



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar**

### Frühjahr 2022



Besuchen Sie uns auf [www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)



## Inhalt

	Seite
i <b>Rückblick &amp; Ausblick</b>	3
ii <b>Zusammenfassung Basisszenario</b>	13
iii <b>Chart-Sammlung: Rückblick &amp; Ausblick in Charts</b>	14
iv <b>CONREN's M3</b>   Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	18
v <b>CONREN's M3 erklärt</b>	19
vi <b>Koordinaten</b>	20
vii <b>Rechtlicher Hinweis</b>	21

# i Rückblick



CONREN Fondsmanager Patrick Picenoni (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.

**Das Jahr 2022 hat für die Börsen äussert ungünstig begonnen. Die Anleger sahen sich mit der Aussicht auf ein langsameres Wirtschaftswachstum und einer höheren Inflation konfrontiert. Gleichzeitig wurden die geldpolitischen Zügel, mit einer ersten Zinserhöhung in den USA, weiter gestrafft. Schliesslich hat sich ab Ende Februar die Tragödie des Krieges in Osteuropa entfaltet, zusätzlich zu einer COVID-19 Pandemie, die noch nicht ganz ausgestanden ist. Die Aussichten bleiben daher auch für die kommenden Monate undurchsichtig.**

## Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Bis **kurz vor Ausbruch der geopolitischen Eskalation in Osteuropa** sind die volkswirtschaftlichen **Kennzahlen in Europa und den USA mehrheitlich positiv ausgefallen**. Die **europäische Wirtschaftstätigkeit hat im Februar stark zugenommen**. Die robuste Inlands- und Auslandsnachfrage und die abnehmende Zahl der Covid-19-Infektionen trugen dazu bei, dass die Aussichten der Unternehmen nach einem vorübergehenden Rückschlag im Januar, wieder positiver waren. Auch beschleunigte sich die Aktivität im Dienstleistungssektor (Reisen und Tourismus). Im verarbeitenden Gewerbe sorgten die Auftragseingänge und der hohe Arbeitsüberhang für einen Anstieg der Warenproduktion. Gleichzeitig haben sich die «Lieferverzögerungen» deutlich reduziert (laut Markit, einem Datenerhebungsunternehmen: tiefster Stand seit Januar 2021). Da die Nachfrage weiterhin stärker zunahm als das Angebot, nahm jedoch auch der Inflationsdruck weiter zu. Insgesamt blieb das konjunkturelle Bild auch im März positiv (PMI-Daten mehrheitlich über 50). Ein sehr ähnliches Bild zeigte sich auch in den USA, wobei hier neben einer nach wie vor robusten Wachstumsdynamik der Inflationsdruck stärker ausfiel als in der Eurozone. Die Preise sind im Jahresvergleich um 7,9% gestiegen. Die grösste Belastung stellen die Energieaufwendungen dar, denn die Benzinpreise sind in den letzten 12 Monaten um knapp unter 40% gestiegen.

In den **USA** beschränkt sich der **Preisdruck jedoch nicht mehr nur auf Benzin und Lebensmittel**. So sind beispielsweise die Bekleidungspreise, nachdem sie bei Ausbruch der Pandemie im Jahr 2020 stark gesunken waren, im vergangenen Jahr um 6,6% gestiegen. Die Kosten für Kraftfahrzeugreparaturen haben um 6,3% zugelegt und die Flugpreise haben sich um 12,7% verteuert. Die Kosten für Miete und Unterkunft, die fast ein Drittel des Inflationskorbes ausmachen, sind in den USA ebenfalls stark angestiegen und haben sich im Jahresvergleich um 4,8% erhöht.

In **China** übertraf das Wachstum der Industrieproduktion die Schätzungen: Dieses stieg im Januar und Februar zusammen um 7,5% (gegenüber 4,3% im Vorjahr), während der Einzelhandel um 6,7% zulegte, was mehr als dem Doppelten der vorgenommenen Prognosen entspricht. Andere Faktoren in China geben ein gemischtes Bild ab: die Immobilien- und Kreditkrise ist noch längst nicht ausgestanden, die Geldpolitik wurde während des 1. Quartals 2022 nicht weiter (wesentlich) gelockert, COVID-19-Mobilitäts-Einschränkungen nahmen erneut zu (Shanghai schickte gegen Ende März 25 Mio. Menschen in den Lockdown) und die regulatorisch-politisch motivierten Interventionen ins Marktgeschehen (zum Beispiel gegenüber Technologie-Unternehmen) blieben für Anleger weiterhin unberechenbar.

Vor dem Hintergrund steigender Inflationsraten hat die **US-Fed auf ihrer März-Sitzung beschlossen, eine erste Zinserhöhung um 0,25 Prozentpunkte zu vollziehen. Dies ist die erste Erhöhung seit Dezember 2018**. Die Fed wies gleichzeitig auf einen aggressiveren künftigen Kurs hin. Die Mitglieder des Gremiums dämpften auch die Erwartungen für

## i Rückblick

das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr und hoben ihre Inflationsaussichten deutlich an. Der Ausschuss ist entschlossen, die notwendigen Massnahmen zur Wiederherstellung der Preisstabilität zu ergreifen. Die Fed ist der Meinung, dass die US-Wirtschaft, trotz Absenkung der Erwartungen, stark und gut positioniert ist, um eine straffere Geldpolitik zu bewältigen. Was die **Inflationserwartung** betrifft, geht die **US-Fed für das Jahr 2022** davon aus, dass der Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie ein Wachstum von **4,1%** aufweisen wird (verglichen mit der Prognose von 2,7% im Dezember 2021). Das **BIP-Wachstum wurde von 4% im Dezember auf 2,8% gesenkt**, da der Ausschuss insbesondere die möglichen Auswirkungen des Ukraine-Krieges berücksichtigte. Die US-Fed erwartet weiterhin, dass die **Arbeitslosenquote in diesem Jahr bei 3,5%** liegen wird. US-Notenbankchef Powell deutete zudem an, mit der **Reduzierung der Bilanzsumme im Mai zu beginnen** (u. a. Abbau ihrer Bestände an Staatsanleihen, Agency-Schuldtiteln und Agency-Hypothekenpapieren). Zum Vergleich: Bei der letzten Bilanzreduzierung von 2017-2019 liess die Notenbank jeden Monat eine bestimmte Menge an Erlösen aus fällig werdenden Anleihen abfließen, während sie den Rest reinvestierte. Powells Kommentare deuten jetzt aber darauf hin, dass er dieses Mal aggressiver vorgehen wird. Der geldpolitische Kurs wird in den USA, zumindest kurzfristig, nun deutlich restriktiver.

Es ist daher davon auszugehen, dass die **Kapitalkosten steigen werden und dem Kapitalmarkt Liquidität entzogen wird. In der Regel ist dies kein optimales Umfeld für die Börse.**

### Mikro- und Marktbild: Märkte, Bewertungen und Markttechnik

Die monetäre Kursänderung (USA) war der Hauptgrund, weshalb **Aktienmärkte** im Januar mehrheitlich korrigiert haben. **Einer der wichtigsten Börseneinflussfaktoren ist und bleibt die geldpolitische Liquiditätslage.** Wird durch Zentralbanken Geld aus dem System abgeschöpft (Abbau des Geldüberhangs z. B. durch Zinserhöhungen, Anhebung der Mindestreserven bei Geschäftsbanken oder Zurückfahren der Offenmarktpolitik), dann steigen in der Regel die Kapitalkosten, und die Liquidität im Kreislauf sinkt. Börsen reagieren auf diese Richtungsänderung entsprechend schnell. Die Korrektur im Februar war hingegen auf den überraschenden Kriegsausbruch in der Ukraine zurückzuführen. Nach einem Zwischenstief per Mitte März fand im Anschluss daran auf den Aktienmärkten eine beträchtliche Erholungsrally statt. **Die meisten Leitindizes liegen seit Jahresbeginn aber immer noch im Minus.**

**Europäische Aktien** werden aktuell mit einem **KGV im Vergleich zu den USA** gehandelt, das sich auf einem **30-Jahres-Tiefstand** befindet und mit den schlimmsten Zeiten der Schuldenkrise in der Eurozone (2010-2011) vergleichbar ist.

Die globalen **Anleihemärkte** haben seit ihrem Höchststand im letzten Jahr – infolge steigender Anleiherenditen und einer Ausweitung der Credit Spreads – **beispiellose Verluste** erlitten. Der Bloomberg Global (Bond) Aggregate Index ist **seit seinem Höchststand** im Januar 2021 um **11% gesunken**. Dies **übertrifft die Korrektur von 10,8% während der Finanzkrise 2008**. Der Marktwert des Index hat sich um etwa USD 2,6 Billionen reduziert, was schlimmer ist als die rund USD 2 Billionen im Jahr 2008.

Vor dem Hintergrund steigender Inflationsraten, COVID-19-bedingter Lieferkettenengpässen und der Ukraine-Krise gehörten während des ersten Quartals 2022 vor allem die **Rohstoffmärkte zu den grossen Gewinnern**.

Was die **allgemeine Stimmung in den USA und Europa** betrifft, stellt man fest, dass sich

## i Rückblick

diese insbesondere seit März nochmals deutlich verschlechtert hat. So hat zum Beispiel die **Verbraucherstimmung in den USA im März einen neuen Tiefstand** erreicht (letztmalig lag sie im Jahr 2011 auf diesem Niveau). Der New Yorker Empire State Manufacturing Index fiel um 15 Punkte auf -11,8. Aber auch in der grössten Volkswirtschaft Europas, **Deutschland**, ist die Stimmung im März so stark gesunken wie nie zuvor - der ZEW-Indikator für Deutschland fiel beispielsweise um 93,6 Punkte auf -39,3 Punkte und damit auf den niedrigsten Stand seit der Pandemie. **In beiden Regionen sind vor allem gestiegene Preise** (Inflationsängste) für die sich verschlechternde Stimmung verantwortlich. Je länger dieser Zustand anhält, desto grösser das Risiko, dass sich dies früher oder später auch auf die Wachstumsdynamik niederschlägt.

# i Ausblick

## Makro-Optik: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

### Wachstum

Der **Ausbruch des Krieges in Osteuropa vom 24. Februar 2022 hat das Weltbild verändert**. Die geopolitische Krise hat die bisher sehr robuste **Wachstumskulisse ins Wanken gebracht**, wie die rekordstarken Arbeitsmärkte, der nachlassende COVID-Gegenwind und die deutliche Wende zum Besseren in der chinesischen Geldpolitik zeigen (in China zwar nach wie vor Rückgang der Geldmenge M1, aber bereits zwei Mindestreserven-Herabsetzungen seit Beginn des 4. Quartals 2021). Die Frage ist, wie **lange der Konflikt andauert** und ob die **Rohstoffversorgung nachhaltig unterbrochen** wird. Zwar sind Russland und die Ukraine abgesehen von Rohstoffen für die globalen Wirtschaftsaussichten nicht sonderlich relevant. Trotzdem kommt jetzt ein Krieg in der Welt dazu, der sich auf eine Region fokussiert, die reich an Rohstoffen und Agrargütern ist. **Das treibt die Preise für Öl, Gas, Metalle (Palladium, Nickel, Aluminium, Platin, Kobalt etc.) und Weizen nach oben, was unausweichlich den Inflationsdruck bei Energie, Industriegüterproduktion und Nahrungsmitteln erheblich verstärkt**. Die EU importiert rund 25% ihrer Öl- und 45% ihrer Gasimporte aus Russland. Auf der anderen Seite entfallen auf die Ukraine etwa 12% der weltweiten Weizenausfuhren und rund 15% der weltweiten Maisexporte.

**In einem solchen unsicheren Umfeld ist es äusserst schwierig Wachstumsprognosen abzugeben.** Bisher haben verschiedene Ökonomen die BIP-Wachstumsrate für die Eurozone 2022 um 1,5% auf nunmehr rund 2,5% bis 2,8% gesenkt. Aktienmärkte haben entsprechend reagiert und im Februar – Mitte März nochmals deutlich nachgegeben. Auch in den USA, obwohl nicht direkt so stark betroffen wie Europa, wurden die BIP-Prognosen deutlich nach unten korrigiert. Der Medianwert ist von einem Höchststand von 4,3% im September 2021 auf die aktuelle Prognose von 3,5% gefallen (Tendenz fallend).

**Trotz der jüngsten Herabstufungen** und vorausgesetzt der Krieg weitet sich nicht zu einem europäischen Flächenbrand aus, mit noch weitreichenderen Wirtschafts-Sanktionen, wird das reale **BIP-Wachstum in der Eurozone und den USA** im Jahr 2022 voraussichtlich immer noch um **rund 2,5% bis 3,5% steigen**, was darauf hindeutet, dass sich die Unternehmensgewinne weiterhin im Aufwärtstrend befinden werden. Angesichts der im historischen Zusammenhang nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen (selbst in den USA), der sehr robusten Arbeitsmärkte, der niedrigen Verschuldung der Konsumenten, der starken Cashflows der Unternehmen und der soliden Bilanzen der Banken **ist ein starker Wachstumseinbruch nicht zu erwarten**. Die **Rezessionswahrscheinlichkeit für 2022 in den USA ist unseres Erachtens sehr gering**. Die Frühindikatoren zeigen überwiegend nach oben. Eine «technische» Rezession (zwei Quartale mit rückläufigem Wachstum) ist eher in Europa denkbar. Technisch deshalb, weil der Gesamtrendite des Wachstums in diesem Jahr auch in Europa positiv ausfallen wird.

Einige **Marktbeobachter sehen jedoch bereits eine Stagflation** (hohe Inflationsraten und kaum Wachstum) auf die Weltwirtschaft zukommen. **Wir teilen diese Ansicht aufgrund der nach wie vor expansiven Konjunktur und der nicht zu unterschätzenden, deflationären Tendenzen (Immobilienkreditkrise) in China nicht**. Räumen aber ein, dass der **Inflationsdruck nun deutlich stärker und persistenter ausfällt als ursprünglich angenommen**, was den Druck auf Notenbanken erhöht.

# i Ausblick

## Inflation

Bereits zu Beginn des Jahres wurde der **Inflationsdruck** aufgrund der steigenden Nachfrage im Zusammenhang mit der Wiederbelebung der Weltwirtschaft und der durch Engpässe unterbrochenen Versorgungsketten **zunehmend als anhaltend** eingeschätzt. Der Krieg in der Ukraine hat seither den Inflationsdruck weiter verschärft. Die Verbraucherinflation ist in China im Vergleich zu der in den USA und der Eurozone jedoch nach wie vor **relativ gedämpft**, was bedeutet, dass die **People's Bank of China (PBoC)** nicht so sehr unter Druck steht, die Geldpolitik zu straffen. Vielmehr dürfte sie nach der jüngsten Senkung des Mindestreservesatzes auch in den kommenden Monaten unterstützend wirken.

Ähnlich wie beim Wachstum ist es auch bei der Inflation aktuell sehr **schwierig, eine Prognose** abzugeben. Wenn man auf den **Terminmarkt** schaut (Rohstoffmärkte, Anleihen-Terminkurve etc.) stellt man aber fest, dass **trotz des erneuten Anstiegs der kurzfristigen Inflationserwartungen die Indikationen für 2023 und 2024** ziemlich **stabil** geblieben sind. Dies deutet darauf hin, dass das Basisszenario der Marktteilnehmer immer noch von einer Normalisierung der Inflation nach dem starken Anstieg aufgrund spezifischer Faktoren (COVID-19-Wiedereröffnung und Krieg in der Ukraine) ausgeht. **Höhere Inflationszahlen (absolut betrachtet) werden uns auf absehbare Zeit begleiten, aber wir sehen derzeit kein Szenario wie in den '70-iger Jahren. Die Veränderungsrate (im Jahresvergleich) wird sich in den nächsten Monaten eher wieder zurückbilden.**

## Geld- und Fiskalpolitik

Die **US-Notenbank** wird ihren geldpolitischen Kurs in den nächsten Quartalen weiterführen. Der Terminmarkt erwartet aktuell zwischen **6 und 7 weitere Zinserhöhungen für 2022** (Prognose 2023: Leitzinsniveau von rund 2,75%). Solange die Zinsschritte weiterhin graduell und die Bilanzreduktion nicht zu aggressiv erfolgt und die Konjunktur robust bleibt, sollte dies den Aktienmarkt nicht allzu stark belasten. Im Gegenteil steigen die Zinsen, weil Inflationstendenzen infolge besserer Konjunktur steigen, dann können höhere Gewinne bei den Unternehmen die gestiegenen Kapitalkosten (über-)kompensieren. Dies wiederum untermauert die Bewertungen von Unternehmen und die Aktienpreise steigen, nach einer anfänglichen Korrektur, mittelfristig wieder. Selbst wenn sich die Inflation im Verlauf der zweiten Jahreshälfte etwas zurückbildet, werden die **Realrenditen kaum über 0% steigen**. Aktuell liegen sie sogar auf einem historisch tiefen Niveau. Dies wird Sachwerte wie Aktien unterstützen. Zudem muss auch davon ausgegangen werden, dass sich die Richtung der Geldpolitik auch schnell wieder ändern kann (siehe Q4 2018 mit 180-Grad-Kehrtwende in Q1 2019). Aufgrund der deutlich gestiegenen Inflationszahlen hat die **EZB** auf ihrer letzten Sitzung im März ihre Rhetorik ebenfalls angepasst. Wir gehen jedoch **nicht davon aus, dass sie die Zinsen noch in diesem Jahr erhöhen wird**. Hierfür ist die gesamte geopolitische Lage mit möglichen, weitreichenden Implikationen auf die europäische Wirtschaft viel zu fragil. Zudem ist die Verschuldung einiger Staaten sehr hoch, was eine starke Bremspolitik der Notenbank erschwert. **Fiskalpolitisch wird in den USA und Europa eher wieder unterstützt als gebremst. Die Ausgaben für Verteidigung** werden steigen und auch der Endverbraucher wird im Falle anhaltender Rohstoffpreisspitzen geschützt. Die fiskalischen Anreize können in den nächsten Monaten weitaus grösser ausfallen als dies derzeit allgemein angenommen wird. Die **Lage in China** zeigt sich wie folgt: Obwohl die chinesische Wirtschaft nach wie vor relativ robust ist (steigende Industrieproduktion und Exporte), hat der Inlandsverbrauch unter den jüngsten Ereignissen im Immobiliensektor und den COVID-Beschränkungen gelitten. Die **PBoC hat daraufhin die Leit- und Kreditzinsen** und den Mindestreservesatz für Geschäftsbanken um **50 Basispunkte gesenkt**, um die **Kreditvergabe in der Wirtschaft anzukurbeln**. Im Arbeitsbericht der Regierung, der während des jüngsten Nationalen Volkskongresses

# i Ausblick

Chinas veröffentlicht wurde, ist bekräftigt worden, dass die Behörden weiterhin eine «umsichtige und angemessene» geldpolitische Haltung, mit einer Tendenz zur Lockerung, einnehmen werden. Wir gehen davon aus, dass die chinesischen **Behörden die Wirtschaft angesichts der gedämpften Inflation weiterhin unterstützen werden und dass die PBoC in den nächsten Monaten eine weitere Senkung des Leitzinses ankündigen wird**. Das **Kreditwachstum** in China ist ein **Katalysator für die Wirtschaft** und damit auch für die Aktienmarktentwicklung. Die Politik hat in den letzten Monaten ebenfalls einen Anstieg des Kreditwachstums unterstützt. Der chinesische **«Kredit-Impuls-Indikator»** - der den Kreditfluss als Prozentsatz des BIP misst und der Wirtschaftstätigkeit tendenziell vorausseilt – könnte **schon bald ins Positive drehen. Unberechenbar bleiben** in China hingegen (trotz besänftigter Aussagen der Zentralregierung Mitte März) die **regulatorischen Eingriffe vom Staat** (IT-Branche, duale Aktiennotierung chinesischer Unternehmen in USA, den sogenannten ADR-Listings) und die für westliche Investoren äusserst **undurchsichtige Situation auf dem Immobilienmarkt**.

## Mikro- und Marktbild: Märkte (Asset-Klassen), Bewertungen und Markttechnik

### Aktien

Die geänderte geopolitische Lage hat die Unsicherheiten auf den Märkten nochmals verstärkt. Der **Zusammenbruch der Hause-Stimmung** unter den Privatanlegern war ein herausragendes Merkmal in diesem Quartal. Nachdem der **NASDAQ 100** Index seit seinem Höchststand im Januar um mehr als 20% gefallen ist, befindet er sich nun technisch gesehen in einem **Bärenmarkt** - dem dritten seit 2017. Eine echte Panik und eine grössere Kapitulation ist aber selbst bei US-Techaktien bisher ausgeblieben. **Europäische Aktienindizes** haben die Bärenmarkt-Schwelle **ebenfalls überschritten**. Hingegen hat der breite S&P 500 Index lediglich den **«Korrekturbereich»** (Rückgang um mehr als 10%) erreicht. Einige **Marktbeobachter befürchten**, dass sich dieser **Trend fortsetzt** und **Märkte in den nächsten Monaten neue Tiefst erreichen werden**. **Die Pessimisten** unter ihnen argumentieren, dass die sich verschlechternden globalen Wirtschaftsaussichten die US-Wirtschaft in eine Rezession führen könnten, was zu einem erheblichen Rückgang der Erträge und Bewertungsmultiplikatoren führen würde. Dies wiederum hätte einen erheblichen Rückgang der Aktienindizes zur Folge (**Bärenmarktkorrektur bis ins 2023-2024 hinein**). Obwohl die historische Korrelation zwischen Bärenmärkten und Rezessionen unvollkommen ist (und die Anzahl der Ereignisse zu gering ist, um aussagekräftige statistische Schlussfolgerungen zu ziehen), kann man durchaus feststellen, dass die Bärenmarkt-Rückgänge, die während Rezessionen auftraten, im Durchschnitt grösser waren als diejenigen, bei denen eine Rezession vermieden wurde. Bei den vorangegangenen 12 Bärenmärkten betrug der durchschnittliche Rückgang vom Höchststand bis zum Tiefststand -31% über einen Zeitraum von 13,3 Monaten.

**Wir sehen derzeit nicht, dass die US-Wirtschaft** in den nächsten Quartalen in eine **Rezession schlittert**, hierfür sind die Indikatoren nach wie vor zu robust, und monetäre Interventionen wirken sich in der Regel verzögert auf die Wirtschaft und die Börsen aus. Auch **aus technischer Perspektive** hat sich nach den starken Abverkäufen ab Mitte März auf den Aktienmärkten der USA, Europa und Chinas ein Boden gebildet. Der **«Mini-Crash»** auf dem chinesischen Aktienmarkt wurde seinerseits durch eine politische Kapitulation gestoppt. Marktfreundliche Versprechungen führten zur grössten zweitägigen Erholungsrally für die Shanghai und Hang Seng Indizes seit 1998.

## i Ausblick

**Nichtsdestotrotz sprechen einige Indikatoren** (Zinsentwicklung, fortgeschrittene Erholungsphase seit Q2 2020, regional und sektorale zum Teil sehr hohe CAPE-Aktienbewertungen etc.) für weiterhin **hohe Volatilität und Dispersion in der künftigen Aktienmarktentwicklung**.

Top-down-Asset-Allokations-Entscheidungen (inkl. taktisch-opportunistischer Positionierungen) sowie Branchen- und Titelauswahl werden wichtig bleiben.

Regional bleiben die **USA teuer und bleibt Europa günstig bewertet**. Das vorausschauende KGV der Medianaktie im S&P 500 beträgt aktuell rund 19. Das Shiller-KGV, welches die Gewinne über den Geschäftszzyklus normalisiert, beträgt derzeit 36. Dies ist doppelt so hoch wie der langfristige Mittelwert von 17. Rückenwind für den Aktienmarkt in Form einer Bewertungsexpansion ist von einem solchen Niveau aus kaum zu erwarten. Europäische Aktienindizes werden hingegen aktuell mit einem KGV im Vergleich zu den USA gehandelt, das sich auf einem **30-Jahres-Tiefstand befindet** und mit den **schlimmsten Zeiten der Schuldenkrise in der Eurozone (2010-2011) vergleichbar ist**.

**Welche Lichtblicke** gibt es in der aktuellen Situation für **Aktienanlagen in Europa**? Wir rechnen weiterhin mit **Gewinnsteigerungen**, solange die Wirtschaft der Eurozone in diesem Jahr um mehr als 1% wächst. Der Konsens von 6-8% Gewinnsteigerung ist alles andere als aggressiv. Im Q4 2021 gab es erneut eine Reihe positiver Überraschungen, die Gewinne stiegen um 6%. In absoluten Zahlen liegen auch in Europa die KGVs zwar über dem historischen Durchschnitt, nicht aber wenn man sie im Vergleich zu den Kredit- und Anleiherenditen betrachtet. Schliesslich sieht die **Bilanzsituation vieler Unternehmen sehr gut aus**. Dies trifft allerdings auch für die USA zu. Die Nettogeldmittel der US-Unternehmen haben sich beispielsweise in der vergangenen Dekade knapp verdreifacht. Gleichzeitig stellt die Netto-Verschuldung (Fremdkapital abzüglich liquider Mittel) der Unternehmen dank der Niedrigzinspolitik nach wie vor kein grosses Problem dar. Gemessen am operativen Gewinn (EBITDA) ist sie so niedrig wie seit 20 Jahren nicht mehr. Diese Gelder können für Investitionen in neue Kapazitäten (CAPEX), Übernahmen, Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkaufprogramme eingesetzt werden. Alles Massnahmen, welche für den Aktienmarkt in der Regel unterstützend wirken.

**Für Aktienanlagen in Europa** sprechen derzeit vor allem **Bewertungsüberlegungen** und **die äusserst schlechte Stimmung** (als «contrarian»-Indikator) infolge Geopolitik. **Sektorenauswahl bleibt jedoch wichtig**. Zyklische Unternehmen mit Preissetzungsmacht (Oligopolstellung) und rohstoffnahe Branchen (inkl. Agrar- und Düngemittelproduzenten) sollten profitieren. Unternehmen, welche die gestiegenen Rohstoff- und Logistikaufwendungen nicht an die Kunden überwälzen können, werden hingegen mit deutlich rückläufigen Margen rechnen müssen. Klassische, zyklische Industriewerte werden kaum in der Lage sein, die Marktführerschaft zurückzuerobern, weil zudem auch das Wachstum weltweit nachlässt.

**Für US-Aktien** sprechen die **hohen Liquiditätspolster in den Bilanzen** und die weitaus **niedrigere Verflechtung** der Volkswirtschaft mit den Geschehnissen in Osteuropa (kein Anzeichen einer Rezession in diesem Jahr). **Wachstumsunternehmen** (trotz hoher Bewertungen und zinsbedingtem Gegenwind) mit soliden Bilanzen sind unseres Erachtens in einem **Portfoliokontext weiterhin zu berücksichtigen**. Neben fundamentalen Faktoren spielt hier auch eine «contrarian»-Makroüberlegung mit rein: sollte die US-Fed ihren restriktiven Kurs nicht beibehalten und die Zinsen nicht wie derzeit allgemein angenommen um 6 bis 7 weitere Schritte im Jahr 2022 erhöhen (weil zum Beispiel Inflationsdaten

## i Ausblick

überraschend fallen), dann werden Technologieunternehmen voraussichtlich wieder überproportional von der Anlegergemeinde nachgefragt, was die Kurse nach oben treibt.

Aufgrund nach wie vor niedriger Bewertungen und derzyklischen Wachstumsdynamik bleiben Aktien auf **Emerging Markets interessant** (rohstoffexportierende Schwellenländeraktien profitieren). Für eine **Outperformance brauchen sie aber einen zentralen Treiber: einen sinkenden USD. China** bleibt aus politisch-regulatorischen Gesichtspunkten weiterhin mit einem Fragezeichen besetzt. Die monetäre und fiskalpolitische Situation verbessert sich jedoch zunehmend, was sich früher oder später auch auf den Aktienmarkt niederschlägt. **Wir bleiben in dieser Region mit Neuinvestitionen bis auf Weiteres zurückhaltend.**

Ganz allgemein sind wir für **diese Phase des Börsenzyklus** der Ansicht, dass ein **aktives Aktien-Management**, gekoppelt mit einer **breiten Diversifikation** über Themen, Branchen und Titel notwendig ist. Die Stimmung auf den Märkten kann sich im Verlauf der nächsten Wochen und Monate abrupt ändern und so auch die geldpolitischen Zügel infolge sich verändernder Wachstums- und Inflationsgegebenheiten. Die **derzeitige Extrapolation** vieler Marktteilnehmer hinsichtlich **Geldstraffung und Inflationswachstum** scheint uns **zu extrem** und vieles ist wahrscheinlich bereits in den Wertpapierpreisen eskomptiert (inkl. Wechselkurse, Anleiherenditen etc.).

### Staatsanleihen, Anleiherenditen

**Der Gegenwind für festverzinsliche Wertpapiere bleibt.** Die Kernschmelze auf den globalen Anleihemärkten erinnert an den Straffungszyklus der Fed im Jahr 2018, auch wenn der breite globale Anleiheindex für das gesamte Jahr nur 1,2% verlor. Aber anders als vor vier Jahren ist der **Preisdruck jetzt viel stärker** (starker Kapitalkostenschub; inkl. negativer Auswirkungen auf den US-Hypothekenmarkt). Aus technischer Sicht ist der Anleiherenditesprung im ersten Quartal extrem und geprägt von den gestiegenen Zinserhöhungs- und Inflationsängsten. Infolgedessen ist die 2-jährige Rendite deutlich gestiegen (bis auf über 2,4%), während die längerfristigen Renditen, einschliesslich der 10-jährigen Rendite, dies anfänglich langsamer taten (aktuell bis etwas über 2,55%). **Die Zinskurve hat sich weiter abgeflacht und die Renditedifferenz hat sich somit eingeeengt** (10-15 Basispunkte). **Eine Diskussion über eine mögliche Inversion der Kurve** (die sich in der Vergangenheit regelmässig als Signal für eine bevorstehende Rezession erwiesen hat) ist wieder aufgekommen. Empirisch betrachtet kann man feststellen, dass zwar allen Rezessionen eine Inversion der Renditekurve vorausgegangen sind, aber nicht alle Umkehrungen zu einer Rezession geführt haben. Derzeit sind die Konsenserwartungen für die 2- und 10-jährigen US-Zinssätze weiter gestiegen, aber die Medianprognose für die 2-jährigen Zinssätze bleibt in diesem Jahr niedriger als die für die 10-jährigen. Allerdings zeigte sich am 28. März im mittleren Bereich der Kurve bereits eine inverse Situation (letztmalig war dies im Jahr 2006 der Fall). 5-jährige Renditen lagen mit rund 2,65% per Ende März über jene von 10-jährigen und 30-jährigen Anleihen (letztere notieren bei rund 2,6%). Unseres Erachtens sind diese **Renditesprünge übertrieben und ist der Anleihenmarkt somit überverkauft**. Eine **Trendumkehr** und Normalisierung sind hier für die nächsten Monate realistisch. Unter diesem Gesichtspunkt sind **taktische Long-Positionen am langen Ende der Zinskurve zwar mit Risiken behaftet, aber dennoch interessant**.

# i Ausblick

## Credits/Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen sind **besonders anfällig für die zunehmenden Stagflationsgefahren**, da das nachlassende Wirtschaftswachstum auch die Kreditrisiken erhöht. Die europäischen IG-Spreads haben sich zwar gegenüber den Tiefstständen im Januar 2022 um über 50 Basispunkte und im HY-Bereich um mehr als 140 Basispunkte ausgeweitet (in den USA ist eine ähnlich starke Ausweitung zu beobachten). Gleichzeitig liegen die von den Unternehmen zu zahlenden Kreditkosten immer noch deutlich unter dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre. Unternehmen in den USA und Europa werden dank gesunder Bilanzen und überschaubarer Fälligkeitstermine in diesem Jahr daher kaum grössere Zahlungsausfälle zu verzeichnen haben, zumal eine Rezession (USA) unwahrscheinlich ist. **Wir glauben zwar nicht, dass sich die Spreads von hier aus nochmals deutlich ausweiten werden. Aus Anlageperspektive sieht das Rendite-Risikodiagramm für diese Vermögensklasse trotzdem nicht attraktiv aus.** Das Risiko wird unseres Erachtens inflationsbereinigt und in Abhängigkeit vom aktuellen Kredit- und Konjunkturzyklus **nicht ausreichend kompensiert**.

## Edelmetalle, Rohstoffe

Wir haben zwischen Ende Februar und Mitte März die Goldquote und Goldminenaktien in die Stärke hinein etwas abgebaut und Gewinne realisiert. Wie bereits in unserem letzten Quartal festgehalten, fällt es aktuell schwer, «den Treiber» für die Preisentwicklung von **Gold** zu erkennen. In der Regel müsste der Realzins den grössten Einfluss auf die Preisentwicklung haben. Obwohl wir uns diesbezüglich auf historischen Tiefs befinden, steigt der Goldpreis aber eher aus geopolitischen Gründen als wegen der Realzinsentwicklung. Ansonsten hätte er sich in den letzten Monaten deutlich stärker nach oben bewegt. **Ein klarer Trendausbruch ist derzeit (noch) nicht erkennbar.** Die USD-Aufwertung und die steigenden Anleiherenditen scheinen hier auch eine Rolle (Gegenwind) zu spielen. Die verbleibenden Gold- und Goldminenaktienpositionen werden wir aber weiterhin beibehalten. Sie tragen zur Portfoliodiversifikation und Risikoreduktion bei. Die **Rohstoffhause** bei Industriemetallen, Öl- und Gas, Getreide, Weizen etc. (Osteuropakrise als Treiber) hat sich im März nochmals akzentuiert. **Solange sich die geopolitische Situation** (inkl. Aufhebung von Sanktionen) nicht nachhaltig entspannt, **werden die Preise nicht so rasch zurückkommen.** Auf der anderen Seite kann auch hier (wie bei der Extrapolation der Zins- und Inflationsängste oder bei den überkauften Anleiherenditen) eine Trendumkehr nicht ausgeschlossen werden.

## USD-Aufwertung

Obwohl die Anleiherenditen in den USA weiter gestiegen sind und die Zentralbank auf die Bremse drückt, scheint sich der USD nicht weiter wesentlich aufzuwerten. **Wir gehen davon aus, dass nun vieles im Wechselkurs bereits eingepreist ist.** Es scheint uns daher nicht unrealistisch, dass für die **nächsten Wochen eine Konsolidierungsphase** einsetzt. Das wäre insbesondere auch für die weitere Entwicklung auf den Emerging Markets ein positiver Treiber.

## i Ausblick

### Markttechnik und -stimmung

Die **umfragegestützten Stimmungsindikatoren** haben sich im ersten Quartal zunehmend **verschlechtert**. Seit dem Ausverkauf (in Europa und China zum Teil panikartige Korrektur) per **Mitte März** hat sich das **Gesamtbild** an der Börse wieder etwas aufgehellt (Fear & Greed Indicator zum Beispiel mit Höchstwerten, was als Gegenindikator gilt). Wenn man in den **USA** die entsprechenden Angst- und Stimmungsindikatoren betrachtet, stellt man fest, dass es hier **jedoch weder auf der Volumenseite** (SPYDER oder QQQ ETFs) noch bei den **Put/Call-Verhältnissen Anzeichen für einen signifikanten, panikartigen Ausverkauf gab**. Pessimisten bzw. gewisse Chart-Techniker können dies so **interpretieren, dass uns der grosse Abwärtstest noch bevorsteht**. Die aktuelle Aufwärtsbewegung wäre demnach nichts Weiteres als eine kurzfristige Bärenmarkt-Rally. Dies entspricht zwar nicht unserem Basisszenario, wir müssen aber aus Makro- und fundamentalen Gesichtspunkten eingestehen, dass sich in **dieser Phase des Geschäfts-, Kredit- und Börsenzyklus, gekoppelt mit hohen geopolitischen Risiken, das Risiko-Ertrags-Profil aller Finanzanlagen eher verschlechtert als verbessert**.

## ii Zusammenfassung Basisszenario

### Erste Jahreshälfte 2022

Der Sprung der Anleiherenditen und die Abflachung der Zinskurve haben viel Negativität eskomptiert. Dasselbe ist in Kernwährungsrelationen zum USD abzulesen. Eine Rezession in den USA ist unwahrscheinlich. Auch Europa wächst trotz Absenkung der Konjunkturprognosen. Im Gegensatz zu den USA wird die Zentralbank in China weiter stimulieren. Fiskalexpansion wird fortgeführt (Rüstungsausgaben und Unterstützungsmaßnahmen für Haushalte infolge steigender Energie- und Nahrungsmittelpreise). Die Arbeitslosigkeit (USA und Eurozone) bleibt niedrig. Anhaltende Dynamik auf den Emerging Markets (trotz Interventionismus und Wachstumsrückgang in China), insbesondere in rohstoffexportierenden Schwellenländern. Der weitere, kurzfristige Verlauf der Inflationsraten ist schwer abzuschätzen, ein weiteres Überschiessen kann nicht ganz ausgeschlossen werden. Mittelfristig sollte sich die Situation beruhigen. Einmaleffekte fallen nicht mehr so stark ins Gewicht (Grenzveränderung im Jahresvergleich) und es ist nicht unrealistisch, dass der Aufwärtstrend dreht. Die Markttimmung bleibt fragil. Mit einem raschen Ende der militärischen Auseinandersetzungen rechnet derzeit niemand, was für die Börse weiterhin hohe Volatilität bedeutet. En Lichtblick in dieser Hinsicht: Historisch betrachtet haben geopolitische Krisen, solange sie regional begrenzt bleiben und sich nicht zu einem überregionalen Flächenbrand entwickeln, die Aktienmärkte nur kurzfristig belastet. Eine breitangelegte Baisse sehen wir (noch) nicht. Ein aktives Management muss derzeit aber im Vordergrund stehen, wobei sich Opportunitäten auf niedrig bewerteten Märkten (Europa) ergeben. Am langen Ende des Anleihenspektrums sind taktische Positionierungen interessant.

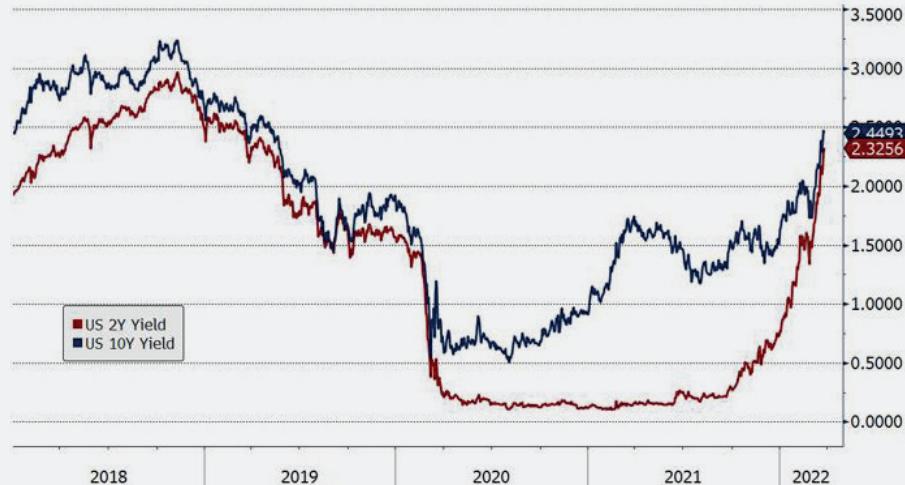
### Welche Faktoren sind aktuell die grössten absehbaren Gefahren für die Märkte?

1. **Ein hartes Eingreifen der US-Notenbank ist unseres Erachtens das grösste Risiko für die Kapitalmärkte** (geldpolitischer Fehler, der anschliessend wieder korrigiert werden muss). Eine dann wahrscheinliche «**inverse Zinskurve**» wird nicht nur die Bond-Märkte, sondern sämtliche Finanzmärkte aufwühlen. Ein solches Szenario ist (noch) nicht in den aktuellen Asset-Preisen eskomptiert.
2. **Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum.** Ein solches Szenario ist ebenfalls nicht in den aktuellen Asset-Preisen – vor allem bei Aktienanlagen – eskomptiert.
3. **Weitere Eskalation in Osteuropa** mit weitreichenden «Spillover»-Effekten auf Inflation und Konjunktur.
4. **Deflationärer Effekt wegen China-Wachstumsschwäche infolge Ausweitung der Immobilienkreditkrise.**
5. Akzentuierung der Situation «**China und Taiwan sowie USA und China**»
6. Die Entwicklungen rund um **COVID-(Delta)-Mutationen** (Produktionsstätten-schliessungen, anhaltende Lieferkettenprobleme etc. vor allem auf Emerging Markets).

### iii Rückblick & Ausblick

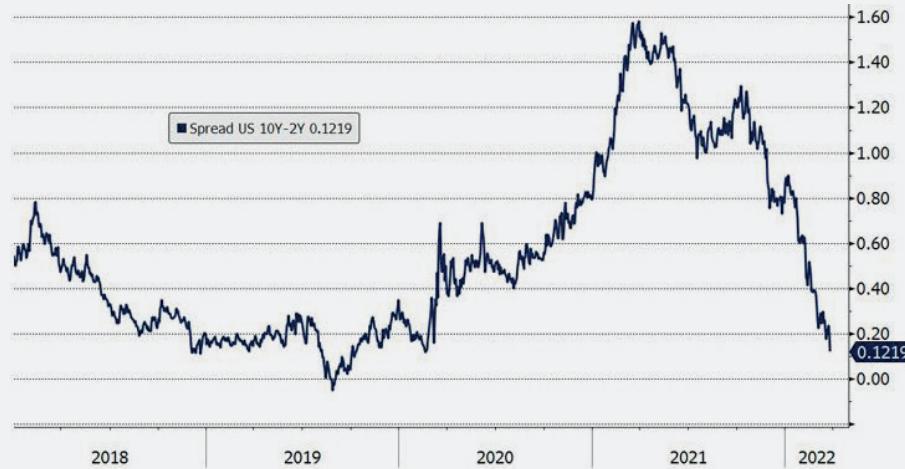
(in Charts)

#### Anleihерenditen in USA: 2 Jahre und 10 Jahre, seit 2018



Die Anleiherenditen in den USA sind in 2022 auf den höchsten Stand seit 3 Jahren gestiegen. Die Anleiherenditen im kurzfristigen Bereich sind dabei deutlich stärker gestiegen als die 10-jährigen, was auch damit zu tun hat, dass das kurze Ende deutlich sensibler auf Markterwartungen hinsichtlich möglicher Zinserhöhungen reagiert.

#### Zinskurve USA (10Y - 2Y), seit 2018



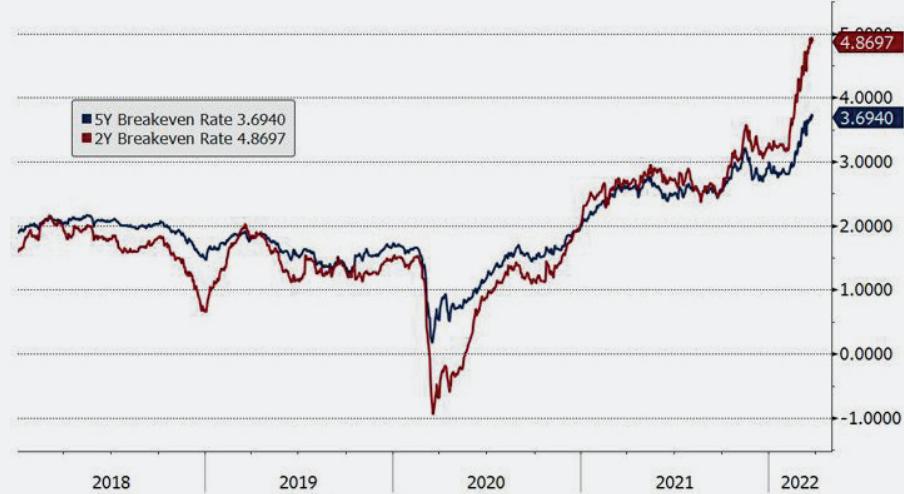
Der Spread zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Anleiherenditen in den USA hat sich von über 150 Basispunkten zu Beginn des Jahres 2021 auf beinahe 0 eingeeignet. Negative Werte (Zinsinversion) werden vom Markt als Frühindikator auf eine bevorstehende Rezession angesehen.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

#### Breakeven Inflationsrate 2Y vs. 5Y, seit 2018



Die 2Y Breakeven Rate zeigt weiterhin, dass der Markt von deutlich erhöhter Inflation ausgeht. Vergleicht man die 2Y mit den 5Y, erkennt man, dass mittelfristig eine etwas tiefere Inflation antizipiert wird, wenngleich der Wert noch über der Zielgrösse der Notenbank liegt.

#### Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500 und EuroStoxx 50, seit 2013

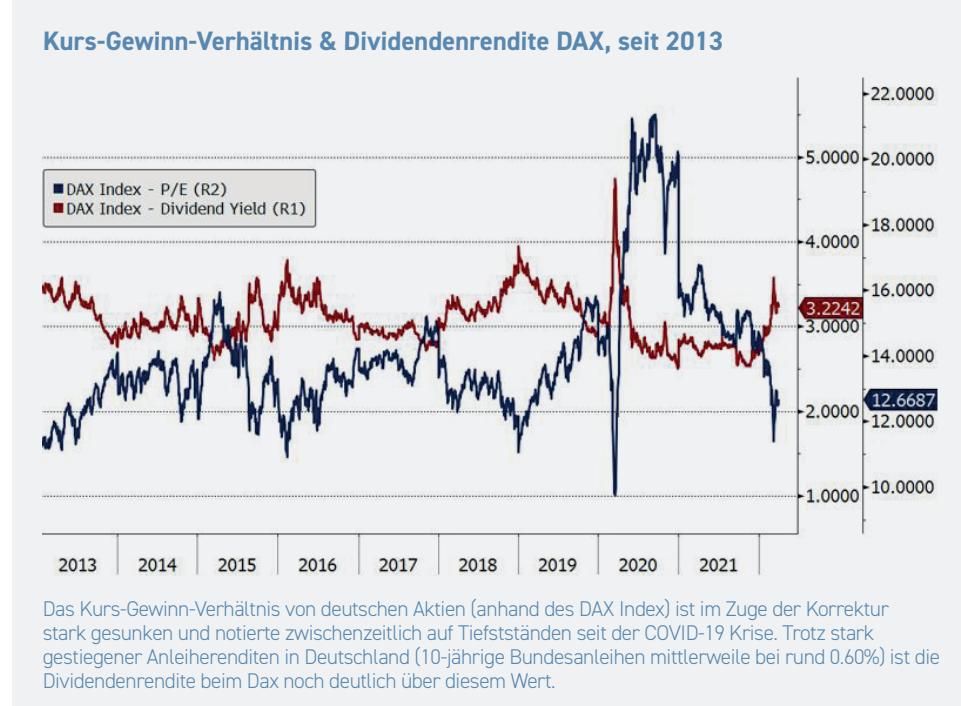


Der amerikanische Aktienmarkt handelt historisch betrachtet meistens mit einem Aufschlag beim Kurs-Gewinn-Verhältnis gegenüber europäischen Aktienmärkten. Die Korrektur an den Aktienmärkten, ausgelöst durch die Russland/Ukraine Krise, haben den Bewertungsunterschied zwischen den Märkten auf ein mehrjähriges Hoch gesetzt.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

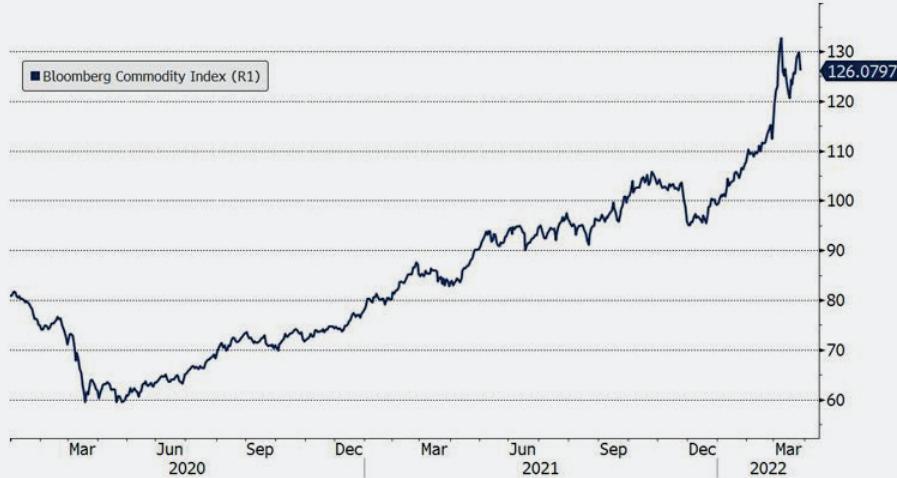


Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

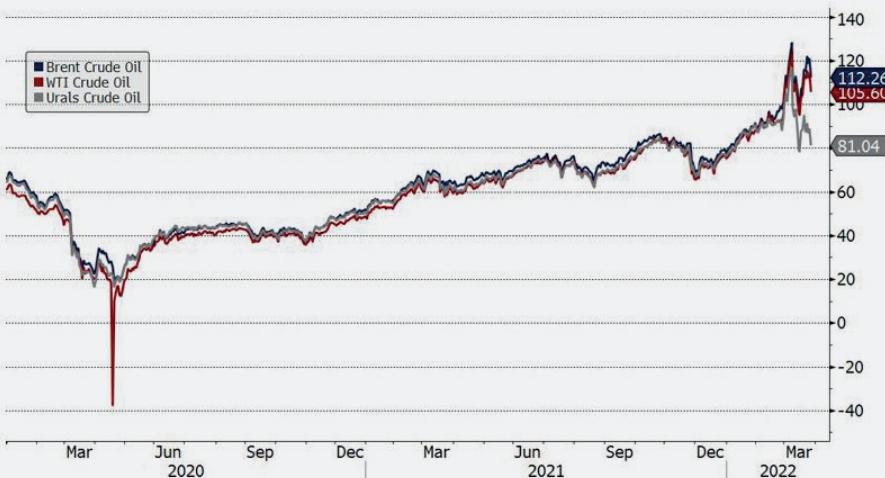
(in Charts)

#### Bloomberg Commodity Index, seit 2020



Geopolitische Ereignisse haben viele Rohstoffpreise im 2022 stark verteuert. Dies ist gut ersichtlich anhand des Bloomberg Commodity Index (seit Jahresbeginn knapp 30% im Plus). Im Index werden nicht nur Energiepreise berücksichtigt, sondern auch Industriemetalle, Edelmetalle und landwirtschaftliche Produkte.

#### Brent vs. WTI vs. Urals Öl, seit 2020



Der Ölpreis ist seit der COVID-19 Pandemie stark angestiegen. Spannend ist seit dem Kriegsausbruch in Osteuropa der historisch grosse Abschlag von russischem Öl (Urals Crude Oil) im Vergleich zu den anderen bekannten Sorten Brent und WTI.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

## Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»	«Markt»	
«Absolut»	«Relativ»		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Die geopolitische Krise hat die bisher sehr robuste <b>Wachstumskulisse ins Wanken gebracht</b>. Ein Krieg kommt in der Welt dazu, der sich auf eine Region fokussiert, die reich an Rohstoffen und Agrargütern ist. <b>Das treibt die Preise für Öl, Gas, Metalle</b> (Palladium, Nickel, Aluminium, Platin, Kobalt etc.) <b>und Weizen nach oben, was unausweichlich den Inflationsdruck bei Energie, Industriegüterproduktion und Nahrungsmitteln erheblich verstärkt</b>.</li> <li>Trotz Herabstufungen der Wachstumsprognosen wird das <b>BIP-Wachstum in der Eurozone und in den USA im Jahr 2022 voraussichtlich immer noch um rund 2,5% bis 3,5% steigen</b>.</li> <li>Die <b>Rezessionswahrscheinlichkeit für 2022 in den USA ist unseres Erachtens sehr gering</b>. Die Frühindikatoren zeigen überwiegend nach oben. Eine «technische» <b>Rezession</b> (zwei Quartale mit rückläufigem Wachstum) ist eher in Europa denkbar. Auch denken wir nicht, dass wir kurz vor einer langanhaltenden <b>Stagflationsphase</b> stehen. Inflationsraten im Jahresvergleich sollten in der zweiten Jahreshälfte sinken.</li> <li>Die <b>US-Notenbank</b> wird ihren geldpolitischen Kurs in den nächsten Quartalen weiterführen. Der <b>Terminmarkt</b> erwartet aktuell zwischen <b>6 und 8 weitere Zinserhöhungen für 2022</b> (Prognose 2023: Leitzinsniveau von rund 2,75%). Ein erster <b>Schritt der Bilanzreduktion</b> wird im Mai erwartet. Die <b>EZB</b> hat ihre Rhetorik ebenfalls angepasst. Hier ist eine <b>Zinsanpassung in den nächsten Monaten aber unrealistisch</b>.</li> <li><b>China</b>: Die Zentralbank (PBoC) hat seit Beginn Q4' 21 die Leit- und Kreditzinsen und den Mindestreservesatz für Geschäftsbanken um 50 Basispunkte gesenkt. Eine weitere Lockerung wird aufgrund der nach wie vor fragilen Lage auf dem Immobilienmarkt erwartet. «Null-COVID-Strategie» und regulatorische Markteingriffe bleiben als Risiko für Anleger bestehen.</li> <li><b>Fazit</b>: Die <b>globalen Aussichten haben sich zwar eingetrübt</b>. Eine Rezession in den USA erwarten wir jedoch nicht. Hierfür sind die Indikatoren nach wie vor zu robust und monetäre Interventionen wirken sich in der Regel verzögert auf die Wirtschaft und die Börsen aus. Die <b>derzeitige Extrapolation</b> vieler Marktteilnehmer hinsichtlich <b>Geldstraffung und Inflationsentwicklung</b> scheint uns ebenfalls <b>zu extrem</b> und Vieles ist wahrscheinlich bereits in den Kursen eskomptiert (inkl. Währungen, Anleiherenditen etc.).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nachdem der <b>NASDAQ 100</b> und eine Mehrheit der <b>europäischen Indizes</b> seit ihren Höchstständen um mehr als 20% gefallen sind (Tiefs per Mitte März), befinden sie sich nun technisch gesehen auf einem <b>Bärenmarkt</b> (NASDAQ 100, dem dritten seit 2017). Der S&amp;P 500 hat die Schwelle nicht erreicht. Eine echte Panik und eine größere Kapitulation ist aber selbst bei US-Techaktien bisher ausgeblieben. Dies war eher in Europa und China der Fall.</li> <li>Regional bleiben die <b>USA teuer und bleibt Europa günstig bewertet</b>. Das vorausschauende KGV der Median-aktie im S&amp;P 500 beträgt aktuell rund 19. Das Shiller-KGV, welches die Gewinne über den Geschäftszzyklus normalisiert, beträgt derzeit 36 (langfristiger Mittelwert: 17). Europäische Aktienindizes werden hingegen aktuell mit einem KGV im Vergleich zu den USA gehandelt, das sich auf einem <b>30-Jahres-Tiefstand befindet</b> und mit den <b>schlimmsten Zeiten der Schuldenkrise in der Eurozone (2010–2011)</b> vergleichbar ist.</li> <li><b>Staatsanleihen</b>: Der <b>Gegenwind bleibt</b>. Die Zinskurve hat sich weiter <b>abgeflacht</b>. Derzeit sind die Konsens-erwartungen für die 2- und 10-jährigen US-Zinssätze weiter gestiegen, aber die Medianprognose für die 2-jährigen Zinssätze bleibt in diesem Jahr niedriger als die für die 10-jährigen. Allerdings zeigte sich am 28. März im <b>mittleren Bereich</b> der Kurve bereits eine <b>inverse Situation</b> (letztmalig war dies im Jahr 2006 der Fall). 5-jährige Renditen lagen in der Spur bei 2,67% und damit über jenen von 10-jährigen und 30-jährigen Anleihen (letztere notieren bei rund 2,64%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Aktien vs. Anleihen</b>: Unter normalen Bedingungen und abgesehen von dem Status des «Safe Haven» der US-Staatsanleihen gilt nach wie vor, dass <b>Aktien gegenüber Anleihen vorzuziehen</b> sind.</li> <li><b>Europa und UK</b> bleiben von einem relativen Blickwinkel betrachtet attraktiv. Doch ein <b>weiterer Rückgang der Zinserhöhungserwartungen</b> macht die <b>Wachstumsmärkte</b> (u. a. Nasdaq) nach der deutlichen Korrektur der letzten Wochen ebenfalls wieder interessant.</li> <li>Die markanten Renditesprünge im <b>Anleihenbereich</b> scheinen derzeit etwas übertrieben und der <b>Markt erscheint daher überverkauft</b>. Sehr viel Negativität hinsichtlich Inflationsentwicklung und monetärer Straffung in den USA sind wahrscheinlich bereits in den Preisen eskomptiert. Eine <b>Trendumkehr</b> und <b>Normalisierung</b> sind in den nächsten Monaten realistisch.</li> <li><b>Credits</b>: Unternehmensanleihen sind besonders anfällig für die zunehmenden Stagflationsgefahren. Die <b>Spreads</b> haben sich auf breiter Front (USA und Europa) <b>ausgeweitet</b>, d. h. <b>nicht nur bei HY-Anleihen</b>. IG-Bereich: gegenüber den Tiefstständen im Januar 2022 um über 50 Basispunkte und im HY-Bereich um mehr als 140 Basispunkte (ähnliches Bild in Europa und in den USA). Aufgrund <b>gesunder Bilanzen</b> der Unternehmen sind <b>keine Zahlungsausfälle auf breiter Front zu erwarten</b>, zumal die US-Wirtschaft kaum in eine Rezession fallen wird. <b>Das Rendite/Risiko-Diagramm für diese Vermögensklasse ist aktuell trotzdem nicht attraktiv</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die <b>umfragegestützten Stimmungsindikatoren</b> haben sich im ersten Quartal zunehmend <b>verschlechtert</b>.</li> <li>Nachdem der <b>NASDAQ 100</b> Index seit seinem Höchststand im Januar um mehr als 20% gefallen ist, befindet er sich nun technisch gesehen auf einem <b>Bärenmarkt</b> - dem dritten seit 2017. <b>Europäische Aktienindizes</b> haben die <b>Schwelle ebenfalls erreicht</b>. S&amp;P 500 mit etwas über 10% Verlust bis Mitte März lediglich in <b>«Korrekturmodus</b></li> <li>Seit dem Ausverkauf (in Europa und China zum Teil panikartige Korrektur) per <b>Mitte März</b> hat sich das <b>Gesamtbild</b> an der Börse wieder etwas aufgehellt (Fear &amp; Greed Indicator zum Beispiel mit Höchstwerten, was als Gegenindikator gilt).</li> <li>Wenn man in den <b>USA</b> die entsprechenden Angst- und Stimmungsindikatoren betrachtet, stellt man fest, dass es hier <b>jedoch weder auf der Volumenseite (SPYDER oder QQQ ETFs) noch bei den Put/Call-Verhältnissen Anzeichen für einen signifikanten, panikartigen Ausverkauf gab</b>. Pessimisten bzw. gewisse Chart-Techniker können dies so <b>interpretieren</b>, dass uns der große Abwärtstest noch bevorsteht. Die aktuelle Aufwärtsbewegung wäre demnach nichts Weiteres als eine kurzfristige Bärenmarkt-Rally.</li> <li><b>Gold</b>: Ein klarer <b>Trendausbruch ist derzeit (noch) nicht erkennbar</b>, obwohl sich die Realrenditen auf einem Tiefpunkt befinden.</li> <li><b>USD</b>: Zinszyklusänderung in den USA in Währungspaire vs. USD eingepreist. Eine <b>Konsolidierungsphase</b> ist daher nicht unrealistisch. Das wäre insbesondere auch für die weitere Entwicklung auf den <b>Emerging Markets</b> (Aktien &amp; Credits) ein positiver Treiber.</li> <li><b>Fazit</b>: Das <b>technische Bild hat sich kurzfristig verbessert</b> (zu viel Negativismus als «contrarian»-Indikator) aber <b>mittelfristig bleibt die Lage (technisch) fragil</b>. Wir teilen die pessimistische Sicht einiger Marktteilnehmer zwar nicht (Bärenmarkt bis ins Jahr 2023/24 hinein), doch müssen wir uns aus Makro- und fundamentalen Gesichtspunkten aber eingestehen, dass sich in dieser Phase des <b>Geschäfts-, Kredit- und Börsenzyklus</b>, gekoppelt mit hohen geopolitischen Risiken, das <b>Risiko-Ertrags-Profil aller Finanzanlagen eher verschlechtern als verbessern wird</b>.</li> </ul>

# 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"> <li>▪ Zinsen, Inflationsraten</li> <li>▪ Geldmenge, Kreditschöpfung</li> <li>▪ Währungsrelationen</li> <li>▪ ...</li> </ul>	<p>Bewertungsparameter</p> <p>«Absolut»</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KGV</li> <li>▪ P/B</li> <li>▪ ROE</li> <li>▪ Dividenden-Renditen</li> <li>▪ Gewinn-Renditen</li> <li>▪ YTM</li> <li>▪ Duration</li> <li>▪ Kreditbonität</li> <li>▪ ...</li> </ul> <p>«Relativ»</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen</li> <li>▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen)</li> <li>▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation</li> <li>▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen</li> <li>▪ ...</li> </ul>	<p>Angebots - / Nachfrageverhalten, Markttechnische Parameter und Markt - «Sentiment»</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe)</li> <li>▪ Preis- und Volumenbewegungen</li> <li>▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung)</li> <li>▪ Markttimmung («sentiment»)</li> <li>▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten)</li> <li>▪ ...</li> </ul>
<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"> <li>1. Wachstum,</li> <li>2. Inflation (Zinsen) und</li> <li>3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).</li> </ol>	<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 &amp; 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 getätigert 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](http://www.ipconcept.com)) oder unter der E-Mail: [info@ipconcept.com](mailto: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.