

INDICES

		31.12.2018	31.12.2019	
Europa	Dax	10.559	13.249	+25,5%
	EuroStoxx 50	3.001	3.739	+24,6%
USA	Dow Jones	23.327	28.519	+22,3%
	S&P 500	2.507	3.229	+28,8%
	Nasdaq 100	6.635	8.731	+31,6%
Asien	Nikkei 225	20.015	23.477	+17,3%
	Hang Seng	25.846	28.358	+9,7%

AKTIEN

Trotz steter Handelskonflikte zwischen den USA und China und einem zwischenzeitlich höchstwahrscheinlichen Brexit im kommenden Januar, stiegen die Aktienmärkte auch im letzten Quartal auf beiden Seiten des Atlantiks weiter an.

Wir blicken mit Erstaunen und großer Skepsis auf das vergangene Aktienjahr zurück, in dem letztlich neue Stimuli der FED und EZB, mangelnde Anlagealternativen sowie Aktienrückkaufprogramme ausreichten, schwache Konjunktur- und Unternehmenszahlen zu überkompensieren. Wir haben es zur Zeit mit einem stark verzerrten Markt zu tun, der im höchsten Maße irrational ist. Wir gehen davon aus, dass sich Irrationalitäten wieder – wie früher auch – abbauen und die Märkte zu normalen Angebots- und Nachfragemustern zurück finden werden. Eine graphische Analyse und Kommentierung dieser Irrationalität – und die immer wiederkehrende Rückkehr zur Normalität – hat kürzlich das Bankhaus UniCredit publiziert. Gerne haben wir Ihnen dieses Papier zu diesem Marktbericht beigelegt.

Das Jahr 2020 wird – sicherlich – geprägt sein vom US-Präsidentenwahlkampf. Sollte die Wahrscheinlichkeit für einen neuen Präsidenten steigen, könnten die Aktienkurse stärkere Rücksetzer erfahren. Sollte es zu einer zweiten Amtszeit von Donald Trump kommen, halten wir weitere Aufschläge auf die aktuellen all-time-highs für sehr begrenzt.

Ferner dürfte die Umsetzung des Brexit zu wirtschaftlichen Verzerrungen führen und die diversen Handelskonflikte der USA – insbesondere mit China – dürften auch für weitere Unsicherheit und nachlassendes Weltwirtschaftswachstum sorgen.

Wir sind unverändert mit einem Viertel der jeweils maximalen Aktienquote netto short investiert.

ANLEIHEN, Investment Grade

Die FED senkte ihren Referenzzins um nochmals 0,25% auf einen aktuellen Korridor von 1,50-1,75%. Die EZB hielt den Einlagezinssatz für Banken bei -0,50% unverändert. Die Zentralbanken scheinen seitdem in einen on-hold Modus gegangen zu sein, um die weiteren wirtschaftlichen Entwicklungen abzuwarten. Einerseits stehen sich ein sehr starker US-Arbeitsmarkt und andererseits ein schwaches Weltwirtschaftswachstum, schwache Einkaufsmärgen und nur durchschnittliche Unternehmenszahlen (bis auf den Technologiesektor) gegenüber. Daher sind die Zentralbanken zur Zeit unsicher, ob es überhaupt einen weiteren Stimulus bedarf. Jedoch würde eine klare Aussage, dass keine weiteren Zinssenkungen mehr folgen, die Stimmung an den Aktienmärkten eintrüben, was insbesondere die Politik nicht möchte.

Nachrichtlich sei zu erwähnen, dass die Zinsstrukturkurve in den USA wieder aus ihrer inversen Form in die Normalform gewechselt hat, d.h. länger laufende Anleihen bieten mehr Rendite als Anleihen mit kürzerer Laufzeit, was auf das Ausbleiben der erwarteten Rezession hindeuten könnte.

Zum Ende des Quartals waren vermehrt Anleiheverkäufe, entsprechend fallende Anleihekurse und steigende Renditen zu verzeichnen. Dies hat zu einer Reduktion des Umfangs von Anleihen mit negativen Renditen von seinem Peak im Sommer des Jahres bei 17 Mrd. US-\$ auf aktuelle 11 Mrd. US-\$ geführt.

Weiterhin verdient die Sondersituation am amerikanischen Interbankengeldmarkt ein besonderes Augenmerk: Seit September schnellt der Zinssatz zu dem sich Banken untereinander Kapital „über Nacht“ ausleihen, immer wieder um mehrere Prozentpunkte in die Höhe. Die FED muss den Märkten zur Beruhigung immer wieder rund 80 Mrd. Liquidität anbieten, um die Zinssätze wieder auf bisherige Niveaus um 2% zu drücken. Die Banken nahmen an allen Tagen jeweils fast das gesamte Angebot an. Derartige Interventionen der FED waren zuletzt im Jahr 2008 im Rahmen der Lehmann-Pleite erfolgt.

Anleihen der ersten Qualität werden im Kurs seitwärts bis fester notieren. Dies wird die negativen Renditen eher fördern und weiterhin keine attraktiven Anlagemöglichkeiten bieten.

Wir sind in diesem Segment aufgrund negativer oder nur minimaler Renditen weiterhin nicht investiert.

ANLEIHEN, Non-Investment Grade

notierten in allen Segmenten im letzten Quartal leicht freundlicher, da die hier noch gebotenen positiven Renditen Investoren anlockten.

Anleihen der zweiten Qualität werden seitwärts notieren.

Wir sind in diesem Segment in kurzen bis mittleren Laufzeiten investiert, da wir von langfristig niedrigen Zinsen ausgehen.

ÖL

WTI-Rohöl notierte von 54 bis 62 US-\$/Barrel sukzessive fester.

Wir sind in Öl weiterhin nicht investiert, da auch dieser Markt – neben seiner starken politischen Prägung – von der nachlassenden Weltkonjunktur weiter belastet werden dürfte.

GOLD

korrigierte in einer W-formation zweimal auf 1.455, um hiernach wieder auf bis zu 1.515 US-\$/Unze zu erstarken.

Wir erwarten einen neuen Anlauf der Höchstkurse aus 2019 um 1.555 US-\$/Unze und können uns hierbei einen Durchbruch nach oben sehr gut vorstellen.

Wir halten die maximalen Zielquoten in Gold.

EUR-USD

Der USD notierte im vergangenen Quartal gegen den Euro schwächer, so dass Wechselkurse am letzten Handelstag bis 1,1211 US-\$/€ zu verzeichnen waren.

Wir gehen von einem wieder stärkeren USD – nicht nur gegenüber dem EUR – aus.

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien
einen guten Start in ein gesundes und zufriedenstellendes Jahr 2020
sowie uns allen ein normaleres nächstes Börsenjahr.

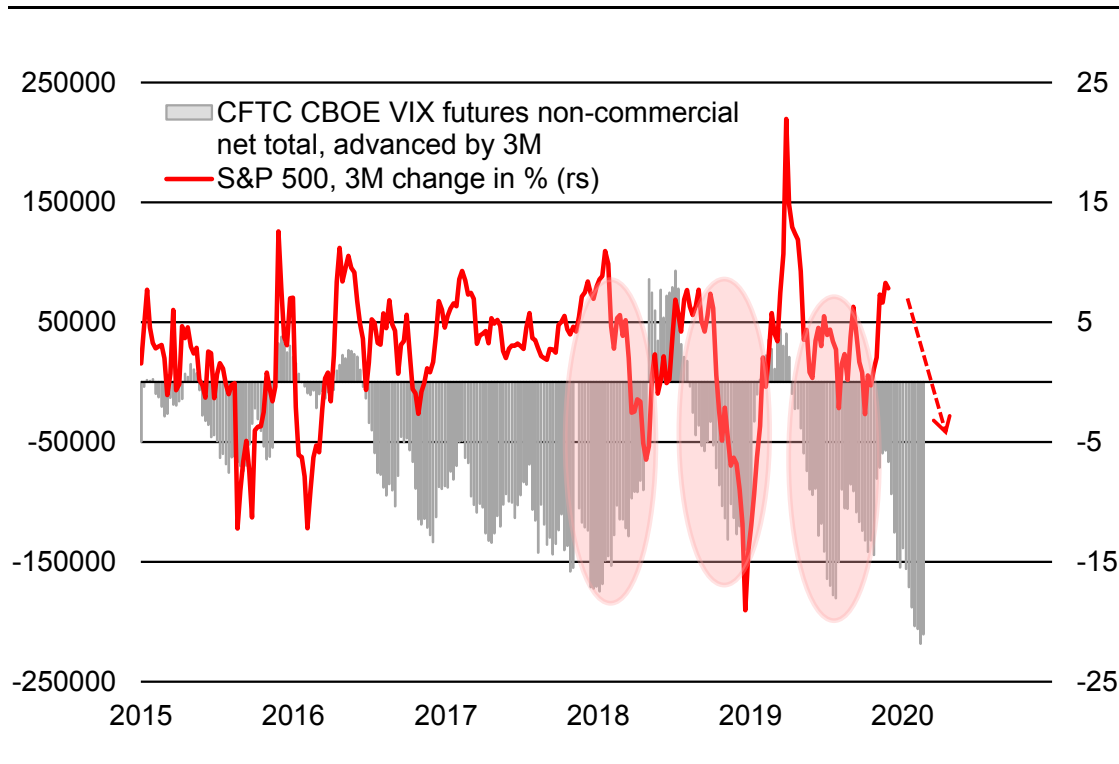
Disclaimer und Risikohinweise

Diese Unterlage ist kein Angebotsprospekt und stellt kein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren jeglicher Art dar. Sie dient ausschließlich der Information. Diese Unterlage ist persönlich und darf nur von derjenigen Person verwendet werden, der wir die Unterlage ausgehändigt und/oder zugesandt haben. Sie darf ohne unsere ausdrückliche Genehmigung weder vervielfältigt noch direkt oder indirekt verteilt oder einer anderen Person zugänglich gemacht werden. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen geben den Stand zum Zeitpunkt der Publikation wieder. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus von uns als zuverlässig erachteten Quellen. Dennoch garantieren wir weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen stellen keine rechtliche und/oder steuerliche Empfehlung allgemeiner oder spezifischer Natur dar. Bevor auf der Grundlage dieser Unterlage eine Anlageentscheidung getroffen wird, empfehlen wir einen eigenen unabhängigen steuerlichen und/oder juristischen Berater zu konsultieren. Die Informationen in dieser Unterlage können Aussagen über künftige Entwicklungen enthalten. Aufgrund ihrer Art beinhalten solche Aussagen allgemeine und spezifische Risiken und Ungewissheiten. Es besteht die Gefahr, dass Vorhersagen, Prognosen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder impliziert sind, nicht eintreffen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf und bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Es wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Haftung oder Garantie bezüglich der künftigen Wertentwicklung übernommen. Investitionen sind mit Risiken verbunden, wozu auch der Verlust des eingesetzten Kapitals gehört.

Autor: Dr. Oliver Stolte · Alpine Trust Management GmbH · Am Südpark 45 · D – 50968 Köln-Marienburg
Tel. +49 221 250 80 987 · Fax +49 221 250 80 988 · Mail info@alpinetrust.de

JEDES VERMÖGEN HAT EINE GESCHICHTE - GEMEINSAM SCHREIBEN WIR SIE WEITER.

Signs of complacency in equity markets are rising



Source: Bloomberg, UniCredit Research

- Our *Chart of the Week* shows net-short positions in Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index (VIX) futures along with the three-month performance of the S&P 500 (advanced by three months). The amount of net-short positions in the VIX futures recently rose to its highest level since the launch of this instrument in 2004, according to the latest data from the Commodity Futures Trading Commission. This suggests that investors have become comfortable with the current period of low volatility and are expecting volatility to diminish even further in the coming months. However, history has shown that, in an environment of sluggish or slowing economic growth (which we expect will be the case, particularly in the US) and, as a result, decreasing growth in company earnings, implied volatilities in equity markets tend to increase. Against this background, the current high degree of investor complacency in the US could be a harbinger of bigger equity-market swings in the next few months.
- While extraordinarily high short-volatility positioning is certainly no indicator of timing, it may indicate a high degree of investor complacency currently. This could mean that equity markets could become more vulnerable to sentiment shifts and event risk. In the past, such high levels of complacency were often followed by a strong decline in the S&P 500 (such as in February 2018 or in 4Q18), which was also reflected in declines in other developed equity markets, given the world-leading role of US stock markets. Even though past declines in the S&P 500 rarely exceeded 5% on a three-month basis (mainly due to the strong underlying upward trend the S&P 500 is on), a decline of 5% over three months would mean an S&P 500 level of around 2,850 (10% below its current level).
- Over the past few years, spikes in volatility have typically only interrupted an underlying trend of lower implied volatility – and investor expectations of lower volatility. Secular forces, in particular the expansion of central-bank balance sheets, are likely part of the explanation for this underlying trend. In this context, the Fed has recently started expanding its balance sheet again. However, even after underlying trends are taken into account, net-short volatility positioning is unusually high.

- In the short term, with the Fed likely to remain on hold tomorrow, risk-off sentiment could prevail if the US and China do not reach a trade deal and the planned tariffs are implemented on 15 December. Beyond this, in our view, global growth is set to weaken further in 2020, as the US economy is likely to enter a downturn. For this reason, we expect company earnings growth to continue to decline. Consensus expectations project that S&P 500 company earnings will increase by almost 10% in 2020. Based on our economic forecasts, we think such growth rates are exaggerated. In combination with stretched valuations, we see an increasing likelihood of an equity-market correction occurring.

Christian Stocker, CEFA,
Lead Equity Sector Strategist
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378 18603
christian.stocker@unicredit.de