



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar

Herbst 2021



Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	14
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	15
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	21
v CONREN's M3 erklärt	22
vi Koordinaten	23
vii Rechtlicher Hinweis	24

i Rückblick



CONREN Fondsmanager Patrick Picononi (Vorstand Altrafin) verfolgt einen langfristigen Absolute Return Ansatz. Der aktive, vermögensverwaltende und unabhängige Investmentansatz ist themenbasiert und Top-down. So bietet CONREN eine Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen. Kunden sind vor allem Unternehmerfamilien, Family Offices und Stiftungen in Deutschland, England, Israel und der Schweiz.

Es war ein Sommer der unangenehmen Überraschungen für die Weltwirtschaft. Die USA, Europa und China wachsen langsamer als die Investoren gehofft hatten. Die Verbraucherpreise steigen unangenehm schnell, vor allem in den USA. Selbst in der Eurozone, die an eine laue Inflation gewöhnt ist, lagen die Preise im August um 3% höher als ein Jahr zuvor, so hoch wie seit zehn Jahren nicht mehr. Nach soliden Zuwächsen bei der Wirtschaftstätigkeit von April bis Mitte August 2021 ist in wichtigen Teilen der Weltwirtschaft, insbesondere gegen Ende des 3. Quartals, neuer Gegenwind aufgekommen. Sorgen über neue COVID-Delta-Wellen, sich verschärfende Versorgungsgänge, steigende Energiepreise, Brüchen in Teilen der überschuldeten Immobilienmärkte Chinas, eine erhöhte Inflation mit steigenden Anleiherenditen, geldpolitische ("Tapering") und fiskalische Unsicherheiten in den USA ergeben derzeit eine unangenehme Mischung. Auf kurze Sicht sind die Risiken für globale Prognosen daher eher abwärtsgerichtet. Nach den starken Kursgewinnen auf den Aktienmärkten in der Vergangenheit sind vorübergehende Korrekturen auch keine grosse Überraschung. Trotzdem denken wir, dass die meisten Risiken mittelfristig, also mit Blick auf 2022, überschaubar und meist vorübergehend sind. Daher bleiben wir, insbesondere was die Aktienmärkte betrifft, konstruktiv und wir denken, dass der langfristige Aufwärtszyklus (mit Ausgangspunkt Ende Q1 2009) noch nicht unmittelbar zu Ende geht.

Wachstumsdynamik und Inflation

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sehen in der gesamten fortgeschrittenen Welt nach wie vor solide aus. Nach einer raschen Erholung von der Pandemie, nachdem die Beschränkungen gelockert wurden, deuten aufgestaute Nachfrage, überschüssige Ersparnisse und die Notwendigkeit, zu investieren und die Lagerbestände wieder aufzufüllen, darauf hin, dass das Wachstum auch nach der Rückkehr zum BIP-Niveau vor der Pandemie weiterhin über dem Trend liegen wird. Eine schnellere Verbreitung von Spitzentechnologien nach dem COVID-19-Schock und arbeitssparende Investitionen als Reaktion auf den Lohndruck könnten das Produktivitätswachstum in den nächsten Jahren insgesamt erhöhen.

Kurzfristig allerdings hat sich die Dynamik etwas eingetrübt. In unserem Ausblick (vgl. Marktkommentar Sommer 2021) haben wir geschrieben „Wir gehen davon aus, dass sich die wirtschaftliche Aktivität und das Gewinnwachstum bei den Unternehmen in den nächsten Wochen und Monaten fortsetzen werden, auch wenn sich die Veränderungsraten, wie in den meisten Zyklen nach einem starken Einbruch, wahrscheinlich verlangsamen“. Ein Blick in die aktuelle Datenlage bestätigt diese Prognose.

Die meisten supranationalen Institute (IMF, Weltbank etc.) haben entsprechend ihre Prognosen revidiert. Auch die US Fed hat bei ihrer letzten Sitzung vom 22. September die Erwartungen angepasst. Der Ausschuss geht nun davon aus, dass das **BIP in den USA in diesem Jahr nur noch um 5.9% steigen wird**, während er im Juni noch von 7% ausgegangen war. Das Wachstum im Jahr 2022 wird nun jedoch auf 3.8 % geschätzt, gegenüber 3.3% zuvor und 2.5% im Jahr 2023, was einer Steigerung um einen Zehntelpunktpunkt entspricht. Die Projektionen zeigten auch, dass die **FOMC-Mitglieder die Inflation stärker einschätzen als im Juni prognostiziert**. Die Kerninflation in den USA wird in diesem Jahr voraussichtlich um 3.7% steigen, gegenüber den 3%, die die Mitglieder bei der letzten Bekanntgabe ihrer Erwartungen vorausgesagt hatten. Für 2022 wird eine Inflationsrate von 2.3% prognostiziert, verglichen mit der vorherigen Prognose von 2.1% und für 2023 von 2.2%. Unter Berücksichtigung von Lebensmitteln und Energie wird die Inflation in diesem Jahr voraussichtlich bei 4.2% liegen, gegenüber 3.4% im Juni. In den beiden Folgejahren wird mit einem Rückgang auf 2.2% gerechnet, was kaum eine Veränderung gegenüber der Juni-Prognose bedeutet.

i Rückblick

Auch die aktuellen **Zahlen in Europa deuten auf eine Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität hin**. Der zusammengefasste Einkaufsmanagerindex für die Eurozone ist im September um 2.9 Punkte **auf 56.1 gesunken** und liegt damit deutlich unter den Konsenserwartungen, womit sich die Abschwächung gegenüber dem Höchststand vom Juli fortsetzt. Die Abschwächung war in allen Ländern breit angelegt und wurde von Deutschland angeführt, wobei es in der gesamten Region zu negativen Überraschungen kam. In England enttäuschte der zusammengesetzte PMI erneut die Erwartungen, wenn auch in geringerem Masse, und fiel auf einen Tiefstand seit März. In den einzelnen Sektoren der Eurozone war der Rückgang im September ebenfalls breit gefächert, wobei die Produktion im verarbeitenden Gewerbe (-3.3 Punkte auf 55.6) in ähnlichem Masse zurückging wie im Dienstleistungssektor (-2.7 Punkte auf 56.3). **Obwohl sich die PMI im Euroraum weiterhin im stark expansiven Bereich bewegen**, bestätigen die aktuellen Entwicklungen, dass sich das **Wachstum insgesamt abschwächt, und es wird das Risiko deutlich, dass sich das Wachstum auf kurze Frist schneller als erwartet verlangsamen könnte**. Die Eurozone könnte demnach im Jahr 2021 nunmehr zwischen 4.6% und 4.8% wachsen (anstatt der von vielen Marktstrategen vor kurzem noch erwarteten 5%). Nichtdestotrotz bleibt auch hier der **mittelfristige Trend deutlich positiv**, so kann für 2022 von ähnlich hohen Zahlen ausgegangen werden, bevor sich die Werte wieder an das langfristige Mittel angleichen (um die 2.5%).

China

Die Entwicklungen in China standen aus makro- und geopolitischer Sicht während des 3. Quartals auch im Zentrum des Geschehens. Die drei wesentlichen Belastungsfaktoren wie **1. autokratischer Interventionismus** im Hinblick auf das Marktgeschehen, **2. restriktive Geld- und Fiskalpolitik** sowie **3. die Immobilien-Verschuldungsprobleme** hatten bisher zwar einen lediglich regionalen Einfluss auf die Börsen ohne nennenswerte Spillover-Effekte auf die internationalen Finanzmärkte. Trotzdem wirken sich diese Faktoren **negativ** auf die **dortigen Wachstumsperspektiven** aus (Rückgang vieler Prognosen von knapp unter 9% Wachstum im Jahr 2021 auf nur noch knapp über 7% Zuwachs), was aufgrund der Relevanz der Volkswirtschaft im globalen Kontext (neben erneuten harten Massnahmen zur Eindämmung von COVID-19) wiederum der **ursächliche Grund für die rückläufige globale Wachstumsaktivität ist**. Auf die im Verhältnis zu westlichen Ländern restriktive Geld- und Fiskalpolitik hatten wir bereits in unserem letzten Quartalsbericht hingewiesen. Die unterdurchschnittliche Geldmengenausweitung (negative Überschussliquidität) und Regierungsbemühungen, das Verschuldungswachstum im Land einzudämmen (u. a. restriktivere Finanzierungspolitik bei Immobilien-Investments), stellen makroökonomische Bremsfaktoren dar.

Chinas dramatische Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus in diesem Sommer haben das Verbrauchertrauen im Land beeinträchtigt und schüren die Sorge um die Stärke der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt. Die Einzelhandelsumsätze hatten im August zu kämpfen und stiegen im Vergleich zum Vorjahr nur um 2.5%. Das war viel schwächer als erwartet und eine dramatische Verlangsamung gegenüber dem Anstieg von 8.5% im Juli. Die Daten zeigen am deutlichsten, wie sehr die Massnahmen der Regierung zur Eindämmung des Ausbruchs der Delta-Variante in diesem Sommer die Wirtschaft beeinträchtigt haben. Um Neuinfektionen zu verhindern, verfolgte China eine aggressive Null-COVID-Strategie, indem es Städte abriegelte, Flüge strich und den Betrieb einiger Häfen einstellte. Mit diesem Ansatz konnte das Virus unter Kontrolle gebracht werden, wenn auch auf Kosten der Wirtschaftstätigkeit.

i Rückblick

Doch die **chinesische Wirtschaft** hat auch mit **anderen Problemen** zu kämpfen, darunter die **Krise im Immobiliensektor**. Die Zahl der Neubauprojekte, gemessen an der Wohnfläche, ging in den ersten acht Monaten des Jahres um 3.2% zurück. Der Gegenwind, dem der Immobiliensektor ausgesetzt ist, scheint sich zu verstärken. Die **Liquiditätskrise** des chinesischen **Immobilienriesen Evergrande** (Schulden von über USD 300 Mrd.) hat sich erheblich verschärft und das Unternehmen hat davor gewarnt, dass es seine enormen Schulden nicht mehr bedienen kann, da es Schwierigkeiten hat, die Kosten zu senken oder Käufer für einige seiner Projekte zu finden. Das Unternehmen, einer der grössten Immobilienentwickler Chinas, hat bereits Marktturbulenzen im Land ausgelöst, da seine Anleihen und Aktien abgestürzt sind. Die Anleger befürchten, dass ein Zahlungsausfall Auswirkungen auf das chinesische Bankensystem und die Wirtschaft insgesamt haben und soziale Unruhen auslösen könnte. Darüber hinaus sind **Kettenreaktionen auf den internationalen Märkten nicht ganz auszuschliessen**. Ein sehr wahrscheinlicher Zahlungsausfall wird die Märkte auch in den kommenden Wochen weiter beunruhigen (allein schon wegen der Grösse des Unternehmens und seiner Bedeutung für den Immobiliensektor und den Anleihemarkt), aber wir sehen das **nicht als ein "Lehman-Moment"**. Ein Ausfall von sogenannten Auslandsanleihen (offshore) des Unternehmens wird nicht automatisch einen Querausfall ("cross-default") bei anderen Anleihen (einschliesslich Evergrande "Onshore"-Schulden) auslösen, aber angesichts des Gewichts des Unternehmens (derzeit über 10% aller hochverzinslichen Anleihen in der Region) dennoch Auswirkungen auf den asiatischen High-Yield-Markt haben. Auf der anderen Seite sind **fast drei Viertel des Vermögens der privaten Haushalte des Landes im Immobiliensektor gebunden**. Ein drohender Zusammenbruch des grössten Immobilienunternehmens könnte schwerwiegende Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben, das Wachstum weiter beeinträchtigen und möglicherweise eine Kaskadenwirkung auslösen, die die Finanzmärkte schmerzlich treffen könnte. Wir bezweifeln, dass die **Regierung** dies zulassen wird. Sie wird auf die eine oder andere Weise **intervenieren** und höchstwahrscheinlich eine **Restrukturierung**, bis hin zu einer Aufspaltung des Unternehmens in Einzelteile, orchestrieren und von entsprechenden regionalen Behörden und Staatsbanken ausführen lassen.

Schliesslich stellt das laufende **staatliche Vorgehen** gegen grosse **Technologieunternehmen** einen Gegenwind für Wirtschaft und Märkte dar. Eine der beeindruckendsten Errungenschaften Chinas in den letzten zwei Jahrzehnten war der Aufstieg seiner Technologiebranche. Alibaba beherbergt doppelt so viele E-Commerce-Aktivitäten wie Amazon. Tencent betreibt die beliebteste Super-App der Welt mit 1.2 Mrd. Nutzern. Chinas technologische Revolution hat auch dazu beigetragen, die langfristigen wirtschaftlichen Aussichten des Landes zu verändern, indem sie dem Land den Sprung über die verarbeitende Industrie hinaus in neue Bereiche wie die digitale Gesundheitsfürsorge und künstliche Intelligenz (KI) ermöglicht hat. **Eine schillernde Tech-Industrie treibt nicht nur Chinas Wohlstand voran, sondern könnte auch die Grundlage für eine Herausforderung der US-amerikanischen Vorherrschaft sein**. Deshalb ist der **Angriff von Chinas Präsident Xi Jinping** auf die USD 4 Billionen schwere Tech-Industrie seines Landes **so verblüffend**. Es gab mehr als 50 behördliche Massnahmen gegen zahlreiche Unternehmen wegen einer schwindelerregenden Bandbreite angeblicher Verstöße, von Kartellrechtsverstößen bis hin zu Datenvergehen. Die Androhung von Verboten und Geldstrafen durch die Regierung hat die **Aktienkurse seit Mitte Februar 2021 stark belastet und die Anleger im In- und Ausland bisher rund USD 1 Billionen Dollar gekostet**. Das definierte End-Ziel von Xi besteht darin, IT-Tycoons und Unternehmen auf die Leitgedanken der Regierung auszurichten. Die Privatwirtschaft kann unter dem Regime nur so gut existieren und auch florieren, soweit sie keine Bedrohung für die Regierung bzw. deren Pläne darstellt. "Unkontrollierte" IT- und Digital-Unternehmen passen nicht ins Idealbild der politischen Ideologie und stellen

i Rückblick

ein Störfaktor dar, v. a. bezogen auf das nicht offen ausgesprochene Regierungsziel einer immer rigoroseren Überwachung und Kontrolle der eigenen Bevölkerung. **Das tiefere Ziel der Kommunistischen Partei ist es, die Industrie nach ihren Plänen umzugestalten.** Chinas Autokraten hoffen, dass dadurch der technologische Vorsprung ihres Landes gestärkt wird, der Wettbewerb angekurbelt wird und die Verbraucher davon profitieren (Stichwort: "common prosperity": Verbreiterung des Wohlstands und Einebnung des Wohlstandsgefälles). Ob dies durch Staatslenkung tatsächlich erreicht wird, bleibt allerdings offen. Ein **nicht zu unterschätzendes Risiko besteht darin**, dass das harte Durchgreifen den **Unternehmergeist in China insgesamt etwas abstumpfen lässt**. Heute sind etwa 70 chinesische Digitalunternehmen mehr als USD 10 Mrd. wert. Die meisten haben westliche Investoren und im Ausland ausgebildete Führungskräfte. Ein dynamisches Risikokapital-Ökosystem bringt ständig neue hochinteressante Unternehmen hervor. Von den über 150 chinesischen "Einhörnern" (Start-ups im Wert von über USD 1 Mrd.) ist die Hälfte in Bereichen wie KI, Big Data und Robotik tätig. Die chinesische Regierung wird sich daher gut überlegen müssen, inwieweit sie ihre zentralistischen Lenkungspläne noch stärker in private unternehmerische Prozesse einfließen lassen will. Wenn sie dies tut, dann wird dies unausweichlich zu grösseren Frictionen und Disruptionen führen, welche letztlich auch globale Konsequenzen haben werden.

Geldpolitik

Neben sich abschwächenden Wachstumsthemen und China-Faktoren waren die Äusserungen und Aktionen der Zentralbanken einmal mehr die treibenden Faktoren für die Entwicklungen auf den Märkten. In diesem Zusammenhang stand die Sitzung der **US Fed von Ende September** im Vordergrund. Wie erwartet, kündigte der US Fed Präsident Jerome H. Powell an, dass ein Tapering "in Kürze gerechtfertigt sei". Seiner Ansicht nach ist der verbleibende Test für eine Rückführung des Anleihenkaufprogramms, nämlich substanzelle weitere Fortschritte auf dem Arbeitsmarkt, "so gut wie erfüllt", und er meint, keinen "sehr starken" Beschäftigungsbericht für September zu benötigen, um den Startschuss einzuleiten. Dies deutet darauf hin, dass der FOMC auf seiner Novembersitzung mit hoher Wahrscheinlichkeit den Beginn des Tapering ankündigen wird. Der Vorsitzende Powell teilte auch mit, dass die **FOMC-Teilnehmer einen Abschluss des Taperings gegen Mitte 2022 favorisieren**, was eine Rückführung von USD 15 Mrd. pro Monat impliziert. Wenn der FOMC das Tapering bis Mitte nächsten Jahres abschliesst, könnten Zinserhöhungen bereits im Q3 2022 zur Diskussion stehen. Der US Fed ist es aber in der Kommunikation immer wieder wichtig zu betonen, dass das "**Tapering-Thema**" **unabhängig von etwaigen "Zinsentscheiden"** zu betrachten sei. Ein Einstellen des Programms sei nicht gleichzusetzen mit einer dann gleich anschliessenden ersten Zinserhöhung. Gleichzeitig muss erwähnt werden, dass entgegen verbreiteter Meinung ein "Tapering" keine Verschärfung der expansiven monetären Politik darstellt. Vielmehr stellt es eine reine monetäre Operation dar, wonach Kommerzbanken ihre Überschuss-Reserven abbauen können (durch Abbau ihres Staatsanleihen-Bestandes). Hinsichtlich der Überschussreserveproblematik, die seit April 2021 Banken belastet, ist ein "Tapering" sogar zu begrüßen. Wenn sich die erste (irrationale) psychologische Reaktion der Investoren, die ein Tapering einer Zinserhöhung gleichstellen, abflacht, dann sollte sich auch der Anleiherendite-Sprung – ceteris paribus – wieder normalisieren. Hinsichtlich der Inflation blieb Powell bei seiner Aussage aus der vorangegangenen Sitzung, dass die derzeit hohe (aktuelle) Inflation nur vorübergehend sein wird und dass die Inflationserwartungen weiterhin gut verankert sind. Die Anhebung der Kerninflationsprognosen des FOMC führte er auf länger anhaltende, aber letztlich doch vorübergehende Auswirkungen von Lieferkettenunterbrechungen zurück.

i Rückblick

In Europa hat die EZB bei ihrer letzten Sitzung – nicht zuletzt wegen der steigenden Wachstums- und Inflationszahlen - erstmals wieder eine etwas restriktivere Semantik hinsichtlich des künftigen monetären Kurses verwendet. Von einem Tapering oder einem ersten Zinsschritt ist man realistischerweise aber noch weit entfernt.

i Ausblick

Makro-Optik

Fast 20 Monate nachdem die Covid-Pandemie die amerikanische Wirtschaft zum ersten Mal erschüttert hat, sieht sich die US Fed mit einem komplexen Hintergrund konfrontiert. Die Wirtschaft hat sich zwar erholt, da die Konsumenten dank wiederholter staatlicher Konjunkturprogramme und anderer Vergünstigungen viel Geld ausgeben. Doch das Virus hält sich hartnäckig und viele Erwachsene sind nach wie vor nicht geimpft, was eine vollständige Rückkehr zur Normalität verhindert. Auch von aussen drohen Gefahren, wie etwa die Erschütterungen auf dem chinesischen Immobilienmarkt, die die Finanzmärkte verunsichert haben. In den **USA** könnte zudem ein **parteipolitisches Gerangel künftige fiskalpolitische Ausgabenpläne der Regierung** (in USD Billionen Höhe) gefährden **oder sogar zu einer destabilisierenden Verzögerung bei der notwendigen Anhebung der Schuldengrenze (per Mitte Oktober erwartet)** führen. Ein erster "shutdown" wurde erst kürzlich zwar verhindert, doch die mittelfristige Lage ist noch nicht gänzlich geklärt.

Der Fed-Vorsitzende und seine Kollegen navigieren durch diese Gegensätze in einer Zeit, in der die Inflation hoch ist und der Arbeitsmarkt sich zwar erholt, aber noch lange nicht seine volle Stärke erreicht hat. Sie wägen ab, wann und wie sie ihre geldpolitische Unterstützung reduzieren sollen, in der Hoffnung, eine Überhitzung der Wirtschaft oder der Finanzmärkte zu verhindern und gleichzeitig den Aufschwung auf Kurs zu halten. Die **Aussagen des Gremiums hinsichtlich des Taperings scheinen ziemlich klar**. Hingegen sind **zinspolitische Schritte**, was für die **Börsen einen sehr hohen Einfluss hat, derzeit schwer einzuschätzen**. Ein Blick in die so genannte "Dot Plot" - eine Reihe anonymer individueller Schätzungen, die zeigen, wo jeder der 18 politischen Entscheidungsträger der US Fed am Ende eines jeden Jahres den Zinssatz erwartet – zeigt noch keinen allzu restriktiven monetären Kurs auf. Der Median der FOMC-Mitglieder zeigt derzeit 0.5 Zinserhöhungen im Jahr 2022, 3 weitere Erhöhungen im Jahr 2023 und 3 weitere Anhebungen im Jahr 2024. Wir gehen in diesem Zusammenhang von einem ersten Zinsschritt frühestens per Ende Q4 '22 bzw. Beginn 2023 aus und dies nur dann, wenn die Wachstumsraten in 2022 an Schwung zulegen, die Arbeitslosenquote nachhaltig niedrig bleibt und die externen (internationalen) Makro-Risiken niedrig bleiben.

Abgesehen von einer aktuell stark geschrumpften Überschussliquidität (bezogen auf die Geldmenge M1 und M2) sind unseres Erachtens die **Ampeln in den USA, aus monetärer Sicht und hinsichtlich deren Einfluss auf den Märkten, auf "orange"** zu setzen (bis noch vor einigen Monaten waren sie auf "grün"). Für **Aktien-Anleger** sollte das bevorstehende US-Tapering also **keine gravierenden Auswirkungen haben**. Im Unterschied zum "Taper-Tantrum" des Jahres 2013, als die Ankündigung des damaligen Fed-Präsidenten Ben Bernanke zur Reduzierung der Anleihenkäufe die Kapitalmärkte völlig unvorbereitet traf, wird dieses Mal bereits seit Wochen und Monaten intensiv darüber gesprochen, wann das Tapering starten wird. Insofern gibt es (wahrscheinlich) keinen Überraschungseffekt mehr, der zu einer Neubepreisung von Risiken und höheren Risikoprämien führen wird (zudem, wie oben bereits erläutert, ist ein Tapering für Banken sogar vorteilhaft – es führt zu einer Beseitigung der Überschussreserven in den Bilanzen, was zu mehr Kreditvergabe führen kann). Für Anleihen-Investoren wird die Situation **etwas schwieriger**, da die Anleiherenditen in einer ersten Phase eher steigen als weiter sinken werden.

Auch im Euroraum ist die **EZB vor dem Hintergrund der gestiegenen Staatsverschuldung** ihrer Mitgliedsländer daran interessiert, **anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen** im Euroraum **aufrechtzuerhalten** und die wirtschaftliche Erholung nicht durch Zinsansteige abzuwürgen. Von **daher gehen wir davon aus**, dass sich das **Niedrigzinsumfeld**, in dem sich die Eurozone seit Ausbruch der globalen Finanzkrise befindet, **noch lange fortsetzt**.

i Ausblick

Die **Ampel** ist hier nach wie vor auf "grün".

Lediglich in einigen Schwellenländer wurden bereits Zinserhöhungen umgesetzt (so u. a. in Mexiko, Brasilien, Indien, Südkorea und Russland), die den Rückenwind für die weitere Entwicklung der dortigen Märkte etwas abschwächen.

Die chinesische Regierung und Notenbank ihrerseits werden aus den oben beschriebenen Gründen wahrscheinlich darauf bedacht sein, eine starke Abkühlung zu vermeiden. Wir gehen davon aus, dass die Behörden das Wachstum in den kommenden Monaten eher wieder unterstützen werden, indem sie die Zinssätze senken und den lokalen Regierungen erlauben, mehr Anleihen zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten auszugeben. China verfügt über die Mittel, um die Auswirkungen der Evergrande-Situation einzudämmen. Allerdings bestehen in China Probleme für die Zukunft, da sich das Wachstum verlangsamt und die Führung des Landes ein zunehmend autoritäres und kontrollierendes Regime durchsetzt. Insofern ist eine, **zugegebenermaßen etwas unberechenbare, politische Risikoprämie** beim Investieren in dieser Region **in Kauf zu nehmen**.

Aus **fiskalpolitischer Sicht** ist die Situation, bzw. die Implikationen für die Märkte, in Europa grundsätzlich weiterhin günstig. In den USA haben die von der Regierung geplanten Ausgabenprogramme (insgesamt weit über USD 3.5 Billionen) ebenfalls eine positive Wirkung auf die Realwirtschaft und letztlich auf die Kapitalmärkte. Trotzdem bleiben hier aber Unsicherheiten bestehen, da die **Ausgabenpläne noch nicht definitiv verabschiedet wurden**. Auch muss über die **notwendige Anhebung der Schuldengrenze abgestimmt werden**, ein derzeit weiterer Belastungsfaktor für die Börsen.

Was die künftige **Wachstums- und Inflationsdynamik** im **Zusammenhang mit COVID-Varianten** betrifft, müssen folgende Punkte betrachtet werden. Die **Delta-Mutationen** belasten die Konsumausgaben in der westlichen Welt, führen **aber nicht mehr zu deutlichen Einschnitten** oder einem Zusammenbruch der Aktivitäten. In Ländern mit ausreichend Impfstoffen und funktionierenden Zertifikatsregeln **hält die Anzahl der Fälle die Verbraucher nicht mehr davon ab, sich mobil zu bewegen und zu reisen**. Der **europäische Dienstleistungssektor hat inmitten der Delta-Welle wieder geöffnet**. Die Konsumenten scheinen weniger Angst vor der Krankheit zu haben, auch wenn es genug Ungeimpfte gibt, um die Krankenhäuser zu füllen. Vor einem Jahr war die **Zahl der Gäste in US-Restaurants** fast halb so hoch wie 2019. Jetzt ist dieser Dienstleistungssektor um etwa 10% zurückgegangen, obwohl die Krankenhäuser dreimal so voll sind. In **Japan** scheint der über **Tokio verhängte Ausnahmezustand** die Menschen **nicht von den Geschäften fernzuhalten**. Nur in Ländern mit drakonischen Massnahmen zur **Ausrottung des Virus** bleiben die Menschen zu Hause. In **Australien und Neuseeland** droht eine erneute **Rezession**, weil die Geschäfte geschlossen sind, und in **China** scheint der Dienstleistungssektor zu schrumpfen. **Gleichzeitig jedoch stört die Ausbreitung der Delta-Variante** weiterhin die **weltweite Versorgung mit Waren**, während die Verbraucher, insbesondere die Amerikaner, mehr Autos, Haushaltsgeräte und Sportausstattungen denn je kaufen wollen. **Ausbrüche in südostasiatischen Ländern mit niedrigen Impfraten führen dazu, dass Produktionsanlagen und Logistiknetze vorübergehend stillgelegt werden**, wodurch die **Unterbrechung der Lieferketten verlängert wird**. In den USA haben sich Einzelhändler bei der Regierung dafür eingesetzt, dass mehr Impfstoffe nach Vietnam oder Indonesien geliefert werden, so wichtig sind die dortigen Fabriken für ihre Geschäfte geworden. Die Knappheit treibt die Preise in die Höhe. COVID-Varianten können daher in gewissen Ländern wie **China temporär zu deutlichen Wachstumseinbrüchen führen**, gleichzeitig aber führen sie über **Lieferkettenunterbrechungen und anhaltend hohe Nachfrage** (v. a. aus Europa und den USA) zu einem **Anstieg der Preise**. Die

i Ausblick

Konsequenz ist eine gewisse Stagflation. Je länger diese anhält, desto schädlicher sind letztlich auch die Auswirkungen - über Rückkoppelungseffekte - **auf die internationalen Kapitalmärkte (v. a. auf die Anleihen- und Aktienmärkte).** Diese Interdependenzen sind aus Anlageperspektive wichtig und stets im Auge zu behalten, denn es kann durchaus sein, dass die **Höhe der künftigen Inflation**, weit weniger von Geld-, Fiskalpolitik oder exzessiven Nachfrageeffekten abhängt, sondern vielmehr **von einer unelastischen Angebotssituation auf dem Produktions- und Arbeitsmarkt**. Hier spielen auch **geopolitische Gesichtspunkte und Überlegungen** eine wesentliche Rolle (Stichworte wie "De-Globalisierung", USA-China-Problematik etc.).

Mikro- und Markt-Optik, Assetklassen

- Grundsätzlich denken wir, dass trotz einiger Belastungsfaktoren höhere Aktien und höhere Anleiherenditen für die nächsten Monaten wahrscheinlich sind. Den langfristigen Aufwärtstrend auf dem Aktienmarkt (mit Ausgangspunkt 2009) sehen wir noch nicht unmittelbar gefährdet. Korrekturen um die 10-15% sind zwar jederzeit möglich, doch von einem langanhaltenden Bärenmarkt gehen wir derzeit (noch) nicht aus. Das Zinsniveau in der westlichen Welt ist real weiter auf einem Rekordtief, was Konjunktur und Börse dauerhaft stark stimulieren sollte. Zudem ist mit Ausnahme gewisser spekulativer Exzesse (Crypto-Währungen, gewisser Subsegmente des IT-Bereichs, des SPAC-Aktien-Booms, der "Meme"-Aktien von Retailinvestoren etc.) noch keine breite Euphorie auf den Märkten feststellbar.
- Die **weltweiten Anleihenmärkte** werden kurzfristig voraussichtlich weiter unter Druck geraten. Für Anleihen bleiben die **Perspektiven somit zunächst unerfreulich**, auch wenn die US-Notenbank und die EZB dieses und nächstes Jahr die Leitzinsen nicht erhöhen werden. **Sollte die FED / EZB in nächster Zeit auch keine mittelfristigen Erhöhungen in der Kommunikation signalisieren, dann werden langfristige Renditen auch bald ihren Höhepunkt erreichen. In einem solchen Fall wird die aktuelle Aufwärtsbewegung – analog Q2 2021 – recht schnell auch wieder drehen.** Dies kann taktisch zu interessanten Anlageopportunitäten führen. Mittel- bis langfristig ist es aber kaum sinnvoll, Anleihen in grossen Mengen, wie dies institutionelle Investoren regulatorisch bedingt tun müssen, zu halten. **Die erwartete Rendite wird nicht ausreichen, um die Kaufkraft real zu erhalten.**
- Bei **Credits** (Unternehmensanleihen) sind wir der Meinung, dass die **grossen Einengungen der Spreads** (seit Sommer 2020) bereits **hinter uns liegen** und daher weitere **Kurssprünge** in diesem Segment des Anleihenmarktes (v. a. in den USA und in Europa) **bescheiden ausfallen werden**. Trotzdem dürften sich **Unternehmensanleihen besser als Staatsanleihen schlagen**, vor allem diejenigen, die ein **schlechteres Rating aufweisen**. Hier wiegen die geringeren Ausfallwahrscheinlichkeiten aufgrund der nach wie vor guten konjunkturellen Lage schwerer als der negative Einfluss der Inflation. Mit zunehmendem Fortschritt im Wirtschaftszyklus drängt sich ein immer selektiveres Vorgehen bei der Auswahl der Papiere im High-Yield-Bereich auf.
- Im **bisherigen Jahresverlauf** haben wir auf der **Aktienseite** ein typisches **Muster gesehen**, als die Erholung, die auf den Märkten zunehmend gut eingepreist war, begann, Realität zu werden: **zyklische, konjunktursensitive Branchen** konnten insbesondere im zweiten Quartal ihre Outperformance weiter ausbauen. Dies spiegelte sich auch in der **Rotation der Marktführerschaft** hin zu operativ gehebelten Branchen wider, d. h. zu solchen mit dem höchsten Beta zum globalen Wachstum.

i Ausblick

Ein weiterer wichtiger Faktor war der Anstieg der Inflationserwartungen. **Zyklische Werte haben sich im Zuge höherer Inflationserwartungen besser entwickelt** als klassische Wachstumswerte (IT) oder defensive Werte (Basiskonsumgüter oder Gesundheitswesen/Pharma). Eine **Rotation hin zu Wachstumstiteln** (viele **Value-Aktien konsolidierten oder haben sich nur geringfügig nach oben bewegt**) vollzog sich dann im Verlauf des Sommers, als sich die Wachstumsaussichten zunehmend eintrübten und die Anleiherenditen sanken. Seit Ende des 3. Quartals scheint sich das Blatt wieder zu wenden und es ist durchaus realistisch, dass **zyklische Value-Werte in den nächsten Wochen und Monaten wieder an Momentum gewinnen**.

- Was die **regionale Ausrichtung** betrifft, denken wir, dass aufgrund nach wie vor **niedriger Bewertungen** insbesondere **Europa und der Emerging Market interessant sind**. Der US-Markt wird in vielen Bereichen trotz höheren Notierungen aber weiterhin im Fokus bleiben müssen. **Europa** ist auch aufgrund seiner **hohen Abhängigkeit vom Welthandel und von der globalen Wachstumsdynamik** sowie seiner **heterogenen Branchenzusammensetzung attraktiv**. Steigen zudem die **Anleiherenditen bis zum Jahresende weiter, dann könnte Europa doppelt profitieren**: Der europäische Markt hat ein strategisches Absicherungspotenzial gegenüber dem Engagement in den USA, sollte unser Szenario leicht steigender Renditen eintreten. Warum? Weil: **Europäische Indizes in den letzten Jahren eine stärkere Korrelation mit den 10-jährigen US-Renditen gezeigt haben**. Spanien, Italien und Frankreich weisen alle einen **Korrelationsfaktor von über 0.25 auf, während die USA einen Korrelationsfaktor von 0.10 haben**. Dies lässt sich durch die Branchenzusammensetzung erklären: Die europäischen Märkte sind am stärksten in den renditeempfindlicheren Sektoren wie Finanzwerte, Industriewerte, Grundstoffe und Energie gewichtet. **Ausserdem machen zyklische Werte knapp 40% des MSCI Europe aus (gegenüber 31% beim S&P 500)**. Andererseits ist die Gewichtung des S&P 500 stärker auf Sektoren wie Technologie und Kommunikationsdienste ausgerichtet, die zusammen ein Gewicht von ca. 40% haben und bei steigenden Renditen eine erhebliche KGV-Kompression erleiden könnten. Aber auch **unter Bewertungsgesichtspunkten scheint Europa derzeit attraktiver zu sein**. Schliesslich hat **Europa**, abgesehen von den relativ niedrigeren Bewertungen, auch einen stärker "Value"-Bias. Der Value-Faktor ist derjenige mit dem **grössten Beta** zu den **Anleiherenditen**. Steigen die Anleiherenditen weiter, dann "outperformen" in der Regel Value-Titel und Branchen.
- In **China** scheinen die von der Marktkapitalisierung her gesehen **grössten Aktien an Boden zu gewinnen**. Hier ist die Konzentration im Index noch grösser als in den USA. Entsprechend ist davon auszugehen, dass die chinesischen Aktienindizes in den nächsten Wochen an Boden gewinnen. Auch die **äusserts negative Stimmung** der internationalen Anleger – nachdem die dortige Börse ohnehin bereits seit Mitte Februar korrigiert - ist unseres Erachtens ein guter **Gegen-Indikator**, um die Exposure im Land bzw. in der Region selektiv auszubauen. **Wichtig wäre hier aber, dass sich der USD als wichtiger Treiber nicht weiter aufwertet**, da ein steigender USD den Märkten insgesamt Liquidität entnimmt und Emerging Markets historisch betrachtet darunter überproportional leiden.
- Obwohl viele **Aktienindizes** historisch betrachtet heute mehrheitlich **teuer (sinkende Gewinnertratungen bei gleichzeitig höheren Aktienkursen)** und **kurzfristige Rücksetzer jederzeit möglich sind**, bleiben **wir für die Asset-Klasse nach wie vor recht positiv**. Die hier an verschiedenen Stellen aufgeführten **Makro-Indikatoren müssen aber ständig kritisch hinterfragt** und anhand von sich ändernden Fakten validiert werden. Eine **aktive Allokation der Gewichtungen (Branchen & Sektoren, Regionen)**

i Ausblick

etc.) drängt sich dabei weiterhin **auf**. Gleichzeitig muss man den **langfristigen Blick auf die wichtigsten Treiber zukünftiger Megatrends** beibehalten. Wir sind der Meinung, dass der Innovationsschub, den die Welt in den letzten Monaten und Jahren (im Bereich der Medizin mit Pharma und Medtech, IT, Robotik & Logistik, Erneuerbare Energie etc.) erfahren hat, **noch lange nicht zu Ende ist**. Im Gegenteil, es ist nicht unwahrscheinlich, dass er sich in **diesem Jahrzehnt nochmals deutlich beschleunigt**. Daraus ergeben sich viele interessante Anlageopportunitäten.

- **Was die Markttechnik und -stimmung betrifft, lassen sich derzeit folgende Muster erkennen:** Der Rückgang des Vertrauens hat auch die US-Verbraucher erfasst. Die jüngsten Daten aus der kürzlich veröffentlichten **Umfrage des Conference Board zum Verbrauchertrauen** zeigen, dass das Vertrauen nach einer Phase der Erholung in der ersten Jahreshälfte seit Juli rückläufig ist. Die Details zeigen, dass die Konsumenten die kurzfristigen Aussichten für den Arbeitsmarkt auch per Ende des 3. Quartals etwas weniger optimistisch einschätzen, da der Prozentsatz der Befragten, die davon ausgehen, dass im nächsten Monat mehr Arbeitsplätze zur Verfügung stehen werden, von rund 26% auf 23% zurückging. Das Verhältnis zwischen Erwartungen und Stimmung hat im Sommer ebenfalls einen Höchststand erreicht, was darauf hindeutet, dass sich die Erwartungen der Verbraucher inzwischen zu weit von der aktuellen Situation entfernt haben könnten. Heute scheint sich diese übermäßige Zuversicht zu normalisieren.

Ein weiterer Punkt ist, dass Aktienhändler und Spekulanten sich gegen Tail-Risiken absichern. Einige Marktkommentatoren meinen sogar: "The market is hedged". Nachdem die US-Aktienmärkte acht Monate in Folge gestiegen sind, zeigt sich, dass Derivatehändler Optionspreise nach oben treiben. Die Märkte für Aktienoptionen sind derzeit durch ein sehr hohes Mass an "skewness" gekennzeichnet (ablesebar an der relativen Preisgestaltung der impliziten Volatilität zwischen Puts und Calls). Mit anderen Worten: Da die **implizite Volatilität deutlich niedriger ist**, sind Calls jetzt viel billiger als Puts. Dies ist ein weiteres Zeichen dafür, dass der **Markt weit weniger selbstgefällig oder technisch fragil ist, als man zunächst annehmen könnte**.

Ein ebenfalls markttechnisch interessanter Indikator ist der sogenannte Citigroup-Überraschungsindex. Dieser stellt die wirtschaftlichen Überraschungen in den USA im Vergleich zu den Konsensmarkterwartungen dar. Demnach entsprechen die aktuellen Wirtschaftsdaten nun eher den Erwartungen als noch zwischen Ende 2020 und dem 2. Quartal 2021, d. h. aktuell kann nicht von einer euphorischen Erwartungsphase gesprochen werden, was den allgemeinen Optimismus für die Märkte befügeln würde.

Der Optimismus ist in den letzten Wochen ohnehin erneut zurückgegangen. An der NASDAQ zum Beispiel von in der Spur knapp 80% auf zuletzt (Ende September) unter 16% Optimisten. Für den Aktienmarkt allgemein liegt der Optimismus noch bei knapp unter 25%. **Andererseits** ist die Zahl der Tage, an denen mehr als 75% der S&P-500-Aktien über ihrer 200-Tage-Durchschnittslinie notierten, auf dem höchsten Niveau seit rund 20 Jahren. **Anderer Stimmungsindikatoren** (Fear & Greed Indicator, Barbestände und Aktienexposure von Fondsmanagern, Positionieren von Spekulanten auf den Terminmärkten etc.) **geben derzeit ein gemischtes Bild ab**. Von einem breiten, euphorischen Marktumfeld – was oft ein Gegenargument für weiter steigende Preise ist – kann jedoch nicht die Rede sein.

i Ausblick

Aus einer reinen Markt-(technischen) Perspektive heraus betrachtet, lassen sich daher keine eindeutigen Muster für eine anstehende Börsenbaisse erkennen. Die starke USD-Bewegung nach oben der letzten Wochen ist allerdings ein Belastungsfaktor (fundamental wie auch technisch), der zu Problemen auf den Märkten führen kann. Insbesondere **Emerging Markets, aber auch Rohstoffanlagen**, werden dadurch **zusätzlich unter Druck** geraten. Andererseits hat sich in der Vergangenheit der Oktober oftmals als entscheidender Monat für den Markt erwiesen. **Wir nähern uns dem Ende der negativen Saisonalität, die die Preisentwicklung im Sommer kennzeichnet.** Die Ergebnisse der Unternehmen für das 3. Quartal stehen an und wir gehen **nicht von breit gefächerten negativen Überraschungen aus**. Abgesehen von den verschiedenen historischen Markt-Crashes hat sich der Oktober generell als **guter Monat erwiesen, um das Engagement in Aktien zu erhöhen**.

- **Edelmetalle** haben insbesondere während des dritten Quartals **wegen der sinkenden Realrenditen** (nominale Anleiherendite minus aktuelle Inflation) **Kursrückavancen** verzeichnet. Nun scheinen die Preisnotierungen aber im Zuge steigender Anleiherenditen und eines erstarkenden USD wieder unter Druck zu kommen. **Ein stärkerer USD entspricht einer impliziten Zinserhöhung für die US-Wirtschaft und damit einem Liquiditätsentzug auf den internationalen Kapitalmärkten.** Steigende Zinsen machen zins- oder cashflow-lose Assetklassen unattraktiver und damit werden Anlagegelder verschoben. Die **Markttechnik überschattet den Goldpreis nach wie vor mit Pessimismus**, allerdings haben wir noch **keine Kapitulations-Ausverkäufe gesehen, die eine Gegenbewegung rechtfertigen würden**. Hier ist Geduld gefragt. **Mittelfristig** wird sich der USD **höchstwahrscheinlich wieder abwerten** (aufgrund weiter steigender Schulden in den USA, einer sich verschlechternden Defizitsituation etc.) und **wird dann Gold erneut glänzen**. Daher werden wir an unserer Goldquote (Kombination aus Gold-ETFs und Goldminenaktien) **weiterhin festhalten**. Aber auch andere Edelmetalle (wie **Silber** oder **Palladium**) werden bei sinkenden Notierungen immer interessanter.
- **Rohstoffe** (mit Ausnahme von Öl) leiden derzeit einerseits aufgrund der **nachlassenden konjunkturellen Dynamik in China und andererseits wegen der USD-Aufwertung**. Kupfer, Platin, Silber, aber auch Eisenerz, gaben in den letzten Wochen zum Teil deutlich nach. Eine Trendumkehr ist nur dann zu erwarten, wenn sich diese zwei Hauptbelastungsparameter abmildern.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Jahresende 2021 – hinein ins Jahr 2022

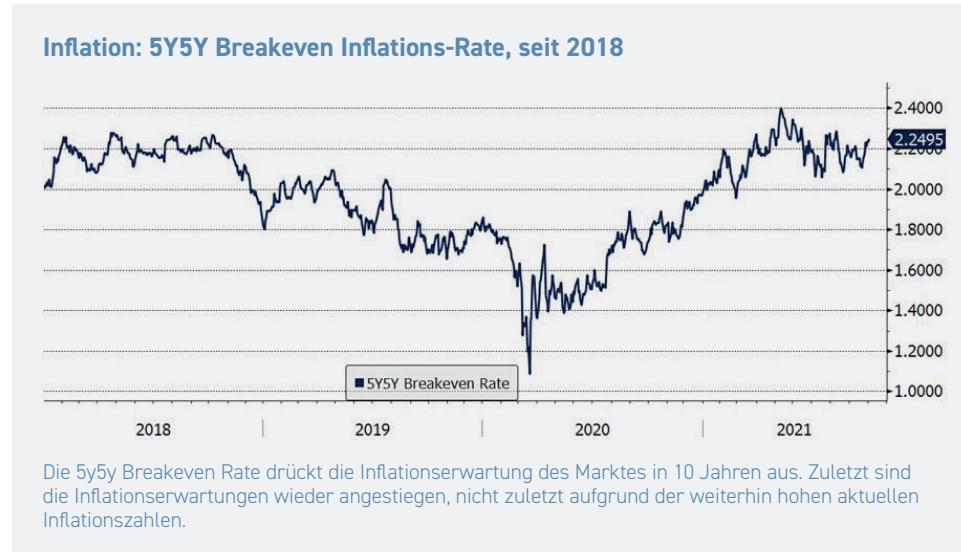
Die Zinsen bleiben niedrig, die Anleiherenditen steigen aber weiter etwas an, die Kreditexpansion wird fortgesetzt. Fiskalpakete wie Infrastrukturausgaben, Green Deal (in den USA) oder Recovery Fund (in der EU) und sinkende Arbeitslosigkeit (USA und Eurozone). Anhaltende Dynamik in den Emerging Markets (trotz Interventionismus und Wachstumsrückgang in China) treibt das globale Wachstum wieder an, unterstützt den wieder aufgenommenen Welthandel inkl. des globalen Tourismus, wobei sich die Inflationsbefürchtungen im Jahr 2022 wieder etwas legen sollten. Kurzfristiges USD-Overshooting ist nicht auszuschliessen, danach nimmt aber die Abwertung wieder an Fahrt auf. Rohstoffpreise inkl. Edelmetalle steigen nach einer Schwächephase wieder. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass Europa als Aktienmarkt weiterhin nach oben überrascht. China dürfte in den nächsten Wochen und Monaten seine restriktive Agenda (Geld-/Fiskalpolitik) wieder etwas lockern und einen neuen Kreditzyklus einleiten, was sich positiv auf das globale Wachstum und auch die dortige Börse auswirken kann.

Welche Faktoren sind aktuell die grössten absehbaren Gefahren für die Märkte?

1. Weitere **Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum**.
2. Nachhaltig **steigende Inflation über die zweite Jahreshälfte hinaus** – darauf werden Notenbanken ab einem gewissen Punkt reagieren müssen. Zusammen mit Punkt 1: **Stagflation als äusserst ungünstiges Marktumfeld**.
3. **Abrupter Anstieg der Anleiherenditen** über die psychologisch **wichtige 2%-Marke**.
4. Die Entwicklungen rund um **COVID-(Delta)-Mutationen** (vor allem in den güterproduzierenden Schwellenländern) können wieder deutlich in den Fokus der Anleger rücken und deren Stimmung eintrüben.
5. **Deflationärer Effekt wegen China-Wachstumsschwäche**
6. Akzentuierung der Situation "**China und Taiwan sowie USA und China**" mit potenziell globalen Spillover-Effekten (politisch wie ökonomisch).

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

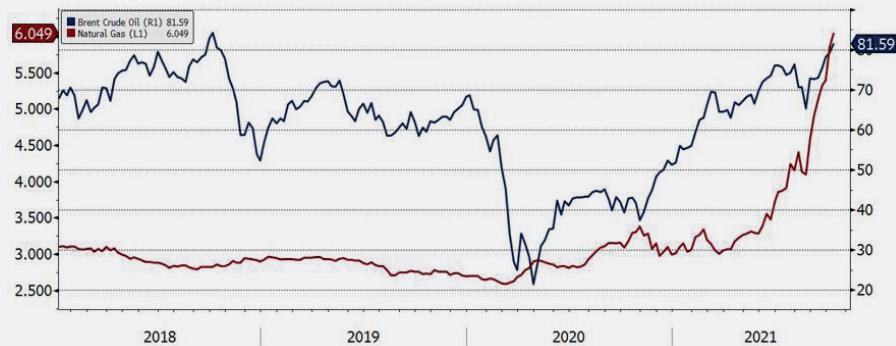


Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

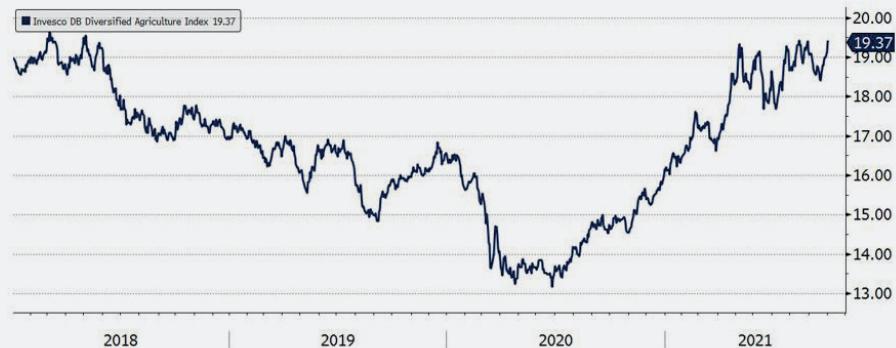
(in Charts)

Entwicklung der Erdgas-Preise in UK, seit 2018



Unterbrechungen in den Lieferketten und als Resultat davon Engpässe in gewissen Endmärkten, führen zu stark angestiegenen Rohstoffpreisen.

Preisentwicklung bei Agrarrohstoffen (Soft Commodities), anhand eines ETFs, seit 2018



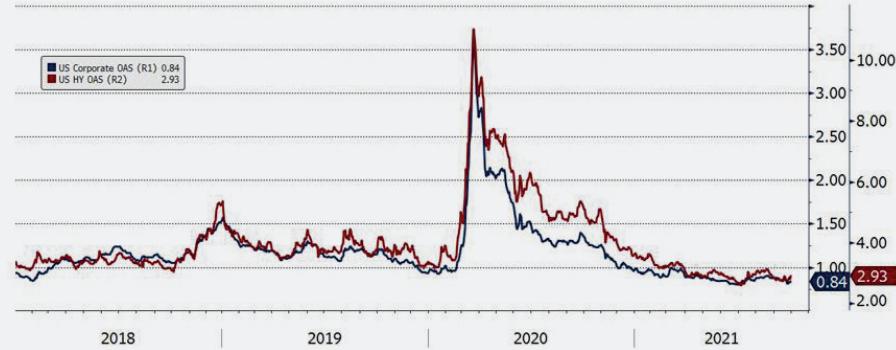
Der ETF bildet den DB Diversified Agriculture Index nach, welcher ein regelbasiert Index ist. Der Index besteht aus 11 Futures der liquidesten und verbreitetsten Agrarrohstoffe. Üblicherweise fallen Rollverluste an, da sich die unterliegenden Futureskurven in Contango befinden. Nunmehr seit fast einem Jahr werden positive Rollgewinne erzielt (Futures Kurve in Backwardation).

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

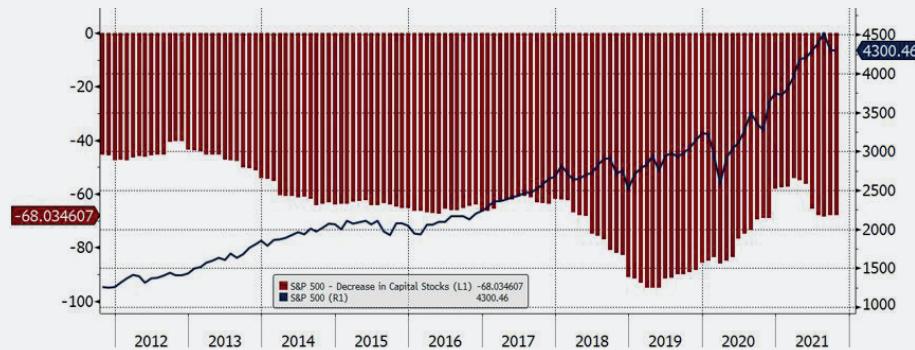
(in Charts)

Unternehmensanleihen: Investment Grade vs. High Yield Option Adjusted Spreads, seit 2018



Die Spreads bei Unternehmensanleihen haben sich nach dem starken Anstieg aufgrund der COVID-Krise wieder eingeeengt. Auf tiefem Niveau sind die Spreads zuletzt etwas angestiegen. Inflationssorgen einerseits sowie ein möglicher Default durch Evergrande mögen Auslöser für diese Entwicklung sein. Solange die wirtschaftliche Aktivität positiv bleibt, sollten die Spreads auf niedrigem Niveau konsolidieren.

Aktien: Aktienrückkäufe (USA), seit 2012



Viel Kapital wird Investoren in den USA via Aktienrückkäufe zurückgeführt. Die günstigen Fremdkapitalkonditionen unterstützen den Trend zusätzlich. Die COVID-Krise konnte diesen Trend nur kurzfristig stoppen. Aktuelle Zahlen zeigen einen erneuten Aufwärtstrend bei Aktienrückkäufen.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

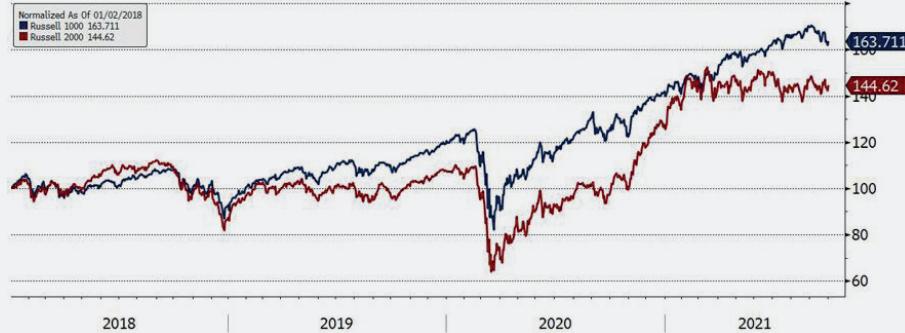


Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

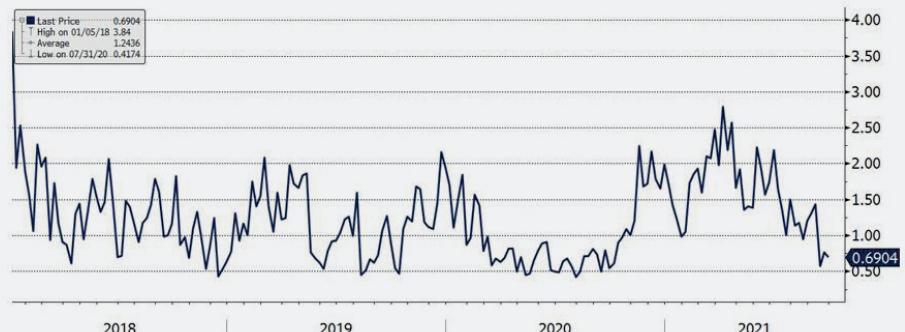
(in Charts)

Aktien: Entwicklung „Large vs. Small Caps“ in USA, seit 2018



US Small Caps haben ab dem Q4 2020 US Large Caps Aktien stark outperformed. Aber auch dieser Trend hat sich in den letzten Wochen abgeflacht.

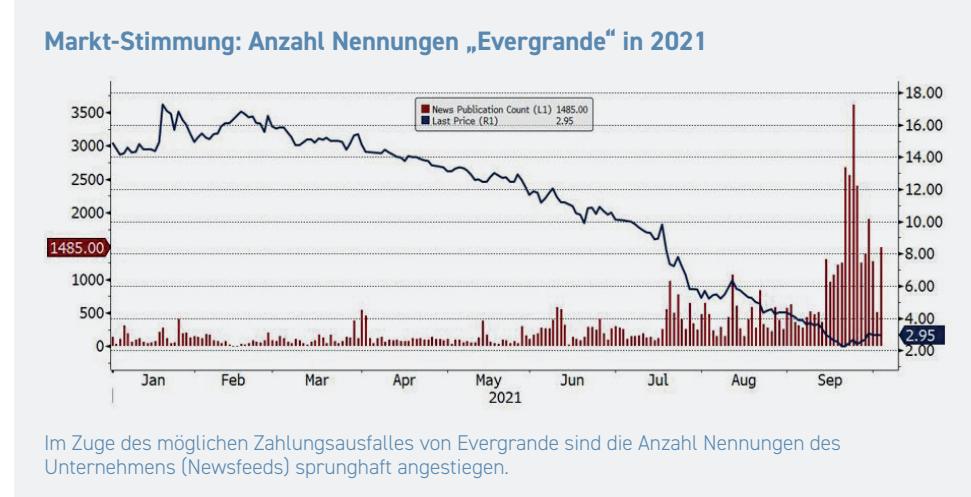
Markt-Stimmungsindikator: AAII US Investor Sentiment (Bull/Bear Ratio), seit 2018



Marktteilnehmer waren zwischenzeitlich deutlich optimistischer (vgl. Q2 2021) hinsichtlich der weiteren Entwicklung an den Märkten.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Absolut»	«Relativ»	«Markt»
<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstums-Dynamik hat sich etwas eingetrübt. Auch die US Fed hat ihre Erwartungen angepasst: Der Ausschuss geht nun davon aus, dass das BIP in USA in diesem Jahr nur noch um 5,9% steigen wird, während er im Juni noch von 7% ausgegangen war. Das Wachstum im Jahr 2022 wird nun jedoch auf 3,8 % geschätzt, gegenüber 3,3 % zuvor, und 2,5 % im Jahr 2023. Auch die Zahlen in Europa deuten auf eine Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität hin. Der zusammengefasste Einkaufsmanagerindex für die Euro-zone ist im September um 2,9 Punkte auf 56,1 gesunken und liegt damit deutlich unter den Konsenserwartungen. Demgegenüber steigen die aktuellen Inflationszahlen und die Erwartungen. Die US Fed z.B. geht nun von einer Kerninflation (2021) in USA von 3,7% aus, gegenüber 3% während der letzten Sitzung. Prognose 2022: 2,3%, 2023: 2,3%. Die Immobilien-Verschuldungsprobleme in China hatte bisher zwar einen lediglich regionalen Einfluss auf die Börsen ohne nennenswerte Spillover-Effekte auf die internationalen Finanzmärkte. Trotzdem wirken sich diese Faktoren negativ auf die dortige Wachstumsperspektiven und damit indirekt auf die globale Aktivität aus. Dieses Thema wird uns wohl noch länger beschäftigen. Die Geldpolitik und auch die Fiskalpolitik bleiben global überwiegend expansiv (trotz politischem Gerangel in USA über die von der Regierung vorgeschlagenen Ausgabepläne), obwohl die Fiskalimpulse in den USA nur noch halb so hoch sind wie im März 2021 (USD 570 Mrd. vs USD 1 Bio./Mt.). Sie liegen allerdings immer noch höher als die Niveaus vor der Pandemie (USD 470 Mrd.). FAZIT: Auf kurze Sicht sind die Risiken für globale Prognosen daher eher abwärtsgereichtet (Wachstum, China, Inflation). Nach den starken Kursgewinnen an den Aktienmärkten in der Vergangenheit sind vorübergehende Korrekturen auch keine große Überraschung. Trotzdem bleibt der mittelfristige Makro-Aufwärtstrend für die Märkte intakt. 	<ul style="list-style-type: none"> Die Börsen haben international etwas korrigiert. Emerging Markets (v.a. in Asien/ China) haben im Sept. ebenfalls nochmals konsolidiert, doch die Grenzveränderung nach unten hat sich in dieser Region wesentlich verlangsamt (trotz Evergrande Probleme). Es scheint als ob die Börsen Boden gefunden haben. Berichtssaison: Es kann von guten Q3 Ergebnissen ausgegangen werden. Inflation (Inputpreise), Lieferkettenprobleme etc. werden aber das zentrale Thema für die künftige Aussichten darstellen. Erste Unternehmen haben bereits im Vorfeld infolge Lieferverzögerungen, fehlenden Vorprodukten für die Produktion etc., ihre Top- und Bottomline-Prognosen nach unten revidiert. Rohstoffe: Mit Ausnahme von Öl leiden diese derzeit einerseits aufgrund der nachlassenden konjunkturrellen Dynamik in China und andererseits wegen der erneuten USD Aufwertung. Staatsanleihen: Die Renditen sind als Reaktion auf das Tapering und aufgrund wieder gestiegener Inflationserwartungen im September sprunghaft gestiegen (10-jährige Anleihen in USA bis auf 1.55%). Ein überzeugter Ausbruch der Renditen nach oben ("Breakout") in Richtung der Jahreshöchst von Q1 (1.77%) ist bis heute jedoch ausgeblieben. Steigender USD und Rückgang des Wachstums sprechen gegen deutlich höhere Renditen. 	<ul style="list-style-type: none"> Aktien vs. Renten: Relativer Vorteil von Aktien vs. Staatsanleihen bleibt in Regionen wie Europa bestehen. In USA engt sich der Vorteil zunehmend ein. „Cash ist langsam eine Alternative“ Weiterhin hohe Sektorenrotationen (value vs growth, cyclicals vs defensives), abhängig von der Entwicklung der Konjunktur und Anleiherenditen. Europäische Aktien sind vs. USA nicht nur günstiger, sondern könnten in den nächsten Monaten von den gestiegenen Anleiherenditen und von einem etwaigen «Revival» im Wachstum wieder profitieren. Europäische Indizes haben eine stärkere Korrelation mit den 10-jährigen US-Renditen. Spanien, Italien und Frankreich weisen alle einen Korrelationsfaktor von über 0,25 auf (vs. USA mit Faktor von 0,10). Zudem haben sie eine hohe Abhängigkeit von der globalen Wachstumsdynamik. Die Realrenditen befinden sich in Europa und in USA weiterhin auf sehr tiefem Niveau. Negative (positive) Realrenditen befügeln (bremsen) i.d.R. Aktien und zinslose Assets wie z.B. Edelmetalle. Kredit-Spreads (USA/EU) haben sich etwas ausgeweitet. In Asien im Bereich High Yield zum Teil deutlich (Evergrande sei Dank; das Volumen dieses Unternehmens gemessen am lokalen Bond-Index beträgt über 10%). 	<ul style="list-style-type: none"> Aktienhändler und Spekulanten sichern sich gegen Tail-Risiken ab. Einige Marktkommentatoren meinen sogar: „The market is hedged“. Die Märkte für Aktienoptionen sind derzeit durch ein sehr hohes Maß an „skewness“ gekennzeichnet (ablesebar an der relativen Preisgestaltung der impliziten Volatilität zwischen Puts und Calls). Da die implizite Volatilität deutlich niedriger ist, sind Calls jetzt viel billiger als Puts. Dies ist ein Zeichen dafür, dass der Markt weit weniger selbstgefällig oder technisch fragil ist, als man zunächst annehmen könnte. Auch der sogenannte Citigroup-Überraschungsindex gibt Entwarnung: Die aktuellen Wirtschaftsdaten geben nun eher die Erwartungen wieder als dies noch zwischen Ende 2020 und dem 2. Quartal 2021 der Fall war, d.h. aktuell kann nicht von einer euphorischen Erwartungsphase gesprochen werden. Andere Stimmungsindikatoren (Fear & Greed Indicator, Barbestände und Aktienexposure von Fondsmanagern, Positionieren von Spekulanten an den Terminmärkten, etc.) geben insgesamt ein gemischtes Bild ab. Von einem breiten, euphorischen Marktfeld – was oft ein Gegenargument für weitersteigende Preise ist – kann jedoch nicht die Rede sein. Aus einer reinen markt-(technischen) Perspektive heraus betrachtet, lassen sich – abgesehen von den Bewertungen der Hauptindex-Komponenten – daher keine eindeutigen Muster für eine anstehende Börsenbaisse erkennen. Die starke USD Bewegung nach oben der letzten Wochen ist allerdings ein Belastungsfaktor (fundamental wie auch technisch), der zu Problemen an den Märkten führen kann. Die Markttechnik überschattet den Goldpreis nach wie vor mit Pessimismus, allerdings haben wir noch keine Kapitulationsausverkäufe gesehen, die eine Gegenbewegung rechtfertigen würden. Hier ist Geduld gefragt. Steigende Realzinsen im September haben zur weiteren Schwäche beigetragen.

CONREN's M3 erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten		«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik
1 «Makro»	2 «Mikro»	3 «Markt»
<p>Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Zinsen, Inflationsraten ▪ Geldmenge, Kreditschöpfung ▪ Währungsrelationen ▪ ... 	<p>Bewertungsparameter</p> <p>«Absolut»</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ KGV ▪ P/B ▪ ROE ▪ Dividenden-Renditen ▪ Gewinn-Renditen ▪ YTM ▪ Duration ▪ Kreditbonität ▪ ... <p>«Relativ»</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen ▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen) ▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation ▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen ▪ ... 	<p>Angebots - / Nachfrageverhalten, Markttechnische Parameter und Markt - «Sentiment»</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe) ▪ Preis- und Volumenbewegungen ▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung) ▪ Markttimmung («sentiment») ▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten) ▪ ...
<p>↓</p> <p>Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomischen Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wachstum, 2. Inflation (Zinsen) und 3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation). 	<p>↓</p> <p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögens-klassen werden sowohl einzeln (absolut) als auch im relativen Verhältnis zueinander analysiert, um insbesondere auch im historischen Zusammenhang Über-/Unterbewertungen zu eruieren. Auf aggregierter Basis werden Parameter wie Dividendenrenditen, Verhältnis von Gewinn- («earnings yield») zu Anleihenrenditen, KGVs, zyklisch adjustierte KGVs («CAPE»), etc. ausgewertet. Gleichzeitig erfolgen in einem zweiten Schritt die unternehmensspezifischen Analysen für die Wertpapierselektion anhand verschiedener Kriterien (Indices).</p>	<p>↓</p> <p>Die Ereignisse an den Anlagemarkten zeigen deutlich auf, dass sich Wertpapierpreise langfristig zwar durchaus rational im Sinne der unterliegenden ökonomischen Struktur (zum Beispiel die Gewinnentwicklungen von Unternehmen bei Aktienpreisen) entwickeln, kurz- und mittelfristig jedoch weit weniger von rationalen Entscheidungen, sondern vielmehr von nicht-rationalen Verhaltensmustern der breiten Anlegergemeinde abhängen.</p> <p>Diese akzentuieren Hassen und Bassen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit wesentlich die Risiken und Chancen an den Märkten. Daher werden in diesem Bereich unterschiedliche markttechnische Faktoren analysiert, welche für die Richtung der Märkte relevant sein können («price & volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

vi Koordinaten

Für Deutschland: **info@conren.de**

Für die Schweiz (nur für qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3ter des KAG): **info@conrenfonds.com**

CONREN-Blog: <https://conrenfonds.com/conren-blog/>

CONREN Newsletter: <https://conrenfonds.com/kontakt/>

vii Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sonderneine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes, des KID, des Verwaltungsreglement bzw. der Satzung sowie den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichte des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Chancen, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung und den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichten sorgfältig durch und konsultieren Sie Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den im Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrundeliegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen, definieren sich grundsätzlich als langfristiges Anlageinstrument. Anleger sollten langjährige Wertpapiererfahrung haben und über einen langfristigen Anlagehorizont verfügen. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, die Informationen in diesem Dokument und die Informationen aus dem Verkaufsprospekt unter Hinzuziehung fachlich kompetenter Beratung zu verwenden.

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; der Herausgeber und/oder dessen verbundene Unternehmen und Vertragspartner übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Jede Haftung für die angeführten Informationen und Angaben für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung wird ausdrücklich ausgeschlossen. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht und die Ansicht der Altrafin Advisory AG, dem Fondsmanager der CONREN Fonds der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Holdings und Allokationen von Fonds können sich ändern. Gemachte Aussagen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Die Meinungen dienen dem Verständnis des Anlageprozesses und sind nicht als Anlageempfehlung gedacht. Die in diesem Dokument diskutierten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Anleger je nach deren speziellen Anlagezielen und je nach deren finanzieller Situation ungeeignet sein. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

Die in dieser Publikation beschriebenen Produkte, Wertpapiere und Fonds sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Diese Unterlage kann nur verteilt werden, soweit nach dem anwendbaren Recht zulässig. Insbesondere richtet sich diese Publikation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA. In der Schweiz richtet sich die Unterlage ausschließlich an qualifizierte Anleger gemäß KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

vii Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

Der Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung, den jeweiligen Jahres- und Halbjahresbericht der CONREN Fonds können bei der IPConcept (Luxemburg) S.A. (Postanschrift: 4, rue Thomas Edison, L-1445 Luxemburg-Strassen oder im Internet: www.ipconcept.com) oder unter der E-Mail: info@ipconcept.com sowie bei der Vertreterin in der Schweiz kostenlos in deutscher Sprache angefordert werden. Vertreterin in der Schweiz ist IPConcept (Schweiz) AG, Münsterhof 12, 8022 Zürich. In Bezug auf die in der Schweiz vertriebenen Anteile an qualifizierte Anleger ist der Erfüllungsort sowie Gerichtsstand der Sitz der Vertreterin in der Schweiz. Zahlstelle ist die DZPRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, CH-8022 Zürich. Als Vermittler für die CONREN Fonds in Deutschland tritt die CONREN (Deutschland) GmbH auf.

© Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zu widerhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.