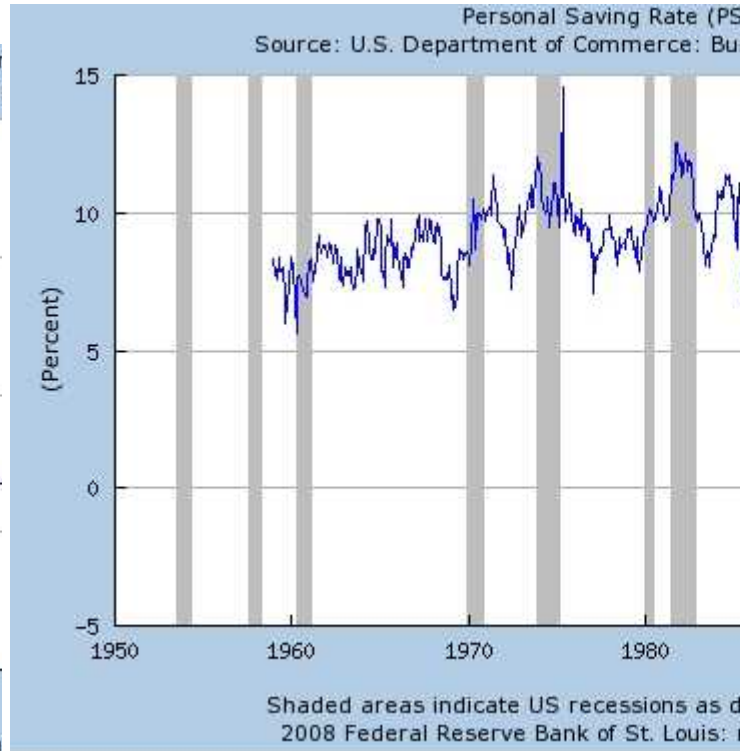
Angeschoben wurde dies unter Reagan durch Zurücknahme der Steuerquote bei gehaltenem Staatshaushalt und damit zunächst massiven neuen Staatsschulden, die dann aber unter Clinton aus den Produktivitätsgewinnen zurückgeführt

technischen Innovationen (Digitalisierung von Informationen, PC, Mobilkommunikation und Internet). In dieser Zeit haben die Amerikaner durch neue Technologien mehr produziert als in den Vorperioden und dies dann auch konsumiert.



In den letzten 8 Jahren wurde das BSP zwar auch noch gesteigert, aber der 40%-Zuwachs auf aktuell rund 14000 Milliarden ist primär konsumtiv gewesen, das Ergebnis einer Zunahme der Privatverschuldung um 7000 Milliarden, einer Verdoppelung seit dem Jahr 2000 und einem ebenso massiven Anstieg der Staatsverschuldung von 3500 auf 6000 Milliarden. 9500 Milliarden neue Schulden haben nur einen 4000 Milliarden Anstieg des BSP bewirkt, wobei die Nachhaltigkeit dieses Anstieges noch bezweifelt werden muß, da eine der Hauptursachen dieses privaten Konsums der Ankauf eines neuen (teureren?) Hauses war. Und diese Häuser wurden bekanntlich zu teuer gekauft und fallen jetzt massiv im Wert. Nicht nur stellen sie keine Produktionsmittel dar mit denen man jetzt mehr leisten und die Schulden abbauen kann. Sie sind durch die Wertminderungen voll konsumtiv.

wurden. Es wurde also zunächst auf Pump gelebt aber gleichzeitig massiv in Produktivität investiert, die Leistungsfähigkeit erhöht. Letztlich wurde die Staatsverschuldung von 1500 auf 3500 Milliarden in diesem Zeitraum erhöht und die Verschuldung der Haushalte um 4500 Milliarden und mit diesem einmaligen Gesamtaufwand von $2000 + 4500 = 6500$ Milliarden das Bruttosozialprodukt nachhaltig um über 6000 Milliarden und zwar pro Jahr! erhöht.



Statt das investiert wurde mit dem Ziel einer höheren dauerhaften durch Produktivität getriebenen Leistungssteigerung, haben die amerikanischen Haushalte mit im Ausland gepumpten Geld, einen immer weiter steigenden Konsum finanziert und teilweise (2005) sogar netto entspart, das heisst Sparguthaben aufgelöst und verkonsumiert. Sie haben nicht wenigstens auch investiert um damit durch spätere Mehrleistung diesen Schuldenanstieg abtragen, die Schulden bedienen zu können, sondern Kredit im Ausland aufgenommen um damit Produkte im Ausland zu kaufen, die dort produziert wurden, und damit konsumiert ohne etwas für den Mehrkonsum zu leisten.

Bedingt durch die Finanzkrise ist allerdings in den letzten Monaten eine Rückkehr zu sparsamerem Verhalten festzustellen. Ein guter Teil der Steuerschecks im Frühling wurde gespart und auch ansonsten siegt aktuell ein konservativeres Ausgabeverhalten, wird mehr gespart, etwa wieder auf dem Niveau der End 90er.

Die Krise hat insofern ihre reinigenden Wirkungen schon vollbracht. Die US-Haushalte hatten die Illusion, weil ihre Häuser im Preis stiegen und ihre Aktien mehr wert wurden, wären sie reicher und könnten sich noch etwas mehr leisten, mehr konsumieren. Dies war jedoch ein klassisches Kettenbriefspiel. Es geht nur so lange gut, wie man neue dumme Mitspieler findet, die noch bereit sind einen Einsatz zu bringen. Als die letzten Subprime-Schuldner ihre Häuser gekauft und damit scheinbar eine Wertvermehrung für alle und den Betreibern dieser Transaktionen einen weiteren Profit ermöglicht hatte, zu Ende. Und dieses Spiel war natürlich auch zu Ende, als der letzte dumme institutionelle Anleger in Europa oder Asien begriffen hatte, dass er das Geld für den Ankauf dieses Hauses nicht einem potenten Mitglied der führenden und letzten verbliebenen Supermacht sondern einer Bande von Blendern gegeben hatte und nicht etwa eine sinnvolle Investition sondern ein überteuertes (und teilweise auch noch qualitativ schlechtes) Konsumgut finanzierte für dass es eigentlich angesichts dessen, was alle Amerikaner und speziell die, deren Konsum er finanzierte, leisteten, keine (nachhaltige) Nachfrage geben durfte. Mit dem, was seit 2007 passiert ist, sind die Weichen schon richtig gestellt. Die US-Haushalte konsumieren weniger auf Kredit und sparen wieder mehr.

Politisch ging es nun darum Härten bei der Abwicklung dieser Fehlentwicklungen abzufedern und dort, wo staatliche Eingriffe in den Markt erfolgt waren - etwa durch die staatlich gesponserten Hypothekenvertriefer Fannie und Freddy - schnell Klarheit zu schaffen, Sicherheit zu geben und das fehlerhafte System still abzuwickeln soweit nötig. Die Probleme hätten verdeckt werden müssen (wo wie es China mit seinen überschuldeten Banken Anfang dieses Jahrtausends gemacht hat). Die Liquiditätsversorgung des Systems hätte sichergestellt werden müssen (wozu man diese natürlich erst einmal qualifiziert hätte ermitteln müssen). Stützung der Banken. Stützung des Immobilienmarktes über eine Auffanggesellschaft. Umfunktionierung der gescheiterten Immobilienkäufer zu Mietern mit Rückkaufsoption und damit Verhinderung der Friktionen und Kapitalverluste aus der Insolvenz. Aber die Tatsache, dass mehr als ein Jahr nach Bekanntwerden der Krise sich der amerikanische Finanzminister mit einem 2-Seiter vor den Kongress stellt um mal eben 700 Milliarden für den Ankauf problembehafteter Kredite zu fordern, die, nachdem man diese Bewilligung dann wundersamer Weise nach einer Nacht-und-Nebel-Aktion aufgrund eines umfangreichen Gesetzeswerkes erhalten hatte, dazu benutzt wird, keine einzige Anleihe, sondern für 250 Milliarden Beteiligungen an Banken anzukaufen um diesen so die Liquidität zu geben, zeigt den gesamten Dilletantismus des Krisenmanagements.

Das Hick-Hack um die Fragen, welche Liquiditäten wann zur Verfügung gestellt würden und ob überhaupt führte zu weiteren massiven Marktverwerfungen, die alles, was wir je gesehen haben weit in den Schatten stellte und zur Self-Fulfilling-Prophecy wurde: Weil die Marktschwankungen so extrem waren, mußte Liquidität um jeden Preis geschaffen werden, was wiederum über Verkäufe zu noch heftigeren Marktschwankungen führte. Statt das wir es mit einem geordneten Rückzug zu tun haben, war das, was sich in den letzten Wochen an den Märkten abspielte eher mit Szenen eines unwirklichen Kriegsschauplatzes wie im Film Apocalypse now vergleichbar. Wir haben völlig hirnloses von reiner Panik getriebenes Verhalten gesehen, dass dann selbst intelligent agierende Marktteilnehmer einfach aufgrund der Massivität der Kursschwankungen dazu zwang Positionen zu absurdesten Preisen zu verkaufen.

Von einem Kursniveau von 1265 Punkten im S&P 500 noch im September 2008 brach der Index zunächst auf 839 Punkte zusammen. Die nachfolgende Erholung auf 1044 wurde mit einer nochmaligen Test bei 845 bestätigt und es kam zu einer Erholung bis zur Obama-Wahl auf 1007 Punkte. Ein 26%-Verlust in gerade mal 12 Tagen danach stellte jedoch alles in den Schatten, was man üblicherweise bei einem Crash zu erwarten hat. Andererseits sorgt es jedoch auch für Sicherheit. Erstens sind nämlich aufgrund dieses nochmaligen massiven Ausverkaufes auch die Marktteilnehmer aus dem Markt geworfen worden, die bei 840 noch gerade "überlebt" hatten. Zweitens wissen jetzt die Marktteilnehmer, dass es zu weiteren massiven Ausverkäufen kommen kann, haben sich hinsichtlich Positionsgröße und Stops darauf eingestellt, was die Folge hat, dass es wahrscheinlich gerade zu solchen nicht mehr kommen wird. Der Markt ist nach einem solchen Desaster typisch wirklich bereinigt. Es mag seltsam klingen, aber der sicherste Zeitpunkt für ein Aktieninvestment ist bekanntlich im Tiefpunkt des Crash, denn dieser Punkt wird bekanntlich so schnell nicht wieder unterschritten. Das Kursverlustrisiko beträgt damit dort 0%. Der letzte Ausverkauf war dabei übrigens das Ergebnis der Erklärung des amerikanischen Finanzministers Paulson, wonach das US Finanzministerium nun doch keine problembehafteten Kredite mehr ankaufen wollte und das Finanzsystem nach der Refinanzierung der Banken jetzt genügend Liquidität hätte. Wie Ken Rosen, Real Estate Hedge Fund Manager und Professor für Volkswirtschaft an der renommierten Universität von Berkeley es richtig bewertete, war dies "der dümmste Kommentar, der auf diesem Planeten zu diesem Thema abgegeben wurde". Nachdem dieses unqualifizierte Geschwafel den Markt zum nächsten Kollaps gebracht hatte und sich mit der Citibank die ehemalige Nr. 1 der US-Banken öffentlich zum Verkauf gestellt hatte, da sie den bilanziellen Streß nicht mehr verkraften konnte, und damit ein Sturm drohte gegenüber dem der Lehman-Konkurs ein laues Lüftchen gewesen wäre, folgte nur eine Woche später wieder eine Wende mit einer Erklärung für 309



Milliarden der Citibank gerade stehen zu wollen und diese nur noch mit den ersten 29 Milliarden an Verlusten zu belassen. Der aktuelle Auszug des US Finanzministeriums weist denn auch schon 491 Milliarden an Hope-Bonds (Hoffungs-Anleihen) als Aktiva aus.

Das bei dem so öffentlich zur Schau gestellten Ausmaß extremer Inkompetenz der Politik die Unsicherheit der Marktteilnehmer extreme Formen annimmt, ist nicht verwunderlich. So hat der Volatilitätsindex an der Chicagoer Börse infolge dieser Ereignisse noch einmal den Wert von 80 erreicht, eine absurde Annahme an die zukünftige Schwankungsbreite der Aktien, insbesondere nach unten. Der VIX gibt bekanntlich die Schwankungsbreite auf Jahressicht an in der sich die Kurse mit rund 66% Wahrscheinlichkeit aufhalten werden. Mit rund 66% Wahrscheinlichkeit würden sich damit die Kurse ein Jahr in der Zukunft innerhalb von +/- 80% um den aktuellen Kurs bewegen. Nun ist dies eigentlich keine gewagte Prognose. Viel interessanter ist jedoch der Umkehrschluß. Mit 33% müssten nämlich dann die Kurse um noch mehr als 80% fallen bzw. über mehr als das 1,8 fache des aktuellen Kurses steigen.

Und entsprechend diesem Risiko sind die Optionen, die Versicherungsprämien gegen fallende bzw. steigende Kurse bewertet.

Wir haben mit den Ereignissen der letzten Woche ein noch nie dagewesenes Extremum erreicht, maximale Furcht bei allertiefsten Kursen. Und dies ist? Die beste Einstiegsmöglichkeit seit langer Zeit und für wahrscheinlich sehr sehr lange Zeit. Besser kann es kaum noch werden. Aufgrund der extremen Optionsprämien sind nun optimale Zeiten für Optionsschreibestrategien, wie sie unser Vola+Value-Programm einsetzt. Fast risikolose Einstiegsmöglichkeiten bei vielen Aktien. Selbstverständlich kann es theoretisch noch einen weiteren Anlauf auf noch tiefere Kurse auch in 2009 geben. Nur verlieren kann man dabei bei intelligentem Optionseinsatz nichts mehr.



Dazu ein paar Beispiele: Das China wächst ist bekannt und Wachstum benötigt Strom. Der wird -man kann es mögen oder nicht - in China hauptsächlich aus Kohle produziert. China hat gerade für 2009 ein gigantisches Staatsausgabeprogramm angekündigt und will damit die Wirtschaft in Schwung halten. Mehr Wachstum = Mehr Kohle(einsatz). Ein bekannter Kohleförderer ist Yanzhou Coal. Die Aktie der Gesellschaft stand im September noch bei 16. Im Oktober und November fiel sie dann auf 4. An den Gewinnen wird sich nicht so viel ändern, denn der Strombedarf wird nicht schrumpfen und das Unternehmen ist hochprofitabel. Wichtiger noch in der heutigen Zeit: Die Gesellschaft verfügt über Cash. Rund USD 3,20/Aktie auf aktueller Basis. Dazu kommt nun noch der Gewinn des laufenden Jahres von USD 0,50 bei schlechten Prognoseannahmen. Und nun betrachten wir einmal die Optionen. April 2009-Puts konnten wir mit USD 1,65 in der Spitze verkaufen. Unser Einstiegspreis liegt damit bei USD 5 - USD 1,65 also USD 3,35 und damit unter Cashbestand+Jahresgewinn. Das heisst: Sollten wir tatsächlich die Aktie angeliefert bekommen, dann erhalten wir die Firma umsonst. Die Kohlegruben, das erst jetzt im Oktober erworbene Elektrizitätswerk und noch ein paar Cents oben drauf. Und nur für einen Teil des Cashbestandes müssen wir dann Cash (Kaufpreiszahlung für die Aktie) hinlegen. Dies ein Beispiel für die Art von Transaktionen, die wir aktuell abschließen (können).



An diesem Beispiel zeigt sich auch schön die Wirkung der von uns eingesetzten Optionsstrategien. Man kann sicher bei inzwischen schon wieder gestiegenen Kursen um die USD 5,- darüber diskutieren, ob die Aktie nicht wieder auf USD 4,- zurückfallen könnte. Dagegen sprechen zwar viele gute Gründe, insbesondere dass die Aktie beim Tief des SP 500 am 21. November, das deutlich tiefer lag als die Anfang- und Ende-Oktober-Tiefststände, keine neuen Tiefststände gemacht hat (relative Stärke gegen Index). Durch den dann noch einmal tieferen Einstiegskurs über die Option würde aber selbst ein Kurs von USD 3,80 oder selbst USD 3,50 noch nicht

zu einem besseren Einstieg gegenüber dem Kauf über die Option führen. Wer also hier bis Mitte 2009 im Festgeld überwintern will in der Erwartung, dass sich bis dahin die Lage geklärt hat, und dass dann alles "sicherer" ist, macht einen großen Fehler: Er verpasst relativ sichere 33% Gewinn schon bis April! Wer jetzt das "Risiko" in einem doch "oh so gefährlichen" Markt Optionen zu verkaufen eingeht, kann sich dagegen kaum noch irren und Verluste machen. Und mit Verlaub die Alternative Festgeld bei irgend einer Bank anzulegen und dann darauf zu vertrauen dass diese Bank keine Probleme bekommt beziehungsweise die wunderbaren "Garantien", mit denen Frau Merkel das Stimmvolk beruhigt hat, im Zweifel greifen und man dann seine "sicheren" 2%-3% nach Steuern bekommt, ist hier wohl keine diskussionsfähige Alternative.

Letztlich sind die Kursverwerfungen bei solchen durchaus als Blue Chips in den Emerging Marktes zu bezeichnenden Aktien wie Yangzhou Coal die Folge einer Tendenz der Marktteilnehmer sich in blinder Panik aus jedem auch nur denkbaren Risiko zu entfernen, wobei dies noch eine beschönigende Bewertung ist. Denn das Risiko gibt es schon höchst wahrscheinlich überhaupt nicht. Schon gar nicht mit den katastrophalen Folgen, die mit den aktuellen Preisen impliziert werden. und sollte tatsächlich die Welt untergehen, was die aktuellen Preise unterstellen, dann ist Cash eine dumme Alternative, denn dann wird Cash auch nichts mehr wert sein.

Im Bereich der Anleihen aus Entwicklungsländern war der Verkaufsdruck trotzdem so stark, dass die Verluste die gesamte Performance der letzten 5 1/2 Jahre, also sowohl Zinseinnahmen als auch Kurssteigerung dieser Anleihen, zunichte machten.

Nun gibt es an der New Yorker Börse sogenannte Closed End Funds, Fonds bei denen die Anteile nicht täglich zurückgegeben werden können, sondern gehalten werden müssen, unter anderem auch mit Anlageschwerpunkt Staatsanleihen aus den Emerging Markets. Die Verkaufswelle hat hier dazu geführt, dass eine Reihe dieser Fonds





50% Wertverlust seit August zu verzeichnen hatten. Statt dass ein solcher Fonds von 170 auf 120 entsprechend der Entwicklung der Anleihen gefallen ist, notiert er etwa bei 90. Ein Fonds einer Tochter der Deutschen Bank wirft als Konsequenz dieser absurden Bewegungen jetzt 17% Dividende zahlbar quartalsmäßig ab. Sichere 17% Dividende. 30% Kursgewinn, wenn der Kurs des Fonds nur wieder auf den inneren Wert steigt und dann auch noch die Chance weitere 50% zu verdienen, wenn wieder einmal einigermaßen normale Verhältnisse die Zinsen betreffend einkehren, sind die Eckpunkte dieser Anlagechance. Dies addiert sich zu 100% Gewinnchance bei einem Fonds, der schwerpunktmäßig aus Staatsanleihen besteht. Das ist sehr selten und das gibt es nur jetzt und wahrscheinlich nicht mehr lange.

Letztlich gibt es ein beherrschendes Thema: Im Rahmen der anfangs geschilderten Kreditpyramide haben die Banken viel zu viel Kredit an auch zahlungsunfähige Schuldner vergeben, müssen jetzt um jeden Preis Geld beschaffen, und verkaufen alles, was irgendwie geht. Deren Verkäufe haben die Preise für alles und jedes massiv gedrückt. Momentum-Trader und panik-getriebene Anleger sowie zwangsliquidierende Fonds schlagen auch noch auf den Markt ein und einige wenige wirkliche Investoren wie wir stehen ganz unten bereit und nehmen auf. Und da es auf dem einen Markt die Traumkonditionen gibt, muß es sie auf dem anderen auch geben. Mit dieser seltsamen Logik wird der aktuell existierende Zustand geschaffen, dass nämlich im schönen Gleichschritt alles viel zu billig ist.

Die Ultra-Traumchancen gibt es dabei zunächst bei allem, was den klassischen Bankkrediten ähnlich ist, denn das sind die Titel, die typisch von denselben Bankabteilungen (und fast ausschließlich von diesen) gehalten werden, die die Kreditprobleme haben. Hier ist es für die Banken am bittersten, denn es fehlen nennenswerte Käufer von außerhalb der Bankenwelt, die diese Positionen abnehmen könnten. Die eine Bank muß also an die andere verkaufen, die im Zweifel schon fast wieder auch zuviel



solcher Probleme hat und sich schon über die Probleme der anderen im klaren ist und deshalb nur Konditionen im absurden Bereich offeriert.

Dies gilt natürlich zuerst für die direkte Alternative zu einer Kreditvergabe, also Schuldverschreibungen und Anleihen. Dann kommt man als nächstes zu all jenen Titeln, die einen möglichst konstanten Zahlungsfluß produzieren. Sowohl strukturierte Produkte als auch der Bereich der Trusts und Limited Partnerships. Letztlich der gesamte Income-orientierte Sektor. Die dortigen Titel sind eine Alternative zu normalen Bankkrediten und weil sie nun mal liquide sind (die in der Zwangsvollstreckung gegen Kunden befindlichen Problemkredite dagegen nicht oder nur zu Preise annähernd null) bleibt nichts anderes übrig, als eben diese konstante Einkommen produzierenden Wertpapiere zu verkaufen.

Als Beispiel hier einmal mit Provident ein kanadischer Energie-Trust. Die Gesellschaft verfügt über eine Vielzahl von Öl- und Gasquellen in Kanada, daneben Tanklager und Pipelines sowie Aufbereitungsfazilitäten. Hier zeigt sich die Absurdität der aktuellen Preise: 2006 war der Ölpreis genauso hoch wie heute. Allerdings stand der Provident-Kurse damals eben doppelt so hoch. Ein Szenario, dass man durchweg bei allen Trusts findet. Die Gewinnsituation hat sich nicht groß verändert. Nur der Kurs hat sich halbiert und statt 10% Dividendenrendite werden jetzt eben 20% geboten.

Dies zeigt eigentlich am besten das Ausmaß der Kreditklemme und die Traumchance für jeden, der hier einspringt. 20% Rendite aus Öl und Gas langfristig sichern (werden monatlich gezahlt) und die Chance wahren, dass bei einer Normalisierung des Marktes noch mal 100% extra als Kursgewinn oben drauf kommen, lautet hier die Devise.

Das interessante an diesen Trusts: Die Energiepreise sind abgesichert, dass heisst das zukünftig produzierte Öl und Gas ist bereits über Termingeschäfte per Liefertermin in der Zukunft verkauft. Provident ist dabei nicht die beste Gesellschaft. Zwar setzt Provident Absicherungsgeschäfte ein, aber zu kurzfristig. Die Gesellschaft hat die Produktion für 2008 zu 100% und für 2009 zu einem großen Teil verkauft. Es bleibt hier natürlich ein Preis-Risiko für die Jahre danach. Es gibt jedoch eine ganze Reihe von Gesellschaften, die ihre Verkaufspreise für die nächsten 5 Jahre festgeschrieben haben. Unsere

Favoritengesellschaft wirft eine Dividendenrendite von 30% ab, ebenfalls ausschließlich aus Öl und Gas in Nordamerika und hat die Preise bis 2013 abgesichert. 2011, 12 und 13 dabei zu den Höchstkursen im Sommer. Nicht nur ist die Bezahlung der Dividende von aktuell 30% p.a. kein Problem, vielmehr durch den aktuellen Cash Flow zu 130% gedeckt. In den Worten des CEO dieser Gesellschaft im letzten Conference Call: "Wir können bis 2012 die Dividende jedes Jahr kontinuierlich anheben." Dass die Gesellschaft dies auch tun wird, dafür spricht die Tatsache, dass das Management zu deutlich höheren Kursen als aktuell sich mit einem zweistelligen Millionenbetrag an der Gesellschaft beteiligt hat. 5 Jahre 30% Dividende führen zu einem vollen Kapitalrückfluß schon im dritten Jahr, 50% Gesamtrendite schon aus Dividendeneinnahmen innerhalb dieser 5 Jahre. Die Gesellschaft, deren Ölquellen dann noch eine weitere Lebensdauer von 15+X Jahren haben gibt es kostenlos obendrauf, genauso wie die Chance auf 100-200% Kursgewinn, wenn die Marktteilnehmer ihre neurotische Einstellung zur Welt beenden und nur wieder bereit sind solche Gesellschaften mit 15% Rendite zu kaufen.

Unsere Gesellschaften haben Lagerstätten, die für die nächsten 20 Jahre eine entsprechende Produktion ermöglichen. Deshalb noch ein kleine Anmerkung zu den Langfristchancen, der langfristigen Entwicklung der Energiepreise.

Durch die Wirtschaftskrise sinkt aktuell der Ölpreis. Verbraucher sehen dies aktuell jeden Tag an der Tanksäule. Der Benzinpreis sinkt. Der Heizölpreis sinkt auch. Lange Wartezeiten für die Heizöllieferung. Von einem Höchststand bei \$ 150 ist Öl bis auf \$ 50 gefallen, eine Drittelung des Preises in gerade mal 4 Monaten. Während im Sommer noch von einer Energie-Krise geredet wurde, sieht es jetzt plötzlich so aus, als gäbe es sogar zuviel Öl.

Ganz kurzfristig betrachtet mag dies sogar stimmen. Ein paar Hausbesitzer tanken aufgrund Geldknappheit als Ergebnis der Finanzkrise vielleicht aktuell ein wenig weniger. Die Nachfrage fällt ein wenig und schon fallen die Preise. Für die heute heraus gepumpten Ölmengen besteht daher nur noch bei den aktuell deutlich gesunkenen Preisen ausreichende Nachfrage.

Dieses kurzfristige Überangebot verstellt jedoch den richtigen Blick auf die langfristige Nachfrage-/Angebotsrelation, wird diese im Ergebnis sogar verschärfen. Das heutige kurzfristige Überangebot ist gerade kein Indiz für ausreichendes Ölangebot auch morgen noch und darüber hinaus, sondern wird vielmehr zukünftig massive Versorgungsprobleme und massive Preissteigerungen verursachen.



Aktuell beträgt die weltweite Förderkapazität rund 88 Millionen Faß (Barrell) Öl/Tag. Aktuell werden weltweit rund 86 Millionen Barrel Öl jeden Tag gefördert und sind danach nicht mehr vorhanden. Ein Faß (Barrell) entspricht 159 Liter. Jeden Tag werden also rund 13 674 000 000 Liter Röhöl aus den bestehenden Vorkommen abgepumpt, verarbeitet und dann verbraucht. Jeden Tag. Das Problem dabei: Öl ist ein wasted asset, wie die Angelsachsen sagen. Öl kommt in Hohlräumen im Erdreich vor. Ein Vorkommen enthält eine bestimmte endliche Menge Öl. Ist diese gefördert, dann muß ein neues Vorkommen entwickelt werden. Die bestehenden, entdeckten und entwickelten Vorkommen reichen dabei durchaus noch ein paar Jahre aber eben nicht ewig.

Innerhalb der nächsten 20 Jahre werden die Hälfte aller aktuellen Vorkommen kein Öl mehr liefern können, weil sie leer gepumpt sind. Wir reden hier von Verlusten

bei einer ganzen Reihe von Ländern. Etwa wird Norwegen kein Öl mehr liefern können, da die Lagerstätten in der Nordsee dann ausgebeutet sind. Dasselbe gilt aber selbst für den Iran und die Vereinigten Arabischen Emirate.

Die Welt steht vor einem Verlust von 45 Millionen Barrell täglicher Förderung, rund der Hälfte von dem, was wir heute haben. Schlimmer: Die Nachfrage wird aufgrund Nachfrage der Entwicklungsländer deutlich weiter steigen. Aufgrund der aktuellen wirtschaftlichen Verwerfungen hat die IAE ihre Zukunftsprognosen zwar für 2020 auf 103 Millionen Barrell zurückgenommen. Dies sind aber immer noch **17 Millionen Barrell mehr als heute** zur Verfügung stehen. Geht man von diesen aufgrund der Finanzkrise reduzierten Nachfragezahlen aus, dann **müssen rund 60 Millionen Barrell innerhalb der nächsten 10 Jahre neu entwickelt werden.**

Das Problem: **USD 26 000 Milliarden wären dazu gemäß der IAE nötig. 1/4 aller Vermögenswerte auf diesem Planeten vor der Finanzkrise. Und knapp die Hälfte von dem, was nach den verschiedenen Kursverlusten noch vorhanden ist.**

Aufgrund der Kapitalknappheit aufgrund der Finanzkrise stehen diese Gelder nicht zur Verfügung. Schlimmer noch: Aufgrund der massiv gestiegenen Anforderungen an Kredite werden diese nicht vergeben. Am schlimmsten jedoch: Aufgrund der kurzfristig gefallen Preise haben alle Ölfirmen ihre Entwicklungsbudgets massiv zusammengestrichen, wollen also gar nicht mehr investieren. So hat etwa Canadian Oil Sands Trust, der größte Förderer von Öl in Kanada, sein Entwicklungsbudget für 2009 von 3 Milliarden auf wenige hundert Millionen zusammengestrichen. Von Vollgas auf quietschende Bremsen in vier Monaten das ist momentan die Entwicklung bei den Ölförderern weltweit, wenn es um Erschließung zukünftiger Vorkommen geht.



Verständlich, denn es gibt bei den neuen Ölvorkommen noch ein weiteres großes Problem: Die einfachen Fördermöglichkeiten sind eine Geschichte der Vergangenheit. Die klassischen Ölpumpen wie oben sind zwar natürlich noch im Einsatz. Schon heute heisst aber Erschließung großer Vorkommen Tagebau-Abbau und nachgeschaltete Verarbeitung in einer chemischen Fabrik oder Tiefseebohrung. Es gibt also noch (unerschlossenes) Öl in großen Mengen auch für die Zukunft. Allerdings keine billigen Produktionsmöglichkeiten mehr. Die heute schon produzierbare Menge an Rohöl aus den kanadischen Teersänden etwa entspricht dem Potential von Saudi-Arabien und

inklusive der mit heutiger Technologie noch nicht aber zukünftig wahrscheinlich förderbaren Mengen ergibt sich sogar die zehnfache Menge des Golf-Öls. Allerdings sind die Produktionskosten hier viel höher als im Sand in Nahost. 25-30 Dollar pro Barrell kostet die Produktion als Untergrenze. Einige Projekte sind auch nur bei einem Ölpreis von 80 Dollar wirtschaftlich sinnvoll. Und es geht dabei regelmäßig um Entscheidungen über hunderte von Millionen und Milliarden, die weder reversibel noch teilbar sind, denn man kann nur eine chemische Fabrik wie nebenstehend nur bauen oder eben nicht. 44% des kanadischen Öls kommt heute schon aus den Teersänden aus Alberta. Mit rund 1,2 Millionen Barrell ist dies auch heute schon ein wesentlicher Teil der Weltförderung. Viel wichtiger aber sind die Perspektiven. Auf 3 Millionen Barrell per 2020 und 5 Millionen per 2030 sollte die Produktion eigentlich steigen und damit einer der Stützpfeiler sein um den Angebotsausfall in den klassischen Lieferländern auszugleichen. Diese Steigerungen und damit eine Kompensation des Ausfalles stehen nun in den Sternen genauso wie Investitionen in die Tiefseeförderungen im Golf von Mexiko, vor Brasilien u.s.w. Kurz gesagt: Die Hälfte der heute produzierenden Quellen wird es in 20 Jahren nicht mehr geben da leergepumpt, und die neuen Vorkommen, die diese ersetzen können, sind zwar entdeckt, aber würden tausende von Milliarden an Entwicklungs-Investitionen benötigen, die aufgrund der Finanzkrise nicht mehr dargestellt werden können und wo aufgrund der mit der Krise verbundenen massiven Unsicherheiten niemand bereit ist das Investitionsrisiko zu tragen. Konsequenz: Der Countdown für die nächste Ölkrise hat schon begonnen. Je nach Ausmaß der Finanzkrise kann es ein paar Monate länger dauern bis die Nachfrage nicht mehr befriedigt werden kann. Aber einfach angesichts der Tatsache, dass die bestehenden Quellen leer laufen, ist klar, dass dieser Tag kommen wird und dass es sich nicht um Wunschdenken sondern eine absehbare Realität handelt.



Für Anleger ist daher klar: Man sollte sich bei den aktuell niedrigen Preisen nicht nur den Öltank füllen, sondern auch noch massiv in Öl- und Gasvorkommen investieren. Die IAE erwartet schon bis 2012 wieder eine Verdoppelung gegenüber dem aktuell sehr niedrigen Preisniveau und für 2020 USD 200-Öl.

Unsere abgesicherten Energieinvestments bieten daher die beste aller Welten. Aktuell hohe Dividenden aus den Terminverkäufen weit über aktuellem Preisniveau für die nächsten 3-5 Jahre und danach Teilnahme an der langfristig - Finanzkrise hin oder her - äußerst positiven erwarteten Preisentwicklung. Das angesichts der massiv ausgeweiteten Staatskredite, wo aktuell jeden Tag noch ein paar Milliarden für irgend eine problembehaftete Firma locker gemacht werden, nur Rohstoffe den Wert des Vermögens erhalten können, braucht wohl nicht betont zu werden.

Black+White

Black+White hat gut 5% im Oktober verloren. Seit Jahresanfang sind es rund 12%. Wir können noch nicht einmal sagen, dass wir es gerne anders hätten. Natürlich hätten wir gerne im Vorhinein gewußt, dass das Tief im amerikanischen Markt genau am 21. November auftreten würde. Leider verfügen wir nicht über magische Fähigkeiten und vor die Wahl gestellt 12% Verlust hinnehmen zu müssen um dann 20-30% jedes Jahr und das für mehr als die nächsten 10 Jahre zu verdienen oder mit einem Niedrigrendite-Umfeld wie Anfang 2007 weiterhin leben zu müssen, würden wir uns immer wieder für die erste Variante, die heutige Realität entscheiden. Es gibt nun mal das eine nicht ohne das andere. Der Preis für die aktuellen Traumchancen ist der Crash und dieser wäre nicht so massiv ausgefallen, wenn nicht fast alle massiv verloren hätten. Alt-Spekulant Kostolany brachte es auf den Punkt: "Börsengewinne sind Schmerzensgeld. Erst kommen die Schmerzen, dann das Geld." Wir haben mit unserem Einsatz von Hedge Fonds und dem Portfolio-Management nur 1/3-1/4 des Verlustes einer Aktienanlage erlitten, sind jetzt ganz unten dabei und wenn man die oben aufgeführten Gewinnchancen betrachtet, dann ist dies keine schlechte Ausgangssituation.

	Kurs 31.10.2007	Kurs 31.10.2008	% Diff
DAX	8019,22	4987,97	-37,8%
SP 500	1549,40	968,75	-37,5%
Black+White	17804,53	15508,19	-12,9%

Noch wichtiger ist vielleicht die Kurzfristbetrachtung für den Oktober, gerade weil wir jetzt im Crash massiver in die zusammengebrochenen Wachstumsmärkte wie Russland, China, Brasilien etc. gegangen sind und noch gehen werden und die uns in unseren weltweit diversifizierten Hedge-Strategien natürlich auch getroffen haben.

	Kurs 30.9.2008	Kurs 31.10.2008	% Diff
DAX	5831,02	4987,97	-14,46%
SP 500	1164,74	968,75	-16,83%
Russland RTS	1211,84	773,37	-36,20%
China Shanghai A	2408,88	1816,31	-24,60%
DJ BRIC 50 (Blue Chips aus Brasilien, Russland, Indien und China.	469,26	323,37	-31,10%
Black+White	16429,59	15508,19	-5,61%

Wir haben aufgrund unserer Hedges gerade mal 1/3 bis 1/6 der Abwärtsbewegung mitnehmen müssen und im Vergleich mit dem, was aktuell an Tagesschwankungen selbst an den etablierten westlichen Börsen quasi jeden Tag passiert, ist dies im Bereich dessen, was als kleinere Abweichung von einem idealen Hedge zu bezeichnen ist. Es ist bei Tagesschwankungen von 5-10% eben kaum möglich Punktländungen zu machen. Bei 50-80% Indexminus seit Jahresanfang je nach Aktienbörse haben wir aber den größten Teil des Jobs eines Hedge-Fonds-Managers erreicht, wesentliche Verluste zu vermeiden und können jetzt ganz unten hochlukrative Positionen aufnehmen.

Schon wenn die Kurse bis 30.6.2009 nur auf aktuellem Niveau verharren und die wahnsinnigen Unterbewertungen nicht korrigiert würden, sollten wir rein aufgrund der laufenden Einnahmen aus Zinsen - wir sind strikt Cash Flow positiv! -, Dividenden und Optionsprämien völlig ruhig und absehbar die Verluste dieses Jahres aufholen und neue Höchststände erreichen können. Für die Aktienbörsen ist dies dagegen wohl kaum möglich und mit den Mini-Zinsen im Festgeld-Bereich kann auch keine Portfolio-Reparatur erfolgen. Insofern ist unsere Strategie allen momentan verfügbaren Alternativen überlegen.

Pessimistische Anleger möchten wir auch darauf hinweisen, dass mit dem Tief des SP 500 von 737 Punkten die 47,5% Verlust-Marke jetzt im November erreicht wurde.



Dies im Gleichklang mit dem Merrill Lynch High Yield Index, den wir schon im letzten Report verwendet haben und der die Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen angibt. Hochzinsanleihen rentieren jetzt bereits **im Mittel** mit 25% p.a. und bieten damit gegenüber dem letzten Monatsreport noch einmal eine höhere Rendite und eine Mehrrendite von jetzt mehr als 20% p.a. über Staatstiteln. 20% Mehrrendite auf 3 Jahre bedeuten, dass innerhalb 3 Jahren mehr als 50% dieser Anleihen zu einem Totalverlust werden müssen. Passiert dies nicht, dann erzielt ein Investor sichere Zusatzzinsen. Werden etwa nur 25% zu einem Totalverlust, dann werden auf 75% des Portfolios 24%-Rendite (denn diese zahlen ja weiter) erzielt, eben jene 20% Mehrrendite gegenüber dem aktuellen Staatsanleihenniveau von 4%. 3 Jahre 20% auf 75% des Portfolios sind 45%, so dass nach dem Totalausfall von 25% immer noch 20% Mehrrendite gerechnet über die 3 Jahre übrig bleiben und damit rund das Dreifache gegenüber den aktuellen Staats- und Festgeldzinsen.

Da nun aber Anleihen nachrangig zum Eigenkapital und eigenkapitalersetzenden Titeln (etwa Vorzugsaktien) sind und damit typisch für diese Kapitalgattung es noch zu einem Insolvenzerlös kommt, müssen auch bei allerschrecklichsten Annahmen hier deutlich über 50% aller Unternehmen mit

Hochzinsanleihen pleite gehen, womit die hier vorliegende Übertreibung wohl ziemlich offensichtlich ist und schon gar nicht mehr begründbar, warum es noch absurder werden sollte.

Bei Black+White folgen wir insofern einem aktiven Halte-Ansatz. Wir sehen keinen Grund mehr auch nur noch darüber nachzudenken, ob man etwas verkaufen sollte. Solange die Rahmendaten so sind, wie sie sind (eine vorstellbare Depression eingeschlossen), gibt es kein Szenario mehr, unter dem ein Verkauf eine sinnvolle Option ist jedenfalls auf der Gesamtmarktebene. Das es immer noch sinnvoll sein kann einzelne Anleihen aufgrund drohenden Konkurses des Einzelunternehmens zu veräußern - auch mit theoretischen Renditen von 30 oder 40% - ist trivial. Nur die Gesamtannahme, der gesamte Markt würde so kollabieren, dass es irgendwie intelligent wäre zu aktuellen Kursen zu verkaufen, läßt sich durch keinerlei Überlegungen mehr stützen. Der Zinsaufschlag ist jetzt doppelt so hoch wie in der Rezession 2002. Schlimmer geht's halt nimmer und jeder, der jetzt verkauft, verliert an jedem (Handels-)Tag, den die Welt nicht untergeht, rund 1 Promille seines Vermögens (dadurch, dass er die 24% Rendite geteilt durch rund 220 Handelstage/Jahr nicht erhält und etwa im Cash ist). Über jedes Wochenende erzielt ein High Yield-Anleger schon 0,3%. Ein Festgeldanleger kann einen ganzen Monat darauf warten, dass er hier ähnliches erzielt und dabei beten, dass die Bank nicht pleite geht! Hier zeigt sich wiederum das Ausmaß der völligen Irrationalität der aktuellen Kurse.

Wir managen in der aktuellen Situation das Risiko dadurch, dass wir versuchen, dort wo es geht, mit Optionen Zusatzgewinne zu erzielen und damit die Ausschläge etwas zu dämpfen. Aber im Kern wollen wir in diesem Markt aktiv und investiert sein um auf einige der vielen Möglichkeiten breit gestreut die relativ sicheren 30% p.a. zu erzielen, die vielerorts geboten werden und um die Chance auf die weiteren 100% wahrzunehmen, wenn die Märkte zur Besinnung kommen.

Allokation Vola+Value

Mit derselben Grundeinstellung arbeiten wir bei Vola+Value. Wir sind jetzt am Beginn der Bodenbildungsphase. Die Panik ist extrem, fundamental nicht mehr zu rechtfertigen. Wir waren im Oktober zu früh. Aber wir sind nun einmal Contrarian-Investoren. Wir wollen ganz unten investiert sein. Warum? Weil nach jedem großen Crash im Mittel innerhalb 44 Tagen ein Drittel der Distanz bis zum nächsten markanten mittelfristigen bzw. langfristigen Hochpunkt durchlaufen wird.



A war das Intra-Day-Tief im Abwärtstrend 2000-2003. Selbst wenn wir noch nicht bei A wären, sondern etwa bei einer Zwischenspitze wie im Oktober 2002, dann wäre es doch besser aktuell investiert zu sein und gegebenenfalls den Weg nach A auszusitzen. Die Alternative ist nämlich beim Sprung über die 200-Tage-Linie (B) oder gar erst bei einer Bestätigung desselben (C) zu kaufen. Statt zu früh bei z.B. 2700 Punkten oder ideal irgendwo unter 2500 DAX-Punkten gekauft zu haben, läge der Einstieg dann bei 3300 oder noch schlimmer 3500 Punkten. Sicher auch dann waren noch 15-20% drin, aber eben keine 70-80% mehr wie von unten. Und ob wir in drei Jahren noch einmal dann einen Run wie den von der 4000 auf die 8000 sehen werden, darf wohl bezweifelt werden nach den Erfahrungen, die die Masse der Marktteilnehmer aktuell macht. Gerade wer mit uns eher von einer langsamen Erholung und einer L-förmigen Bodenbildung ausgeht, was angesichts der massiven realwirtschaftlichen Probleme gar nicht mehr anders denkbar ist, muß die Konsequenzen akzeptieren. Es wird eher weniger große Ausschläge geben und die Chancen spät in einer Bewegung aufzuspringen und dann noch zu gewinnen werden noch geringer sein, als bei den letzten beiden Bewegungen. Insofern ist es ein Muß zu versuchen den Markt optimal zu packen und falls es nicht der optimale Kurspunkt war, muß dann eben mit Trading und Optionsprämieinnahme dennoch versucht werden zu einem positiven Gesamtergebnis zu gelangen. Das dauert dann gegebenenfalls - einen scharfen Abwärtstrend unterstellt - ein paar Wochen noch länger, als wenn der Einstieg optimal gewesen wäre. Aber man ist dabei, wenn die Gegenbewegung einsetzt.

Wir müssen hier aktuell bei Anlegern das feststellen, was die Psychologen einen Tunnelblick nennen. Das Bewußtsein wird auf die vermeindliche Gefahr (Kursverluste) fokussiert und die wirkliche reale Gefahr (Verlust des günstigen Einstiegszeitpunktes) nicht gesehen, obwohl es viel wahrscheinlicher ist aktuell sein Vermögen dadurch zu schädigen, dass man nicht investiert ist, als dass man investiert ist. Wer investiert ist, liegt gegebenenfalls noch kurzfristig schief, aber bei qualifiziertem Vorgehen (Vereinnahmung von hohen Zinsen und Dividenden und Optionsprämien) ist es schon mittelfristig nicht mehr möglich zu verlieren.

Insofern ist es auch unseres Erachtens falsch, wenn Anleger die Chance wegwerfen, sich die Steuerfreiheit für die massiven zukünftigen Gewinne zu sichern, indem noch vor Jahreswechsel ein geeignetes Produkt (nähere Informationen beim Vertrieb) eingekauft wird. Richtig ist es jetzt längerfristig die Chancen und Risiken objektiv und unvoreingenommen abzuwägen und dabei nicht dem Gefühl sondern dem Großhirn zu folgen. Nach jedem Desaster ging es wieder aufwärts. Das war immer so und wird immer so sein. Die Menschheitsgeschichte ist eine Folge von Desastern und Katastrophen und trotzdem gibt es heute noch Menschen und es geht ihnen seltsamerweise auch noch besser als vor 20, 200 oder 2000 Jahren. Das einzige, was aktuell passiert ist, ist dass einige Menschen begreifen müssen, dass man nicht permanent auf Pump leben kann. Das ist ein notwendiger heilsamer Prozess aus dem eine verstärkte Wirtschaft hervorgehen wird. So funktioniert kreative Zerstörung. Dies ist nicht Teil eines Weltunterganges und gesichert nicht das Ende allen Wirtschaftens. Aktuell wird vielmehr die Basis für den nächsten Wirtschaftszyklus gelegt, für die nächsten Gewinne. Die Herausforderungen sind groß weltweit. Die oben genannten 26 000 Milliarden für Energieinvestitionen nur ein Beispiel. Es ist ja auch nicht so, dass hier absehbar nichts verdient wird. Im Gegenteil: Nachdem Massen von Marktteilnehmern verkauft und sich ins "sichere" Staatsgeld zurückgezogen haben, sind die Renditeaufschläge für unsichere Erträge so hoch wie nie. Endlich einmal werden Eigenkapital-Investoren wieder bezahlt und zwar mit deutlich zweistelligen Renditen. Es geht jetzt nicht darum davor wegzulaufen, sondern diese Chance als das zu begreifen was es ist, eine Jahrhundert-Chance.

28.11.2008 Straush