

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 beigefügt.

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 Einkaufsmanager und nur durchschnittliche Unternehmenszahlen (bis auf den Technologiesektor) gegenüber. Daher sind die Zentralbanken zur Zeit unsicher, ob es überhaupt eines 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 langfristigen niedrigen Zinsen ausgehen.

ÖL

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

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.

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.

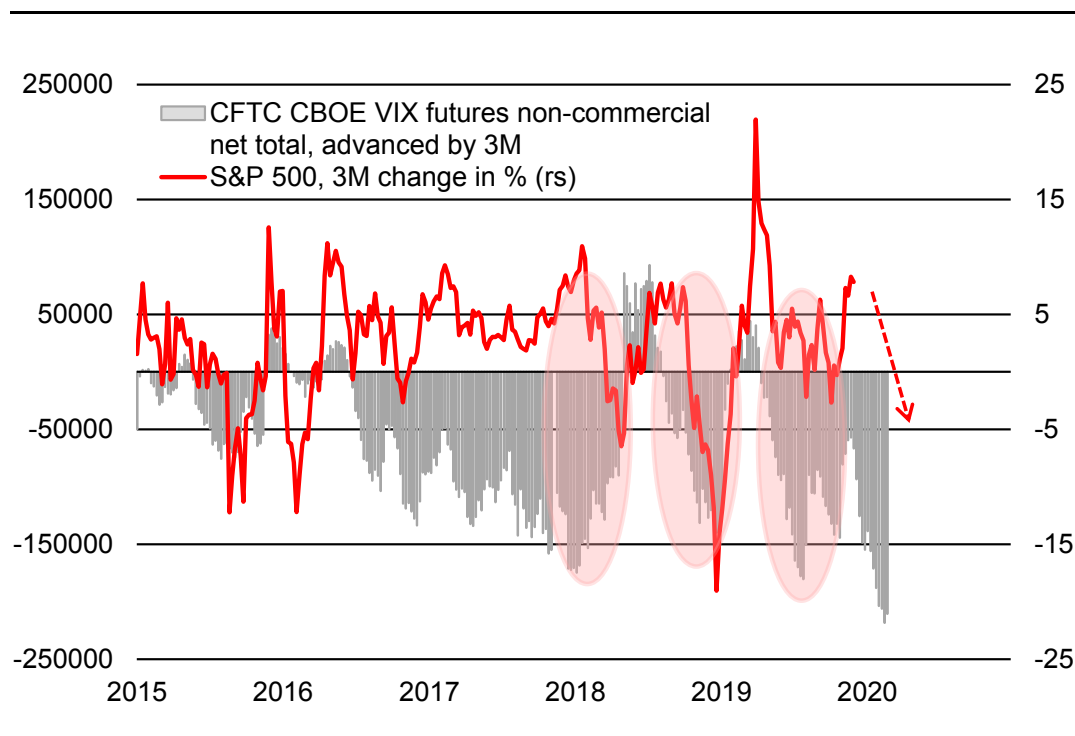
Disclaimer und Risikohinweise

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

Legal Notices

Glossary

A comprehensive glossary for many of the terms used in the report is available on our website: [link](#)

Disclaimer

Our recommendations are based on information obtained from or are based upon public information sources that we consider to be reliable, but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All information, estimates, opinions, projections and forecasts included in this report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue unless stated otherwise. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. This report may contain links to websites of third parties, the content of which is not controlled by UniCredit Bank. No liability is assumed for the content of these third-party websites.

This report is for information purposes only and (i) does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security, (ii) is neither intended as such an offer for sale or subscription of or solicitation of an offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security nor (iii) as marketing material within the meaning of applicable prospectus law. The investment possibilities discussed in this report may not be suitable for certain investors depending on their specific investment objectives and time horizon or in the context of their overall financial situation. The investments discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Fluctuations in exchange rates may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial, money market or investment instrument or security under discussion are not explained in their entirety.

This information is given without any warranty on an "as is" basis and should not be regarded as a substitute for obtaining individual advice. Investors must make their own determination of the appropriateness of an investment in any instruments referred to herein based on the merits and risks involved, their own investment strategy and their legal, fiscal and financial position. As this document does not qualify as an investment recommendation or as a direct investment recommendation, neither this document nor any part of it shall form the basis of, or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into, any contract or commitment whatsoever. Investors are urged to contact their bank's investment advisor for individual explanations and advice.

Neither UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch nor any of their respective directors, officers or employees nor any other person accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This report is being distributed by electronic and ordinary mail to professional investors, who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this publication, and may not be redistributed, reproduced or published in whole or in part for any purpose.

This report was completed and first published on 10 December 2019 at 16:13.

Responsibility for the content of this publication lies with:

UniCredit Group and its subsidiaries are subject to regulation by the European Central Bank

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 Munich, Germany, (also responsible for the distribution pursuant to §34b WpHG). Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany.

b) UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, United Kingdom and Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, United Kingdom. Further details regarding our regulatory status are available on request.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Milan, Italy, duly authorized by the Bank of Italy to provide investment services.

Regulatory authority: "Bank of Italy", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italy and Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany.

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Vienna, Austria. Regulatory authority: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria and subject to limited regulation by the "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany. Details about the extent of our regulation by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht are available from us on request.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Vienna, Austria. Regulatory authority: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria. Regulatory authority: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgaria

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Croatia. Regulatory authority: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Croatia

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Praga 4, Czech Republic. Regulatory authority: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praga 1, Czech Republic

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), Prechistsenskaya nab. 9, RF-119034 Moscow, Russia. Regulatory authority: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscow 119991, Russia

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovakia. Regulatory authority: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Czech Republic and subject to limited regulation by the National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovakia. Regulatory authority: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovakia

k) UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, 012101 Bucharest 1, Romania. Regulatory authority: National Bank of Romania, 25 Lipsicani Street, 030031, 3rd District, Bucharest, Romania

l) UniCredit Bank AG New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany and New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

Further details regarding our regulatory status are available on request.

ANALYST DECLARATION

The analyst's remuneration has not been, and will not be, geared to the recommendations or views expressed in this report, neither directly nor indirectly.

All of the views expressed accurately reflect the analyst's views, which have not been influenced by considerations of UniCredit Bank's business or client relationships.

POTENTIAL CONFLICTS OF INTERESTS

You will find a list of keys for company specific regulatory disclosures on our website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

RECOMMENDATIONS, RATINGS AND EVALUATION METHODOLOGY

You will find the history of rating regarding recommendation changes as well as an overview of the breakdown in absolute and relative terms of our investment ratings, and a note on the evaluation basis for interest-bearing securities on our website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer> and <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=legalnotices>.

ADDITIONAL REQUIRED DISCLOSURES UNDER THE LAWS AND REGULATIONS OF JURISDICTIONS INDICATED

You will find a list of further additional required disclosures under the laws and regulations of the jurisdictions indicated on our website

<https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

E 19/3

UniCredit Research*

Macro Research



Erik F. Nielsen
Group Chief Economist
Global Head of CIB Research
+44 207 826-1765
erik.nielsen@unicredit.eu



Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
& Regulatory Controls
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Macro Research



Marco Valli
Head of Macro Research
Chief European Economist
+39 02 8862-0537
marco.valli@unicredit.eu

European Economics Research



Dr. Andreas Rees
Chief German Economist
+49 69 2717-2074
andreas.rees@unicredit.de



Dr. Loredana Federico
Chief Italian Economist
+39 02 8862-0534
loredanamaria.federico@unicredit.eu



Stefan Bruckbauer
Chief Austrian Economist
+43 50505-41951
stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at



Daniel Vernazza, Ph.D.
Chief International Economist
+44 207 826-7805
daniel.vernazza@unicredit.eu



Tullia Bucco
Economist
+39 02 8862-0532
tullia.bucco@unicredit.eu



Edoardo Campanella
Economist
+39 02 8862-0522
edoardo.campanella@unicredit.eu



Walter Pudschedl
Economist
+43 50505-41957
walter.pudschedl@unicreditgroup.at



Chiara Silvestre
Economist
chiara.silvestre@unicredit.eu



Dr. Thomas Strobel
Economist
+49 89 378-13013
thomas.strobel@unicredit.de

EEMEA Economics Research



Dan Bucsa
Chief CEE Economist
+44 207 826-7954
dan.bucsa@unicredit.eu



Gökçe Çelik
Senior CEE Economist
+44 207 826-6077
gokce.celik@unicredit.eu



Mauro Giorgio Marrano
Senior CEE Economist
+43 50505-82712
mauro.giorgiomarrano@unicredit.de



Florin Andrei, Ph.D.
Senior Economist, Romania
+40 21 200-1377
florin.andrei@unicredit.ro



Artem Arkhipov
Head, Macroeconomic Analysis
and Research, Russia
+7 495 258-7258
artem.arkhipov@unicredit.ru



Hrvoje Dolenc
Chief Economist, Croatia
+385 1 6006-678
hrvoje.dolenc@unicreditgroup.zaba.hr



Dr. Ágnes Halász
Chief Economist, Head of Economics and
Strategic Analysis, Hungary
+36 1 301-1907
agnes.halasz@unicreditgroup.hu



Ľubomír Koršňák
Chief Economist, Slovakia
+421 2 4950 2427
lubomir.korsnak@unicreditgroup.sk



Kristofor Pavlov
Chief Economist, Bulgaria
+359 2 923-2192
kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg



Pavel Sobišek
Chief Economist, Czech Republic
+420 955 960-716
pavel.sobisek@unicreditgroup.cz