

Manager-Report September 2010 und Ausblick Oktober 2010: Abgesichert weiter gewinnen

Mit den Monaten September und Oktober setzten unsere Handelsstrategien ihre Gewinnserien weiter fort. Die Durchschnittsrendite bezogen auf die letzten 12 Monate hat sich wieder etwas erhöht und bewegt sich weiter um die 15% p.a. nach allen Kosten.

Markt	September 2010	% September 2010	Oktober 2010	% Oktober 2010	letzte 12 Monate
Black + White	18702,20	+1,73%	19050,81	+1,86%	+15,96 %
Vola + Value	14073,09	+0,43%	14252,86	+1,27%	+13,84 %

G.A.M.A.G Black+White

Immer neue Höchststände trotz Börsenkrisen



In den letzten beiden Monaten haben die Aktienmärkte - in Erwartung des Geldsegens durch die US-Zentralbank wie im letzten Report beschrieben - ein wenig von ihrer katastrophalen Schlechterentwicklung der letzten Jahre aufgeholt.

Sowohl seit Jahresanfang wie auch in der relevanteren 3-Jahres-Rückschau haben die GAMAG-Strategien jedoch weiter erheblich bessere Ergebnisse erbracht, als Aktieninvestments. Beide Handelsprogramme haben ihre Stände von vor der Finanzkrise deutlich überschritten, während die Aktienmärkte immer noch mit teilweise mehr als -20% deutlich im Verlust stehen.

Abgesichert zu verdienen war historisch erfolgreicher als einfach nur in den Aktienmärkten investiert zu sein.

Dies galt insbesondere vor der Krise. Unten ist es durchaus ertragreicher das Risiko nicht abzusichern. Oben ist Absicherung ein Muß. Es macht einfach keinen Sinn ein Abwärtsrisiko von 60% einzugehen um ein paar Prozent zu gewinnen. Bekanntlich gelten nach Warren Buffet die beiden wichtigsten Regeln des Geldverdienens:

1. Keine Verluste machen. 2. Regel 1 nicht vergessen.

Die größten (und typisch auch schnellsten) Verluste macht man, wenn man oben voll investiert ist. Ob "oben" oben war, wissen wir immer erst im Nachhinein. Wir wissen aber, dass es immer wahrscheinlicher wird, dass wir oben sind, je weiter die Kurse steigen.



Daneben gibt es einige klare Warnzeichen. 1987 vor dem Crash stiegen etwa die Langfristzinsen deutlich an. Damals von 8% auf 10%.

Ein ähnliches Szenario hat sich in den letzten Tagen wieder entwickelt. Die Zinsen in den USA stiegen nach dem von uns schon im letzten Report angekündigten und letzte Woche verkündeten Quantitative Easing der FED - auf gut deutsch dem Drucken von Geld - massiv an. Das klarste Bild liefert dabei der mittelfristige 5-Jahres-Zins: Steigende Zinsen.

Die 5-Jahres-Zinsen sind dabei noch am Anfang der Bewegung. Der 30-Jahres-Bereich ist da schon weiter. Dort wurde schon wieder das Vorkriesenniveau erreicht. Der Zinsspread, der Abstand zwischen kurzfristigen Zinsen und dem langen Ende, erreicht damit aktuell noch nie gesehene historische Höchstwerte. Ende 2008 betrug der Spread 2,6%-1,4%=1,2%. Aktuell sind es fast 3%!



Was sagen uns die Märkte?

1. Für Geldmarkteinlagen gibt es eine negative Rendite, eine stark negative sogar. Bei 3% Inflation verliert ein Sparer genau diese 3%/Jahr, wenn er sich nichts besseres für sein Geld überlegt, als es ängstlich auf der Bank herumliegen zu lassen. 3% in 2009. 3% in 2010. 3% in 2011? Man kann mit ganz sicherer Geldanlage richtig viel Geld verlieren!
2. An dieser Situation wird sich auch mittelfristig nichts ändern, wie man an dem mittelfristigen Mini-Zins von 1,4% ablesen kann. Es wird also nicht nur morgen sondern in den nächsten Jahren Negativrenditen für Sparer geben. Abwarten macht keinen Sinn.
3. Eine Lösung für Sparer aus dieser Situation gibt es nicht. Die Märkte erwarten zwar einen Zinswiederanstieg aber erst gegen Ende des Jahrzehnts. Wer jetzt Anleihen kauft, wird gegebenenfalls dann aber starke Kursverluste erleiden.

Kurs-Verluste im 20-Jahres-Segment von über 9% in den letzten 4 Wochen geben hier einen Vorgeschmack. Die höheren längerfristigen Zinsen sehen auf den ersten Blick zwar interessant aus, können aber auch sehr teuer werden.

4. Zusammengefasst: Es gibt keine Möglichkeit mehr mit US-Staatsanleihen Geld zu verdienen, es sei denn, die Erholung bleibt aus, und die Langfristzinsen

bilden sich entgegen der Markterwartung wieder zurück.

Die Strategie der US-Zentralbank ist dabei klar. Das letzte Jahrzehnt war das Jahrzehnt der Sparer. Sparer haben auf Kosten der (Bank-)Aktionäre völlig unberechtigte Zinsen erhalten. Betrachtet man das inzwischen allbekannte Subprime-Spiel, bei dem Banken Gelder von Sparern gut verzinsten und die Gelder in Kredite an zahlungsschwache US-Immobilienbesitzer "investierten", dann war das Ergebnis (bis jetzt): Bankmanager haben überhöhte Provisionen und Boni erhalten. Sparer zu hohe Zinsen. Die US-Immobilienbesitzer Kredite für überbewertete Immobilien, die sie nicht zurückzahlen können und konnten. Wer hat die Zeche bezahlt? Die Bankaktionäre! Bank-Eigenkapital wurde in einem nie gesehenen Umfang durch die dummen Kreditvergaben vernichtet. Teilweise wurden die Eigenkapitalverluste durch Kapitalaufnahmen wieder aufgeholt. Es bleibt aber immer noch ein Mißverhältnis zwischen dem gestiegenen Sparvermögen und dem mangelhaften Eigenkapital und einige Finanzinstitute existieren aktuell nur deshalb weiter, weil die Staaten (und damit die Gesamtgesellschaft) für die Sparer geblutet hat und jetzt bei den schlimmsten Versager-Banken die Aktionärsstellung einnimmt. Es braucht rein technisch einige Jahre um hier wieder ein Gleichgewicht herzustellen. Die Erwartung des Marktes ist (an den Anleihenpreisen abzulesen): Die nächsten 5 Jahre gibt es weiterhin keine nennenswerte Verzinsung (5-Jahreszins bei 1,3% im Mittel). Dann - so erwartete der Markt - steigt der Zins für die nächsten 5 Jahre aber auf 4% im Mittel, was dann eine 10-Jahres-Durchschnittsrendite von 2,7% ergibt. Ganz langfristig sollen dann aber wieder 10-Jahreszinsen über 5% entstehen, denn nur so macht der 30-Jahres-Wert von über 4,26% Sinn.

Die Nullzins-Welt bleibt uns also noch einige Zeit erhalten.

Die Not der Anleger = Überliquidität bleibt damit auch erhalten und wird zunächst stärkere Rückgänge/Crashes verhindern.

Staatliche Eingriffe werden auch zunächst ein übriges tun. Wenn immer sich auch nur das kleinste Feuerchen zeigt, werden sofort ganze bürokratische Löschbrigaden losrennen um es zu stoppen. Wir sehen weltweit einen sich in allen Bereichen verstärkenden Regulierungs-Faschismus, den Versuch bürokratischer Einheiten in vielen Bereichen durch immer weitere Regelungen und Kontrollmaßnahmen behauptete Fehlentwicklungen zu verhindern. Dies wird letztlich nicht funktionieren! Bei den Forstarbeitern im Yellowstone-Nationalpark hat sich inzwischen herumgesprochen, dass es sehr dumm ist, gegen kleinere Waldfeuer vorzugehen. Diese haben eine wichtige Funktion. Sie brennen das Unterholz und Buschwerk ab. Die großen starken Baumstämme werden nicht wesentlich beeinträchtigt, wachsen weiter und aus der Asche sprießt neues Leben. Aber das tote Unterholz der letzten 2-3 Jahre ist dann abgebrannt. Wenn man diesen natürlichen Auslichtungsprozess verhindert, dann passiert das, was vor einigen Jahren dort passierte: Eine 20-50 Meter hohe Feuerwalze, die ganze Landstriche verwüstete und deren Übergreifen auf die Städte an der Westküste nur noch mit knapper Not verhindert werden konnte.

Bei den Massendemonstrationen um Stuttgart 21 zeigten sich schon jetzt die Grenzen polizeilicher Möglichkeiten. Wenn der deutsche Innenminister Herr de Maizière die Bevölkerung und damit jeden aufruft die Augen offen zu halten, weil die Sicherheitsorgane gar nicht in der Lage sind immer und überall Sicherheit zu leisten, jeden vor allem und jedem zu "schützen", dann ist dies ein lobenswertes Beispiel von Realitätssinn nur eben mutmaßlich nicht aus grundsätzlicher Überzeugung sondern auch als Feigenblatt um Kritik vorzubauen, wenn es dann nicht funktioniert hat. Und wie gut die Bürokratie funktioniert, zeigt nicht nur dieses Beispiel: Der Koffer aus Südwafrika, der eine Bombe enthalten sollte, war ein Testkoffer, der losgeschickt worden war um die Leute an den Flughäfen zu überprüfen (letztlich von der einen Aufsichtbehörde/Bürokratie) und die andere Bürokratie schickte daraufhin die GSG 9 los, um die Terroristen umzubringen, anstatt ein Email an den Leiter der Schicht auf dem Flughafen abzusenden mit den Worten: "Gut gemacht! Test bestanden!". Weil man es halt nicht wusste. Vielleicht kommt jetzt als nächstes die schlaue Idee noch eine verfettete Behörde einzusetzen, die nun wieder den Datenaustausch zwischen Behörden überwacht. Und muß denn nicht auch diese Behörde wieder überwacht werden? Nun, dann müssen wir uns ja wieder über die nächste Überwachungsbehörde Gedanken machen....

Damit wären wir wieder bei Benjamin Franklin, dem amerikanischen Präsidenten, und seiner Aussage aus 1775:

" Wer um eines kurzzeitigen (erhofften) Gewinns an Sicherheit grundlegende Bürgerrechte und Freiheiten aufgibt, verdient weder die Freiheit noch die Sicherheit".

Das einzige, was je funktioniert hat, waren Systeme, bei denen alle die Augen offen hielten. Der Vollkasko-Staat, der alle "schützt", hat noch nie funktioniert, wird nie funktionieren und ist vor allem eines: unbezahlbar.

Im Finanzbereich hat sich diese Erkenntnis auch noch nicht durchgesetzt. Wir haben das griechische Feuerchen gelöscht. Wir haben das Deppen-Banken-geben-Müllkredite-Problem durch Bailouts gelöst. Jetzt löschen wir mal wieder den Brand in Irland. Nur eines steht nicht am Ende dieses Prozesses: Ein sinnvolles Wirtschafts- und Finanzsystem. Es wird nicht zum intelligenten Handeln erzogen und dummes Handeln etwa durch Konkurs bestraft. Das notwendige Korrektiv, dass unfähige Elemente daran hindern könnte. Gelder sinnlos zu verschleudern, ist und bleibt weiterhin ausgesetzt. Deppen-Manager werden weiterhin hinweggelobt. Sozialismus für Reiche. Man kann sich nur noch wehmütig an den Geist der Wende erinnern, der in den 80er-Jahren Aufbruchstimmung symbolisierte.

Was sind die Konsequenzen? Dieselben wie im Yellowstone-Nationalpark! Das tote Holz wird weiter mit der Herz-Lungen-Maschine am Leben erhalten. Das neue Leben nicht geboren. Der Zuwachs an Produktivität, den wir im Westen in den 80er und 90er-Jahren erzielt hatten, wird sich nicht wiederholen. Ängstliche, kontrollneurotische überalternde Gesellschaften werden sich ewige Grabenkämpfe liefern darum, wer denn die Kosten dieser verschiedenen Aktionen bezahlen soll.

Und das wird natürlich verschwiegen: In Irland steigen die Schulden jetzt schon auf 130% des Bruttosozialprodukts an. In den USA haben sich in den letzten 2 Wochen die Zinsen für Kredite an die Kommunen massiv erhöht und die 146. Bank in diesem Jahr wurde in die Insolvenz geschickt. An den Märkten laufen die Gerüchte heiß wie lange Kalifornien einen Konkurs noch verzögern kann. Und die Regulierungs-Bürokratie läuft weiter Amok. Ein Bailout-Gesetz und eine Regulierung jagt die nächste.

Worauf läuft das hinaus.? Was passiert am Ende? Dasselbe, was im Yellowstone passiert ist, die Feuerwalze, Finanzkrise 3.0.

Die Bankbilanzen haben weiterhin massive Löcher. Viel Banken haben versucht sich durch ein dummes Spielchen zu sanieren. Sie haben langfristige Anleihen gekauft und kurzfristiges billigeres Geld dazu von den Sparern aufgenommen um die Zinsdifferenz von 1-2% zu kassieren. Dummerweise sind nun aber die Langfristzinsen gestiegen, die Kurse der Langfrist-Anleihen massiv gefallen (bei einem 20-Jahres-Titel so um die 12,13%), so dass dieser weitere Reparaturversuch nur wieder das Problem vergrößert hat. Deshalb versucht jetzt die US-Zentralbank die Kurzfristzinsen tief zu halten, damit wenigstens wieder über mehrere Jahre diese Verluste durch die ja immer noch positiven Zinsdifferenzen aufgeholt werden können. Aber eigentlich brauchten wir doch die Erträge dieser Jahre schon um die Bailout-Kosten oder die XXX-Kosten wieder zu erwirtschaften, oder??

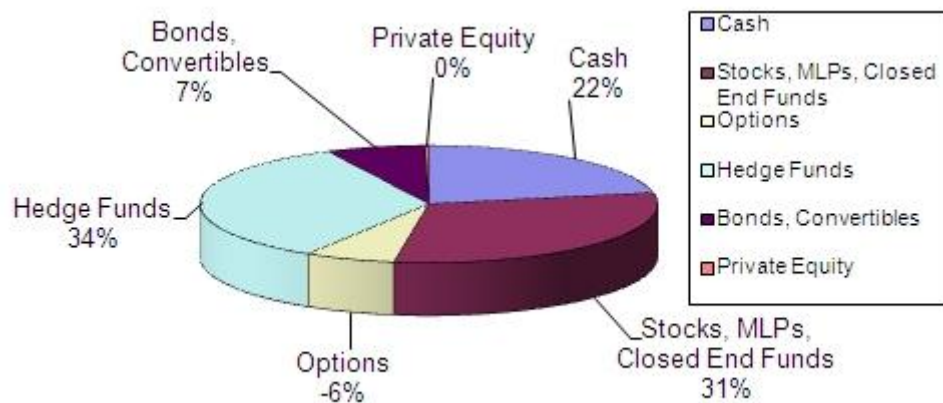
Strategisch bleibt damit alles beim Alten: Es wird weiter korrupt herumgefummelt. Es werden keine zukunftsfähigen Strukturen aufgebaut, sondern solange weitergemauschelt, bis es dann endgültig nicht mehr geht. Wann ist unklar. Nur eines ist klar: Geld ist ein Bezugsschein auf Leistungen anderer Menschen, den man in einer normal funktionierenden Welt bekommt, wenn man anderen Menschen eine Leistung erbringt. Je mehr Menschen man mit möglichst viel vom gesellschaftlichen Kuchen dafür belohnt, dass sie das richtige tun, ihren Mitmenschen eine Leistung erbringen, desto besser entwickelt sich die Gesellschaft, speziell die Wirtschaft. Je mehr Kontrolleure eine Gesellschaft "beschäftigt" und je mehr Parasiten man ohne Gegenleistung durchfüttert, desto schlechter läuft es.

Taktisch erleben wir mit dem Versuch der US-Zentralbank noch mehr Geld zu drucken aktuell einen weiteren Eingriff. Nur ist die Reaktion der Märkte darauf eben sehr interessant. Eigentlich hätte man erwarten müssen, dass die Langfristzinsen sinken, weil alle die Anleihen kaufen um sie dann der Zentralbank gewinnbringend weiterzuverkaufen, wenn diese dann mit ihren Anleihenkäufen in den Markt kommt. Das passiert auch zunächst. Nach dem Bekanntwerden der Pläne im August gab es zunächst einen Sprung im Zins nach unten. Nur sind wir jetzt höher als zuvor. Mission gescheitert! Hören jetzt die Manipulationen auf? Wir werden sehen, bezweifeln es.

Allokation Black + White

Wer in einem solchen Setup einfach nur long sein will, sollte vielleicht noch einmal nachdenken. Es gibt viele Banken, die ihre Griechenland-, Irland- etc. Lächer stopfen müssen, mit Gewinnen und Gewinnmitnahmen von irgendwo her. Das deckelt weitere Gewinne in anderen Sektoren. Die Schwierigkeit aufgrund des überhand nehmenden Regulierungsfaschismus überhaupt noch etwas zu verdienen und neue Ertragsquellen aufzubauen, verstärkt das Problem. Da ist es wohl nicht so intelligent nur long zu sein, oder?

Wir spielen das korrupte Spiel solange mit, wie es geht im Wissen darum, dass es mit sehr guter Wahrscheinlichkeit irgend wann zusammen brechen wird und sichern uns gegen diesen Fall ausreichend ab. Wir investieren in das was bleiben wird, sinnvolle wirtschaftliche Aktivitäten. Strategisch brauchen wir nichts zu ändern. Taktisch haben wir doch einiges geändert, wobei wohl der wichtigste Punkt eine deutlich steigende längerfristig angelegte Absicherungsposition ist. Unsere Crash-Warmlampen sind auf gelb. Wir haben noch knapp 6 Wochen bis die Banker ihre Boni für das Jahresende festgeschrieben haben. Dann, mit dem 1. Januar, beginnt ein neues Spiel. Bis dahin werden die Börsen noch steigen, weswegen Absicherungen extrem billig sind. Nun dann kaufen wir eben Absicherungen ...



Ansonsten verdienen wir prima weiter. Man kann ja auch noch über eine gelbe Ampel fahren. Man muss eben nur konzentrierter fahren, damit es nicht schon rot ist und man geblitzt wird! Man muß sich halt präziser arbeiten, alles besser absichern und schneller reagieren. Das heisst mehr Hedge Fonds, aber eben börsenlistete Titel aus denen wir ganz schnell auch wieder aussteigen können. Hier erzielten wir sehr schöne Gewinne in einem Global Macro Fund, der darauf gesetzt hatte, dass die Zinsen für Staatsanleihen steigen



würden und die für Unternehmen eher nicht. Alleine 9% seit Einstieg im Oktober sind hier aufgelaufen.

Unsere Energiebeteiligungen laufen und laufen und laufen. Hier war Anfang November wieder Zahltag. Ein bisschen Crash wäre hier recht angenehm, damit man unten wieder tiefer einsteigen kann. Wir haben hier zwar auch schon wieder Optionen verkauft um die Titel geliefert zu bekommen, aber wenn die Kurse steigen, erzielen wir hier weniger Gewinn als mit den Beteiligungen selbst.

Der dritte Bringer im Berichtsmonat war Real Estate Distressed, also das Abwickeln gerade risikobehafteter Immobilientitel. Wir sind hier bei einer ganzen Reihe von Gesellschaften mit nachrangig gesicherten Wertpapieren investiert, also irgendwo zwischen dem Aktien-Risiko und der Festgeldrendite.

Dieses Teilsegment profitierte sehr gut von der Zinssenkungsspekulation nach der Ankündigung der Zentralbank. Neben der laufenden 10%-Rendite bezogen auf unsere Einstiegskurse, haben wir hier auch noch rund 10-15% Kursgewinn in der Zeitspanne 6-8 Wochen erzielt. Das ist schon lecker. Bedingt durch den Zinsanstieg haben wir im Bond-Segment nichts weiter gewonnen aber in den dort gehaltenen Unternehmensanleihen auch nichts verloren. Insgesamt liegt aber unsere 8-Wochen-Rendite über alles, was irgendwie mit Finanzierung zu tun hat im deutlich zweistelligen Bereich. Durch schnelles und entschlossenes Agieren lässt sich also wie erwartet im Zinssatzbereich noch Geld verdienen vielleicht gerade weil es im klassischen Zinsbereich nicht mehr geht.

Wie dargelegt, sehen wir aufgrund unserer hohen Cash-Quote und der gekauften Optionen per März und Juni nächsten Jahres eine weiter sehr stabile Entwicklung nach oben, auch wenn es crashen sollte. Abgesichert gewinnen.

Allokation Vola + Value



Womit wir beim Optionseinsatz wären. Das nebenstehende Bild ist wohl eindeutig. Irgendwo bei 16, 17, 18 ist unten und dann gibht es irgend welche Spitzen nach oben. Mindestens bis 35, manchmal bis 45 und im Extrem in der Finanzkrise bis 90. Die Zahlen sind dabei Prozentwerte, mittlere erwartete Schwankung auf Jahressicht. Dies heisst konkret: Der Markt erwartet nicht, dass sich groß etwas verändert an den jetzigen Kursen. Nun das wollen wir einmal sehen. Wir haben wie bei Black + White unser Portfolio umgebaut und den Absicherungsteil ausgebaut. Vola + Value versucht bekanntlich die negativen Folgen von Crashes dadurch auszuhebeln, dass erst nach dem Crash, wenn die Value-Ampel auf tief grün steht, wenn die Aktien superbillig sind investiert wird. Dies schafft einen Sicherheitspuffer. Der Verkauf von Optionen und damit ein noch tieferer Einstiegskurs schaffen einen weiteren Sicherheitspuffer.

Dieser ist desto höher je höher die Optionsprämien sind. Bei aktuell niedrigen Optionspreisen und gestiegenen Aktienkursen, funktioniert dieser Handelsansatz natürlich nicht mehr, zumindest nicht mehr in der Breite des Marktes. Wir haben deshalb auf einen Long/Short-Ansatz umgestellt. Das Portfolio ist marktneutral aufgestellt. Auf steigende Kurse setzende Positionen sind mit solchen, die von Kursrückgängen profitieren austariert. Wir setzen sehr stark auf Einzelaktienstorys Titel, bei denen die Kursentwicklung von einem unternehmensspezifischen Ereignis abhängt, nicht primär von der Marktentwicklung. Wir setzen auf Titel, wo wir hohe Optionsprämien bekommen, trotz generell gesunkenen Niveaus. Und wir haben eine massive Absicherungsposition in Indexoptionen aufgebaut, die uns im Crash-Fall viel Geld einspielen sollte. Insofern fühlen wir uns auch mit dem Vola + Value-Portfolio sehr wohl und für alle Marktentwicklungen gut gerüstet.

18. November 2010 Straush