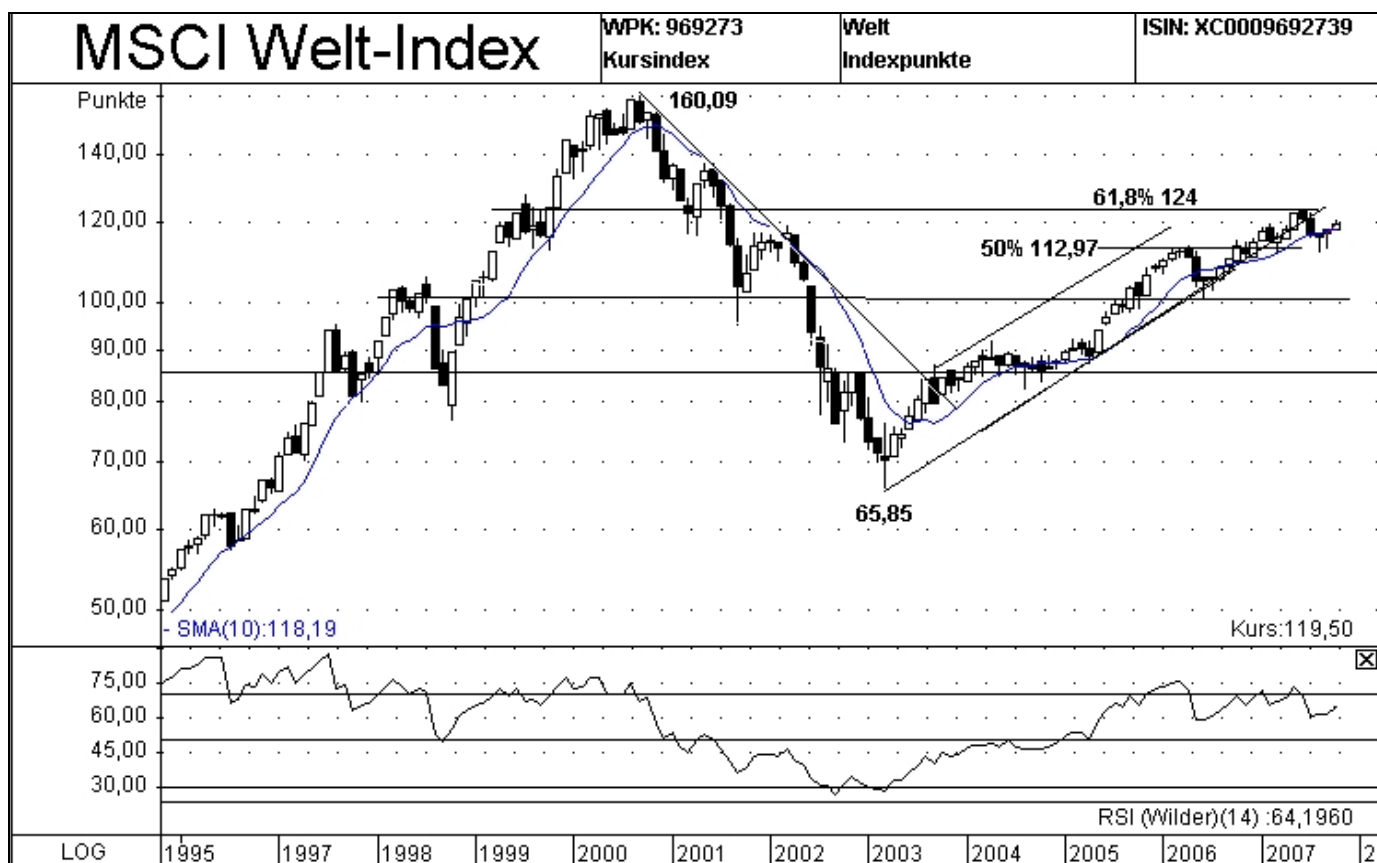


Manager Report September 2007: Erholungsrallye

Im August reagierte die amerikanische Zentralbank auf die Hypothekenkrise mit der ersten Zinssenkung und es war eine Zinssenkung um 1/2% und damit ein doch deutlicheres Signal. Die Märkte reagierten sofort mit einem massiven Kursanstieg. Dann war plötzlich September und das ist bekanntlich der Monat vor dem Oktober. Und Oktober ist bekanntlich der Monat, wo die traditionelle Herbststrallye oder Jahresend-Rallye beginnt, jene Phase von eigentlich immer steigenden Monaten in denen noch bis Sylvester Geld auf der Long-Seite verdient werden kann. Und nachdem es doch im August so stark gefallen war und nicht im September weiter fiel, würde es vielleicht bis Oktober gar nicht mehr fallen und man würde die Jahresendrallye verpassen. Mit einem Satz: Die Gier siegte wieder über die Angst und es wurde gekauft bis ... ja bis man dann Mitte Oktober feststellte, dass die Kurse wieder da waren, von wo der Abschwung im Juni/Juli eingesetzt hatte, und damit doch eigentlich dort, wo das letzte Mal oben war.

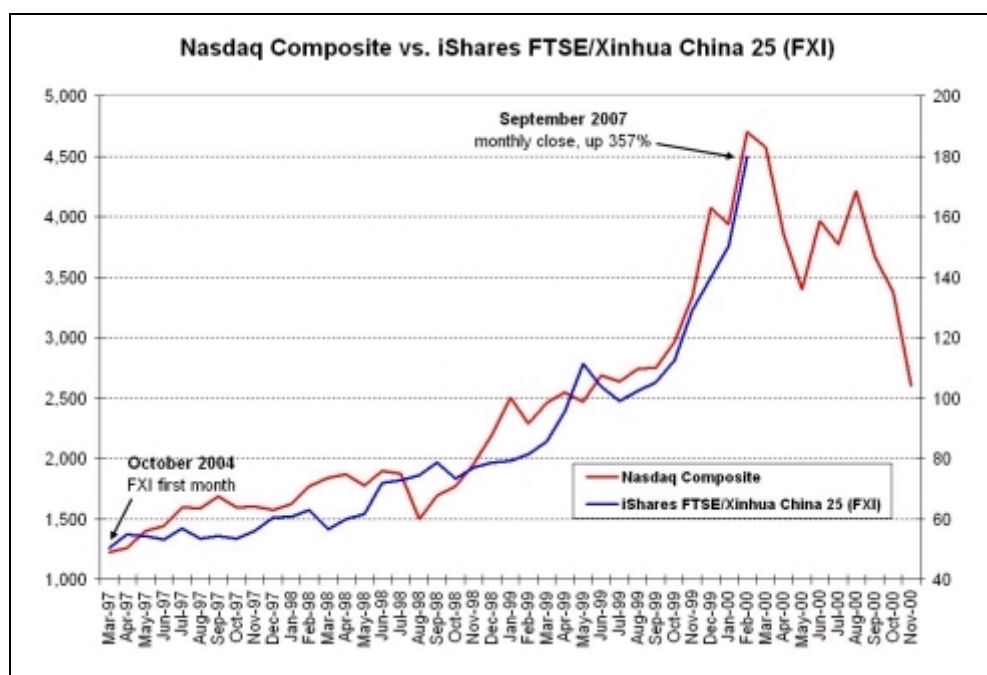


Dabei wurde wie immer natürlich zuerst und verstärkt das gekauft, was bereits davor gut gelaufen war und damit China, was dazu führte, dass nun dieser Markt endgültig in den Explosionsmove übergegangen ist. Bei aller Liebe für China: Warum ist es rational wenn der größte handelbare chinesischer Ölwert nämlich Petrochina von August bis Oktober um 100% steigt, während andere Öl-Multis nur 20-30% weltweit zulegen. Hat sich vielleicht die Zusammensetzung chinesischen Öls in diesen zwei Monaten markant geändert? Ist es vielleicht schwärzer geworden? Man verzeihe mir meinen Sarkasmus. Aber Petrochina ist nun einmal kein kleiner Explorer, der eine neue Ölquelle findet und dann plötzlich das Dreifache wert ist, sondern eine Firma in der 500-Milliarden-Dollar-

Marktkapitalisierungsgruppe und damit ziemlich gleich auf mit Exxon-Mobil. Nur sind 200 Mrd. davon das Ergebnis der letzten zwei Monate. Und der Grund? Nun alle wollten China kaufen...



... und Petrochina ist doch China und dass China-Aktien damit in den letzten 10 Jahren dieselbe Kursentwicklung hingelegt haben wie der NASDAQ von 1997-2007 interessiert ja keinen.



Könnte es sein, dass wir mit den aktuellen Tages-Schwankungen des FXI gerade das Top erreichen? Im Jahr 2000 habe ich aus dem Verlauf des japanischen Marktes von 1980-1990 den Verlauf des DAX und des NASDAQ von 2000-2003 prognostiziert und das hat wunderbar funktioniert

(DAX -70% von 2000-2003). Wie lautet doch ein bekannter chinesischer Fluch: Mögest Du in interessanten Zeiten leben!

Disclosure: Wir sind seit zwei Jahren in China gut über unsere Emerging Markets Fonds dabei und profitieren dabei gut von dieser Rallye. Wir stehen also nicht etwa frustriert an der Seitenlinie. Ich sehe aber hier ein deutliches Gefahrenpotential und insofern wird es vielleicht nichts mit der Jahresend-Rallye oder höchstens einer solchen bei Put-Optionen.

Tiefergehende weitere fundamentalanalytische Überlegungen können eigentlich unterbleiben: Die Hypothekenkrise ist noch nicht abgearbeitet und nach den ersten Erlösungs-Freuden darüber, das im August das ganz große Desaster ausgeblieben ist, gehen jetzt die Stimmungs-Indikatoren, wie Konsumentenvertrauen, wieder leicht zurück. Wir bleiben bei unserer Einschätzung einer massiven Abschwächung des Wachstums in den USA. Gleichzeitig wird aber über den Konsumdruck aus Fernost weiter die Inflation angeheizt. Das Stagflationsszenario der 70er-Jahre ist wieder/weiter da. Wir haben Zweifel, ob die amerikanische Zentralbank die Zinsen deshalb so schnell senken wird, wie jetzt von vielen Analysten erwartet.

Disclosure: Wir hatten im August entweder 0% oder - 0,5% erwartet, nicht die vom Markt erwarteten - 0,25%, da uns völlig klar war, dass nur ein als stark empfundenenes Zeichen den Marktverfall stoppen konnte. Die Zentralbank hat psychologisch richtig unserer Linie folgend auf -0,5% entschieden. Nur gibt es keinen Grund Konsumenten, die sowieso zu stark über Konsumentenkredite finanziert sind dies durch weitere Zinssenkungen weiter zu ermöglichen bzw. nötige Anpassungsprozesse weiter zu verschieben: Die Amerikaner müssen ihren Konsum eindämmen und ihre Handelsbilanz in die Überschuss-Situation bringen, wozu der aktuell schon ausreichend niedrige Dollarkurs ausreichende Exportmöglichkeiten bietet und Jahren negativer Zahlungsbilanz mal wieder solche positiver folgen lassen. Weiter sinkende US-Zinsen machen ein Halten von US-Vermögenswerten unattraktiver. Finden sich aufgrund nicht ausreichender Zinsdifferenz nicht genügend Anleger, die die überschüssigen Dollar in Form von US-Vermögenswerten halten wollen, werden Dollar verkauft, sinkt der Dollar weiter, was das Halten von US-Vermögenswerten weiter unattraktiv macht, und es wird eine Abwärtsspirale in gang gesetzt, die sich die USA bei der heutigen Verschuldungslage bereits nicht mehr leisten können.

Summa: Wir bleiben vorsichtig und beobachten insbesondere China mit Argusaugen.

Allokation Black+White-Portfolio

Wir bleiben vorsichtig alloziiert. Es ist nicht sicher, ob der Ausverkauf im August die Märkte bereits langfristig bereinigt hat beziehungsweise die aktuellen Bewertungen nicht schon wieder gestreht sind. Soweit wir von den Märkten abhängen, haben wir wieder Hedges aufgebaut. Wenn wir unsere Linie von 1-1,5% Gewinn/Monat fortsetzen können - und dafür sehen wir sehr gute Möglichkeiten - dann werden wir nach unserer Einschätzung die Aktienbörsen gut schlagen können. Wie gesagt: Wir stehen dort vor interessanten Zeiten.

Viel Freude machen uns weiterhin unsere PIPE-Fonds. Im Euro-MidCap-Bereich hatten wir ein wenig Pech mit dem Timing unseres Hedge. Im September mussten wir hier deutlich einzahlen (unsere von sinkenden Kursen profitierenden Absicherungen machten Verluste), während gleichzeitig eine Reihe von Aktien in unseren Fonds erst in der ersten Oktoberwoche liefen (es kam also nicht zu einem dem gegenüber stehenden Gewinn). Ergebnis: Per saldo kam es hier in der Kombination zu einem Verlust. In den ersten Oktobertagen dann das Gegenteil: Der Hedge blieb unverändert bzw. verlor nur noch leicht. Die nachlaufenden Aktien in unseren Fonds gewannen teilweise noch über 10%. Ergebnis: Ein großer Differenzgewinn. Das Ergebnis zur Monatsmitte ist insofern auch sehr erfreulich. Hier liegen wir schon wieder mehr als 1 % im plus und haben ein neues Allzeithoch im Black+White-Index erreicht.

Unsere Emerging-Markets-Positionen haben naturgemäß ebenfalls vom weiteren Kursanstieg profitiert. Nach rund 4% plus im September sind auch hier weitere 2% aufgelaufen. Um die

Monatsmitte haben wir den Hedge etwas verstärkt und damit Gewinne abgesichert. Durch den Dollarverfall nimmt unsere Liquidität weiter zu, so dass wir unsere Positionen weiter ausbauen und die Risiken noch breiter streuen können.

Black+White liegt 75% über dem Stand von Anfang 2000. Der DAX weiter ungefähr dort, wo er auch schon im Jahr 2000 war. Mit Aktieninvestments kann man sein Geld in kurzer Zeit verdoppeln und verdreifachen aber auch halbieren und dritteln. Nachdem sich die Aktienkurse von 2000-2003 gedrittelt haben und jetzt wieder verdreifacht, möchten wir nicht auf die nächste Verdreifachung setzen sondern bleiben konservativ und geben uns mit 15% Renditeerwartung zufrieden. Besser diese als die nächste Drittelung.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Wie erwartet haben wir gut verdient. Vola+Value stieg auf ein neues Allzeithoch bei 13731 Punkten, liegt per Monatsmitte bei der 13900er-Marke und als nächstes wird dann die 14000er-Marke fallen.

Wir hatten die Chance genutzt und gerade auch etwas längerfristige Optionen in den August-Schwankungen mit schönen hohen Volatilitäten zu verkaufen. Dies brachte uns schon im August ein positives Monatsergebnis. Wir werden jetzt bis Januar von diesen Effekten profitieren können. Aufgrund der China-Situation sind wir allerdings nicht bereit, größere offene Risiken einzugehen. Wir haben massive Long-Put-Positionen auf den FXI aufgebaut, die aktuell natürlich gut Geld kosten und einen Teil der Gewinne aufzehren, die wir in den anderen Märkten erzielen. Wir wollen aber auch hier gehedgt sein. Wenn es morgen anfängt dort zu knallen, werden Sie spätestens übermorgen wissen warum. Kursbewegungen verlaufen aufgrund des zunehmenden Computereinsatzes immer schneller. Wir müssen davor abgesichert sein.

Schöne neue Positionen konnten wir weiterhin im Pharma-Bereich und bei Goldminen eingehen. Hier werden weiterhin extreme Prämien bezahlt, die sich oft mangels gar nicht so extremer Kursentwicklung nach Testergebnissen von Medikamenten oder Bohrergebnissen von Fundstätten als zu teuer herausstellen. Schlecht für die Spekulanten. Gut für uns als Prämienverkäufer. Auch unsere Expertise im Technologie-Bereich führt uns immer wieder dazu auf die Aktien setzen zu können, die per saldo nichts tun.

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der guten Monatsergebnisse.

19.10.2007 Straush