



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Herbst 2022

Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	10
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	11
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	16
v CONREN's M3 erklärt	16
vi Koordinaten	17
vii Rechtlicher Hinweis	18

i Rückblick



CONREN Fondsmanager Patrick Piconi (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.

Die vorherrschenden Themen für Anleger während des dritten Quartals waren wiederum die persistent hohen Inflationsraten, die damit verbundene, weltweite Straffung der geldpolitischen Zügel, die sich eintrübenden Konjunkturaussichten und nicht zuletzt auch die nicht abebbenden, geopolitischen Spannungen. Dies führte, nach einer kurzen Bärenmarkt-Rally im Juli, zu einer deutlichen Ausweitung der Jahresverluste an den internationalen Anleihen- und Aktienmärkten. Neben Inflationsorgen rückten Rezessionsängste, aufgrund der äusserst restriktiven US-Geldpolitik, in den Vordergrund der Anleger. Mittlerweile nimmt die US-Notenbank eine Rezession in Kauf. Die Aussage von Jerome Powell bringt es auf den Punkt: "Ich wünschte, es gäbe einen schmerzfreien Weg. Doch den gibt es nicht".

Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Fast ein ganzes Jahr lang vertraten viele Wirtschaftswissenschaftler und politische Entscheidungsträger die Auffassung, dass die Inflation im Wesentlichen ein Lebensmittel- und Energieproblem sei. Sobald sich die Versorgungsketten entspannen und die Benzinpreise sinken, so die Überlegung, würde dies zu einer Senkung der Lebensmittelpreise beitragen und damit den Preisdruck in der gesamten Wirtschaft verringern. Die Zahlen für den US-Verbraucherpreisindex im August stellten diese Darstellung jedoch auf eine harte Probe, denn der sich ausweitende Anstieg deutet nun darauf hin, dass die Inflation hartnäckiger und verfestigter sein könnte als bisher angenommen. Der Verbraucherpreisindex ohne Lebensmittel- und Energiepreise - die so genannte Kerninflation - stieg im August um 0.6% und damit doppelt so stark wie von Dow Jones geschätzt, was im Jahresvergleich einen Anstieg der Lebenshaltungskosten um 6.3% bedeutet. Unter Einbeziehung von Nahrungsmitteln und Energie stieg der Index im Monatsvergleich um 0.1% und auf 12-Monats-Basis um 8.3% (vs. 8.5% im Juli). In Europa erreichen Vergleichsdaten mittlerweile Werte von deutlich über 9.5%. Diese Zahlen trugen dazu bei, dass die US Fed ihre Rhetorik und Zinspolitik (dritte Leitzinserhöhung in Folge um 0.75% im September) nochmals verschärfte. Sie deutete an, dass mit weiteren Erhöhungen von insgesamt über 1% bis zum Jahresende zu rechnen sei. Die Überraschung für die Anleger kam mit dem so genannten US Fed "Dot Plot" der Jahresendprognosen für den Leitzins, der auf einen Median von 4.4% für 2022 und 4.6% für 2023 anstieg. Für die US-Notenbank hat der Kampf gegen die Inflation höchste Priorität. Sie will einige Inflationsberichte mit nachlassender Tendenz sehen, bevor sie den Fuss von der Bremse nimmt. Das Problem dabei ist allerdings, dass sich die monetäre Straffung als Allerletztes auf die Inflation auswirkt. Zuerst tangiert sie den überaus wichtigen Anleihenmarkt und dann die Konjunktur (steigende Kapitalkosten, Rückgang der aggregierten Nachfrage). Dies kann kurzfristig zu einem "Überschießen" der Geldpolitik führen, mit weitreichenden Konsequenzen auf den weiteren Verlauf an den internationalen Börsen.

Mittlerweile haben sich auch die Prognosen der US-Fed, was die Wachstumsaussichten betrifft, deutlich eingetrübt (0.2% für 2022 und 1.2% für 2023), wobei man von einem Anstieg der Arbeitslosenquote von derzeit rund 3.6% auf 4.4% (2023) ausgeht. Allerdings warnen viele Wirtschaftswissenschaftler davor, dass die Inflation nur unter Kontrolle gebracht werden kann, wenn die Arbeitslosenquote in USA auf über 5% ansteigt, wobei eine Gruppe von Ökonomen schätzt, dass sie möglicherweise über 7% ansteigen müsse, um die Inflationsrate wieder auf 2% zu bringen. Einige warnen auch davor, dass der Leitzins die mittlere Prognose der Fed-Beamten in den Schatten stellen und stattdessen einen Spitzenwert von etwa 5% erreichen könnte. Unabhängig von diesen Szenarien kann davon ausgegangen werden, dass eine Rezession (bis hin zu einem "hard landing") für 2023/2024 wahrscheinlich ist (der US Composite PMI signalisiert mit einem Wert von 49 ohnehin bereits eine Kontraktion). In Europa ist ein solches Szenario noch wahrscheinlicher, selbst wenn die Leitzinsen der EZB (die Erhöhung um 75 Basispunkte im September war bisher ihr grösster je vorgenommener Zinsschritt) kaum über die Grenze von 2-2.5% steigen werden.

i Rückblick

Mikro- und Marktbild: Märkte, Bewertungen und Markttechnik

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 die Kapitalkosten und die Liquidität im Kreislauf sinkt. Börsen reagieren auf diese Richtungsänderung entsprechend schnell. **Die meisten Leitindizes liegen seit Jahresbeginn mit hohen zweistelligen Werteinbussen im Minus. Selbst der breite US-Markt (S&P 500) liegt mittlerweile bei knapp 25% im Minus.** Der Wachstums-Index Nasdaq100 gab bisher ein Drittel seines Wertes von anfangs 2022 ab. Die Bewertungen anhand der erwarteten KGVs haben sich global weiter zurückgebildet: Die Eurozone und das Vereinigte Königreich werden mit dem 10-Fachen bzw. 8.5-Fachen der künftigen Gewinne gehandelt. Die Erträge werden wahrscheinlich herabgestuft, aber das Bewertungspolster zu den historischen Werten ist mit einem Abschlag von 15-25% bereits jetzt beträchtlich. Im Gegensatz dazu liegt der S&P 500 beim 16-Fachen des voraussichtlichen KGV und damit etwas über den historischen Durchschnittswerten. Der KGV-Abschlag der Eurozone gegenüber den USA war noch nie so gross wie aktuell. Weitere KGVs (anhand der erwarteten Gewinne) von ausgewählten Indizes zeigen sich wie folgt: US Russell 2000 20.8, US-Technologieindex Nasdaq 23.9, deutscher DAX Index 9.9, MSCI World Emerging Markets 10.6 und China Index 12.4.

Die globalen **Anleihemärkte** haben im Zuge steigender Anleiherenditen (2-jährige US-Staatsanleiherenditen in der Spitze bei 4.36% und damit stark inverse Zinskurve. Die 10-jährige Anleihe notiert per Ende September bei rund 3.78%) ebenfalls weiter nachgegeben und liegen mittlerweile deutlich zweistellig im Minus: **Bloomberg Global (Bond) Aggregate Index -19.89%** (zum Vergleich: **die Korrektur während der Finanzkrise 2008 betrug -10.8%**). Der Marktwert des Index hat sich um mehr als USD 3 Billionen reduziert, was schlimmer ist als die rund USD 2 Billionen im Jahr 2008. Auch in Europa sind selbst die langfristigen Anleiherenditen nochmals deutlich nach oben geschossen: Deutschland 2.1%, Frankreich 2.7%, Italien 4.5%, UK 4.1% (in der Spitze im September bei knapp 4.6%). Lediglich in der Schweiz, mit im Verhältnis niedriger Inflationsrate von 3.5%, liegt die 10-jährige Anleiherendite noch deutlich unter 1.5% (per Ende Monat 1.2%). Trotzdem führte der Aufwärtsdruck bei den Zinsen - auch die Schweizerische Nationalbank hat mittlerweile an der Zinsschraube gedreht - auch in diesem Land zu herben Verlusten bei Staatsanleihen (52-Wochen-Spanne bei den Renditen von -0.35% auf 1.6% am Höchstpunkt).

Was die **allgemeine Stimmung in den USA und in Europa** betrifft, stellt man fest, dass sich diese insbesondere auch im dritten Quartal **nochmals deutlich verschlechtert hat**. Der Verbraucherstimmungsindex der Universität Michigan ("University of Michigan consumer sentiment index") ist wiederum auf einen historischen Tiefstand gesunken und liegt damit weit unter den Erwartungen - ein deutliches Zeichen dafür, dass der Inflationsdruck und die höheren Hypothekenzinsen die US-Verbraucher belasten. Diese enttäuschenden Zahlen deuten auf eine weitere Verschlechterung der US-Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Monaten hin. Dasselbe Bild zeigt sich auch anhand des New Yorker Empire State Manufacturing Index in den USA oder vergleichbarer Indizes für Europa, welche allesamt weiter sinkende Werte anzeigen. Je länger dieser Zustand anhält, desto grösser das Risiko, dass sich dies auf die Wachstumsdynamik niederschlägt. Auch an den Börsen ist der Pessimismus (u. a. rekordhohe Summen an Put-Optionskäufen) aktuell so hoch wie noch nie in diesem Jahr.

i Ausblick

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

Aus **Makroperspektive** spielt derzeit **nur die Geldpolitik** die entscheidende Rolle hinsichtlich des weiteren Kursverlaufs auf den Märkten. Je härter die Bremspolitik ausfällt, desto einschneidender die **Konjunkturabschwächung und die damit einhergehende Kursentwicklung an den Börsen.**

Realistischerweise müssen wir davon ausgehen, dass, so lange die **Kern-Inflationsdaten** nicht wesentlich unter die Grenze von mindestens 5% fallen (wovon man bis Ende 2022 derzeit kaum ausgehen kann) die **Aktionen der Zentralbank für die nächsten Monaten keine Stütze** für die Märkte sein werden. Der Arbeitsmarkt ist zudem noch zu stark, so dass, auch von dieser Seite her, kaum Entwarnung gegeben werden kann. Die US-Wirtschaft ist darüber hinaus aktuell nur "technisch" in einer Rezession und auch für das 3. Quartal wird noch ein Wachstum gegenüber 2021 von knapp 0.5% erwartet. Die Wahrscheinlichkeit ist daher weiterhin gering, dass die Notenbank schon bald – wie noch im Juli von Optimisten erhofft – von ihrem bisherigen, restriktiven Kurs abkommen wird. Aufgrund der **anstehenden US-Zwischenwahlen** ("mid-term elections") ist auch von **fiskalpolitischer Seite kein wesentlicher Rückenwind** für die Konjunktur und damit die Börse zu erwarten. Ob ein "hard-landing" letztlich vermeidbar ist, ist derzeit alles andere als sicher. In Europa bleibt das geldpolitische Klima ebenfalls rau und auch die Konjunkturdaten zeigen weitere Risse: fallende vorläufige September-PMI-Daten, sowohl aus dem verarbeitenden Gewerbe als auch aus dem Dienstleistungsbereich. Von den grossen Wirtschaftsblöcken stimuliert lediglich China in geld- und fiskalpolitischer Hinsicht (aber auch diese Volkswirtschaft wächst im Vergleich zur Vor-COVID-Zeit unterdurchschnittlich, insbesondere auch wegen ihrer restriktiven COVID-Politik und den nach wie vor akuten Kredit- und Immobilienproblemen). Auch Japan scheint, was die Geldpolitik betrifft, einen völlig anderen Weg zu beschreiten als dies ihre westlichen Pendanten tun (was sich auch an der extremen Abwertung des Yen vs. dem USD zeigt: -26% seit Jahresbeginn bzw. -30% über die letzten 12 Monate). Dies wird allerdings nicht ausreichen, um die weltweite Anlegerstimmung deutlich aufzuhellen. **Aus Makroperspektive stehen die Ampeln nach wie vor auf "Rot".**

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

Aktien

Der **Zusammenbruch der Hausse-Stimmung** unter den Privatanlegern hat auch im dritten Quartal angehalten. Obwohl ein panikartiger Ausverkauf (sprunghafter Anstieg der Volatilitäten, VIX in der Regel über 37 bis 40, zudem hohe Handelsvolumen mit stark sinkenden Börsennotierungen) bisher ausgeblieben ist, hat der US-Markt von Juli bis September über USD 5.7 Billionen an Wert verloren. Zinnsensitive Märkte wie beispielsweise der technologielastige **Nasdaq100** Index haben in der Spitze, seit den Höchstständen im Januar, um bis zu -33% korrigiert. Aber auch der breit zusammengesetzte S&P 500 befindet sich seit Juni in einem **Bärenmarkt** - dem dritten seit 2017. Die europäischen Aktien-Indizes haben die Bärenmarkt-Schwelle **ebenfalls längst überschritten**. Für internationale in USD denkende Investoren kommt noch hinzu, dass EUR-Aktien-Investments, die nicht währungsgesichert sind, auch auf der Währungsseite (Buch-)Verluste verzeichnen (EUR hat sich vs. USD seit Jahresbeginn um -13.7% abgewertet).

Einige **Marktbeobachter befürchten**, dass sich dieser **Trend weiter fortsetzt** und die **Märkte in den nächsten Monaten neue Tiefs** erreichen werden. Die Pessimisten unter ihnen argumentieren, dass Notenbanken aus Sorge, der (zu) hohen Inflation nicht Herr zu werden, mit ihre Bremspolitik überschüssigen und die sich ohnehin schon verschlechternden globalen Wirtschaftsaussichten die US-Wirtschaft in eine Rezession ("hard landing") führen könnten, was zu einem erheblichen Rückgang der Erträge und Bewertungsmultiplikatoren (KGV) führen würde. Dies wiederum hätte einen weiteren Rückgang der Aktien-Indizes

i Ausblick

zur Folge (**Bärenmarktkorrektur bis ins Jahr 2023-2024 hinein**). **S&P-500-Notierungen um die 3'000 Indexpunkte (nochmals -16% ausgehend vom Niveau per Ende September von 3'585) und darunter wären dann nicht auszuschliessen**. Je härter die Notenbank weiter eingreift, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktienbaisse weitergeht, selbst wenn die Konjunktur nicht stark einbrechen sollte. 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 Kontraktion vermieden wurde. Bei den vorangegangenen 12 Bärenmärkten betrug der durchschnittliche Rückgang vom Höchststand bis zum Tiefststand -31% über einen Zeitraum von 13.3 Monaten. **Gekoppelt mit einer restriktiven Geldpolitik könnten die Korrekturen jedoch noch höher ausfallen. Daher wird es wichtig sein, den künftigen geldpolitischen Kurs richtig einzuschätzen.**

Gleichzeitig stellt sich die Frage, nachdem die Börsen bereits stark korrigiert haben, welche Faktoren gegeben sein müssen, damit man wieder optimistischer in die Zukunft blicken kann. Woran können wir also erkennen, wann sich eine Bodenbildung an den Aktienmärkten anbahnt? Unterschiedliche Studien haben gezeigt, dass die **Aktienkurse im Durchschnitt den Tiefständen der Wirtschaftsdaten (PMI) vorauslaufen**, aber sie **hinken der Inflation** und dem **Leitzins hinterher** (die beide in der Vergangenheit dazu tendierten, ihren Höchststand zu erreichen, bevor der Aktienmarkt einen Tiefstand erreicht hatte). **Folgende Faktoren müssen unseres Erachtens für eine nachhaltige Wende des Trends gegeben sein:**

- Ein deutlicher zu identifizierender Höhepunkt der Inflation
- Eine Kehrtwende des geldpolitischen Kurses
- Eine Normalisierung der Renditekurve
- Eine deutliche Veränderung bei den Frühindikatoren
- Ein Wendepunkt bei den Gewinn-Revisionen (EPS)
- Ein panikartiger Abverkauf an den Börsen begleitet von einem sprunghaften Anstieg der Volatilitäten

In den USA könnte die **Inflation** ihren Höchstpunkt erreicht haben. Europa hinkt dem hinterher und dort ist das Problem stärker angebotsseitig getrieben (Rohstoffschock), was den Trend noch länger aufrechterhält. Eine **Kehrtwende beim geldpolitischen Kurs** ist aber weder in den USA noch in Europa absehbar. Dies ist keine gute Nachricht für die Bodenbildung an den Märkten. Seit den 1960er Jahren haben die Aktienmärkte ihre Talsohle nur dann erreicht, wenn die Zentralbanken mit Zinssenkungen begonnen haben - nie jedoch, wenn die Zentralbanken die Zinsen noch erhöht haben. Im Durchschnitt hat der Markt rund 6 Monaten nach einer Zinssenkung um insgesamt 2.5% (vom Zinshöchststand) seinen Tiefpunkt erreicht. Auf dieser Grundlage und angesichts der Tatsache, dass die US Fed ihre Zinserhöhungen im November und Dezember 2022 wahrscheinlich fortsetzen wird, ist in den kommenden Monaten mit mehr Volatilität auf den Aktienmärkten zu rechnen. Die Zinskurve wird sich ebenfalls erst dann normalisieren (steigende Kurve), wenn Evidenz besteht, dass die Zentralbank von ihrem Kurs ablässt. Auch dieser Faktor spricht gegen eine unmittelbare Trendumkehr an den Aktienmärkten. Was die Konjunkturindikatoren betrifft lagen der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe und der ISM-Index für Auftragseingänge im Durchschnitt der vergangenen Baisse-Tiefs bei 43.2 bzw. 41.4. Bislang befinden sich beide Indikatoren mit Werten um die 50 nach wie vor nicht in eindeutigem Kontraktionsmodus. Hält die derzeitige Entwicklung an, dann sind Werte von 40 bis 45 erst gegen Ende Q1 2023 zu erwarten. Die letzten zwei Indikatoren geben ebenfalls noch keine Entwarnung. Die bisherigen **Gewinn-Revisionen (EPS)** liegen

i Ausblick

aktuell bei rund -20%. Die Gewinnwachstumsprognosen für 2023 liegen allerdings nach wie vor bei rund 5 bis 7% (USA; Bloomberg-Estimate), was angesichts der gesamten Konjunktur und geldpolitischen Gemengelage zu hoch erscheint. Weitere Korrekturen nach unten sind realistisch. Wir erwarten daher in den kommenden Monaten zusätzliche Absenkungen der Analysten-Schätzungen. Die Aktienpreise haben bisher womöglich vieles an Zinserhöhungsphantasien eingepreist, weitere EPS-Absenkungen unseres Erachtens jedoch noch nicht vollumfänglich. Schliesslich sind markttechnische Faktoren zu beachten. Der **US-Volatilitätsindex (VIX)** ist trotz hoher Verluste seit Jahresbeginn nie über die Schwelle von 37 bis 40 angestiegen, was gegen panikartige Ausverkäufe, die man oft bei Markttiefs beobachtet, spricht. Der letzte „wash-out“ mit tieferen Notierungen liegt wahrscheinlich noch vor uns. **Fazit: Die Aussichten für Risikoanlagen werden weiterhin durch die Aussicht auf weitere Zinserhöhungen und das Risiko einer Rezession getrübt.** Das Aufflackern des Höhepunkts der Inflation in den USA ist ermutigend, aber wie oben dargelegt, gibt es viele Faktoren, die ihre Richtung ändern müssen, bevor wir einen echten Tiefpunkt ausmachen können. Infolgedessen halten wir die Chancen für gut, dass der Markt in den nächsten Monaten weiter Tiefstände testen wird. **Allerdings wird dies keine Einbahnstrasse sein. Technische Bärenmarkt-Gegenbewegungen nach oben sind jederzeit möglich und können in einem solchen Umfeld äusserst ausgeprägt ausfallen.** Für langfristig ausgerichtete Investoren lohnt es sich darüber hinaus nicht (es sei denn, man braucht zusätzliche Liquiditätspuffer), sich komplett von Aktien zu verabschieden. **In den vergangenen Jahrzehnten hat es sich jeweils praktisch immer gelohnt, über den Zyklus hinaus mit einem diversifizierten Aktienportfolio, welches aus fundamental starken Unternehmensbeteiligungen zusammengesetzt ist, investiert zu bleiben, selbst wenn die kurzfristigen Buchverluste einschneidend waren. Taktische Absicherungen und aktive, inhaltliche Rotationen (über Sektoren, Titel und u. U. Länder) der Aktienexposure** sollen dabei helfen, den Bärenmarkt für die Repositionierung auf dem nächsten Bullenmarkt zu nutzen.

Staatsanleihen, Anleiherenditen

Nachdem die Renditen langfristiger Anleihen weiter gestiegen sind (**10-jährige US-Staatsanleihen an der Spitze bei 4% gegenüber 3.45% im zweiten Quartal und vs. 2.35% per Ende März**), denken wir, **dass weitere Verluste bei Anleihen unwahrscheinlich sind. Weshalb?** Die US Fed bleibt zwar restriktiv, doch auf der anderen Seite haben die Anleihenmärkte wahrscheinlich bereits viel eskomptiert. Es ist durchaus denkbar, dass die Notenbank in den nächsten Monaten auch mal wieder eine gewisse "dovishe" Tendenz an den Tag legt (nichts kann ewig in eine Richtung extrapoliert werden), **zumal der End-Leitzinssatz auf dem Markt bereits bei 4,6% eingepreist ist. Dies könnte einen weiteren Anstieg der langfristigen Renditen begrenzen, die derzeit überverkauft erscheinen.** Eine solcher Zinssatz signalisiert bereits eine **hohe Chance eines "hard landings" der Wirtschaft.** Die 2-jährigen Anleihen sind daher bereits nach oben ausgebrochen. Tritt das Szenario einer harten Rezession tatsächlich ein, dann sehen wir nicht, wie langfristige Renditen weiter nach oben tendieren können. **Das Gegenteil tritt in der Regel ein, diese bilden sich zurück (deflationärer Druck steigt und langfristige Anleihen profitieren).**

Credits/Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen, insbesondere im Investment-Grade-Bereich (IG), werden nun wieder attraktiv. Die aktuellen Spreads im Bereich von IG-Anleihen sind hoch (159 Basispunkte über US-Treasuries), wenn man bedenkt, dass in diesem Jahr noch keine Rezession erwartet wird. Die Rendite des **Bloomberg-AGG-Index** stieg zum Beispiel von 1% Mitte 2020 auf über 4.35%, ein schmerzhafter Anstieg um etwa 350 Basispunkte. Anhand von Daten aus dem Bloomberg-AGG-Index kann aufgezeigt werden, dass die

i Ausblick

Anleiherenditen des Index die Gesamtrendite für die folgenden drei Jahre ziemlich genau vorhersagen. Vor drei Jahren habe die voraussichtliche Rendite bei etwa 1% gelegen. **Jetzt aber impliziert die Rendite von über 4% eine Rendite von 4.5%.** Viele IG-Anleihen mit einer Laufzeit von 3-5 Jahren weisen mittlerweile interessante Renditen von 5% und teilweise mehr auf. Aber auch anhand eines **weiteren Indikators**, des **Verhältnisses "Kupfer-Gold"**, kann ein **positives Szenario für IG-Anleihen sowie aber auch für langfristige Staatsanleihen (insbesondere in den USA) gezeichnet werden.** Ende 2020 signalisierte dieses Verhältnis einen Anstieg der 10-jährigen Renditen (steigende Wirtschaftsaktivität mit steigendem Kupferpreis; inflationäres Umfeld). **Jetzt signalisiert es eine Rendite von 2% für die 10-jährige Laufzeit** (deutlichere Kontraktion des Kupferpreises im Verhältnis zur Korrektur beim Goldpreis; deflationäres Umfeld wird antizipiert und daher ein Signal, dass langfristige Renditen zurückkommen werden). IG-Anleihen sind in der Regel viel zinsensitiver (wegen der höheren Duration) als High-Yield-Anleihen (HY). Daher haben sie seit Jahresbeginn auch deutlich stärker nachgegeben. Der umgekehrte Fall wird dann eintreten, wenn sich die langfristigen Anleiherenditen infolge Rezession zurückbilden. In einem solchen Szenario werden sich die Spreads von HY-Anleihen weiter ausweiten, die Ausfallwahrscheinlichkeiten steigen und damit wird dieses Anleihe-segment stärker unter Druck kommen (deutlich höhere Korrelation mit der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft). Das einzige Szenario, in welchem IG-Unternehmens-Anleihen unseres Erachtens nicht performen, wäre eine Phase der Stagflation, wo die US Fed die Zinsen über 4.5% erhöhen muss, um die Inflation zu bekämpfen und dies inmitten einer Rezession.

USD-Entwicklung

Die **Notenbankpolitik der US-Fed hat direkte Auswirkungen auf die Attraktivität des USD. Die im Sommer antizipierte vorübergehende USD-Abwertung trat daher nicht ein.** Im Gegenteil setzte sich der Trend der USD-Aufwertung auch im dritten Quartal fort. Dies führt für in USD verschuldete ausländische Gläubiger zu zusätzlichem Liquiditätsentzug (höhere Zinslast, wenn sich die Heimwährung der Gläubiger abwertet). Gleichzeitig steigt für viele Volkswirtschaften, die von in USD frakturierten Import-Waren und -Dienstleistungen abhängig sind, der inflationäre Druck. Ein steigender USD führt daher nicht nur in den USA zu einer impliziten Zinserhöhung (u.a. werden Exporte teurer), sondern verstärkt die internationalen Probleme (u. a. Inflationsdruck, welcher durch die Notenbanken via Zinserhöhungen bekämpft werden muss; Konjunktureinfluss durch Rückgang der Nachfrage nach USD-Produkten etc.). **Wenn man davon ausgeht, dass Anleiherenditen in USA technisch „überkauft“ sind, dann spricht vieles für eine zumindest vorübergehende USD-Entspannung.** Wie lange eine mögliche kurzfristige Trendumkehr anhält, ist aber wiederum äusserst schwer zu prognostizieren. **Eine solche Abwertung ist aber eine notwendige Bedingung dafür, dass wir kurzfristige Impulse auf der Aktienseite (Bärenmarkt-Rally) sehen können:** für die Entwicklung von Emerging Markets sowie für bestimmte Segmente von Aktien (u. a. Technologiewerte) wäre dies ein wichtiger Treiber.

Edelmetalle, Rohstoffe

In der Vergangenheit hat Gold immer von grosser Unsicherheit profitiert, entweder wenn die geopolitischen Spannungen zunahmen oder wenn die Inflation in die Höhe schoss. **Bis März dieses Jahres hat Gold seine Funktion als unkorrelierte Asset-Klasse gut wahrnehmen können.** Doch **seit April** hat sich das Edelmetall trotz der höheren wirtschaftlichen, geopolitischen und finanziellen Unsicherheit **negativ entwickelt.** Seit Jahresbeginn und bis Ende des dritten Quartals liegt die Preisperformance in USD ebenfalls im Minus (rund -10%). Die Straffung der Geldpolitik in den USA - und ganz allgemein auf der ganzen Welt - bedeutet, dass sich die **Realzinsen seit dem ersten Quartal 2022 im positiven Bereich** befinden. Als nicht einkommensgenerierender Vermögenswert hat

i Ausblick

das gelbe Metall in der Vergangenheit tendenziell gelitten, wenn die Zinsen gestiegen sind. Das derzeitige Niveau der realen Zinssätze in den USA impliziert jedoch eine weitere Verschlechterung des Goldpreises, während ein Anstieg der realen Zinssätze die Opportunitätskosten für das Halten von Gold noch erhöhen würden. Was derzeit auch nicht hilft, sind auch bei dieser Assetklasse der sich kräftig aufwertende USD (stark negative Korrelation zur Goldpreisentwicklung. Die aktuelle 30-Tageskorrelation ist auf einen Extremwert von -0.90 gefallen) und die seit vier Monaten anhaltenden Outflows aus den grossen Gold-ETFs.

Markttechnik und -stimmung

Die Kombination aus **extremer Baisse-Stimmung und überverkauften Marktindikatoren** deutet darauf hin, dass der Boden für **eine Erholungsrallye hinein ins frühe vierte Quartal fruchtbar ist. Gleichzeitig muss man aufgrund der erwähnten Makrofaktoren realistisch bleiben, es fehlen derzeit wichtige Katalysatoren, um eine nachhaltigere Rallye zu unterstützen:** Wir müssen zuerst Fakten für grundlegendere Veränderungen bei folgenden Faktoren sehen: **(a)** Ein deutlicher Höhepunkt der Inflation, **(b)** eine Kehrtwende des geldpolitischen Kurses, **(c)** eine Normalisierung der Renditekurve, **(d)** eine deutliche Veränderung bei den Frühindikatoren, **(e)** ein Wendepunkt bei den Gewinn-Revisionen (EPS) und oder **(f)** ein panikartiger Abverkauf an den Börsen begleitet von einem sprunghaften Anstieg der Volatilitäten.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Q4 2022

Die Wahrscheinlichkeit für eine Kontraktion in den USA ab 2023 ist deutlich gestiegen. In Europa zeigt sich ein ähnliches Bild, wobei die Situation Russland-Ukraine für den Kontinent und dessen Wirtschaftsausblick stärker ins Gewicht fällt. Eine Rezession zeichnet sich bereits jetzt ab (Q4'22). **Die westlichen Zentralbanken werden so lange bremsen, wie die Inflationsraten nicht wesentlich zurückkommen.** Die Konjunkturdaten (PMIs etc.) werden sich bis Ende Jahr verschlechtern. China wird weiter geldpolitisch und fiskalpolitisch stimulieren.

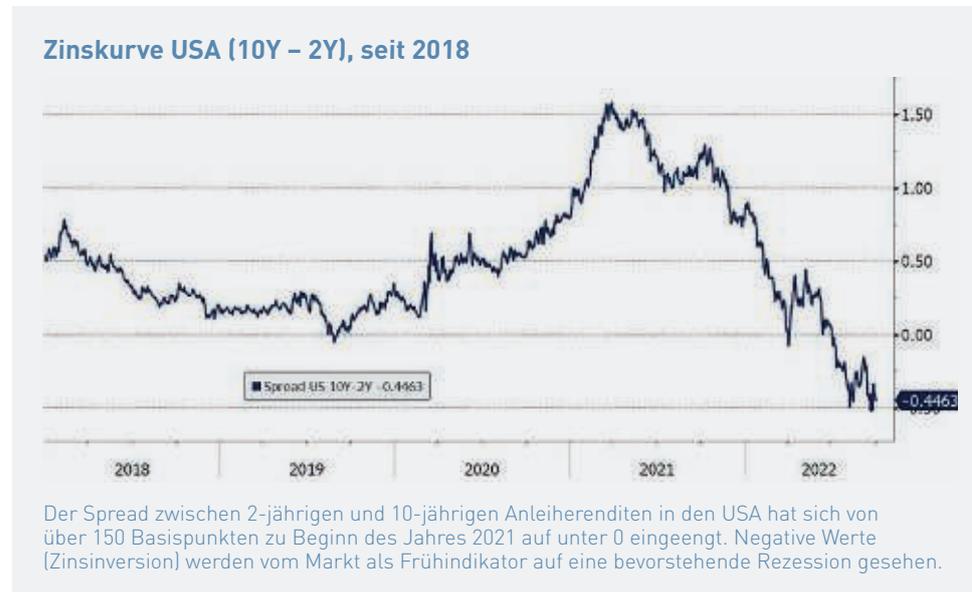
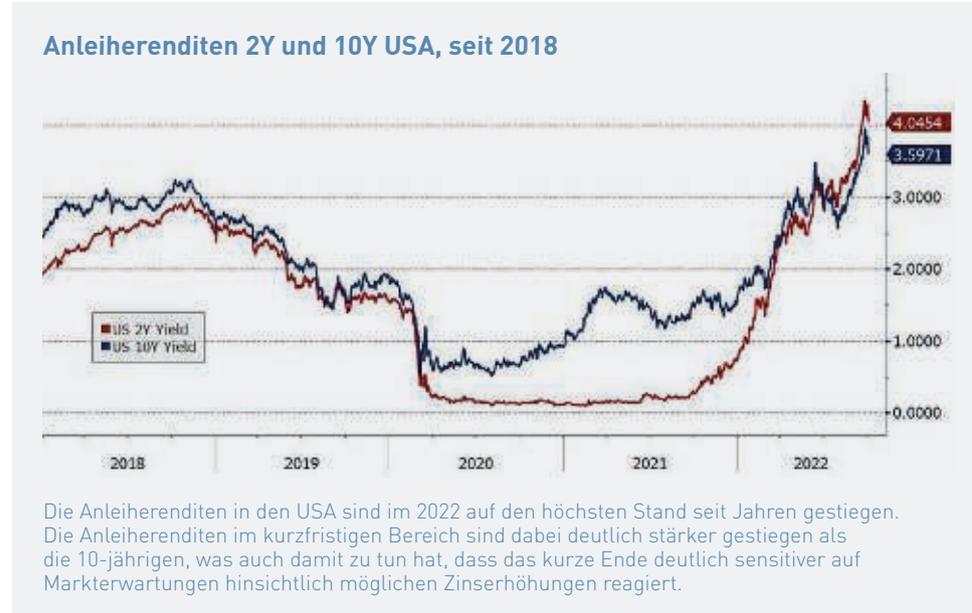
Die Kombination aus Liquiditätsentzug und Konjunkturrückgang wird sich auch in den nächsten Monaten auf die Marktstimmung niederschlagen, **das Umfeld bleibt unsicher und damit fragil.** Auch mit einem raschen Ende der militärischen Auseinandersetzungen rechnet derzeit niemand, was für die Börse weiterhin hohe Volatilität bedeutet. Die zurückgekommenen Aktien- und Credit-Bewertungen und die übermässig schlechte Stimmung **kann immer wieder zu heftigen Bärenmarkt-Rallys führen.** Die Märkte sind per Ende des dritten Quartals überverkauft, daher ist die Wahrscheinlichkeit einer Gegenbewegung hoch. Ein klarer **strategischer Trendumbruch**, im Sinne einer nachhaltigen Fortführung der Hausse seit 2020, **ist unrealistisch. Hierfür fehlen derzeit wichtige Katalysatoren.** Ein aktives Management muss derzeit im Vordergrund stehen, wobei sich Opportunitäten in niedrig bewerteten Sektoren/Branchen und/oder auf regionalen Märkten ergeben. Am mittleren bis langen Ende des Anleihen-Spektrums sind taktische Positionierungen (Staatsanleihen und IG-Unternehmensanleihen) interessant.

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

1. **Ein Überschiessen der Bremspolitik der US-Notenbank ist unseres Erachtens DAS grösste Risiko für die Kapitalmärkte** (geldpolitischer Fehler, der anschliessend wieder korrigiert werden muss). Ein solches kann zu einer noch deutlicheren Baisse führen. Ein S&P-500-Indexstand unter 3'000 wäre in einem solchen Fall nicht ausgeschlossen.
2. **Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum mit deutlichen Revisionen bei den Unternehmensgewinnen** (infolge "earnings recession"). Ein solches Szenario ist nur bedingt in den aktuellen Asset-Preisen eskomptiert. Gewisse konjunktursensitive Sektoren würde es dann besonders hart treffen (inkl. Rohstoffmärkte wie Industriemetalle und Öl).
3. **"Black Swan" Event infolge Deleveraging-Prozesses** – ausgelöst durch einen/mehrere Teilnehmer auf den internationalen Kapitalmärkten mit Ansteckungseffekten auf den Gesamtmarkt.
4. **Weitere Eskalation in Ost-Europa mit weitreichenden "Spillover"-Effekten** auf Inflation und Konjunktur.
5. **Deflationärer Effekt wegen China-Wachstumsschwäche infolge Ausweitung der Immobilien- und Kreditkrise.**
6. **Akzentuierung der Situation "China und Taiwan sowie USA und China"**
7. **Herbst/Wintermonate: Die Entwicklungen rund um COVID-(Delta)-Mutationen** (Produktionsstätten-Schliessungen, anhaltende Lieferkettenprobleme etc. vor allem in Emerging Markets).

iii Rückblick & Ausblick

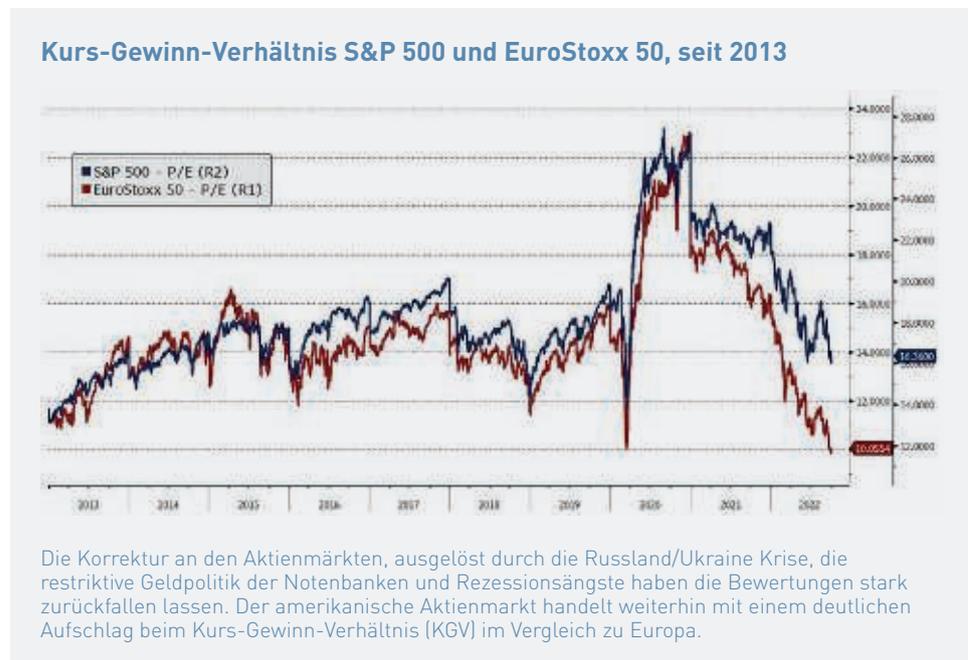
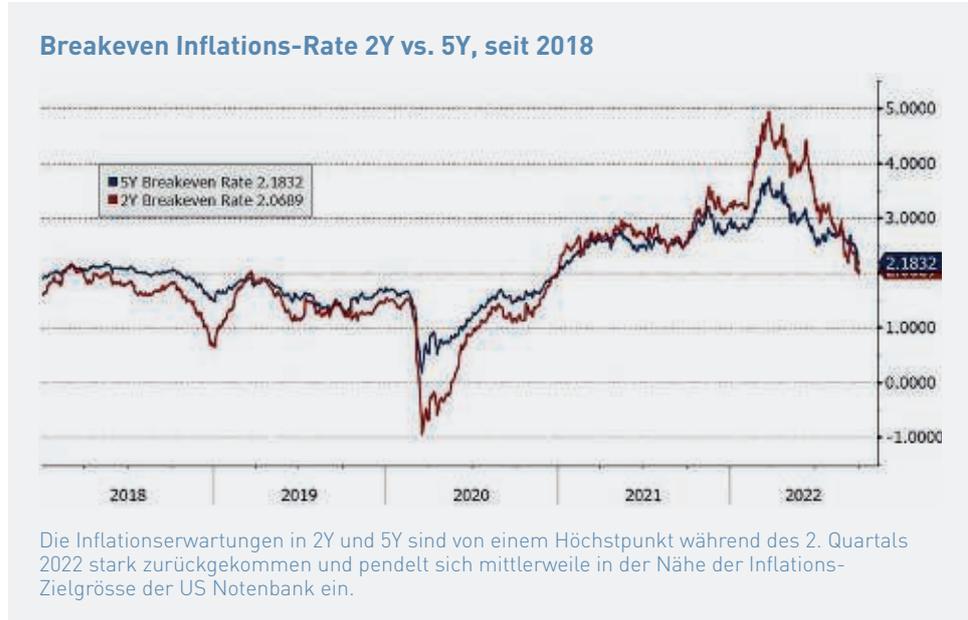
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

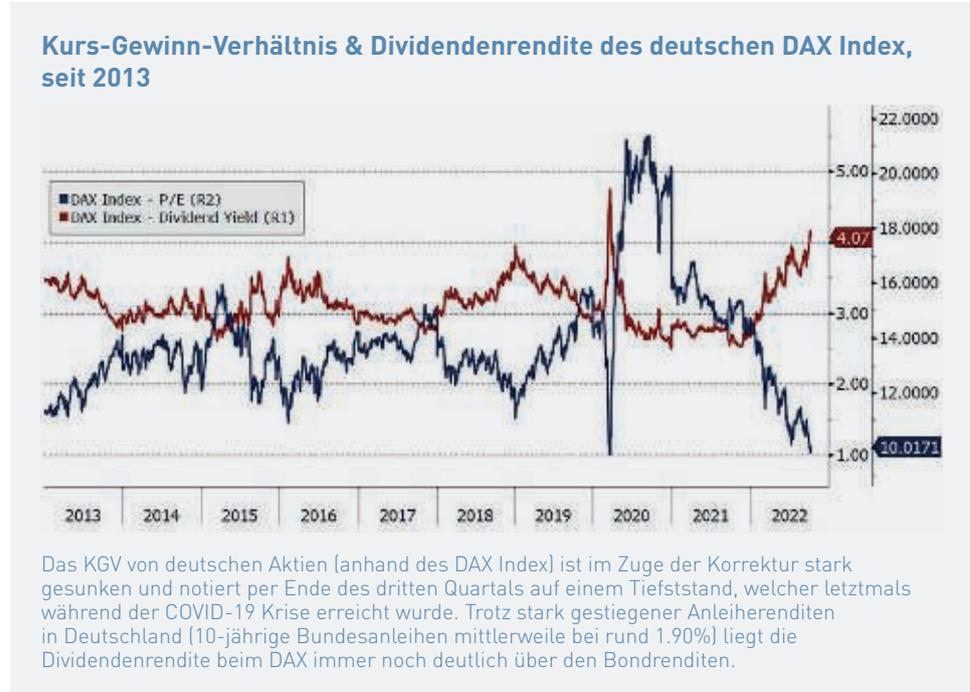
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

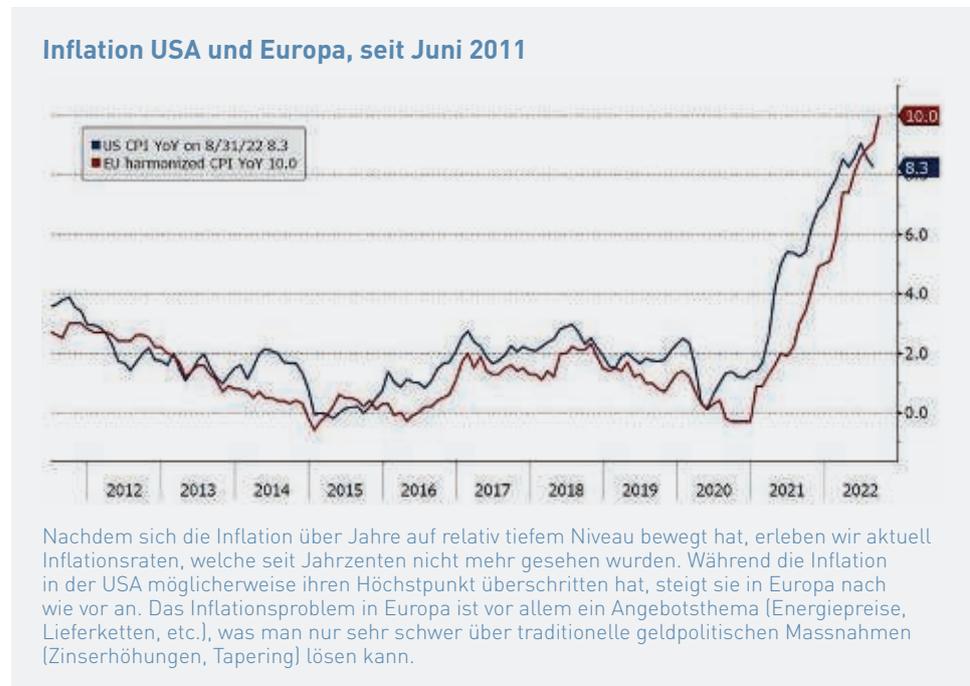
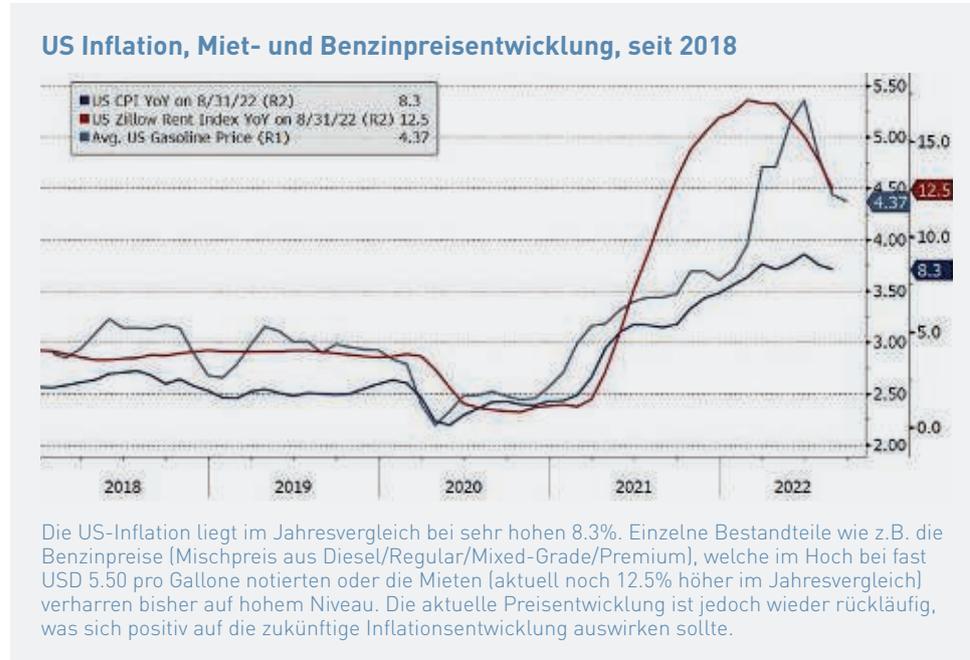
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

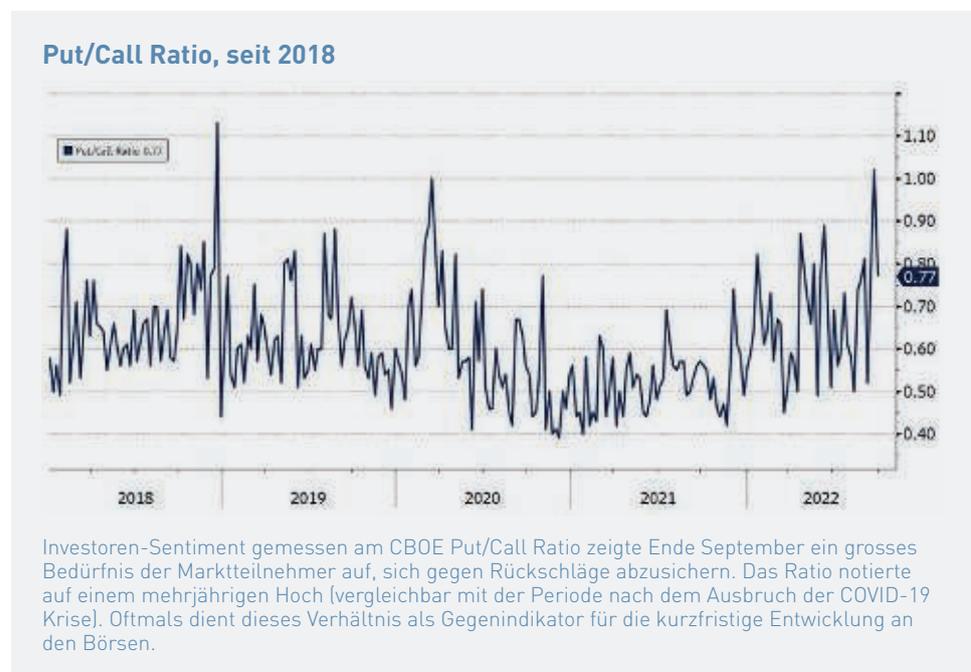
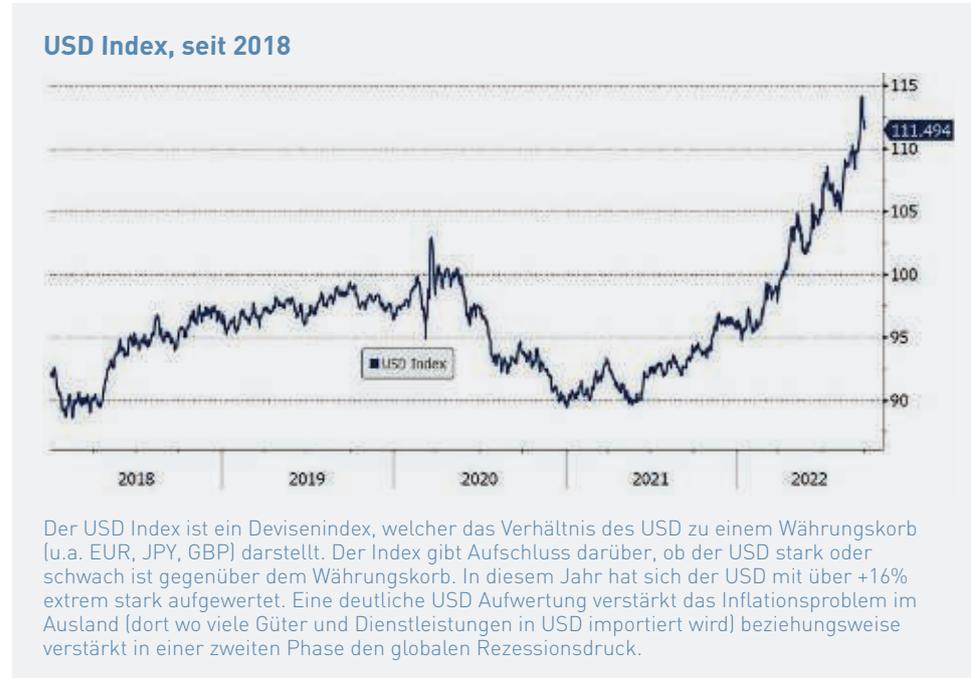
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> Die US-Fed hat ihre Rhetorik und Zinspolitik (im September; dritte Leitzinserhöhung in Folge um 0.75%) nochmals verschärft. Sie deutete an, dass mit weiteren Erhöhungen von insgesamt über 1% bis zum Jahresende zu rechnen sei. Die Überraschung für die Anleger kam mit dem so genannten US Fed "Dot Plot" der Jahresendprognosen für den Leitzins, der auf einen Median von 4.4% für 2022 und 4.6% für 2023 anstieg. Mittlerweile haben sich auch die Prognosen der US-Fed was die Wachstumsaussichten betrifft, deutlich eingetrübt (0.2% für 2022 und 1.2% für 2023), wobei man von einem Anstieg der Arbeitslosenquote von derzeit rund 3.6% auf 4.4% (2023) ausgeht. Eine Rezession (bis hin zu einem «hard landing») für 2023/2024 ist in USA wahrscheinlich (der US Composite PMI liegt mit einem Wert von 49 ohnehin bereits in Kontraktion). In Europa ist ein solches Szenario noch wahrscheinlicher, selbst wenn die Leitzinsen der EZB (die Erhöhung um 75 Basispunkte im September war bisher ihr größter je vorgenommene Zinsschritt) kaum über die Grenze von 2-2.5% steigen werden. Schlussfolgerung: Aus Makroperspektive spielt derzeit nur die (US-)Geldpolitik die entscheidende Rolle hinsichtlich des weiteren Kursverlaufs an den Märkten. Die Aktionen der Zentralbank werden für die nächsten Monaten keine Stütze für die Märkte sein. Der Arbeitsmarkt ist zudem noch zu stark, sodass auch von dieser Seite her kaum Entwarnung gegeben werden kann. Aufgrund der anstehenden US-Zwischenwahlen («mid-term election») ist auch aus fiskalpolitischer Seite kein wesentlicher Rückenwind für die Konjunktur und damit die Börse zu erwarten. Aus Makroperspektive sehen die Ampeln nach wie vor auf «rot». 	<ul style="list-style-type: none"> Die Bewertungen anhand der erwarteten KGVs haben sich global weiter zurückgebildet: Die Eurozone und UK werden mit dem 10-Fachen bzw. 8.5-Fachen der künftigen Gewinne gehandelt. Die Erträge werden wahrscheinlich herabgestuft, aber das Bewertungspolster zu den historischen Werten ist mit einem Abschlag von 15-25% bereits jetzt beträchtlich. Im Gegensatz dazu liegt der S&P 500 beim 16-fachen des voraussichtlichen KGV und damit etwas über den historischen Durchschnittswerten. Der KGV-Abschlag der Eurozone gegenüber den USA war noch nie so groß wie aktuell. Weitere KGVs (anhand der erwarteten Gewinne) von ausgewählten Indizes zeigen sich wie folgt: US Russell 2000 20.8, US-Technologieindex Nasdaq 23.9, deutsche DAX Index 9.9, MSCI World Emerging Markets 10.6 und China Index 12.4. Staatsanleihen: Bloomberg Global (Bond) Aggregate Index mittlerweile bei -19.89% YTD (die Korrektur 2008 betrug -10.8%). Die US-Fed bleibt zwar restriktiv, doch auf der anderen Seite haben Anleihenmärkte wahrscheinlich bereits vieles eskomptiert. Rezessives Umfeld begünstigt Staatsanleihen am langen Ende (Rückgang der Renditen ausgehend von den aktuellen Niveaus scheint realistisch). 	<ul style="list-style-type: none"> Aktien vs. Anleihen: Angesichts der steigenden Anleiherenditen (2-jährige US-Staatsanleihen bei 4.1% vs. S&P 500 Div. Rendite von 1.7%) stellt sich die Frage, ob "TINA" veraltet ist und durch ein anderes Akronym ersetzt werden sollte ("Treasuries are the alternative"). Die attraktivere "risikofreie Rendite" schafft eine ernsthafte Konkurrenz zu Aktien und Gold gleichermaßen. Unternehmensanleihen: Insbesondere im Investment Grade (IG) Bereich, werden nun wieder attraktiv. Die aktuellen Spreads im Bereich von IG Anleihen sind hoch (159 Basispunkte über US-Treasuries), wenn man bedenkt, dass in diesem Jahr noch keine Rezession erwartet wird. Die Rendite des Bloomberg AGG-Index stieg zum Beispiel von 1% Mitte 2020 auf über 4.35%, ein schmerzhafter Anstieg um etwa 350 Basispunkte. Anhand von Daten aus dem Bloomberg AGG-Index kann aufgezeigt werden, dass die Anleiherenditen des Index die Gesamtrendite für die folgenden drei Jahre ziemlich genau vorhersagen. Vor drei Jahren habe die voraussichtliche Rendite bei etwa 1% gelegen. Jetzt aber impliziert die Rendite von über 4% eine Rendite von 4.5%. Viele IG Anleihen mit einer Laufzeit von 3-5 Jahren weisen mittlerweile interessante Renditen von 5% und teilweise mehr auf. 	<ul style="list-style-type: none"> Der Zusammenbruch der Hausse-Stimmung unter den Privatanlegern hat auch im dritten Quartal angehalten insbesondere nach der Rede von Jerome Powell auf der Tagung in Jackson Hole von Ende August hat sich die Stimmung stark eingetrübt. Obwohl ein panikartiger Ausverkauf (sprunghafter Anstieg der Volatilitäten, VIX in der Regel über 37-40, zudem hohe Handelsvolumen mit stark sinkenden Börsennotierungen) bisher ausgeblieben ist, hat der US-Markt von Juli bis September über USD 5.7 Bn an Wert verloren. Die Kombination aus extremer Baisse-Stimmung und überverkauften Marktindikatoren deutet darauf hin, dass der Boden für eine Erholungsrallye hinein ins frühe 4. Quartal fruchtbar ist. Gleichzeitig muss man aufgrund der erwähnten Makrofaktoren realistisch bleiben, es fehlen derzeit wichtige Katalysatoren, um eine nachhaltigere Rallye zu unterstützen. USD: Wenn man davon ausgeht, dass Anleiherenditen in USA technisch „überkauft“ sind, dann spricht vieles für eine zumindest vorübergehende USD-Entspannung. Wie lange eine mögliche kurzfristige Trendumkehr anhält ist aber wiederum äusserts schwer zu prognostizieren. Eine solche Abwertung ist aber eine notwendige Bedingung, dass wir kurzfristige Impulse auf der Aktienseite (Bärenmarkt-Rally) sehen können: Für die Entwicklung von Emerging Markets als auch für bestimmte Segmente von Aktien (u.a. Technologiewerte) wäre dies ein wichtiger Treiber. Gold: Solange sich der USD nicht abschwächt beziehungsweise die Realzinsen nicht zurückbilden, wird der Goldpreis weiter unter Druck bleiben. Fazit: Das technische Bild hat sich insbesondere für Anleihen (IG und Staatsanleihen) sowie Aktien aufgehellt.

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, sondern eine 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)

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist eine 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. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, fachlich kompetente Beratung hinzuzuziehen. 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 AG der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Holdings und Allokationen von Portfolios können sich jederzeit 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. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr. 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.

© 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. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.