

Manager-Report Oktober 2014: Energiewerte-Crash, Sachwerte-Crash und Zinserhöhungsfantasie: Ausverkauf bietet Value-Chancen

Der Oktober 2014 war durch massive Ausschläge an den Börsen gekennzeichnet. Es kam zur Monatsmitte zu einem deutlichen Rücksetzer in allen Indizes auf den eine Erholung folgte. Massiv unter Druck kamen Energiewerte speziell aus dem Ölbereich. Aber auch Gold, Kupfer und eigentlich fast alle Rohstoffe kamen unter Druck. Für die sachwertorientierten Strategien der GAMAG bedeutete dies den ersten Rücksetzer seit langer Zeit.

Investment	Oktober 2014	% Oktober 2014	% seit Handelsstart
Black + White	20.660,27	-2,73%	633,41%
Vola + Value	14.028,97	-2,84%	66,96%

Bis zur Monatsmitte konzentrierten sich die Märkte auf die erwartet fehlenden Liquiditätsspritzen durch die US-Zentralbank aufgrund des Endes von QE3. Auf die starken Kursrückgänge reagierten dann die Zentralbanken der Eurozone und Japans mit Ankündigungen massiver Asset-Käufe und im November folgte dann die chinesische Zentralbank mit dem Versuch über die erste Senkung der Zentralbankzinsen nach einiger Zeit ebenfalls billigeres Geld zu schaffen. Grosse und massive Überraschung war die Entscheidung des staatlichen Japanischen Pensionsfonds von Anleihenkäufen auf je 25% Anlage in japanischen und ausländischen Aktien umzusteigen. Die Marktmanipulation durch die Zentralbanken und andere Staatsorgane erreicht neue Höhen!

Was aber nicht passiert, ist viele spannender: Die Emerging Markets bewegen sich per Saldo seit einem Jahr nicht vom Fleck weg. Dies nach einer schon bescheidenen Entwicklung seit mehreren Jahren. Dasselbe gilt nun 2014 für kleinere US-Aktien. Rohstoff-und Energiewerte werden geradezu abgeschlachtet. Wir haben keine Wirtschaftsexpansionsrallye sondern eine Sicherheitsrallye, deren Fokus sich von früher erstklassigen Staatsanleihen auf erstklassige Blue Chips in den westlichen Ökonomien verschoben hat.



Damit setzt sich eine problematische Entwicklung fort, die wir schon die ganze Zeit kritisiert haben. Nichts an der Rallye 2013 war das Ergebnis einer deutlichen Verbesserung der Wirtschaft. Nichts am Anstieg in 2014 ist massiven Verbesserungen der wirtschaftlichen Rahmendaten geschuldet. Wäre es so, dann müssten die Emerging Markets steigen. Es müssten Rohstoffwerte steigen. Es müssten die Zinsen steigen gerade auch für Staatsanleihen. Ein Anstiegsversuch in den Emerging Markets, der brutal abgewürgt wurde, ist die Realität.



US-Staatsanleihezinsen auf Niedrigsniveau und Höchstkurse für Staatsbonds sind weiterhin Fakt.



Implodierende Rohstoffwerte und dies gerade jüngst verstärkt im Öl, wo seit Juni jetzt schon rund 40% Kursminus aufgelaufen sind. Öl ist schon fast wieder auf dem Gedrückten Niveau von 2012 kurz nach der zweiten Finanzkrise. Eine wirtschaftliche Expansion sieht anders aus!



In einer Expansion profitieren die kleineren Aktien auch überproportional, da dann Geld für neue innovative Produkte lockerer sitzt. Was passiert? Ausverkauf zu einem deutlichen Jahresminus im Oktober und dann Erholung auf ein Jahres-Nullergebnis. Womit konnte man also bis jetzt in 2014

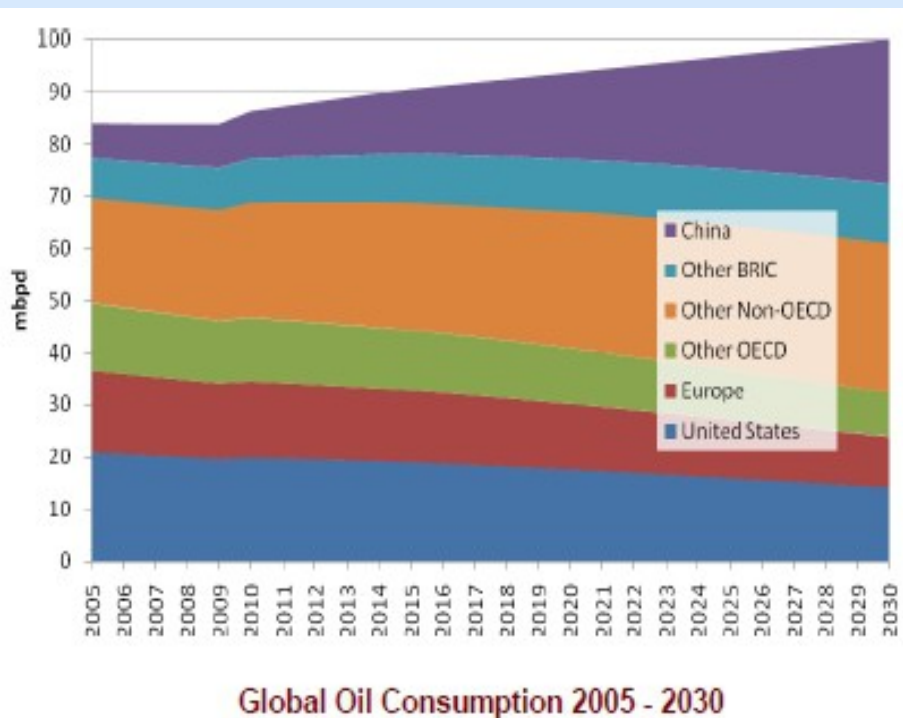
Geld verdienen? Mit Sicherheitsanlagen in den grössten Aktien weltweit. Es wurden und werden also die Kurse und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der aller sichersten Aktien ohne grosse Wachstumchancen nach oben gepusht.



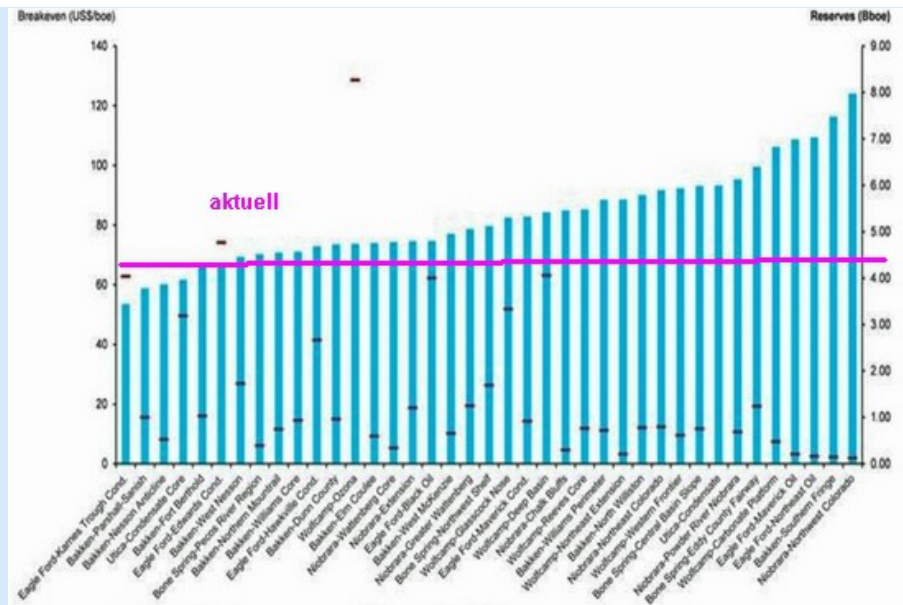
Die aktuelle Rallye ist eine höchst gefährliche. Sie ist angetrieben von einer Höherbewertung der Aktien, die von Anlegern noch als Gewinn stabil und damit als letzte Alternative zu den Staatsanleihen angesehen werden. Diese Rallye hat in vielen Aktien die Kurs-Gewinn-Multiplikatoren schon wieder über 20 gehoben. Die Eigenkapitalrendite beim aktuellen Kurs beträgt also nur noch 5% oder sogar darunter. Ein Investor, der in solche Aktien investiert, muss sicher sein, dass nie wieder etwas schief läuft. Denn bei einer solche hohen Bewertung kommt es sonst sofort zu einem massiven Absturz.

Nur hat dieser Planet eine unangenehme Eigenschaft: Es ist fast nichts sicher und Unternehmensgewinne sowieso nicht. Oktober 2014 war ein kleiner Vorgeschmack davon, was passieren kann, wenn sich die Stimmung dreht. Mit investieren im Sinne von Graham/Dodd, wo mit einer Sicherheitsmarge Aktien gekauft werden, hat all das, was heute passiert gesichert nichts zu tun. Sollte irgendetwas schief laufen, sind gerade aufgrund der nur noch niedrigen Bestände an Absicherungsoptionen massive Verluste problemlos möglich. Letztlich haben wir also generell ein High Risk-Low Return-Szenario vorliegen, kein Umfeld für Langfrist-Investoren in den westlichen Märkten. Was macht man nun in einem solchen Umfeld? Traden, das heisst im kurzfristigen Transaktionen den einen oder anderen Stich mitnehmen. Versuchen dort, wo durch aktuellen Verkaufsdruck Unterbewertungen zustande kommen, abgesichert über Optionsstrategien mit Discount werthaltige Aktien einkaufen. Denn das ist das absurde der aktuellen Situation: Energiewerte zum Beispiel werden reihen wiese mit KGVs unter 10 gehandelt, das heisst mit einem massiven Abschlag gegen Markt, teilweise weniger als der Hälfte. Dasselbe gilt für viele interessante Papiere aus den Emerging Markets.

Allokation Black + White



Wir sind dort aktiv, wo das Wachstum ist. Wir sind dort aktiv, wo die Bewertungen eine Unterbewertung erkennen lassen. Ein Sektor: Energie. Hier kommt es gerade zu einem Machtkampf zwischen den alten Ölmächten im Nahen Osten und jungen dynamischen Gesellschaften in den USA, die die neuen Techniken des Horizontal Drilling und Fracking benutzen um früher unrentable US-Lagerstätten für Öl und Gas zu erschliessen. Diese Techniken haben in den letzten Jahren massive Investitionen ausgelöst und mit einem Aufwand von rund 2500 Milliarden die USA von einem Land, welches rund 8 mbpd/Millionen Faß Öl/Tag) importierte zu einem Land, das daran denkt Öl zu exportieren, werden lassen, die US-Produktion auf über 10 mbpd ansteigen lassen.



Kurzfristig ist es hier zu einem Überinvestment gekommen. Beim aktuellen Ölpreis von 65 USD/Barrel rechnen sich nun in quasi allen diesen neuen Lagerstätten neue Bohrungen aber nicht mehr. Die Betriebskosten für schon gebohrte Löcher liegen mit USD 35-40 noch unter den aktuellen Marktpreisen. Hier wird also nur weniger verdient, als gedacht. Aber für aggressive weitere Bohrungen wird es eng mit gerade den Fremdmitteln von Banken. Dies gerade auch, weil schon 16% des gesamten Marktes für Hochzinsanleihen aus dem Energiebereich kommen. Hier existiert also schon massives Exposure von Banken und hier werden diese weniger geneigt sein noch weiter das Risiko zu erhöhen.

Folge: So schnell kann die Produktion nicht gestoppt werden. Auf die nächsten 6 Monate sehen wir den Ölpreis also weiter unter Druck. Aber es ist wie immer bei den Rohstoffen. Hohe Preise sind die Medizin für hohe Preise und umgekehrt. Die Bohrungen, die jetzt nicht stattfinden, fehlen als Ersatz für die Quellen, die leerlaufen, fehlen in 1,2,3 Jahren und darüber hinaus. Langfristig kann der Ölpreis nicht so niedrig bleiben wie aktuell, weil ohne massive Neubohrungen der ansteigende Bedarf nicht gedeckt werden kann und wenn heute nicht gebohrt wird, dann fehlt es morgen doppelt. Und das wird der Grund für den nächsten massiven Preisanstieg sein. Bis dahin erhalten wir attraktive Halterrenditen von 10% p.a. aus unseren Energiebeteiligungen.

Mit unseren dreifach-Hedges können wir den allergrößten Teil der aktuellen Abwärtsbewegungen ausgleichen und sicherstellen, dass wir ganz unten bei Öl und Gas investiert sind. Dies wird das grosse Investitionsthema für 2015 denken wir und dort behalten wir einen Schwerpunkt bei. Kurzfristig waren unsere Energieinvestitionen nicht profitabel. Aber dies wird sich im nächsten Jahr schon ändern.

Wir sehen auch nicht den massiven Zinsanstieg, den der Markt sieht. Wir sehen eine begrenzte Zinserhöhung um 2-3% im kurzfristigen Bereich gekoppelt mit einer 1%-igen im 10-20 Jahressegment bis 2017, also Zinsen von 2,5-3% am kurzen Ende und von 3-3,5% am langen. All dies animiert uns aber nicht dazu Zinsanlagen, die uns 10% Rendite bringen, zu verkaufen, die wir im Hochzinsbereich innehaben. Die Märkte überschätzen nach unserer Meinung das Maß an Zinssteigerungen, welches wirklich passieren wird. Solange Staatsanleihen weiterhin als sicherer Hafen gesucht sind,

kommt es nicht zu dem erwarteten Zinsanstieg. Letztlich sind die Märkte momentan nicht nett zu uns, aber wir haben den Plan und laufende Zinseinnahmen und Einnahmen aus Optionsprämien, die unseren Einstand jeden Tag weiter verbilligen. Auf diese Art und Weise sind wir schließlich ganz unten etwa im Ölbereich investiert. Warum verkaufen wir denn nicht Energiewerte und investieren wie die anderen in den Profiteuren des Ölpreisverfalls? Weil die Ölk Aktien schon zu weit gefallen sind und die Kurswechsel an den Ölmärkten brutal ausfallen. Wenn die Märkte dann drehen, wird es zu 10-15 USD Preisanstieg im ersten Schub kommen. So ist es historisch immer passiert. Wer also abwarten will, der muss dann 15 USD und höher sich wieder einkaufen. Dies ist nicht unsere Vorgehensweise. Wir kaufen lieber ganz unten, verbilligen über Optionen und sind so ganz ganz unten dabei (ggf. unter den tiefsten Kurse, die es je gab, durch den Optionseffekt). Wir sehen im aktuellen Ausverkauf der Rohstoffwerte die große Langfristchance sich noch einmal mit schlechtem Geld auf einem Planeten, dessen Bevölkerung noch wächst, jetzt, wo niemand mehr darüber spricht und niemand sie mehr haben will, Rohstoffe langfristig strategisch zu sichern. Es wird sich lohnen, gerade weil eine Reihe von Banken ihren Rohstoffhandel gerade teilweise einstellen. Solche Entscheidungen markieren häufig den Drehpunkt.

Allokation Vol + Value



Oktober sah eine Vola-Explosion und eine genauso scharfe Kontraktion danach. Aktuell sind die Optionspreise wieder auf Niedrigsniveau. Keine gute Zeit um Optionen zu verkaufen. Noch ein bisschen früh um Optionen zu kaufen aber der nächste Vol-Anstieg kommt bestimmt.

Die Manipulationen der Zentralbanken gehen weiter und nachdem Staatsfonds jetzt schon erklärt haben auch Aktien kaufen zu wollen, kam es zu einem massiven Anstieg der Preise für die weltgrößten Aktien. Die extremen Verzerrungen bei der Kursbildung gehen also weiter. Wir folgen dem nicht, sondern sehen zu, dass wir abgesichert dort investieren, wo 2014 nichts ging, in den Segmenten, die von

Wirtschaftswachstum profitieren.

Zusammenfassung:

1. Oktober 2014 war erste Rückgang seit langer Zeit für GAMAG-Black + White.
2. Unsere Handelsansätze haben sich im Energiewerte-Crash weiter bewährt. Oktober/November waren Monate mit massiven Verlusten bis über 50% bei einigen Energiewerten. Unsere Hedges haben dafür gesorgt, dass hier kaum etwas zu uns im Ergebnis durchdrang.
3. Nach dem Crash ist es am schönsten. Öl mag noch ein paar Punkte fallen. Langfristig kann es nicht auf dem aktuell zu niedrigen Niveau verharren, denn dies wird die Exploration zusammenbrechen lassen gerade in den USA aber auch was Tiefsee-Öl betrifft, alles Segmente, die stabile Ölpreise oberhalb der 80 benötigen um profitabel zu sein. Die Medizin gegen niedrige Ölpreise sind also niedrige Ölpreise. Wir kaufen hier sukzessive Öl- und Gasbestände hinzu und warten dann auf den Dreh.
4. Die Minuszinsen werden uns in Europa noch Jahre begleiten. Gute Chancen dennoch mit attraktiven Renditen ein Vermögen zu bilden bieten unsere Zinssatzstrategien und unsere antizyklische Vorgehensweise.
6. Dezember 2014 Straush