

Einmal mehr blieb der von vielen erwartete Kursabsturz aus und zwang sie zu schmerzhaften Eindeckungen

Goldman Sachs: „In the last two days, Systematic LS have lost almost all their YTD alpha, driven by losses in the Volatility factor, as well as continued pressure on crowded longs and crowded shorts.“

Die Stimmung unter vielen marktdominierenden Marktakteuren war in den letzten zwei Wochen massiv angeschlagen – hatte man ja auch nicht mit einer solch heftigen Erholung gerechnet, wie wir diese gesehen haben. Immerhin hat der DAX in einer Spanne von fast 1.800 Punkten aufwärts gehandelt, was in erster Linie auf zwei Faktoren zurückzuführen ist: Eindeckungen und Umschichtungen in den Portfolios. Die Heftigkeit der Impulswende zeigt die anhaltend hohe Unsicherheit, mit der im Markt agiert wird, die Ergebnislage ist entsprechend. Häuser wie Goldman Sachs meldeten letzte Woche, dass der Jahresgewinn über Benchmark in ihren Trading-Portfolios mittlerweile komplett vernichtet ist, einige Hedges-Fonds sind im Zuge des kräftigen Zugewinns der Märkte ebenfalls in dramatische Schwierigkeiten gekommen, wie es im Markt zur Wochenmitte hieß.

Hört man die Einschätzungen diverser Analysten, welche ihre Aussagen im Schwerpunkt auf klassische Bewertungen und Zusammenhangsbeurteilungen stützen, sehen diese die Risiken unverändert klar auf der Unterseite – eine Beurteilung, welche sich bis jetzt als falsch erwies und zu erheblichen Verlusten bzw. Schief lagen führte. Andere räumen die Möglichkeit ein, dass der Faktor „ungebremster Kapitalzufluss“ durch die Zentralbanken und Staaten, durchaus zu Verzerrungen und Ablösungen der Marktentwicklung gegenüber der Realwirtschaft möglich sind, wollen sich aber nicht vorstellen, dass sich diese Entwicklung fortsetzen kann und damit zu einer weiteren Aufspreizung zwischen Markt und Realwirtschaft führt. Und eine dritte Gruppe von Marktbeobachtern erwartet, dass sich diese Tendenz solange fortsetzen wird, wie die Zinsen nicht steigen und die Geldhähne offenbleiben. Und in der Konsequenz sehen Letztere noch kein Ende der Fahnenstange im Bezug auf weiter steigende Kurse.

Im Folgenden möchte ich versuchen abzuwägen, welche der Unsicherheiten zukünftig die höhere Eintrittswahrscheinlichkeit haben könnten.

Als gesicherte Prämisse unterstelle ich, dass die gigantischen direkten und indirekten Kapitalzuflüsse durch die Zentralbanken (vordergründig realisiert über die laufenden Anleihekaufprogramme), die tragendste Säule der Kapitalmärkte sind. Akzeptieren wir diese Prämisse, sollte deutlich werden, dass die noch immer von vielen Analysten präferierte Beurteilung der Märkte auf Basis fundamentaler Bewertungen, nicht als wichtigstes Entscheidungskriterium herangeführt werden sollte. Sinnvoll ist dieser Bewertungsansatz lediglich, wenn es um die Prognose hinsichtlich künftiger Kapitalströmungsrichtungen geht, also, welche Branchen werden mehr oder weniger profitieren. Halten wir fest: es gibt einfach keine Alternativen für die Anlage, angesichts kritischer Wirtschaft und Negativverzinsung. Die 1 Billion-Dollar-Frage lautet: was gibt es sonst noch für Anlagemöglichkeiten? Antwort: auf Dauer Keine!

Ist das Kapital der Treibstoff, sind die Positionsverzerrungen, welche auf Grund klassischer Marktbeurteilungen in vielen dominanten Portfolios aufgebaut wurden, der Katalysator. Auch das ist kein „hätte, könnte, würde“, sondern Realität. Wer verkauft hat, ist potentieller Käufer und wenn verkauft hat, wer verkaufen wollte, muss er logischerweise der nächste Käufer sein – dieser Ausgangslage sahen wir uns Anfang November gegenüber.

Und als dritter Faktor kommen noch die Rahmenbedingungen hinzu. Diese waren ja geprägt von Brandherden, wie der Ausgang der US-Wahl, der Corona-Thematik und allen damit zusammenhängenden Konsequenzen für die konjunkturelle Entwicklung und schlussendlich noch die Frage des Brexit. In ihrer Gesamtheit waren diese Brennpunkte oberflächlich ganz klar negativ zu bewerten, die Positionszusammensetzung oberflächlich folgerichtig. Aber eben auch klar katalysierend – erst recht, wenn sich bereits jeder gehedged hatte.

Jetzt haben wir die Situation, in der wir in allen drei Faktoren Bewegung sehen:

- (a) der Kapitalzufluss wird ungehemmt anhalten – er wird aller Voraussicht nach sogar zunehmen. EZB Chefin Lagarde sprach in der Vorwoche bereits ganz offen von der „ultimativen Bazooka“, welche die EZB im Dezember in Stellung bringen könnte / würde. Konkrete Aspekte werden laut Lagarde im Dezembertreffen sein: „der PEPP und die TLTROs werden wahrscheinlich die wichtigsten Instrumente zur Anpassung unserer Geldpolitik bleiben“, die EZB muss die Banken weiter unterstützen und die EZB muss die Dauer der politischen Unterstützung (einschließlich QE) erhöhen. Die sich daraus ergebenden Markterwartungen sind nun wie folgt: eine Zinssenkung wird nicht zu erwarten sein, aber günstigere TLTRO-Bedingungen (längere Laufzeit, möglicherweise niedrigerer Zinssatz), darüber hinaus eine PEPP-Verlängerung in ähnlichem Tempo (möglicherweise bis 2022) und die Aufstockung der APP im Jahr 2021 ist durchaus realistisch möglich (nämlich auf 30 bis 40 Mrd Euro pro Monat).

Der Fed Chef Powell äußerte sich letzte Woche dahingehend, dass die US-Regierung und die Notenbank mehr zur Konjunkturankurbelung tun müssten, als bis jetzt.

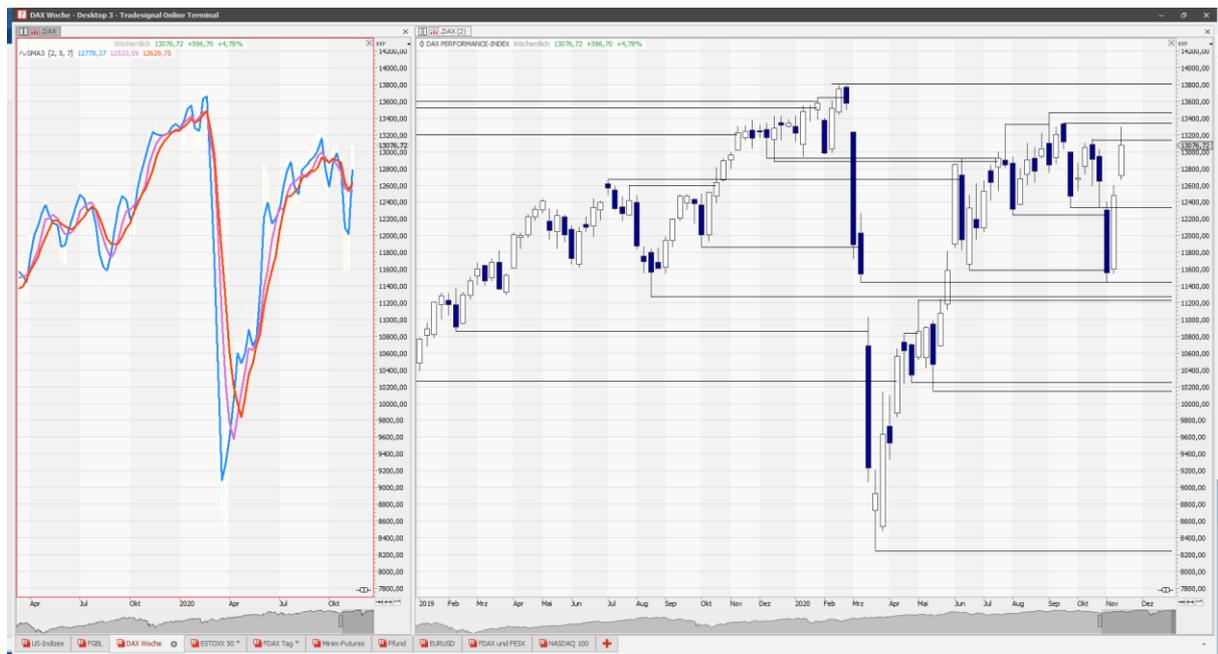
Halten wir als Fazit fest: von Kapitaleseite werden die Hähne erst einmal weiter aufgedreht, nicht geschlossen. Folglich wird es unverändert eine Sättigung an Treibstoff im Markt geben – bis auf weiteres.

- (b) Die Positionsverzerrungen sind in den letzten Tagen zweifellos abgebaut worden. Ob nun schon das letzte Handtuch in den Ring geworfen wurde, glaubt kaum einer der Händler, mit denen ich spreche, aber eine solche Verzerrung, wie sie Anfang des Monats noch vorlag, ist kaum mehr realistisch zu unterstellen. Aber ich glaube, dass ist jetzt nicht mehr der entscheidende Punkt: viel wichtiger ist die Annahme, dass die dramatischen Veränderungen in den Rahmenbedingungen der aktuelle „Game Changer“ sind. Es sind nicht mehr nur fast panikartige Eindeckungen, welche die Börse auf aktuellen Höhen katapultierten, es sind die zwingend anstehenden Umschichtungen in den Portfolios, welche jetzt eine substantielle Neubewertung der Märkte notwendig machen.
- (c) Die bisher dramatisch zu nennenden Rahmenbedingungen haben sich aufgehellt, zweifellos. Natürlich sind sie nicht weg, aber sie lassen Licht am Ende des Tunnels zu. Ob Biden ein guter US-Präsident wird, wissen wir nicht, auch wenn jeder davon ausgeht. Aber alleine das reicht aus, um hier eine Verbesserung der Gesamtlage zu erhoffen, mit allen Konsequenzen im Bezug auf Handelskriege, Atomabkommen, internationalen Abkommen und Institutionen. Ob am Ende Enttäuschungen überwiegen werden, sollte in diesem Jahr und somit bis zum Handelsjahrultimo kein

Thema sein. Im Bezug auf Corona rennen wir aktuell gegen die Zeit: die Infektionen nehmen zu und es könnte noch Monate, wenn nicht sogar Jahre dauern, bis die Pandemie wirklich im Griff sein dürfte. Aber, zweifellos ist die Aussicht auf einen wirksamen Impfstoff für die Anlagemärkte ein Faktor, der ebenfalls Neubewertungen erzwingt. Bleibt das Thema Brexit, hier fehlen uns noch klare Lösungs- und Entspannungssignale – ich werde darauf noch eingehen.

Ja, die Welt für die Investoren, Trader und Fondsmanager hat sich in den letzten zwei Wochen deutlich verändert. Ich würde mich jetzt sogar so weit aus dem Fenster lehnen zu sagen, dass kommende Kursabschläge als Reaktionen zu werten sind und die Gefahr oder Chance (je nach dem, von welchem Standpunkt her man das betrachtet) auf der Oberseite liegen. In einigen US-Indizes haben wir historische Höchstkurse in den Vortagen erreicht, im DAX sollte dies ebenfalls nicht unmöglich sein, dass noch vor Jahresende zu sehen – unter Beachtung aller kommenden Reaktionen auf der Unterseite.

Sehen wir uns die Märkte unter technischen Gesichtspunkten an:



DAX Wochenchart

Wir finden nicht oft vergleichbare Kursentwicklungen im DAX, wie sie uns der Wochenchart des Index aufzeigt. 1.800 Punkte Absturz und 1.800 Punkte Erholung in schlappen fünf Wochen. Schon im Vorfeld hatten wir eingeschätzt, dass der Markt auf der Unterseite sehr gut abgesichert sein sollte und dass Abschläge wie im Februar / März dieses Jahres kaum realistisch sein sollten. Eindrucksvoller konnte der Markt diese Aussage nicht bestätigen.

Aktuell bewegt sich der Index wieder in der übergeordnet und breit definierten Konsolidierungszone, in welcher er sich bereits seit dem Sommer 2020 bewegte. Der jüngste Corona-Abschlag vom Oktober ist im Gesamtkontext eher ein erwarteter Ausrutscher. Markttechnisch wird eine neutrale Marktverfassung bestätigt.



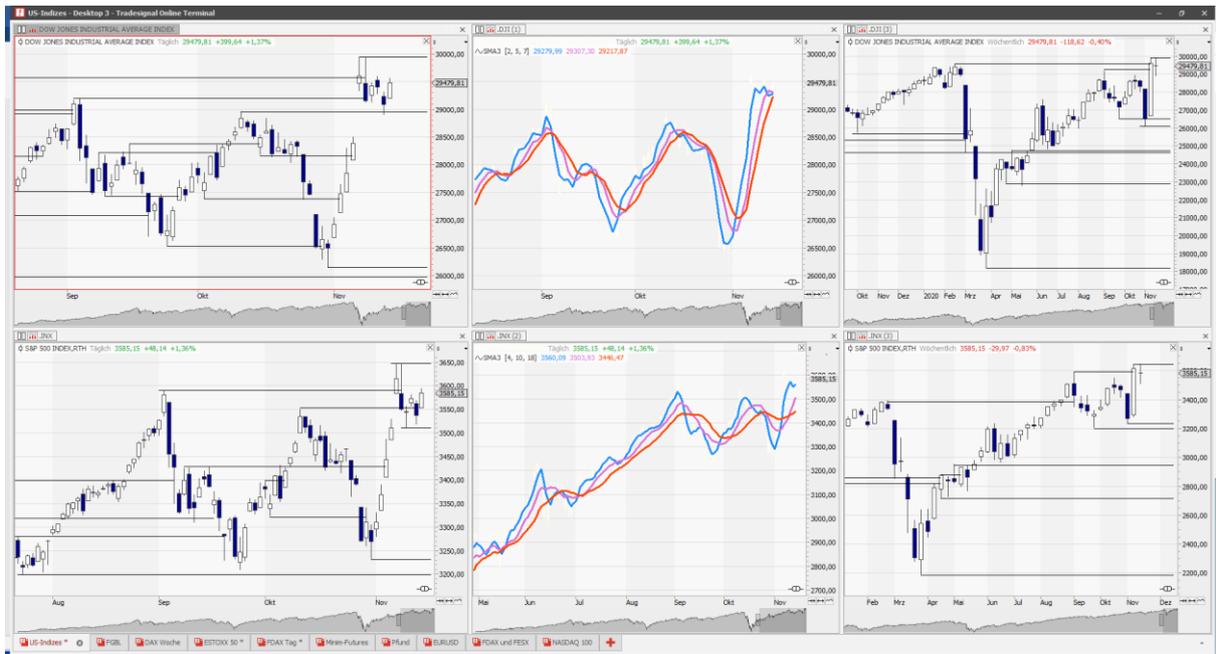
FDAX Tageschart

Auf Tagesbasis wird im FDAX die Dramatik der aktuellen Situation unterstrichen. Bereits in den täglichen Morgenkommentaren hatte ich auf die jüngst eingetretene auffällig ausgeprägte Überhitzung hingewiesen und den Beginn einer Konsolidierung erwartet – diese läuft seit letztem Mittwoch. Eine Kernaussage besagte hierbei: je geringer das Reaktionsausmaß, desto stabiler zeigt sich der Markt (und nach dem Komma können wir sagen: umso wahrscheinlicher ist es, dass sich nach Erschöpfung der Konsolidierung der Aufwärtsimpuls fortsetzt).



FESX Tageschart

Sehen wir uns die Kursverläufe im FESX oder in den US-Indizes Dow Jones bzw. S&P 500 an, lassen sich für alle vergleichbare Beurteilungen und Einschätzungen abgeben. Überall sehen wir markttechnisch definierbare Extremzustände, welche aktuell in laufenden Konsolidierungen abgebaut werden, verhältnismäßig marginale Reaktionen, was auf Stärke hinweist und folglich berechnete Erwartungen, dass die Indizes auf der Unterseite unverändert gut abgesichert sein sollten.



DJI und S&P 500 Tages- und Wochenchart

Halten wir fest: ja – Reaktionsabschläge sind selbstverständlich jederzeit möglich, aber die Besicherungen auf der Unterseite sollten halten und die Erwartungshaltung bis zum Jahresende bleibt mit Blick auf anhaltende Konsolidierungen bis hin zu weiter steigenden Kursen mit neuen historischen Hochs im DAX.

Natürlich bleiben grundsätzliche Risiken bestehen, welche die Vorzeichen bei den Rahmenbedingungen wieder komplett drehen könnten, aber mit diesem Problem müssen wir an der Börse leben.

Klar unmeißelbar bleibt der Brexit als großer Belastungsfaktor. Der 01. Januar rückt unaufhaltsam immer näher und alle Deadlines, bis zu denen eine Lösung gefunden werden sollte, sind ohne Ergebnis gebrochen worden. Jede einzelne. Also sollten wir uns die kommenden Störungen des Wirtschaftsablaufes einmal genauer ansehen – hier beziehe ich mich auf eine Auflistung, wie sie im Magazin „Der Spiegel“ einmal zusammengefasst wurden.

Beginnen wir mit den **Zöllen und Einfuhrquoten**. Wenn Großbritannien den EU-Binnenmarkt und die Zollunion zum 01. Januar ohne Nachfolgeregelung verlässt, werden beide Seiten Zölle und Einfuhrquoten einführen. Dabei würden, wie es heißt, die Regeln der Welthandelsorganisation WTO greifen. In einer Reihe von Sektoren käme es zu kräftigen Aufschlägen. Der Spiegel rechnet vor: „37,5 Prozent bei Milchprodukten aus Großbritannien, 11,5 Prozent bei Bekleidung, 22 Prozent bei Liefer- und Lastwagen und zehn Prozent bei Autos.“

Die **europäische Autoindustrie** warnt bei einem No-Deal-Szenario zudem vor einem dramatischen Einbruch des beiderseitigen Handelsvolumens über die kommenden 5 Jahre um 110 Mrd Euro. Für Großbritannien würde das ein Minus von 52,8 Mrd Euro bedeuten, für die EU-Staaten 57,7 Mrd Euro, heißt es. Entsprechend sieht die Branche Tausende Jobs gefährdet.

Mit oder ohne Vereinbarung, wird es ab dem 01. Januar wieder Grenzkontrollen geben. Ohne Abkommen wird diese Belastung allerdings deutlich höher ausfallen. Laut britischem Zoll kostet die zusätzliche Bürokratie die Unternehmen auf beiden Seiten 15 Mrd Pfund (16,4 Mrd Euro) pro Jahr. Die britische Regierung rechnet zudem laut Spiegel „im schlimmsten Szenario“ damit, dass sich bis zu 7.000 Lastwagen im Südwesten Englands wegen Kontrollen am Ärmelkanal stauen könnten.

Der **Reiseverkehr** wird ohne Abkommen massiv gestört, denn die Fluggesellschaften verlieren dann ihre Start- und Landerechte!! Der Luftverkehr käme zum Erliegen. Wegen der gravierenden Auswirkungen sind hier vorübergehende Ausnahmeregelungen wahrscheinlich. Die Teilnehmer des EU-Gipfels forderten die EU-Kommission im Oktober auf, „einseitige und befristete Notfallmaßnahmen rechtzeitig“ vorzubereiten.

Mit Blick auf Teile des **Finanzmarktes** heißt es, gäbe es bereits Notfallregeln. Die Londoner City ist für die EU ein unverzichtbarer Finanzplatz. Ein harter Schnitt zu Jahresbeginn könnte zu Marktturbulenzen führen. Im September kündigte die Kommission deshalb an, dass sie bis Mitte 2022 britischen Abwicklungshäusern für komplizierte Finanzprodukte wie Derivate weiter Geschäfte auf dem EU-Markt erlauben will.

Ein ganz heißes Eisen ist **Nordirland**. Für die britische Provinz gibt es schon im Brexit-Vertrag eine Auffanglösung. Nordirland würde demnach eine Zollunion mit Großbritannien bilden. Bei Gütern von außerhalb Europas, die in die EU gelangen könnten, müssen die britischen Behörden aber EU-Zölle erheben. Nordirland beachtet zudem weiter Binnenmarktstandards, um Grenzkontrollen zu Irland zu vermeiden. Doch genau diese Lösung hat Premierminister Johnson mit einseitigen Gesetzesänderungen wieder infrage gestellt – darüber berichtete im Oktober die Presse.

Ohne Abkommen dürften auch **EU-Fischer** nicht mehr in britischen Gewässern ihre Netze auswerfen. Dies wäre vor allem für die EU-Länder Frankreich, Dänemark, Belgien, Niederlande und Spanien ein schwerer Schlag. Deutsche Fischer wären dagegen kaum betroffen.

Die **Rechte der Bürger** sind schon im Austrittsvertragsentwurf geregelt. In Großbritannien leben gut 3 Mio Menschen aus anderen EU-Staaten, in der EU mehr als 1 Mio Briten. Sie haben das Recht zu bleiben, zu arbeiten oder zu studieren. Auch Ansprüche bei Krankenversicherung, Renten und sonstigen Sozialleistungen werden garantiert.

Die EU betont immer wieder, dass die **gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen** die Briten deutlich härter treffen würden als die Kontinentaleuropäer. Tatsächlich machen die britischen Warenexporte in die EU 47 % der Gesamtausfuhren aus. Umgekehrt sind es für die EU-Länder nur 8 %.

Nach einer Studie des Forschungszentrums The United Kingdom in a Changing Europe könnte ein Austritt ohne Abkommen langfristig fast drei Mal so teuer für die britische

Wirtschaft werden wie die Folgen der Corona-Pandemie. Demnach würde Großbritanniens Wachstum durch den No Deal über 15 Jahre um 5,7 % geringer ausfallen, heißt es. Bei Covid-19 sind es demnach nur 2,1 %.

Damit bleiben Risiken im Markt. Eines versprechen diese auf jeden Fall -. Schwankungen in den Kursen – für uns übersetzt heißt das: Gewinnmöglichkeiten!

Ich wünsche Ihnen einen erholsamen Restsonntag!

Uwe Wagner