



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar

Sommer 2022

Besuchen Sie uns auf **www.conrenfonds.com**



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	11
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	12
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	18
v CONREN's M3 erklärt	19
vi Koordinaten	20
vii Rechtlicher Hinweis	21

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.

Das vorherrschende Anlage-Narrativ des ersten Quartals hat sich im 2. Quartal nicht nur fortgesetzt, sondern verstärkt: Die Anleger sahen sich mit der Aussicht auf eine höhere Inflation und ein langsames Wirtschaftswachstum konfrontiert. Gleichzeitig wurden die geldpolitischen Zügel, auf globaler Basis und insbesondere in USA, nochmals deutlich gestrafft. Zudem ist der Krieg in Ost-Europa noch längst nicht zu Ende, mit bekannten Folgen auf bestimmte Segmente des Welthandels. Die Aussichten bleiben auch für die kommenden Monate undurchsichtig. Das Augenmerk der Anleger hat sich aber gegenüber der ersten Jahreshälfte insofern etwas geändert, dass aufgrund der äußerst strafferen US-Geldpolitik Rezessionsängste und nicht mehr die Inflations Sorgen in den Vordergrund rücken.

Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Die Inflationszahlen haben sich insbesondere in USA und Europa während des zweiten Quartals nochmals deutlich verschlechtert. Die Gesamtinflation in den USA ist weiter angestiegen. Die unerwartet hohe US-Inflationsrate (+8,6% im Jahresvergleich) wurde vor allem durch steigende Energie- und Lebensmittelpreise, aber auch durch anhaltende Lieferengpässe begünstigt. Auch ohne die Berücksichtigung der Lebensmittel- und Energiepreise stieg die Kernrate im Monatsvergleich weiter (über +6,0 % im Jahresvergleich). Selbst die US-Kerninflation (das von der US-Fed bevorzugte Maß für die Inflation) liegt nach wie vor über 5%. Lediglich die mittelfristigen Inflationserwartungen (3 und 5 Jahre «Break-Even Raten») sind zuletzt wieder gefallen. Es war daher vielleicht nicht überraschend, dass der höchste US-Verbraucherpreisindex der letzten 40 Jahre die US-Fed dazu veranlasste, die geldpolitischen Zügel nochmals weiter zu straffen (75 Basispunkte-Zinserhöhung im Juni). Die Inflationsentwicklung in Europa zeigt ein ähnliches Bild. Auf ihrer Juni-Sitzung kündigte die EZB an, dass sie die Nettokäufe von Vermögenswerten am 1. Juli einstellen und den Leitzins bei der nächsten regulären Sitzung des EZB-Rates am 21. Juli, erstmals seit elf Jahren (!) wieder erhöhen wird und zwar zunächst um 0,25 Prozentpunkte. Noch wichtiger ist, dass die EZB ihre Inflationsprognosen und den Ton ihrer Grundsatzerklärung fast vollständig geändert hat. Auf ihrer letzten Sitzung am 14. April hatte die EZB seltsamerweise noch von einem Risiko gesprochen, dass die Inflation mittelfristig unter das Ziel von 2% sinken könnte. Nun warnt die EZB, dass die Inflation wahrscheinlich „für einige Zeit unerwünscht hoch bleiben wird“, und versprach, „sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zu ihrem Ziel von 2% zurückkehrt“.

Letztlich zeigt sich, dass im aktuell äusserst anspruchsvollen Umfeld selbst die Währungshüter keine verlässlichen Prognosen hinsichtlich Inflationsentwicklungen abgeben können. Dasselbe zeigt sich auch hinsichtlich den Konjunkturprognosen.

Die globalen Wachstumszahlen haben sich gegen Ende des Quartals nochmals verschlechtert. Entsprechend haben die meisten Ökonomen und supranationale Institutionen (Weltbank, IMF etc.) ihre Wachstumsprognosen für die nächsten Quartale nochmals abgesenkt. Mittlerweile geht die Median-Prognose von einem Wachstum (2022) von 2.4% (USA) bzw. 2.3% (Eurozone) aus. Ein starker Kontrast zu den Prognosen per Ende 2021 für dieses Jahr, wo Zahlen über 4% abgegeben wurden. Aber auch anhand des amerikanischen Citibank Economic Surprise Index, der die Wirtschaftsnachrichten spiegelt, erkennt man, dass die Zeichen für eine Abkühlung deutlich zugenommen haben. Selbst im Reich der Mitte mit ihrer unverständlichen 0-COVID Strategie, bei anhaltender Kredit- und Immobilienkrise, trüben sich die Aussichten zunehmend ein. Ob ein Wachstumswert von über 4%, trotz geld- und fiskalischen Unterstützungsmassnahmen, erreicht werden kann, bleibt fraglich.

i Rückblick

Mikro- und Marktbild: Märkte, Bewertungen und Markttechnik

Die monetäre Straffung (USA) war der Hauptgrund, weshalb **Aktienmärkte** auch im zweiten Quartal nochmals deutlich unter Druck geraten sind. **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 meisten Leitindizes liegen seit Jahresbeginn mit hohen zweistelligen Werteinbussen im Minus.** Selbst der breite US-Markt (S&P 500) hat ebenfalls die Bärenmarktschwelle überschritten (Performance von über -20%).

Mittlerweile haben sich die Bewertungen (KGVs) entsprechend stark zurückgebildet. Als die COVID-Pandemie 2020 ausbrach, gab der Markt zunächst stark nach (starker Rückgang der KGVs). Durch die ultralockere und dramatische Liquiditätsunterstützung (Geld- und Fiskalpolitik) kam es in der Folge zu einem Anstieg der Börsenpreise und einer deutlichen Ausweitung der KGVs. In der Spitze stieg das erwartete (*forward*) KGV des MSCI World auf 30% über das Niveau vom Januar 2020 (22x versus 17x). Die gesamte Ausweitung der Multiplikatoren wurde per Ende Juni 2022 wieder abgebaut, und alle wichtigen Börsen werden mittlerweile zu niedrigeren KGVs als im Januar 2020 gehandelt, in einigen Fällen sogar zu deutlich niedrigeren. Die KGVs der Eurozone sind um 17% niedriger, die der Schwellenländer um 12%, während USA aktuell noch den geringsten relativen Rückgang zu verzeichnen hat. Die meisten wichtigen Märkte notieren derzeit bei oder unter ihren langfristigen Durchschnitts-KGVs, mit der bemerkenswerten Ausnahme der USA und der Schweiz. Die langfristigen Anleiherenditen sind im Vergleich zum Januar '20 um 100 Basispunkte höher, aber die realen Zinssätze unterscheiden sich nicht wesentlich von den damaligen, und beide liegen weiterhin unter den langfristigen Durchschnittswerten.

Die globalen **Anleihemärkte** haben im Zuge steigender Anleiherenditen ebenfalls weiter nachgegeben und liegen mittlerweile zweistellig im Minus: Bloomberg Global (Bond) Aggregate Index -13.94% (zum Vergleich: **die Korrektur während der Finanzkrise 2008 betrug -10,8%**). Der Marktwert des Index hat sich um mehr als USD 2,8 Billionen reduziert, was schlimmer ist als die rund USD 2 Billionen im Jahr 2008. **Die aktuelle Liquiditätsentzugs-Entwicklung zeigt sich insbesondere auch in Europa wo EU-Peripherie Anleihen stark unter Druck gerieten:** Noch bevor die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen erhöht hat, weiten sich die Renditen von italienischen, griechischen, spanischen und portugiesischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen aus, während sich die finanziellen Bedingungen in der Eurozone auf breiter Front verschärfen. Da die Erinnerungen an die europäische Schuldenkrise noch frisch sind, fragen sich die Anleger, wie und unter welchen Umständen EZB-Präsidentin Christine Lagarde ihr Versprechen einlösen würde, welches sie in ihrem Blog vom 23. Mai gegeben hatte, gegen eine „übermäßige Fragmentierung“ vorzugehen, falls dies nach dem Ende der Nettokäufe von Vermögenswerten erforderlich sei. Die Situation ist heute anders als vor rund 10 Jahren, die EZB hat umfangreiche Mechanismen installiert, um gegen eine solche Fragmentierung innerhalb des EU-Blocks vorzugehen. An einer Sondersitzung vom 15. Juni wurde dies bekräftigt. EZB-Direktionsmitglied Isabell Schnabel hatte in diesem Zusammenhang deutlich gemacht, dass die Notenbank einen ungeordneten Anstieg der Finanzierungskosten stärker verschuldeter Länder im Euroraum nicht hinnehmen wird. Sie sagte führte aus: „Wir werden keine Veränderungen der Finanzierungsbedingungen dulden, die über die fundamentalen Faktoren hinausgehen und die Übertragung der Geldpolitik gefährden. Die Situation darf aber auch aus weiteren Gründen nicht mit 2010/2011 verglichen werden, weil:

i Rückblick

1. Die EZB hat sich zu einem echten Kreditgeber der letzten Instanz entwickelt und verfügt über ein Instrument namens „OMT“, mit dem sie Ländern, die vom ESM unterstützt werden, massiv unter die Arme greifen kann.
2. Viele Volkswirtschaften haben ihr Trendwachstum durch Reformen verbessert. So übertreffen Griechenland und Portugal mit einem realen BIP von 3,0% bzw. 1,2% den Durchschnitt der Eurozone vor der Pandemie (4. Quartal 2019) und liegen damit weit vor der Eurozone insgesamt (0,8%) und dem noch weitgehend nicht reformierten Italien (0,0 %).
3. Die NextGen EU-Zuschüsse in Höhe von 5% (Italien) bis 9% (Griechenland) des jährlichen BIP werden die öffentlichen Investitionen und das Wachstum in den nächsten vier Jahren unterstützen.
4. Italiens Zinsaufschlag bleibt deutlich unter dem Niveau der früheren Krise. 10-jährige Anleiherendite in der Spitze (Juni 2022) bei rund 4.3% vs. knapp über 7% im Jahr 2012. aktuell bei rund 3.

Eine gewisse Ausweitung der Spreads inmitten eines allgemeinen Anstiegs der Renditen ist insofern normal. Solange sie mit dem Inflationshintergrund und dem Tempo des nominalen Wachstums im Einklang steht, sollte sie selbst für das fiskalisch herausgeforderte Italien kein unmittelbares Risiko darstellen. Wenn man davon ausgeht, dass sich die Inflation mittelfristig bei 2,5% - 3% einpendeln wird, dann sind die realen Finanzierungskosten Italiens immer noch recht erträglich. Die Inflation erhöht die Steuereinnahmen und verringert den realen Wert der ausstehenden Schulden.

Was die **allgemeine Stimmung in USA und Europa** betrifft, stellt man fest, dass sich diese insbesondere auch im zweiten Quartal **nochmals deutlich verschlechtert hat**. In der Zwischenzeit ist der Verbraucherstimmungsindex der Universität Michigan („*University of Michigan consumer sentiment index*“) in der vergangenen Woche 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 könnten auf eine weitere Verschlechterung der US-Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Monaten hindeuten. Dasselbe Bild zeigt sich auch anhand des New Yorker Empire State Manufacturing Index in USA oder vergleichbare 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.

i Ausblick

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

Aus **Makroperspektive** scheint sich nun der Konsens durchgesetzt zu haben, dass eine **Rezession (2023-2024) unvermeidlich** ist, und die Frage ist nun, wie die Fed eine tiefe Rezession vermeiden kann. Dies ist eine Schlüsselfrage für die Anleger, da es in der Vergangenheit jeweils **immer einen Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Konjunkturabschwächung und der damit einhergehenden Kursentwicklung an den Aktienmärkten gab**.

Die verzögerten Auswirkungen der Geldpolitik deuten darauf hin, dass sich das Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2022 tatsächlich weiter abschwächen wird, wobei die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Jahr 2023 am höchsten ist. Eine rasche Reaktion der Unternehmen auf die zurückgehende Gesamtnachfrage würden den Zeitpunkt der Rezession vorverlegen, während ein stärker als erwarteter Rückgang der Inflation das Ausmaß der Rezession abschwächen würde. Wenn die US-Fed von hier aus nicht noch deutlich aggressiver bremst, dann spricht die aktuell nach wie vor stabile Gesamtlage (im Gegensatz zu früheren Kontraktionen wie 2008/2009 oder 2020) gegen einen starken Rückgang (Rezession) der wirtschaftlichen Aktivitäten (wie 2001 oder 1990 – 1991 wo das reale BIP kaum zurückging). Folgende positive Faktoren sollten die notwendigen Anpassungen an die Verlangsamung der Gesamtnachfrage zumindest abmildern: Die Lagerbestände sind relativ bescheiden; die Bilanzen der privaten Haushalte (rückläufige aber nach wie vor hohe Sparquote) und Unternehmen sind in recht guter Verfassung. Angebotsengpässe haben übermäßige Neueinstellungen verhindert, das Bankensystem (v.a. in USA) ist stark und gut kapitalisiert und die Realzinsen sind nach wie vor niedrig.

Trotzdem wird alles vom weiteren monetären Pfad der wichtigsten Notenbank der Welt, der US-Fed, abhängen. In der Pressekonferenz im Anschluss an die FOMC-Sitzung von Mitte Juni bekräftigte der Fed-Vorsitzende Powell seine Entschlossenheit, alles in seiner Macht Stehende zu tun, um die Inflation zu bekämpfen - auch wenn dies das Wirtschaftswachstum belasten könnte (das seiner Ansicht nach stark genug ist, um Zinserhöhungen zu verkraften). Die Fed scheint bei der Normalisierung ihrer ultra-akkommodierenden Geldpolitik deutlich aggressiver vorzugehen, während andere Zentralbanken weltweit nun nachziehen und in ihrem Bemühen um Inflationsbekämpfung die Zinsen anheben. Wie Powell in seiner halbjährlichen Anhörung vor dem US-Kongress sagte, ist es natürlich nicht die Absicht der Fed, eine Rezession herbeizuführen (auch wenn er anzuerkennen scheint, dass die Vermeidung einer solchen eine Herausforderung sein könnte). Er ist nach wie vor zuversichtlich, dass die US-Wirtschaft einer strafferen Politik standhalten kann - und er bekräftigte einmal mehr, dass die Geschwindigkeit und das Ausmaß der geldpolitischen Maßnahmen von den anstehenden Wirtschaftsdaten abhängen werden: Wie er ausdrücklich sagte, werden künftige Zinserhöhungen von Sitzung zu Sitzung entschieden werden.

Realistischerweise müssen wir davon ausgehen, dass so lange die 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 Monate keine Stütze für die Märkte sein werden. Aufgrund der anstehenden US-Zwischenwahlen («mid-term election») im Herbst ist auch aus fiskalpolitischer Seite kein wesentlicher Rückenwind für die Konjunktur und damit die Börse zu erwarten. Ob ein «soft-landing» letztlich realistisch ist, ist trotz der oben aufgeführten positiven Fundamentalfaktoren alles andere als sicher. In Europa bleibt das geldpolitische Klima ebenfalls rau und auch die Konjunkturdaten zeigen weitere Risse: fallende vorläufige Juni-PMI Daten, sowohl aus dem verarbeitenden Gewerbe als auch aus dem Dienstleistungsbereich). Von den

i Ausblick

grossen Wirtschaftsblöcken stimuliert lediglich China in geld- und fiskalpolitischer Hinsicht. Dies wird allerdings nicht ausreichen, um die weltweite Anlegerstimmung deutlich aufzuhellen. Aus Makroperspektive sehen die Ampeln nach wie vor aus «rot».

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

Aktien

Der **Zusammenbruch der Hausse-Stimmung** unter den Privatanlegern hat auch im zweiten Quartal angehalten. Zinssensitive Märkte wie beispielsweise der technologieelastige **NASDAQ 100** Index haben in der Spitze, seit den Höchstständen im Januar, um bis zu -30% korrigiert. Aber auch der breit zusammengesetzte S&P 500 befindet sich seit Juni nun technisch gesehen in einem **Bärenmarkt** - dem dritten seit 2017. **Europäische Aktien-Indizes** haben die Bärenmarkt-Schwelle **ebenfalls überschritten**. Einige **Marktbeobachter befürchten**, dass sich dieser **Trend weiter fortsetzt** und **Märkte in den nächsten Monaten neue Tiefst** erreichen werden. Die **Pessimisten** unter ihnen argumentieren, dass Notenbanken aus Sorge der (zu) hohen Inflation nicht Herr zu werden, mit ihrer Bremspolitik überschieseln und die sich ohnehin schon verschlechternden globalen Wirtschaftsaussichten die US-Wirtschaft in eine Rezession führen könnten, was zu einem erheblichen Rückgang der Erträge und Bewertungsmultiplikatoren (KGV) führen würde. Dies wiederum hätte einen weiteren Rückgang der Aktien-Indizes zur Folge (**Bärenmarktkorrektur bis ins 2023-2024 hinein**). **S&P 500 Notierung um die 3'000 Indexpunkte und darunter wären dann nicht auszuschließen**. Je härter die Notenbank weiter eingreift, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktienbaisse weiter geht, 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 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. **Gekoppelt mit einer restriktiven Geldpolitik könnten die Rückgänge jedoch noch höher ausfallen. Daher wird es wichtig sein, den künftigen geldpolitischen Kurs richtig einzuschätzen.**

Sollten sich die PMI Daten weltweit weiter eintrüben, wovon derzeit auszugehen ist, dann kann es – analog dem Verhalten während vergangenen Konjunkturzyklen - zu einem **Wechsel in der Marktführerschaft (Branchen/Sektoren)** kommen, wobei in Zeiten nachlassendem Wirtschaftswachstums die **defensiveren Sektoren wie Gesundheitsdienste, Versorgungsunternehmen, Medien oder Nahrungsmittel in der Vergangenheit die Führung übernahmen**. Die größten Schwankungen sind in Sektoren wie Saatgut, Investitionsgüter, Energie, Banken, Werkstoffe und Automobilbau zu beobachten, die alle dazu neigen, von **Marktführern zu Nachzüglern zu werden**. Vor dem aktuellen Hintergrund sehen wir ein **gewisses Risiko für den Energiesektor**, der von den steigenden Energiekosten aufgrund idiosynkratischer Faktoren wie der wieder anziehenden Nachfrage und dem Krieg in der Ukraine profitiert hat: **Der Sektor sieht sich jetzt einem Abwärtsrisiko gegenüber, da die Anleger sich offenbar mehr Sorgen über die Schwere eines kommenden Wirtschaftsabschwungs machen**. Auf globaler Ebene wird der Trend wahrscheinlich weiterhin die **defensiven Werte** begünstigen. Interessant könnte aber auch ein Sektor werden, der seit Jahresbeginn im Zuge steigender Zinsen, arg gebeutelt wurde: **Technologieaktien**. Diese schneiden in der Regel besser ab, wenn die PMI Daten in eine Schrumpfungsphase eintreten (da ihre Erträge weniger stark mit dem Konjunkturzyklus korreliert sind und ihr wachstumsstärkeres Profil in einem wachstumsarmen Umfeld die Anleger anzieht). Sollten in den nächsten Wochen die

i Ausblick

Anleiherenditen nicht weiter steigen, sondern sich leicht zurückbilden, wäre dies neben technischen Indikatoren (überverkaufter Sektor) eine ideale Grundlage für eine zumindest vorübergehende Outperformance.

Ganz allgemein sind wir für **diese Phase des Börsen-Zyklus** der Ansicht, dass ein **aktives Aktien-Management**, gekoppelt mit einer **breiten Diversifikation** über Themen, Branchen und Titeln, notwendig ist. Die Stimmung an den Märkten kann sich im Verlauf der nächsten Wochen und Monate abrupt ändern und so auch die geldpolitischen Zügel infolge sich veränderten Wachstums- und Inflationsgegebenheiten. Obwohl der Abwärtstrend wahrscheinlich noch nicht zu Ende ist, scheint uns die **derzeitige Extrapolation** vieler Marktteilnehmer hinsichtlich **Geldstraffung, Inflationsentwicklung und Konjunkturrückgang** etwas extrem und vieles ist wahrscheinlich bereits in den Wertpapierpreisen eskomptiert (inkl. Wechselkurse, Anleiherenditen etc.). **Technische Bärenmarkt-Gegenbewegungen nach oben können in einem solchen Umfeld äußerst ausgeprägt ausfallen und sollten genutzt werden Aktienexposure inhaltlich neu aufzustellen (Umschichtung hinsichtlich Sektoren) bzw. etwas abzubauen.**

Staatsanleihen, Anleiherenditen

Im letzten Quartalbericht lagen wir hinsichtlich der Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen falsch beziehungsweise zu früh in unserer positiven Einschätzung. Nachdem die Renditen langfristiger Anleihen weiter gestiegen sind (**US 10-jährige Staatsanleihen in der Spitze bei knapp 3.45% gegenüber 2.35% per Ende März**) sind wir **heute noch konstruktiver und denken, dass weitere Verluste bei Anleihen unwahrscheinlich sind**. Weshalb? Kurzfristig gesehen, sind Zinserhöhungen in den USA bis 3.5% per Ende Q1 / 2023 von den Terminmärkten (Futures) eingepreist. Gleichzeitig gehen die Erwartungen von 1 bis 2 Reduktionen bis Q1/2024 aus. Das impliziert, dass **der Markt** aktuell davon ausgeht, dass der **eingeschlagene Kurs der US-Fed, die Inflation eindämmen zu können, Wirkung zeigt**. Dies kann man auch gut anhand der sogenannten „break-even inflation“ Raten ablesen, die sich im mittelfristigen Bereich wieder zurückgebildet haben.

Sind noch höhere Zinsen denkbar? Derzeit kann nichts ausgeschlossen werden aber jede Erhöhung über 3.5% erhöht die Chancen eines „*hard landings*“ der Wirtschaft. Wenn Zinsen einerseits über diesen Wert überschreiten (4% oder darüber) dann werden die Renditen der 2-jährigen Anleihen nach oben ausbrechen. Andererseits werden dann die Märkte von einer harten Rezession ausgehen, was wiederum die langfristigen Renditen kaum bewegen oder wenn überhaupt nach unten drücken wird. Mit anderen Wörtern: eine Rezession im „Volcker’schen“ Stil würde in eine „stark invertierte“ Renditekurve – wie 1979/1980 - münden.

Die Anleihemärkte zeigen uns an, dass die Inflation wahrscheinlich im 3. Quartal ihren Gipfel erreichen wird und die offene Frage ist, wie schnell diese im Verlauf der nächsten Monate fallen wird. Die Kombination zwischen restriktiver Geldpolitik und höheren Preisen wirkt sich für Haushalte bereits negativ in deren Konsumverhalten aus. Und dies, obwohl die Leitzinsen in USA aktuell nur auf ein Niveau von über 1.5% erhöht worden sind. Alles spricht dafür, dass ein implizierter Zins von 3.5% in 9 Monate seine Wirkung entfalten wird. Wie viel „ökonomischer Schaden“ („*hard- vs. soft landing*“) in diesem Anpassungsprozess entsteht, sei dahingestellt. Klar ist aber: je grösser dieser ausfällt, desto inverser die Zins-Kurve und desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbank ihren Kurs im Jahr 2023 wieder zurückfahren muss. Nach einer anfänglichen Inversion (siehe oben) sollte die Zins-Kurve danach ziemlich rasch steil werden („*bull steepening*“). Sollte der US-Fed hingegen eine „weiche Landung („*soft landing*“)“ mit einer milden Rezession gelingen, dann würden Zinsen den bereits von der Terminkurve vorgegebenen Weg folgen.

i Ausblick

Unabhängig von welchem Ausgang wir ausgehen, sieht die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Preisfall bei langfristigen Anleihen gering, beziehungsweise die Chancen eines Renditerückgangs, gut aus.

Credits / Unternehmensanleihen

In Bezug auf Unternehmensanleihen war unsere Schlussfolgerung im Q1 Bericht korrekt, d.h. wir gingen von einem ungünstigen Rendite-/Risikoprofil aus: „das Risiko war durch die Spreads und unter Berücksichtigung des Konjunkturzyklus, nicht ausreichend kompensiert“.

In der Zwischenzeit haben sich die Spreads stark ausgeweitet; High Yield (HY) bis 500 bps über US Treasuries und Investment Grade (IG) bis 150 über US Treasuries. Die aktuellen Spreads im Bereich von IG Anleihen sind hoch, wenn man bedenkt, dass in diesem Jahr noch keine Rezession erwartet wird (mit Ausnahme vom COVID März 2020, lagen die Spreads während den Rezessionen / Krisen von 2018, 2016 und 2011 auf ähnlich hohen Niveaus beziehungsweise leicht darüber). **Sollte es zu einer „weichen Landung“ kommen, dann sind IG Anleihen bei diesen Spreads interessant geworden** und über einen 2- Jahreshorizont betrachtet, werden sie hochwahrscheinlich positive Renditen erwirtschaften. Das einzige Szenario in welchem Unternehmens-Anleihen unseres Erachtens nicht performen, wäre eine Phase der Stagflation, wo die US-Fed die Zinsen über 3.5% erhöhen muss, um die Inflation zu bekämpfen trotz und inmitten einer Rezession.

USD Entwicklung

Wenn wir richtig liegen und die Juni-Hochs bei den US-Anleiherenditen kurzfristig nicht durchbrochen werden (3.5% bei den 10-jährigen Staatsanleihen), beziehungsweise sich diese leicht zurückbilden und in den nächsten Wochen keine weiteren Überraschungen seitens der US-Fed auf uns zukommen, dann ist eine **vorübergehende USD Abwertung realistisch**. Das wäre insbesondere für die kurzfristige Entwicklung von Emerging Markets, Edelmetalle als auch für bestimmte Segmente von Aktien (u.a. Technologiewerte) ein positiver Treiber.

Edelmetalle, Rohstoffe

Ein klarer Trendausbruch nach oben ist weiterhin nicht erkennbar. Die USD-Aufwertung und die weiter steigenden Anleiherenditen während des zweiten Quartals (trotz nach wie vor negativen Realzinsen und geopolitischen Spannungen) haben dazu geführt, dass sich die Edelmetallpreise zurückbildeten. Im Zuge des Überschiessens der USD Aufwertung und Anleiherenditeentwicklung ist eine Gegenbewegung für die nächsten Wochen realistisch. Hiervon könnten auch die Edelmetalle begünstigt werden. Auch unter technischen Gesichtspunkten sehen wir eine Erholung als wahrscheinlich: im Metallkomplex erreichten Gold und Silber im Juni ein höheres Handelstief. Die **Rohstoffhaussse** bei Öl- und Gas, Getreide, Weizen etc. (Ost-Europa Krise als Treiber) hat in den letzten Wochen nicht wirklich nachgegeben. **Solange sich die geopolitische Situation** (inkl. Aufhebung von Sanktionen) nicht nachhaltig entspannt, **werden die Preise zwar nicht so rasch zurückkommen**. Auch eine vorübergehende USD Abwertung unterstützt den strategischen Trend. Auf der anderen Seite denken wir, dass im Zuge **sich abschwächender Konjunkturdaten** insbesondere Industriemetalle (v.a. Kupfer), wie aber auch Öl, **während des 3. Quartals unter Druck geraten** werden. Es ist **nicht unrealistisch**, dass es in den nächsten Wochen und Monaten zu einem **Trendumbruch der im Jahr 2020**

i Ausblick

begonnenen Hausse kommen wird.

Markttechnik und -stimmung

Die Kombination aus **extremer Baisse-Stimmung und überverkauften Marktindikatoren** deutet darauf hin, dass der Boden für **eine Erholungsrallye hinein ins frühe 3. Quartal fruchtbar ist. Gleichzeitig muss man aufgrund der oben erwähnten Makrofaktoren realistisch bleiben**, es fehlen derzeit wichtige Katalysatoren, um eine nachhaltigere Rallye zu unterstützen: Wir müssen zuerst Fakten für grundlegendere Veränderungen bei den Frühindikatoren sehen, bevor die längerfristigen Anleger davon überzeugt sind, wieder in den Markt einzusteigen, und dafür gibt es derzeit wenig Anzeichen. **Darüber hinaus wird diese aufkeimende Erleichterungsrallye wohl zunehmend brüchiger werden, wenn wir uns der Veröffentlichung der nächsten Arbeitsmarktdaten und den PMI-Daten am 15. Juli nähern.**

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zweite Jahreshälfte 2022

Eine Rezession in USA erwarten wir bis Ende 2022 nicht. Die Wahrscheinlichkeit für eine Kontraktion 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 fallen. **Die westlichen Zentralbanken werden so lange weiter bremsen als die Inflationsraten nicht wesentlich zurückkommen.** 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 der zweiten Jahreshälfte 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.** 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 bewerte Sektoren/Branchen und/oder regionale Märkte ergeben. Am langen Ende des Anleihen-Spektrums sind taktische Positionierungen interessant.

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

1. **Ein weiteres, hartes Bremsen 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. S&P 500 Indexstand unter 3000 wäre in einem solchen Fall nicht ausgeschlossen.
2. **Deutliche Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum.** Ein solches Szenario ist nur bedingt nicht in den aktuellen Asset-Preisen – vor allem bei Aktienanlagen – eskomptiert. Gewisse konjunktursensitive Sektoren würde es dann besonders hart treffen (inkl. Rohstoffmärkte wie Industriemetalle und Öl).
3. **Weitere Eskalation in Ost-Europa** 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** (Produktionsstätte-Schließungen, anhaltende Lieferkettenprobleme, etc. vor allem in Emerging Markets).

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Anleiherenditen 2Y und 10Y USA, seit 2018



Die Anleiherenditen in den USA sind im 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 möglichen 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 eingeeengt (kurzzeitig sogar unter 0). Negative Werte (Zinsinversion) werden vom Markt als Frühindikator auf eine bevorstehende Rezession gesehen.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Breakeven Inflation-Rate 2Y vs. 5Y, seit 2018



Die 2Y Breakeven Rate ist vom Hoch bei fast 5% schon deutlich zurückgekommen. Vergleicht man die 2Y mit den 5Y sieht man, dass mittelfristig eine etwas tiefere Inflation antizipiert wird, wenngleich der Wert noch leicht über der Zielgröße der Notenbank liegt.

Zinskurve USA (10Y - 2Y), Zeitraum 1979-1980



Der Spread zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Anleiherenditen in den USA war zu Beginn des Jahres bereits invers. Dies hat sich bis ins 1. Quartal 1980 nochmals deutlich ausgeweitet auf fast -250 Basispunkte.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

PMI Europa und USA, seit Juni 2019



Die Purchase Managers Indizes von Europa und den USA, welche oftmals als volkswirtschaftliche Frühindikatoren herangezogen werden, haben beide Mitte 2021 ihren Höchststand erreicht. Werte über 50 signalisieren zwar weiterhin Wachstum, jedoch ist der Trend der letzten Monate rückläufig. Werte unter 50 implizieren ein Schrumpfen der Wirtschaft.

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



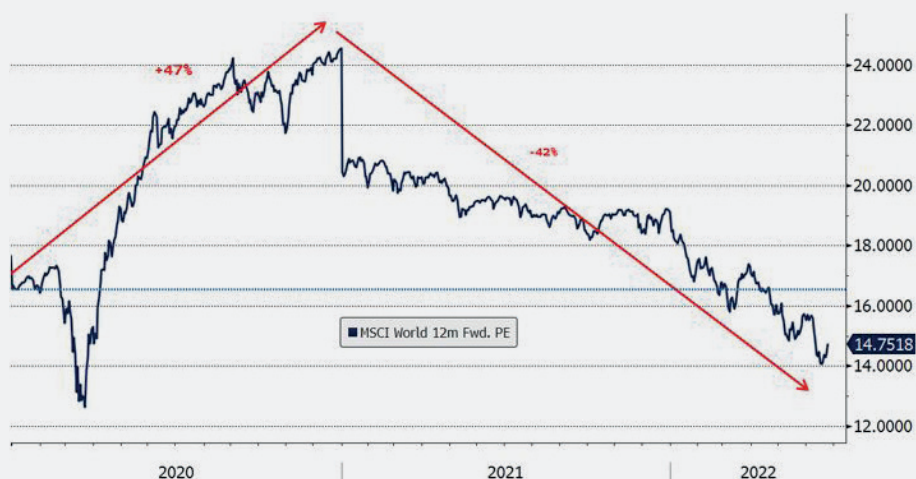
Der amerikanische Aktienmarkt handelt historisch betrachtet meistens mit einem Aufschlag beim Kurs-Gewinn-Verhältnis gegenüber europäischen Aktienmärkten. Die anhaltende Korrektur an den Aktienmärkten hat den Bewertungsunterschied zwischen den Märkten auf ein mehrjähriges Hoch gesetzt und beide Regionen bewertungstechnisch auf den tiefsten Stand seit der COVID-19 Krise gebracht.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Forward P/E MSCI World, seit 2020



Die Bewertung gemessen am Forward P/E des MSCI World hat sich post Covid-19 stark ausgeweitet, was wohl nicht zuletzt auf die lockere Geldpolitik der Notenbanken zurückzuführen war. Diese gesamte Ausweitung wurde in der Zwischenzeit wieder ausgepriesen.

Kurs-Gewinn-Verhältnis & Dividendenrendite DAX, seit 2013



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von deutschen Aktien (anhand des DAX Index) ist im Zuge der Korrektur stark gesunken und notierte zwischenzeitlich auf Tiefstständen seit der COVID-19 Krise. Trotz stark gestiegener Anleiherenditen in Deutschland (10-jährige Bundesanleihen mittlerweile bei rund 1.50%) ist die Dividendenrendite beim Dax noch deutlich über diesem Wert.

iii Rückblick & Ausblick

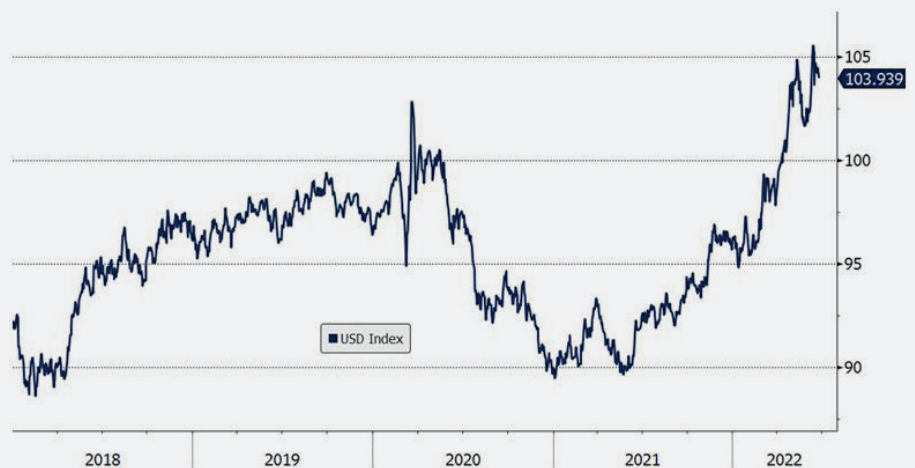
(in Charts)

Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018



Die hohen Inflationszahlen in den USA drücken die Realzinsen deutlich ins Negative. Realzinsen und der Goldpreis weisen historisch betrachtet eine hohe negative Korrelation auf. Dies kann auch in diesem Jahr betrachtet werden, denn seit dem Anstieg der Realzinsen hat der Goldpreis nachgegeben.

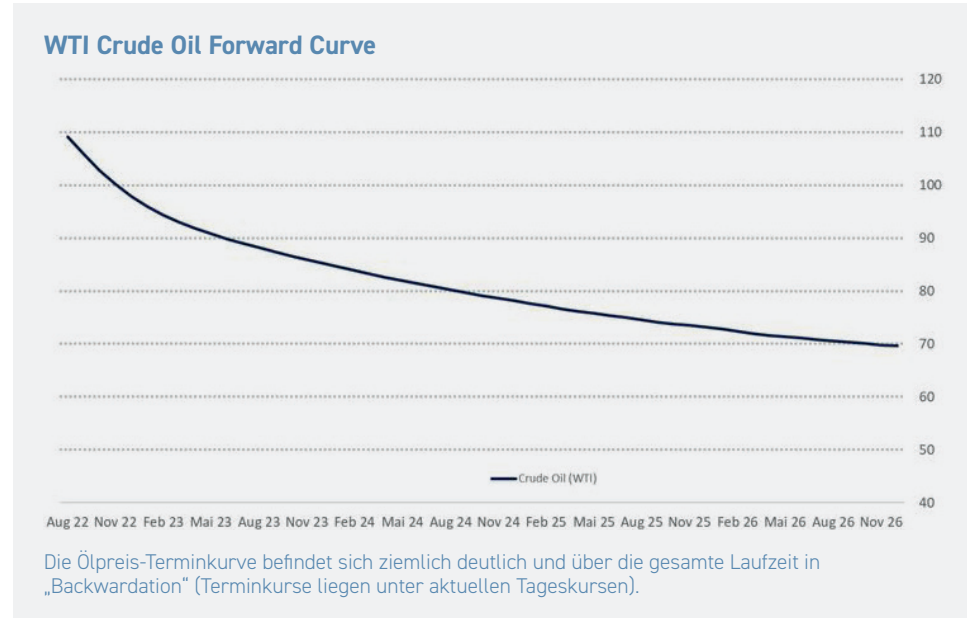
USD Index, seit 2018



Der USD Index ist ein Devisenindex, welcher das Verhältnis des USD zu einem Währungskorb (u.a. EUR, JPY, GBP) darstellt. Der Index gibt Aufschluss darüber, ob der USD stark oder schwach ist gegenüber dem Währungskorb. In diesem Jahr hat sicher der USD stark aufgewertet.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> Die globalen Wachstumszahlen haben sich gegen Ende des Quartals nochmals verschlechtert. Mittlerweile geht die Median-Prognose von einem Wachstum (2022) von 2.4% (USA) bzw. 2.3% (Eurozone) aus. Ein starker Kontrast zu den Prognosen per Ende 2021 für diese Jahr, wo Zahlen über 4% abgegeben wurden. Die Inflationsraten stiegen derweilen weiter an. Lediglich die mittelfristigen Inflationserwartungen (2, 3 und 5 Jahre «Break-Even Raten») sind zuletzt wieder gefallen. Es war daher vielleicht nicht überraschend, dass der höchste US-Verbraucherpreisindex der letzten 40 Jahre die US-Fed dazu veranlasste, die geldpolitischen Zügel nochmals weiter zu straffen (0.75% Zinserhöhung im Juni). Die Inflationsentwicklung in Europa zeigt ein ähnliches Bild. Auf ihrer Juni-Sitzung kündigte die EZB an, dass sie die Nettokäufe von Vermögenswerten am 1. Juli einstellen und den Leitzins bei der nächsten regulären Sitzung des EZB-Rates am 21. Juli, erstmal seit elf Jahren (!) wieder erhöhen wird und zwar zunächst um 0,25 Prozentpunkte. Die verzögerten Auswirkungen der Geldpolitik deuten darauf hin, dass sich das Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2022 tatsächlich weiter abschwächen wird, wobei die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Jahr 2023 am höchsten ist. Schlussfolgerung: Solange die Inflationsdaten nicht wesentlich unter die Grenze von mindestens 5% fallen (wovon man bis Ende 2022 derzeit kaum ausgehen kann) werden die Aktionen der Zentralbanken in USA und Europa für die nächsten Monaten keine Stütze für die Märkte sein. Aufgrund der anstehenden US-Zwischenwahlen («mid-term election») im Herbst ist auch aus fiskalpolitischer Seite kein wesentlicher Rückenwind für die Konjunktur und damit die Börsen zu erwarten. Ob ein «soft-landing» letztlich realistisch ist, ist trotz einiger nach wie vor positiven Fundamental-faktoren alles andere als sicher. Derweilen fallen die PMI Daten (USA & Europa) weiter. Von den grossen Wirtschaftsblöcken stimuliert lediglich China in geld- und fiskalpolitischer Hinsicht. Dies wird allerdings nicht ausreichen, um die weltweite Anlegerstimmung deutlich aufzuhellen. Aus Makroperspektive sehen die Ampeln nach wie vor «rot» aus. 	<ul style="list-style-type: none"> Zinssensitive Märkte wie beispielsweise der technologie-lastige NASDAQ 100 Index haben in der Spitze, seit den Höchstständen im Januar, um bis zu -30% korrigiert. Aber auch der S&P 500 und einige Europäische Aktien-Indizes haben die Bärenmarkt-Schwelle ebenfalls überschritten. Mittlerweile haben sich die Bewertungen (KGVs) entsprechend stark zurückgebildet. Die KGVs der Eurozone sind um 17% niedriger, die der Schwellenländer um 12%, während USA aktuell noch den geringsten relativen Rückgang zu verzeichnen hat. Die meisten wichtigen Märkte notieren derzeit bei oder unter ihren langfristigen Durchschnitts-KGVs, mit der bemerkenswerten Ausnahme der USA und der Schweiz. Staatsanleihen: Die globalen Anleihenmärkte haben im Zuge steigender Anleiherenditen ebenfalls weiter nachgegeben und liegen mittlerweile zweistellig im Minus: Bloomberg Global (Bond) Aggregate Index -13.94% (zum Vergleich: die Korrektur während der Finanzkrise 2008 betrug -10,8%). Die aktuelle Liquiditätsentzugsentwicklung zeigt sich insbesondere auch in Europa wo EU-Peripherie Anleihen stark unter Druck gerieten. Kurzfristig gesehen sind Zinserhöhungen in den USA bis 3.5% per Ende Q1 / 2023 von den Terminmärkten (Futures) eingepreist. Gleichzeitig gehen die Erwartungen von 1 bis 2 Reduktionen bis Q1/2024 aus. Das impliziert, dass der Markt aktuell davon ausgeht, dass der eingeschlagene Kurs der US-Fed, die Inflation eindämmen zu können, Wirkung zeigt. 	<ul style="list-style-type: none"> Aktien vs. Anleihen: Ungeachtet des langfristigen Renditeanstiegs und unter Ausklammerung des Status von Staatsanleihen als „sicherer Hafen“ sind Aktienrenditen immer noch attraktiver als die Zinssätze. Aktien in Europa und UK bleiben aus relativer Sicht attraktiv. In Europa allerdings nur, wenn die Konjunktur nicht bereits in der zweiten Jahreshälfte 2022 einbricht. Ansonsten werden Unternehmens-gewinne strak einbrechen und die KGV weiter sinken. Die Renditen von Staatsanleihen sind derzeit im Vergleich zu Unternehmensanleihen attraktiv. Unternehmensanleihen: die Spreads haben sich weiter ausgeweitet; High Yield (HY) bis 500 bps über US Treasuries und Investment Grade (IG) bis 150 bps über US Treasuries. Die aktuellen Spreads im Bereich von IG Anleihen sind hoch, wenn man bedenkt, dass in diesem Jahr noch keine Rezession erwartet wird (mit Ausnahme vom COVID März 2020, lagen die Spreads während den Rezessionen / Krisen von 2018, 2016 und 2011 auf ähnlich hohen Niveaus beziehungsweise leicht darüber). Sollte es zu einer „weichen Landung“ kommen, dann sind IG Anleihen bei diesen Spreads interessant geworden und über einen 2- Jahreshorizont betrachtet, werden sie hochwahrscheinlich positive Renditen erwirtschaften. Das einzige Szenario in welchem Unternehmens-Anleihen unseres Erachtens nicht performen, wäre eine Phase der Stagflation, wo die US-Fed die Zinsen über 3.5% erhöhen muss, um die Inflation zu bekämpfen trotz und inmitten einer Rezession. 	<ul style="list-style-type: none"> Die Kombination aus extremer Baisse-Stimmung und überverkauften Marktindikatoren deutet darauf hin, dass der Boden für eine Erholungsrallye hinein ins frühe 3. 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 den Frühindikatoren sehen, bevor die längerfristigen Anleger davon überzeugt sind, wieder in den Markt einzusteigen, und dafür gibt es derzeit wenig Anzeichen. Darüber hinaus wird diese aufkeimende Erleichterungsrallye wohl zunehmend brüchiger werden, wenn wir uns der Veröffentlichung der nächsten Arbeitsmarktdaten und den PMI-Daten im Juli nähern. USD: Wenn wir richtig liegen und die Juni-Hochs bei den US-Anleiherenditen kurzfristig nicht durchbrochen werden (3.5% bei den 10-jährigen Staatsanleihen), beziehungsweise sich diese leicht zurückbilden und in den nächsten Wochen keine weiteren Überraschungen seitens der US-Fed auf uns zukommen, dann ist eine vorübergehende USD Abwertung realistisch. Das wäre insbesondere für die kurzfristige Entwicklung von Emerging Markets, Edelmetalle als auch für bestimmte Segmente von Aktien (u.a. Technologiewerte) ein positiver Treiber. Edelmetalle (Gold): Ein klarer Trendausbruch nach oben ist weiterhin nicht erkennbar. Im Zuge des Überschiessens der USD Aufwertung und Anleiherenditeentwicklung ist eine Gegenbewegung für die nächsten Wochen realistisch. Hiervon könnten auch die Edelmetalle begünstigt werden. Auch unter technischen Gesichtspunkten sehen wir eine Erholung als wahrscheinlich: im Metallkomplex erreichten Gold und Silber im Juni ein höheres Handelstief. Fazit: Keine klare Richtung. Allerdings extreme Baisse-Stimmung und überverkaufte Marktindikatoren könnten eine Gegenbewegung nach oben auslösen. Mittelfristig ist das technische Bild ebenso fragil wie das Makroumfeld.

v CONREN's M³ erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten		«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik
1 «Makro»	2 «Mikro»	3 «Markt»
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter	Angebots - / Nachfrageverhalten, Markttechnische Parameter und Markt - «Sentiment»
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zinsen, Inflationsraten ▪ Geldmenge, Kreditschöpfung ▪ Währungsrelationen ▪ ... 	<div>«Absolut»</div> <ul style="list-style-type: none"> ▪ KGV ▪ P/B ▪ ROE ▪ Dividenden-Renditen ▪ Gewinn-Renditen ▪ YTM ▪ Duration ▪ Kreditbonität ▪ ... <div>«Relativ»</div> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen ▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen) ▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation ▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen ▪ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe) ▪ Preis- und Volumenbewegungen ▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung) ▪ Marktstimmung («sentiment») ▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten) ▪ ...
<p>Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomische Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wachstum, 2. Inflation (Zinsen) und 3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation). 	<p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögensklassen 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>Die Ereignisse an den Anlagemärkten 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. Diese akzentuieren Haussen und Baissen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit wesentlich die Risiken und Chancen an den Märkten. Daher werden in diesem Bereich unterschiedliche markttechnische Faktoren analysiert, welche für die Richtung der Märkte relevant sein können («price & volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

vi Koordinaten

Für Deutschland: **info@conren.de**

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

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

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

vii Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, 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)

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

© Copyright

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