

80. Finanzreport 2020 Absolute Return

DIE REPO-RALLY

Mit der Wahl von Donald Trump zum amerikanischen Präsidenten kündigte sich für die USA eine expansive Fiskalpolitik an. Steuersenkungen und vermeintliche Infrastrukturinvestitionen standen auf dem Programm. Die herrschende Lehre bei seinem Amtsantritt erwartete zum Ausgleich eine restriktive Geldpolitik. Es kam anders. Die ultra-expansive Schuldenpolitik von Trump war einer der Auslöser einer ultra-expansiven Politik der Fed seit Oktober 2019. Wie das?

Die Geldpolitik unter dem neuen Fed-Präsidenten Jerome Powell war 2018 sehr wechselhaft. Im Sommer überraschte er mit Andeutungen zu einer weichen Linie, im September 2018 kündigte er dann einen harten Kurs an. Es scheint, dass er sich seiner Sache nicht so recht sicher ist. Unter dem Einfluss der schwächeren Konjunktur in China, der Zuspitzung des amerikanisch-chinesischen Handelskonfliktes sowie der Zinserhöhungen durch die Fed kam es dann an den Aktienmärkten zu den bekannten kaskadenförmigen Einbrüchen. Als die Aktienmärkte Ende Dezember 2018 ihr Tief erreichten, war die Fed weichgeköcht. Anfang Januar kündigte Powell eine Wende der Geldpolitik an und es folgten im Laufe von 2019 drei Zinssenkungen.

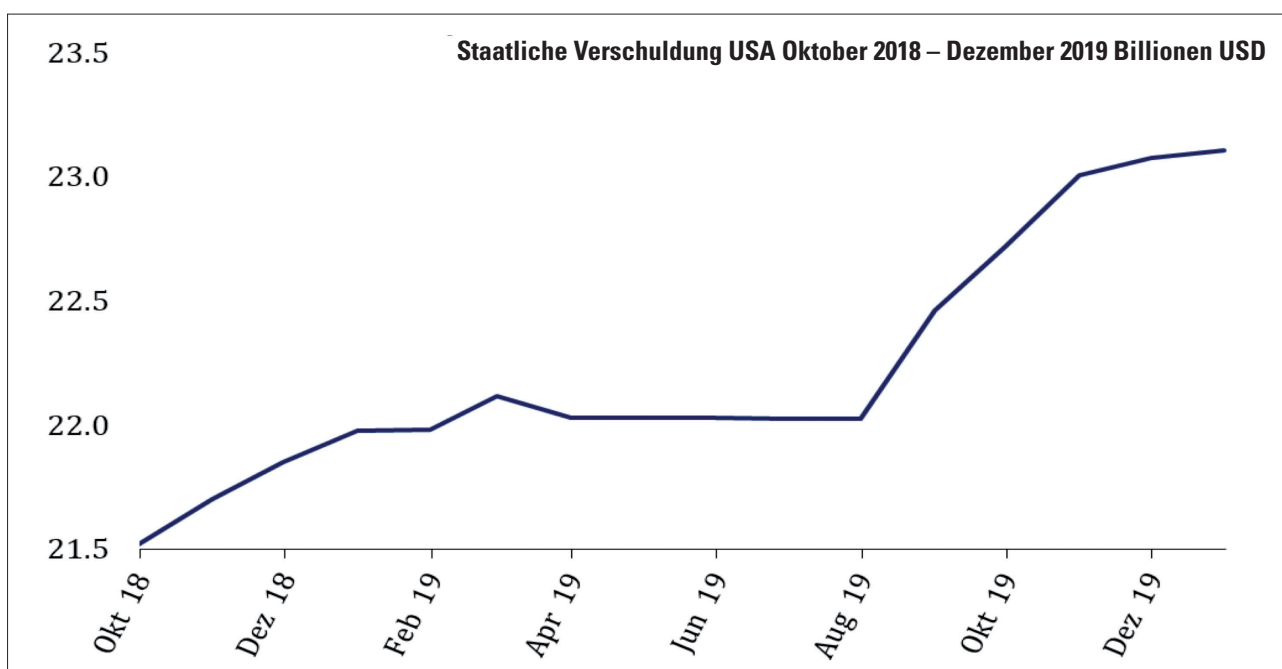
Trotz der Zinssenkungen kam es im Herbst 2019 zu Verwerfungen auf dem amerikanischen Geldmarkt. Der Reposatz sprang am 17. September von 2 auf 10 Prozent. Auf dem Repo-Markt tauschen die Akteure am Geldmarkt Sicherheiten wie Staatsanleihen gegen Geld für eine festgesetzte Frist, etwa einen Tag, eine Woche oder einen Monat. Am Ende der Frist kommt es zum Rücktausch. Ein funktionierender Repo-Markt ist ganz wesentlich für ein funktionierendes Finanzsystem, wie die Ereignisse der Finanzkrise 2008 gezeigt haben.

Die Fed beschloss nun die Versorgung des amerikanischen Bankensystems mit Geld expansiver zu gestalten. Seit dem 18. September 2019 führt sie Repogeschäfte durch, welche dem Bankensystem bis zum Jahresende kumuliert Liquidität in Höhe von 256 Mrd. USD gebracht haben. Seit Oktober kauft sie zusätzlich pro Monat 60 Mrd. an kurzfristigen Staatsanleihen, sogenannte TBills (und gibt Zentralbankgeld dafür her). Bis zum Jahresende wurden durch den Kauf von TBills USD 158 Mrd. an Liquidität in den Markt gegeben. Insgesamt sind dem Bankensystem in gut drei Monaten 414 Mrd. USD zugeflossen, oder mehr als 100 Mrd. pro Monat, ähnlich wie während der Finanzkrise, auch ohne Krise. Das Wachstum der amerikanischen Geldmenge M2 ist demzufolge im Jahresverlauf von 3 auf 8 Prozent gestiegen.

Lange wurde gerätselt, was die Ursache der Repokrise sei. Elizabeth Warren fragte beim US-Finanzministerium an, ob JPMorgan die Krise mit der Absicht ausgelöst habe, die Fed zu einer expansiveren Geldpolitik zu zwingen. Dazu muss man wissen, dass die großen amerikanischen Banken typischerweise die Geldgeber am Repo-Markt sind. Da aber JPMorgan sich ebenso wie andere große amerikanische Banken im Laufe von 2019 mit Staatsanleihen vollgesogen hatte, war man wenig daran interessiert Geld gegen Staatsanleihen zu tauschen. Im November verkündete die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ in Basel als Ergebnis ihrer Analysen, dass die amerikanischen Großbanken und Hedge Fonds die Krise ausgelöst hätten.

David Stockman, der frühere Budget-Direktor unter Ronald Reagan weist auf einen weiteren Grund für Repokrise hin, wenn nicht den entscheidenden Grund, nämlich die massive amerikanische Neuverschuldung. Von Herbst 2018 bis Ende 2019 ist diese um 1500 Mrd. oder etwa 7,5 Prozent des BIP gestiegen. Durch die schnelle Neuverschuldung werden Staatsanleihen in das Finanzsystem gepumpt und damit zunächst einmal Liquidität von dort abgezogen.

Von April bis August 2019 galt die Schuldenobergrenze, die dann im September aufgehoben wurde. Während dieser Zeit bestritt das Finanzministerium



sein Einnahmefizit durch Abschmelzen einer Liquiditätsreserve von 400 Mrd. USD. Ab September wurde diese wieder aufgefüllt, also Liquidität vermehrt aus dem Markt genommen und es kam zur Liquiditätsknappheit, mit der Folge, dass die ultra-expansive Fiskalpolitik durch eine ultra-expansive Geldpolitik ergänzt wurde.

Bezüglich der Aktienmärkte drängen sich zahlreiche Parallelen zur Entwicklung vor 20 Jahren auf. Heute wie damals währte die Aktienmarktrally ein ganzes Jahrzehnt und vollzog sich ein ebenso langer wirtschaftlicher Aufschwung. Heute wie damals sind die Zeichen der Euphorie im Technologiesektor nicht zu übersehen. Damals wurden wirtschaftliche Verluste bei Internetunternehmen als Gütezeichen angesehen, als Zeichen des Expansionswillens und manche dieser Unternehmen waren höher bewertet als BMW oder Daimler. Heute ist Tesla mit knapp 80 Mrd. USD Marktwert höher bewertet als Daimler, obwohl das Unternehmen in den letzten 10 Jahren in keinem Jahr Gewinn erwirtschaftet hat, obwohl das Unternehmensergebnis stark von Subventionen geprägt ist, die Auslieferungen im vierten Quartal 2019 um 10 Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal sinken werden und im Gesamtjahr 2019 gerade mal 370 tausend Autos produziert wurden. Dennoch hat sich der Aktienkurs von Tesla im abgelaufenen Quartal verdoppelt.

Damals pumpte die Fed viel Geld in die Wirtschaft weil befürchtet wurde, Computer könnten bei der Umstellung auf das neue Jahrtausend ihren Dienst versagen. Die Euphorie- und Liquiditätsrally der damaligen Zeit endete im April 2000, etwa ein Vierteljahr vor dem oberen Wendepunkt der Industrieproduktion in den USA und exakt in der gleichen Woche, als die Fed ihre Liquiditätszufuhr beendete. Aktuell scheint die amerikanische Finanzindustrie gut mit Liquidität versorgt zu sein. In den letzten Tagen des alten Jahres wurden die Repo-Angebote der Fed nicht voll ausgeschöpft. Somit dürfte das explodierende Liquiditätswachstum allmählich nachlassen. In den Protokollen der Fed-Sitzung von Dezember, welche zu Jahresbeginn veröffentlicht wurden, findet sich der Hinweis, der Ankauf von T-Bills noch bis einschließlich April fortgesetzt werden soll, weil in diesem Monat über den großen Steuertermin Liquidität aus dem Markt abfließen wird. Repogeschäfte jedoch sollen ab Mitte Januar zurückgefahren werden. Das spricht zumindest für eine Abflachung der Repo-Rally am US-Aktienmarkt.

4. Januar 2020

Walter Naggl

DR. WALTER NAGGL

Berufserfahrung Universität

- 1975–76 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften, Bundeswehruniversität München.
- 1976–91 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Ökonometrie sowie am Lehrstuhl für Statistik, Universität München.
- 1980 Promotion zum Thema „Konjunkturmodell auf der Basis von Ifo-Daten“.
- 1991 Habilitation zum Thema „Effizienz des Devisenmarktes“. Bis 2001 Vorlesungen an der Universität München zu den Themen Ökonometrie, Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse.

Berufserfahrung Hypo-Bank und Hypo-Vereinsbank

- 1992 Aufbau des internationalen Bondresearch. Entwicklung und Herausgabe einer Quartalsbroschüre zur Analyse internationaler Rentenmärkte.
- 1993 Leiter Quantgruppe des Research. Analyse und Prognose internationaler Rentenmärkte. In der Quantgruppe wurden unter anderem technische Anlagestrategien für das Portfoliomanagement der Bank entwickelt.
- 1994–95 Aufbau und Leitung der Strategiegruppe des Portfoliomanagement der Bank mit den Aufgaben, Prognosevorgaben für das Portfoliomanagement zu erarbeiten und Marktanalysen für Kunden des Portfoliomanagement zu erstellen. Integration hochqualifizierter Mitarbeiter aus London und dem universitären Bereich in die Gruppe.
- 1995 Beförderung zum „Abteilungsleiter“ der Hypo-Bank.
- 1996–98 Fachposition im Unternehmensbereich Geld-, Devisen und Wertpapiergeschäft der Hypo-Bank, später Hypo-Vereinsbank. Analyse und Prognose der fundamentalen Rahmenbedingungen der Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkte. Beratung der Kunden des Auslandssales.
- 1999 Bondmarkt-Analyst

Berufserfahrung Selbständigkeit

- seit 2000 selbständige Beratung im Portfoliomanagement mit dem Markennamen rrm, Resarch und Risikomanagement.
- seit 2000 Beratung bei der Steuerung des BFG-Publikumsfonds „Trend-System Renten“ unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2001 Beratung der BFG, spätere SEB, bei der Steuerung von 5 Anleihen-Spezialfonds unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2002 Beratung von Versicherungen in München bei der Steuerung von drei gemischten Fonds.
- seit 2000 Erstellung von wöchentlichen Marktanalysen, seit 2006 monatlich. Bis 2004 wurden die Marktanalysen gegen Entgelt weitergegeben. Seit 2005 werden sie den Kunden unentgeltlich zu Informationszwecken überlassen.
- seit 2009 Kooperation mit der PT Asset Management GmbH und SwAM Swiss Asset Management AG

» Für den chancenorientierten Anleger

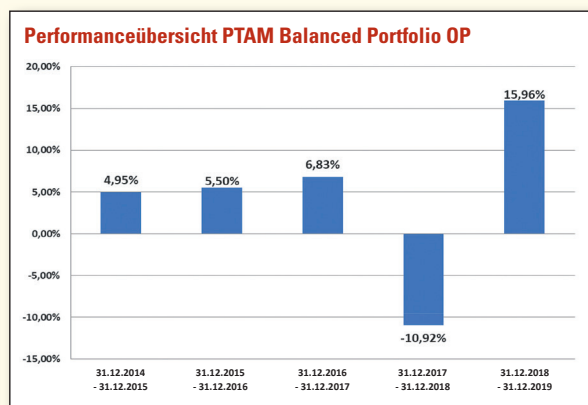
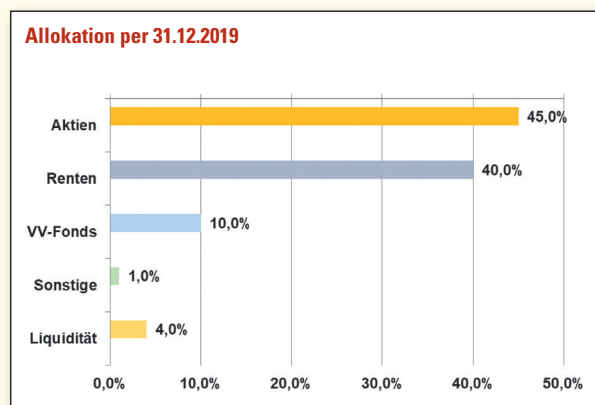
PTAM Balanced Portfolio

WKN: 987725

Fondsberater: PT Asset Management GmbH – Team

- » Vermögensverwaltender Mischfonds mit breiter Diversifikation
- » Investition in ETF's, Einzelwerte und Alternativeanlagen
- » Flexible Aktienquoten mit aktivem Markthedging

Die Performance im Jahr 2019 betrug +15,96 %, bei einer Volatilität von 3,95 %. Dies entspricht einer sehr moderaten Schwankungsbreite.



» Für den sicherheitsorientierten Anleger

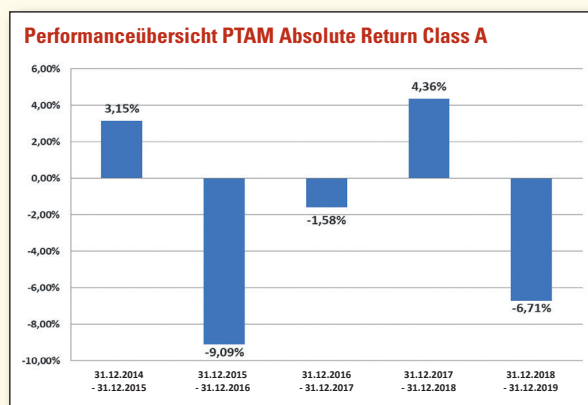
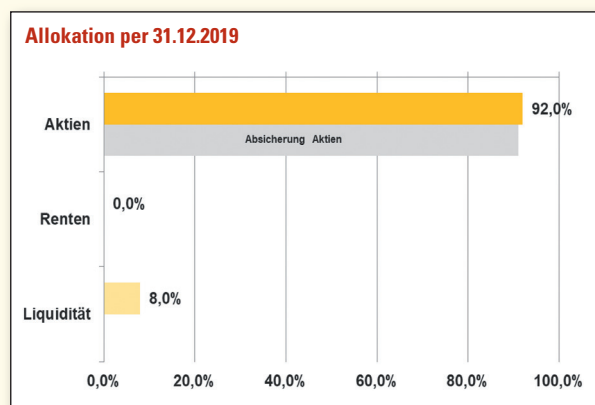
PTAM Absolute Return

WKN: A0M2JL (A-Tranche) WKN: A1JRP0 (B-Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- » Vermögensverwaltender Mischfonds
- » Investition in Aktien und Anleihen
- » Absicherungsquote Aktien zwischen 70 und 130 Prozent

Die Performance im Jahr 2019 betrug -6,71 %, bei einer Volatilität von 4,60 %.



Stand: 04.01.2020

Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigheiten dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management GmbH oder die SwAM Swiss Asset Management AG für die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen. Diese Broschüre darf nicht als Aufforderung zum Kauf eines Fondsanteils verstanden werden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei der Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kursverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen.