



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar** Frühling 2023



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



# Inhalt

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

Während das „Leit-Motiv“ im letzten Quartal 2022 von den wachsenden globalen Rezessionsängsten geprägt war, drehte die Stimmung zum Jahresbeginn auch aufgrund der Phantasie im Zusammenhang mit den COVID-Wiedereröffnungsbemühungen in China. Aktienmärkte schossen im Januar nach oben, wobei insbesondere europäische Aktien, aufgrund der hohen Abhängigkeit vieler europäischer Unternehmen von den Entwicklungen in Asien und ihrer moderaten Bewertung, überproportional profitierten. Eine gewisse FOMO («fear of missing out»)-Stimmung kam auf, nachdem sich die Märkte seit den Tiefstpunkten vom Oktober 2022 bereits kräftig erholt hatten. Die Anleihenmärkte waren bis anfangs März weiter unter Druck, da die Anleiherenditen infolge weiterer Zinserhöhungsschritte der Notenbanken ihren Aufwärtstrend fortsetzten. Wie fragil das System jedoch ist, zeigte sich spätestens im März, als in USA verschiedene Banken aufgrund fehlgeleiteter Anlagen («mark-to-market» Verluste auf Anleihenpositionen mit anschließendem Vertrauensverlust der Kunden, welche begannen Geld abziehen; einem regelrechten «bank-run») in Schieflage gerieten und die Behörden Unterstützungsmassnahmen vornehmen mussten. Die bisherige Kumulation dieser Ereignisse mündete am 19. März in einer Notrettungsmassnahme der Credit Suisse Bank in der Schweiz. Aktienmärkte sanken in diesen zwei Wochen stark, einige Indizes mussten sogar ihre gesamte YTD Performance aufgeben (so zum Beispiel der Dow Jones Index) und die Stimmung unter den internationalen Anlegern drehte abrupt. Gleichzeitig haben Anleihen (Staatsanleihen), durch eine massive Kontraktion der Anleiherenditen, überproportional von diesen Geschehnissen profitiert. So fiel innerhalb kürzester Zeit zum Beispiel die 2-jährige Rendite von US-Papieren von knapp 5% auf unter 4%. Die negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleihenmärkten, vor allem bei fallenden Aktienpreise, funktionierte nun wieder hervorragend (Portfolio-Diversifikationseffekt bei gemischten Mandaten), während diese im 2022, als die Zinsen nach oben schossen, ins Positive drehte (beide Vermögensklassen haben hohe Verluste erlitten). Gleichzeitig konnten im Zuge der stark gefallen Renditen vor allem Wachstumswerte (Nasdaq Index) outperformen. Interessanterweise hat sich die Volatilität über das erste Quartal bei Aktien relativ stabil gehalten (mit leichten Ausbrüchen nach oben im März), wohingegen sie bei Anleihen- und Devisenmärkten stark anstieg. Hohe Unsicherheit in diesen beiden wichtigen Märkten ist keine gute Basis, um bei Aktien auf kurze Sicht euphorisch zu sein.

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

Der Bankenstress und die Kreditklemme haben die Ausgangslage etwas geändert. Selbst wenn ein drastischer systemischer Schock eingedämmt wurde(\*), dürfte die restriktivere Kreditvergabe der Banken in den kommenden Monaten einen neuen Gegenwind für das Wachstum darstellen. Dieser disinflationäre Impuls aus dem Bankensystem verringert die Notwendigkeit für die Geldpolitiker in den USA, die Wirtschaft durch weitere Zinserhöhungen zu bremsen (und kehrt sie möglicherweise später im Jahr um). Es besteht jedoch nach wie vor große Unsicherheit darüber, wie groß die Wachstumsbremse aus dieser Quelle und wie breit sie angelegt sein wird.

(\* ) Nach dem Zusammenbruch der SVB (Silicon Valley Bank) hat die US Fed mit ihrem „Bank Term Funding Program (BTFP)“ versucht den Markt zu stabilisieren und die Anleger zu beruhigen, indem sie Liquidität zuführte. Die Bilanz der Fed stieg innerhalb einer Woche um USD 300 Mrd. (so viel wie seit März 2020 nicht mehr), ein Betrag, der mehr als drei Monaten quantitativer Straffung entspricht (es sei daran erinnert, dass die US Fed versucht, ihre Bestände an US-Staatsanleihen und Agency-MBS um USD 95 Mrd. pro Monat zu reduzieren). Es handelt sich zwar nicht um ein groß angelegtes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (QE), aber es ist durchaus realistisch, dass die Zentralbank ihre Bilanz bei Bedarf vorübergehend weiter ausweiten und sogar beschließen könnte, das QT vorzeitig zu beenden, sollten sich weitere Anzeichen für finanzielle Spannungen ergeben.

## i Rückblick

Die auffälligste Veränderung an den Märkten war die Preisgestaltung der Zentralbanken, die sich nach der Aussage des Vorsitzenden Powell vor dem Kongress Anfang März auf eine Rückkehr der Fed zu Erhöhungen um 50 Basispunkte einstellten (effektiv erfolgte dann eine Erhöhung um weitere 25 Basispunkte). Der Markt bewertet den US Fed Leitzins für Ende 2023 nun um 130 Basispunkte niedriger als am 8. März, nachdem er in den letzten zwei Wochen zeitweise mehr als 200 Basispunkte niedriger lag. Auch in Europa sind die erwarteten Zinssätze gesunken, wenn auch in geringerem Maße. Trotzdem darf man nicht verkennen, während das Risiko der Finanzstabilität nicht mehr ignoriert werden kann, dass die Inflation der größte Schrecken der Notenbanken bleibt. Eine Zinserhöhung inmitten einer „Bankenkrise“ ist zwar beispiellos, aber wie der US Fed Vorsitzende Powell bekräftigte, ist die Inflation „nach wie vor erhöht“ (und liegt deutlich über dem Zielwert von 2%), und er ist nach wie vor der Meinung (wie vor allem auch die Vertreter der EZB), dass die Kosten für die Senkung der Inflation das geringere Übel sind als die Inflation in die Höhe schnellen zu lassen.

Zumindest was die kurzfristigen Daten (Februar) zur Inflation in den USA bestätigten, ist dass sich der disinflationäre Trend bei den Warenpreisen wie bei Rohstoffen und Energie durchgesetzt hat, die Inflation in Dienstleistungssektoren (Kern-Service-Inflation) jedoch weiterhin anhält (über 7% was einem 40 Jahreshoch entspricht). Dasselbe trifft auch beim Lohnwachstum zu. Insgesamt ging die Gesamtinflationsrate jedoch von 6,4% im Januar auf 6,0% im Februar zurück. Seit der letzten Fed-Sitzung im Februar ist auch der PCE-Kerninflationindex (einer der bevorzugten Inflationsindikatoren der Fed) unter den aktuellen Leitzins der Fed gefallen (4,71%). Sollte der Trend anhalten, ist in den USA bis Ende Jahr mit einer Rate von unter 3.5% zu rechnen. Was aber immer noch höher als die 2% Grenze liegt. In Europa bilden sich die Inflationsraten ebenfalls zurück, allerdings nicht im demselben Ausmass wie in USA. Und auch hier ist der Lohndruck nach oben nach wie vor gross (vergleiche auch die derzeitigen Lohnverhandlungen im öffentlichen Sektor in Deutschland, welche oft mit deutlichen Inflationsausgleichs-Zugeständnissen enden). Dies ist auch ein Grund dafür, dass im Gegensatz zu den USA, der Zinszyklustrend nach oben weitergehen wird (auch wenn der Endleitzins niedriger ausfallen wird als in den USA) und auch die erwarteten Leitzinsen in 6-9 Monaten sich nicht bzw. kaum nach unten bewegen werden.

**Zusammenfassend lässt sich sagen**, dass wir ein **gemischtes Makro-Bild** vorfinden, **beschleunigtes Lohnwachstum**, rückgängige **Kerninflation** und nun eine **gewisse Kreditklemme im Bankenbereich**, welche sich v.a. in den USA **negativ auf das Wachstum** auswirken kann. Trotzdem **bleibt** die **Notenbankpolitik** insgesamt **restriktiv**. Die **Inflationsraten in Europa** sind nach wie vor **zu hoch** und dass **Konjunkturkontraktionsrisiko** infolge restriktiver Geldpolitik und Normalisierung der Fiskalpolitik (im Vergleich zu den Ausgaben während des COVID-Jahr 2020 **steigt** auch hier trotz sich zum Teil aufhellenden PMI-Zahlen (vgl. Deutschland) per Beginn 2023. **China** stimuliert zwar weiter (Geld- und Fiskalimpulse) und treibt die COVID-Wiedereröffnungsmassnahmen voran, doch dies hat sich bisher noch nicht in markant höheren Wachstumszahlen niedergeschlagen. Im Gegenteil, selbst die lokalen Konsumenten sind nach Auflösung der Lockdowns vorsichtig (vgl. die letzten Daten von Februar).

### Mikro- und Marktbild: Märkte und Bewertungen

Die Bewertungen an den Aktienmärkten sehen vor allem in Europa wie auch in Asien moderat aus. Dies unter der Annahme, dass die Unternehmensgewinne aufgrund einer möglichen Konjunkturkontraktion der aktuellen Niveaus nicht wesentlich sinken. In den USA sind die Bewertungen nach wie vor hoch.

## i Rückblick

**Zur Erinnerung:** Eine durchschnittliche Rezession hat in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg zu Einkommensrückgängen von ca. 35% über Zeiträume von 1-1/2 Jahren geführt. Die Multiplikatoren fallen normalerweise, bevor die Gewinne zu schrumpfen beginnen (dies geschah im Jahr 2022, als das KGV schrumpfte, der Gewinn pro Aktie jedoch stabil war). Daher tendieren Multiplikatoren dazu, vor den Gewinnen den Tiefpunkt zu erreichen. Wenn die Gewinne in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig waren (eine technische Rezession), ist die Wirtschaft schwach, und es wird erwartet, dass die Zentralbanken die Zinsen senken. Wenn dies der Fall ist, neigen Multiplikatoren dazu, einen Schub zu bekommen, selbst wenn die Wirtschaft schrumpft. Wenn also der Markt eine Rezession erwartet und die Zentralbanken die Zinsen senken, könnten wir bei langlaufenden Anleihen (US-T-Note) bei 1% - 1,5% enden. Zusammen mit einer Aktienrisikoprämie von mindestens 5% in einer Rezession erhalten wir eine erforderliche Ertragsrendite von 6,5% - 7%, was ein KGV von ca. 15x impliziert. Derzeit notiert der US-Aktienmarkt über diesem Niveau (S&P500 17.8x). Zumindest für den wichtigsten Aktienmarkt der Welt sieht es nicht sonderlich unterbewertet aus. Vor allem, wenn die Renditen im Fall einer Rezession nicht wie erwartet sinken sollten. Europa scheint mit KGVs von 11-12x besser untermauert. Anleihenmärkte haben bereits vor den aktuellen Bankenturbulenzen eine moderate Kontraktion antizipiert. Die Verschärfung der Kreditkonditionen infolge dieser Krise hat die Wahrscheinlichkeit einer Rezession, sowohl in den USA als auch in Europa, jedoch nochmal ansteigen lassen. Anleihen sind unter diesem Szenario nach wie vor attraktiv, weniger so Segmente des Anleihenmarktes, die stärker von den Kreditkonditionen und der Konjunktur abhängig sind (so z.B. High Yield).

**Marktstimmung:** Ausgelöst durch die Schlagzeilen um die Silicon Valley Bank in den USA und die Credit Suisse in Europa, haben wir in letzter Zeit eine **deutliche Kehrtwende in der Risikoaversion erlebt. Globale Geldmarktfonds** verzeichneten im März **massive Zuflüsse**, den höchsten Wert seit März 2020. In den vergangenen vier Wochen summierten sich die Zuflüsse auf mehr als USD 300 Mrd. Das Vermögen der Geldmarktfonds ist auf mehr als USD 5,1 Billionen gestiegen, den höchsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen. Aus konträrem Standpunkt heraus könnte dies zumindest kurzfristig positiv für die weitere Börsenentwicklung sein. Aber auch weitere Indikatoren wie zum Beispiel Umsätze und Volatilität (sowie Put/Call- Ratios) geben Kaufsignale. Das ändert aber nichts daran, dass mittelfristig aufgrund der monetären und Kredit-Variablen die Aktien-Indexstände nochmals deutlich korrigieren könnten (Ende des zyklischen Bärenmarkt-Rallys seit Oktober 2022) bevor eine Trendwende (Start des nächsten strukturellen Bullenmarktes) stattfindet.

Der **Rückgang der Anleiherenditen** hat sich jedoch als **Unterstützung für den Aktienmarkt mit längeren Laufzeiten erwiesen**. So stieg beispielsweise der **Nasdaq** in den letzten Wochen deutlich stärker als S&P 500. Gleichzeitig kann man aber auch feststellen, dass **markttechnisch** gesprochen die breite Unterstützung fehlt. Es besteht eine grosse Abweichung zwischen der kumulativen «Advance-Decline» Linie und der eigentlichen Kurspreisentwicklung des Index, was darauf hindeutet, dass es ihr an Unterstützung mangelt, da **nur einige wenige Aktien (die Large-Cap-Namen) zu der Bewegung beitragen**. Eine solche mangelnde Beteiligung am Kursgeschehen des Index ist ein **Zeichen für eine zugrundeliegende Schwäche**, während unter den gegenwärtigen Umständen eine solche Rückbesinnung auf Large-Cap-Technologiewerte angesichts des aktuellen makroökonomischen Hintergrunds auch eine **defensive Ausrichtung im Allgemeinen widerspiegeln könnte**.

## i Ausblick

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

Der **Ausbruch der Disruptionen im Bankensektor hat die dunklen Erinnerungen an die Krise 2007-08** mit seinen wiederholten systemischen Bankenzusammenbrüchen **wachgerufen**. Im Vergleich zu damals ist die grundlegende **Art der Herausforderung heute aber eine andere**: Während in der Finanzkrise die Unsicherheit über das Ausmaß der Kreditverluste in den Hypothekenkreditbüchern der Banken und den damit verbundenen Instrumenten im Mittelpunkt stand, liegt die Hauptunsicherheit diesmal bei den Durationsverlusten auf den Staatsanleihebeständen der Banken (Erwerb langlaufender Anleihen auf der Aktivseite der Bilanz) nach den drastischen Zinserhöhungen im vergangenen Jahr und damit zusammenhängend bei Fragen zu Geschäftsmodellen, die auf billige kurzfristige Finanzierung angewiesen sind. Es stimmt zwar, dass die Vorschriften nach der Krise in den meisten Ländern zu höheren Kapitalpuffern geführt haben, aber die Tatsache, dass die Einlagen (Depositen) durch die Technologie (Onlinebanking, globaler 24/7 Zugriff auf Konten etc.) flüchtiger geworden sind als zuvor, hat eine neue Risikoachse eingeführt, gegen die in einem fraktionierten Reservesystem kein Kapitalpuffer wirksam schützen kann. Die Regulierungsbehörden haben schnell reagiert: Die Kombination aus neuen US Fed-Fazilitäten und einer „impliziten“ Einlagensicherung dürfte den Ausverkauf von Vermögenswerten verhindern, und die Rallye an den Anleihemärkten (durch den massiven Zerfall der Anleiherenditen) trägt dazu bei, die Duration der Portfolios zu senken. Doch die **anhaltende Einlagenflucht könnte kleinere Banken weiterhin unter Druck setzen**, solange die Zusagen nur implizit sind und Fragen zur Rentabilität in einer Welt mit höheren Zinssätzen und Finanzierungskosten bestehen bleiben. Das **Kreditrisiko** ist damit nicht vom Tisch. **Selbst wenn sich also die systemischen Spannungen in Grenzen halten**, wird die **Kombination aus Liquiditätshortung und Marktsorgen** wahrscheinlich **nur langsam nachlassen**, was zu einer **Verschärfung der Kreditbedingungen führen und die Wirtschaft bremsen wird**, auch wenn ihr Ausmaß noch sehr ungewiss ist.

**Dieser Prozess**, zusammen mit einer ohnehin – zumindest auf absehbare Zeit – sich zurückbildenden Inflation (v.a. in USA) hat die **Prognose hinsichtlich des weiteren US-Zinserhöhungszyklus deutlich verändert**. Im Gegensatz zu den Äusserungen von J. Powell im März («*Zinssenkungen im 2023 sind nicht unser Basisszenario*»), scheint uns dies zumindest die aktuellen Entwicklungen an den Anleihemärkten anzuzeigen (deutlicher Rückgang der nach wie vor inversen Zinskurve, d.h. steiler Anstieg der Kurve indem kurzfristige Anleiherenditen deutlich stärker gefallen sind als langfristige): Der Bondmarkt geht bereits im 2023 von mehreren Zinssenkungen aus (keine weitere Zinserhöhung an der nächsten US Fed Sitzung im Mai). Der Bondmarkt zeigt uns aber auch an, dass eine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität (sowohl in USA als auch in Europa) noch in diesem Jahr wahrscheinlich ist. Dies hat natürlich grosse Implikationen auf die künftige Entwicklung der Unternehmensgewinne. **Aktienmärkte und der Kreditmarkt (Unternehmensanleihen und dort insbesondere der hochverzinsliche Anleihen-Bereich) haben bisher eine Kontraktion nicht eingepreist**. Ein Anlagestrategie der Bank of America (Michael Hartnett) hat es trefflich zusammengefasst *“Credit and stock markets too greedy for rate cuts, not fearful enough of recession”*. **Der Bondmarkt (Staatsanleihen) eskomptiert grösstenteils eine wirtschaftliche Abkühlung**. Wobei man zugegebenermassen die Signale aus dem Bondmarkt unterschiedlich interpretieren kann: Kurzfristig deuten sie auf eine Kontraktion hin (stark gesunkene Anleiherenditen über die gesamte Zinskurve; Verschärfung der Kreditkonditionen etc.), mittelfristig sind die Indikatoren aber noch nicht rezessiv (so handelt zum Beispiel der Eurodollar Future Dez 23 bei 4.6%, jener für Juni 2024 bei 3.95%; das sind noch keine wirklichen Raten, die

## i Ausblick

für eine Rezession typisch sind. In einem klassischen Rezessionsszenario wären wir bei höchstens 1.5% erwartete Zinsen).

Ein Aspekt, den wir nicht ausser Acht lassen dürfen, ist der **weitere Verlauf der Fiskalausgaben**. Die Fiskalströme in den USA, wie aber auch in Europa sind nach wie vor gut, jedoch nicht mit dem Stand der Pandemie vergleichbar. Wir befinden uns wieder auf einem normalisierten Niveau. Um die zunehmenden Kreditspannungen zu entkräften wäre ein erneuter Fiskalschub notwendig, um eine mögliche Rezession gut abfedern zu können. **Allerdings ist ein solcher Zusatzimpuls weder in USA noch in Europa für die nächsten Monaten zu erwarten.** Lediglich **China agiert derzeit fiskalpolitisch wie auch monetär** (nochmalige Absenkung des Mindestreservezinses um 25 Basispunkte) **expansiv**. Dies wird aber kurzfristig nicht ausreichen, um die Kombination aus restriktiver Geldpolitik (USA/Europa) und Verschlechterung der Kreditkonditionen (primär USA) in einem globalen Kontext entgegenzuwirken. **Die Volkswirtschaften im Westen bräuchten lokale Stimulanzen, um eine Kontraktion abzuwenden. Hierfür sind aber die Inflationsraten nach wie vor zu hoch.** Dies ist das grosse **Dilemma der Zentralbanken** und damit der potentielle Gegenwind für viele Vermögensklassen ausserhalb von Staatsanleihen.

### Exkurs Japan:

Aus makroökonomischer Sicht ist auch die Lage in **Japan** interessant, wo man über Jahre hinweg, und dies selbst im letzten Jahr wo die meisten Zentralbanken die Zinsen erhöht haben, an der ultralockeren Geldpolitik festgehalten hat. **Ende Dezember 2022 entschied die Bank of Japan (BoJ) jedoch, die Spanne, in der sich die langfristige Anleiherendite bewegt, zu lockern.** Dies wurde an den **Märkten als erster Schritt hin zu einer Straffung der geldpolitischen Zügel gewertet**. Bis zu diesem Tag hatte die BoJ stets betont, als einzige große Zentralbank der Welt ihre Strategie der extrem lockeren Geldpolitik und Stützung der heimischen Nachfrage beizubehalten. Die BOJ hielt zwar an ihrem Programm fest, die Kreditkosten auf einem Tiefststand zu halten, sie beschloss jedoch, die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen zwischen minus 0,5 Prozent und 0,5 Prozent zuzulassen. Das liegt über der zuvor strikt eingehaltenen Spanne von minus 0,25 Prozent und 0,25 Prozent. **Als Reaktion darauf gab der Nikkei-Index Ende 2022 an Tokios Börse stark nach, während der Yen zum Dollar deutlich anzog. Die Renditen der Staatsanleihen legten ebenfalls stark zu.** Sollte es nun auch in Japan (unter neuer Leitung des Gremiums durch Kazuo Ueda) zu einem graduellen Umdenken, d.h. einer **Normalisierung der Geldpolitik kommen (Zinserhöhungen)**, dann kann dies zu weitreichenden Implikationen an den Märkten führen: Repatriierung von Auslandsgeldern der Japaner, **Verteuerung der Kreditkosten für internationale Anleger («carry trades»)**, **Aufwertung des Yen vs. USD, etc.** Aufgrund der potentiell hohen Volumenverschiebungen an Kapital **können sich interessante Anlageopportunitäten** ergeben. Die **Risiken für «carry trade» Spekulanten** sind allerdings auch entsprechend hoch (mit wiederum weitreichenden Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte, zum Beispiel durch einen «squeeze» Effekt: d.h. steigende Kosten der Kreditfinanzierung bei gleichzeitiger starker Aufwertung der japanischen Währung, Akzentuierung der Situation durch gleichzeitige Auflösung der Positionen, ein ungewollter «Unfall» in der Banken- und/oder Schattenbankenwelt kann nicht ausgeschlossen werden).

## i Ausblick

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

#### Aktien

In unserem Q4 2022 Bericht haben wir u.a. folgendes festgehalten: «in der ersten Jahreshälfte 2023 würden wir eine Handelsspanne im S&P-Index zwischen 3700 und 4200 als Basisszenario sehen...». Im ersten Quartal 2023 konnte die Bandbreite trotz anfänglicher Euphorie und anschliessender Ernüchterung gehalten werden. **Die Bewertungen sind, wie bereits im Rückblick beschrieben, nach wie vor hoch (USA) und moderat für Europa und grosse Teile der Emerging Markets.** Sollte der **Bondmarkt recht bekommen** (starker Anstieg der Zinskurve seit Ausbruch der Bankenkrise), dann ist in nächster Zeit (nächsten 1-2 Quartale) ein **rezessives Szenario wahrscheinlich**. Die Unternehmensgewinnprognosen diskontieren diesen Faktor jedoch nicht. Es ist daher durchaus möglich, **dass Aktienmärkte von hier aus (kurzfristig!) nochmals nachgeben und ein Überschiessen nach unten ist aufgrund der zunehmenden Verschärfung der Kreditkonditionen nicht auszuschliessen** (in einem worst case Szenario: Oktober Tiefstpunkte im S&P 500 wären nicht mehr auszuschliessen). **Gewisse Sektoren sind dabei anfälliger** und werden etwaige weitere Schocks nicht gut absorbieren können. Wir denken hier zum **Beispiel** an Branchen und Unternehmen, deren Geschäftsmodelle von hohen Fremdkapitalquoten abhängig sind. Der **Immobilienmarkt (Geschäftsimmobilien im speziellen) scheint uns dabei ein Kandidat für weitere Korrekturen zu sein**. Viele Immobilienaktien – insbesondere in Europa - haben zwar bereits viel an Wert eingebüsst (zT. -30% bis -70% von den Höchstkursen), doch es braucht **relativ wenig, um hier auch ganz grosse Player existentiell ins Schwanken zu bringen**. Je nach **Kreditexposure kann dies dann auch Banken treffen** und somit wiederum zu Schockwellen an den Finanzmärkten führen. Aber auch **Unternehmen mit hohen Fremdkapitalquoten, niedrigen Gewinnmargen und Refinanzierungsbedarf** kämen bei einer Kontraktion bzw. einer Verschärfung der Kreditkonditionen unter Druck. Dasselbe sieht man bereits in gewissen Bereichen des Private Equity Geschäfts, wo grosse Buyout Deals schwieriger zu finanzieren sind.

Hat hingegen der **Aktienmarkt «recht» und der Bondmarkt ist zu pessimistisch** (entspricht dem optimistischen Szenario), dann ist es durchaus möglich, dass eine weitere grössere Korrektur (-10% bis -15% von den heutigen Niveaus ausgehend) vermieden werden kann. Aktienmärkte haben in diesem Fall durch die Korrektur in 2022 den Grossteil der „**Zinserhöhung**“ und wahrscheinlich auch eine leichte Rezession bereits abdiskontiert, mit Tiefstpunkt des Bärenmarktes im Oktober des letzten Jahres.

**Wir tendieren aktuell (kurzfristige Optik) den Indikatoren der Anleihenmärkte ein höheres Gewicht beizumessen und sind daher eher vorsichtig positioniert.** Wir halten an Positionen fest und versuchen Abwärtsbewegungen zu mildern, indem wir uns auf Unternehmen mit hohen Gewinnmargen, zuverlässigen Geschäften, geringer Gewinnvolatilität und kleiner Schuldenlast konzentrieren. Vor allem der letzte Punkt ist ein zentraler Punkt in diesem Jahr. Höhere Zinsen und verschärfte Kreditkonditionen werden die Gewinne stark fremdfinanzierter Unternehmen zum Nachteil der Aktienanleger schmälern. Auf der anderen Seite werden wir kurzfristige Rücksetzer dazu nutzen, die Aktienquote sukzessive wieder zu erhöhen, denn mittelfristig sind wir in einem Umfeld etwas höher liegender Inflationsraten positiv auf Substanzwerte (Aktien, Rohstoffe, Edelmetalle).



## i Ausblick

### Staatsanleihen, Anleiherenditen

Anleiheinvestoren wetten weiterhin darauf, dass eine Rezession in den den USA bevorsteht, da die Märkte und die US-Notenbank die Aussichten für die Wirtschaft zunehmend unterschiedlich einschätzen. Die Diskrepanz zeigt sich besonders deutlich an der **Renditekurve** - einer genau beobachteten Ecke des USD 24-Billionen Marktes -, die auf den **steilsten monatlichen Anstieg seit Oktober 2008 zusteuert**, nachdem **Händler ihre Wetten auf weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr gestrichen und die Erwartungen für Zinssenkungen erhöht haben**. Dies ist eine deutliche Abfuhr für den US Fed-Vorsitzenden Jerome Powell, der im März andeutete, dass er Zinssenkungen im Jahr 2023 nicht in Erwägung zieht. **Trotzdem muss festgehalten werden, dass sich im vergangenen Jahr die Anleihemärkte oft geirrt haben**, als sie eine geldpolitische Pause und einen Schwenk zu niedrigeren Zinsen erwarteten. **Aufgrund der aktuellen Geschehnissen ist es aber nun realistisch, dass der Anleihenmarkt den künftigen Pfad der Zinsentwicklung und eine Kontraktion im wirtschaftlichen Umfeld korrekt antizipiert.**

Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass Staatsanleihen am **langen Ende** – falls die besprochene rezessive Option eintritt – auch am **kurzen Ende attraktiv** sind.

**Das grösste Risiko wäre für uns, wenn die Fed an ihrem Kurs festhält und die Wirtschaft robust bleibt bzw. das Wachstum nur minimal zurückgeht und damit jede Abschwächung bei den Bankkrediten absorbiert.** Swaps deuten auf Senkungen um mehr als 200 Basispunkte bis Ende 2024 hin, was den Leitzins der US Fed von derzeit 4,75% bis 5% wieder auf etwa 3% senken würde. Wenn die Notenbank die Zinsen in diesem Ausmass nicht senkt, dann werden die Yields früher oder später unweigerlich wieder steigen (und die Anleihenpreise fallen). **Die ist jedoch nicht unser Basis-Szenario.**

### Kredite/Unternehmensanleihen

In diesem Bereich des Anleihspektrums muss unseres Erachtens sehr selektiv vorgegangen werden. **Ähnlich wie bei Staatsanleihen finden wir IG-Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv.** Hingegen möchten wir **noch nicht** das Risiko durch Anlagen in **HY-Anleihen** (hochverzinslich) **erhöhen**, insbesondere da die Auswirkungen der Hochzinsbelastung auf dem Leveraged-Loans-Markt - zusammen mit der Möglichkeit einer Rezession - ein Engagement aus Rendite-Risikoperspektive es nicht rechtfertigen, es sei denn, die Spreads überschreiten wieder 500 Basispunkte.

### USD-Entwicklung

Der jüngste Rückgang der Renditen ist mit einer erneuten Umkehr beim USD einhergegangen, wie es zu erwarten war. Der US-Dollar-Index (DXY), der an der ICE-Börse gehandelt wird, pendelt sich in etwa 90% der Fälle in entgegengesetzter Richtung der S&P 500-, Nasdaq-, Dow-Jones- und 10-jährigen Treasury-Note-Futures ein. Die **negative Korrelation** bleibt signifikant hoch.

Im Hinblick auf die **Fundamentalen** des USD wird der Inflationsdruck in den USA schneller nachlassen als anderswo, ebenso der Zinsdruck, wenn auch nicht vollständig, da die US Fed entschlossen ist, den Fehler zu vermeiden, das geldpolitische Bremspedal zu früh loszulassen und erneute Inflation zu bewirken. Mit anderen Worten **wird der USD**, solange die USA die Inflation bekämpfen und Realzinsen zunächst weniger negativ und später positiv werden, und solange dieser Prozess im Vergleich zu anderen Ländern fortgeschritten ist, **von der fundamentalen Nachfrage** (positive Ströme) **gestützt**. Gleichzeitig ist es von hier aus realistisch, dass der Aufwärtstrend – im Zuge sich zurückbildender Renditen

## i Ausblick

in den nächsten 1-2 Monaten – wieder dreht und der strukturelle Aufwärtstrend der letzten Jahre durchbrochen wird. Ein mittelfristig sinkender USD hätte weitreichende Konsequenzen für Aktienmärkte und insbesondere für die Edelmetall- und Rohstoffmärkte.

### Edelmetalle, Rohstoffe

Gold hat dem **Gegenwind, den es normalerweise in einem Umfeld steigender Zinssätze** erfährt, starken Widerstand entgegengesetzt, während die zunehmenden geopolitischen und wirtschaftlichen Risiken das gelbe Metall zu **Fluchtbewegungen ermutigt haben**. Darüber hinaus hat das jüngste Bankendebakel die Aussichten noch unsicherer gemacht, da das Risiko der Finanzstabilität hinzukam und die drastische Neubewertung der Endzinsersparungen und die damit einhergehenden sinkenden Zinsen **könnten den Gegenwind in Rückenwind** verwandeln. Die Nachfrage der Zentralbanken hat weiter zugenommen, während ein fallender Dollar, da wir uns dem Ende des Straffungszyklus der US Fed nähern, kurz- bis mittelfristig einen weiteren Anstieg des gelben Metalls begleiten könnte. **Auch aus technischer Perspektive ist es interessant zu beobachten, dass das Edelmetall während der letzten drei Grossereignissen «COVID-19 Pandemieausbruch (2020), Ausbruch des Krieges Russland–Ukraine (Februar 2022) und in diesem Jahr «Bankenkrise» jeweils mit Ausbruchversuche nach oben (Höchstwerten leicht über USD 2000 pro Unze) ringt.** Unseres Erachtens ist es **nur eine Frage der Zeit**, dass die Höchstwerte nachhaltig durchbrochen werden (wahrscheinlich bereits in 2023). Eine mittelfristige, nachhaltige Abwertung des USD könnte der Auslöser für den strukturellen Aufwärtstrend bilden. Der Goldpreis in GBP oder Yen hat diesen Trend bereits eingeleitet. **Edelmetalle (Gold, Silber, Platin, Palladium) wie insbesondere auch Minenaktiengesellschaften könnten zu den grössten, langfristigen (3 - 5 Jahreshorizont) Gewinnern an der Börse zählen.**

Die Rohstoffpreise sind sehr stark von der wirtschaftlichen Dynamik abhängig. Aus besagten Gründen sind wir hier aus der kurzfristigen Optik heraus betrachtet vorsichtig und denken, dass ähnlich wie bei Aktien der kurzfristige Trend eher nach unten dreht. Aber auch für diese Assetklasse sind wir mittel- bis langfristig positiv: Strukturbruch im USD als auch die steigende Nachfrage im Zuge des freundlichen Produktionsmegatrends (e-mobility, Verpackungsmaterialien, Baustoffe, etc.) wird die Rohstoffpreise ansteigen lassen.

### Markttechnik und Stimmung

Die **deutliche Kehrtwende in der Risikoaversion (Zuflucht in Geldmarktfonds)** ist kurzfristig ein **konträrer Indikator**. Aber auch Indikatoren wie **Umsätze und Volatilität (sowie Put/Call-Ratios) geben Kaufsignale**. Das ändert aber nichts daran, dass **mittelfristig** aufgrund der monetären und der Kredit-Variablen die Aktien-Indexstände nochmals deutlich korrigieren könnten (Ende des zyklischen Bärenmarkt-Rallys seit Oktober 2022) bevor eine Trendwende (Start des nächsten strukturellen Bullenmarktes) stattfindet.

## ii Zusammenfassung Basisszenario

### Quartal 2023

Wir halten Prognosen für das nächste Jahr für eine **nutzlose** Übung (9 von 10 Prognosen renommierter Analysten und Banken erweisen sich in der Regel als falsch).

Was wir jedoch erwarten können, sind **Enttäuschungen** an der Wirtschafts- und Unternehmensgewinnfront im Jahr 2023. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte enttäuschend ausfallen, da Verbraucher und Unternehmen diskretionäre Ausgaben und Kapitalanlagen deutlicher kürzen. Wie bereits gesagt, könnten die Gewinne des S&P bei schwächerer Nachfrage und Preissetzungsmacht, weiterer Margenkompression und geringerer Rückkaufaktivität auf unter 200 USD pro Aktie im Vergleich zum Konsens von 230 USD pro Aktie fallen. Für das erste Halbjahr 2023 erwarten wir eine Handelsspanne im S&P-Index von 3700 bis 4200.

Wir glauben, dass die Tiefs von 2022 in der ersten Hälfte des neuen Jahres **getestet werden dürften** und wir erwarten für Anfang 2023 flache bis niedrigere Aktienkurse. Viel wird davon abhängen, ob (oder in welchem Umfang) die Zentralbanken zu stark inmitten von schwächelnder Fundamentaldaten, steigender Arbeitslosigkeit und sich verschlechternder Verbraucher-/Unternehmensstimmung anziehen und ob ein FED-Pivot stattfindet.

Wir möchten darauf hinweisen, dass die Inflationskräfte zwar nachgelassen haben, der Arbeitsmarkt jedoch angespannt bleibt, da die Arbeitgeber zögern sich von "schwer zu bekommenden" Arbeitnehmern zu trennen.

Ein "Pivot" der Zentralbanken fällt in der Regel mit schwächelnden Unternehmensgewinnen und erhöhten Bewertungen zusammen. Wenn sie die Zinsen senken, ist dies nicht mit dem Ende eines Bärenmarkts verbunden – es liegt eher irgendwo in der Mitte des Bärenmarkts, da der Grund für eine Wende der Zinspolitik mit der Erkenntnis einhergeht, dass etwas entweder wirtschaftlich ("Rezession") oder finanziell ("Kreditereignis") zerbrochen ist. Wenn eines dieser Ereignisse eintritt und die FED anfänglich Massnahmen ergreift, wird der Markt auf niedrigeren Wirtschafts- und Gewinnwachstumsraten neu bewertet.

All dies betrachtet sind wir **optimistisch** bei den Aussichten für Anleihen (Staats- und Qualitätsunternehmensanleihen). Staatsanleiherenditen bei 4-4,5% (USD), 2,2-2,5% (EUR) bzw. 5,5%-6,5%(USD), 3,5%-4,2% (EUR) bei Qualitätsunternehmensanleihen haben eine magnetische Wirkung auf vom früheren "Es gibt keine Alternative zu Aktien – TINA" motivierte Anleger, da es heute eine Alternative mit niedriger Volatilität gibt. Beim riskanteren Teil von Unternehmensanleihen (High Yield) sind wir aufgrund ihres aktienähnlichen Charakters immer noch zurückhaltend, falls eine harte Rezession eintreten sollte.

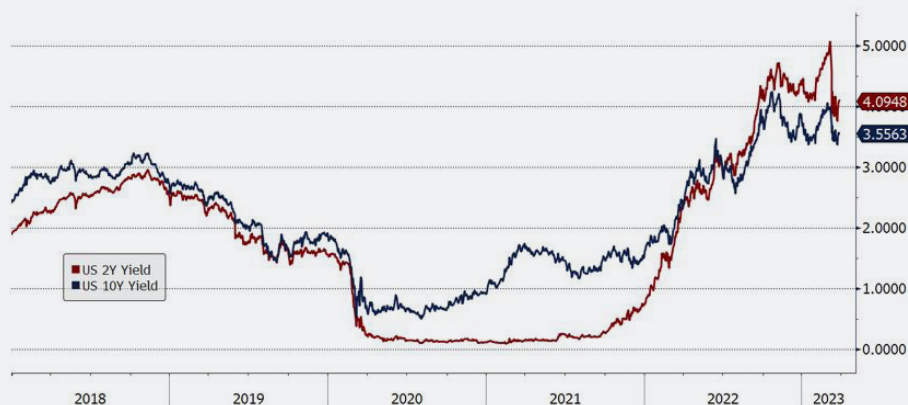
### Welche Faktoren sind aktuell die grössten absehbaren Gefahren für die Märkte?

1. Ein **Überschiessen** der FED scheint das grösste Risiko einer harten Rezession und der Folgen für die Gewinne zu sein. Die aktuellen Aktienindexstände diskontieren diese Möglichkeit noch nicht ab.
2. Ein „**Kreditereignis**“ eines relevanten Instituts mit erheblichen Rückwirkungen/ Kettenreaktionen auf die Vermögenspreise (ein grosser Pensionsfonds, eine Bank, ein weiterer Rückgang von Bitcoin).
3. Eine **fiskalpolitische Kehrtwende** in den USA (eine Wende hin zum "ausgeglichene Haushalt" vs. Defizit Ausgaben), die die Fiskalströme genau dann reduziert, wenn die Nachfrage aufgrund der restriktiven Geldpolitik schwächer wird.
4. Die Entwicklungen rund um die zahlreichen **politischen Versäumnisse** bei der Bekämpfung von COVID in China (Null-Covid-Politik vs. "unkontrollierte Ausbreitung des Virus" und das Potenzial für soziale Unruhen).

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

#### Anleiherenditen 2Y und 10Y USA, seit 2018



Die Anleiherenditen in den USA sind in 2023 auf den höchsten Stand seit 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. Die Unsicherheiten rund um die Bankenkrise in den USA haben insbesondere bei den 2-jährigen Zinsen zu einem raschen, starken Rückgang geführt Ende März 2023.

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

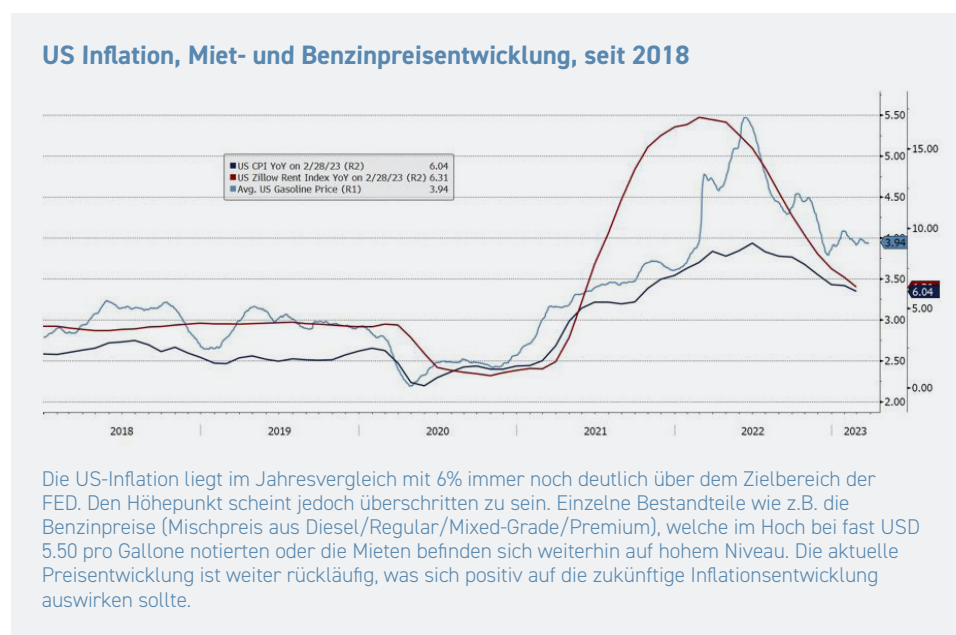
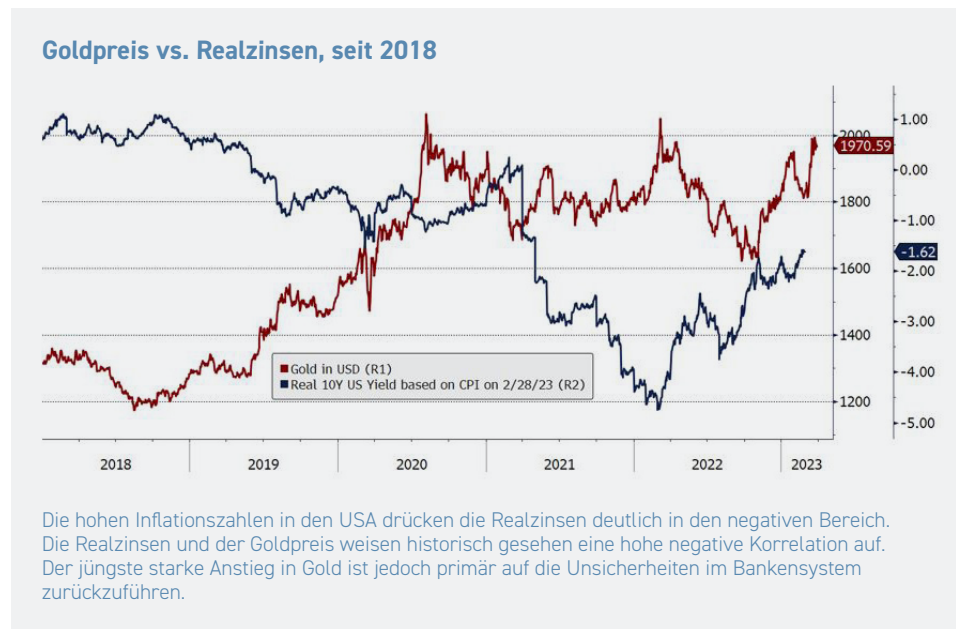


Die Korrektur an den Aktienmärkten, ausgelöst durch die Russland/Ukraine Krise, die restriktive Geldpolitik der Notenbanken und Rezessionsängste, haben die Bewertungen stark zurückfallen lassen. Der amerikanische Aktienmarkt handelt weiterhin mit einem deutlichen Aufschlag beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Vergleich zu Europa.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

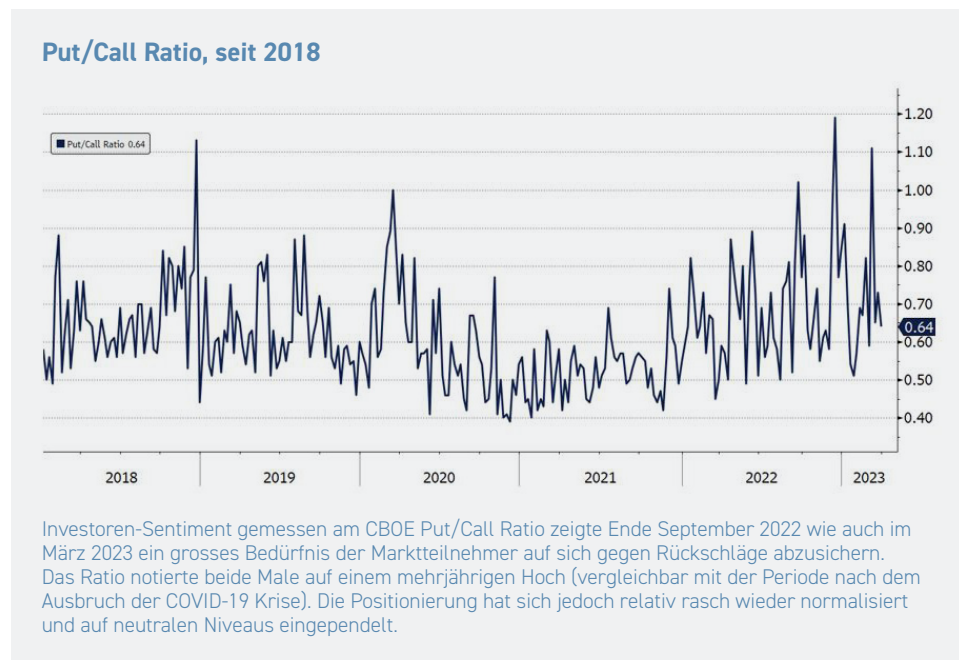
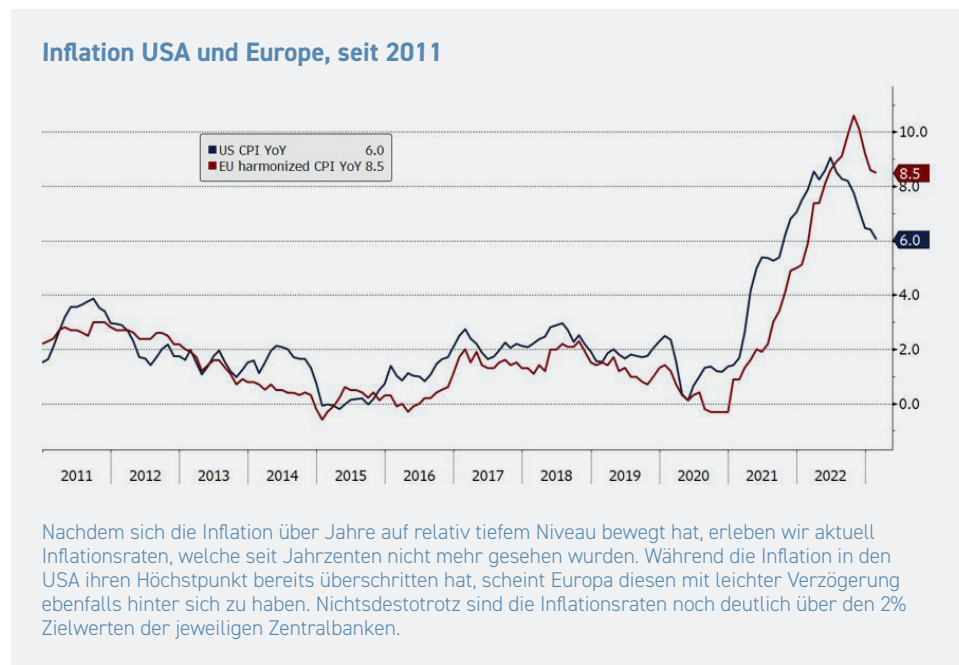
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

## iii Rückblick & Ausblick

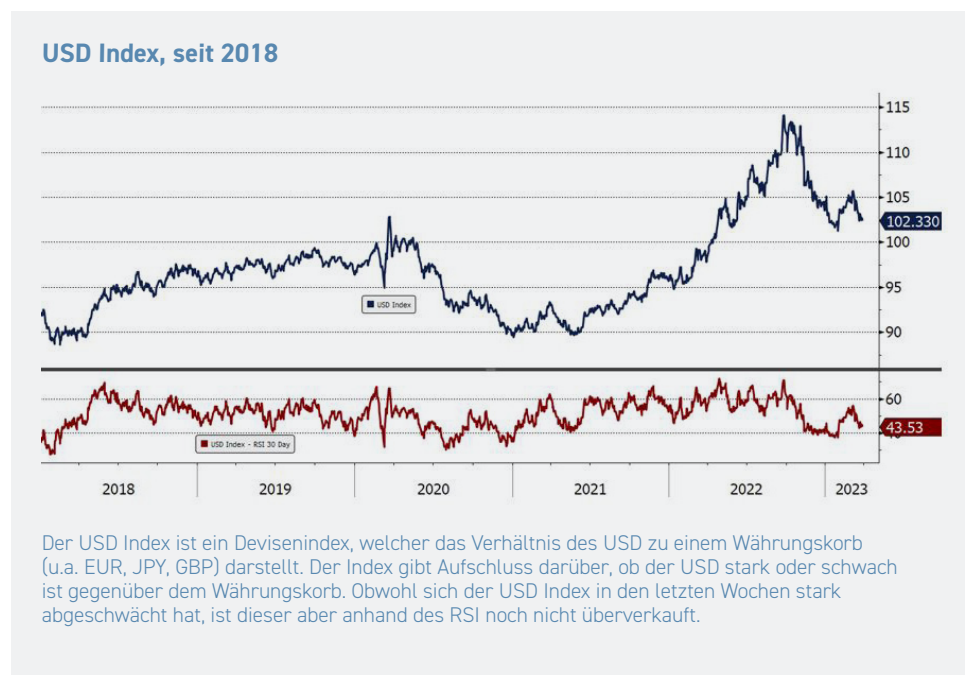
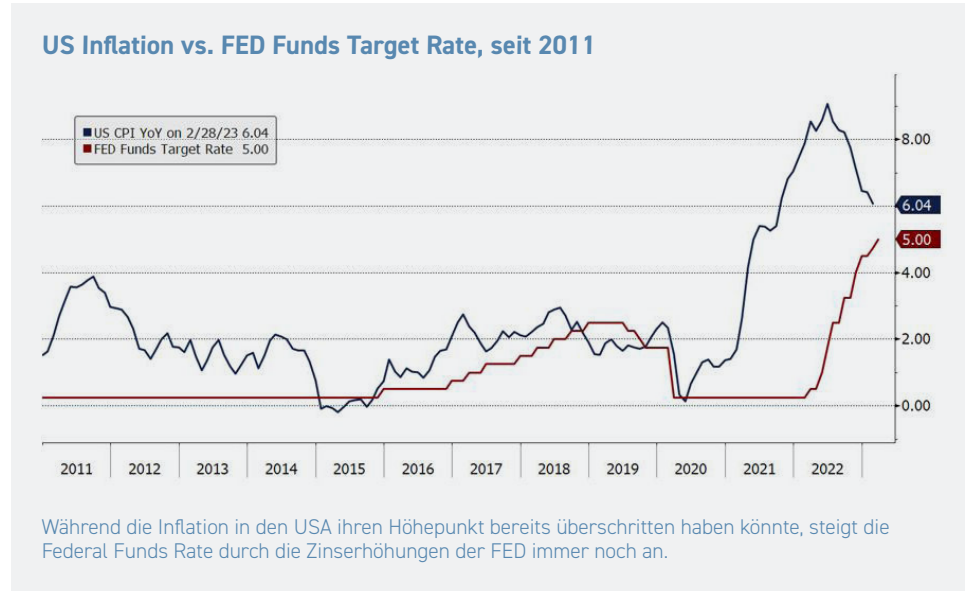
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

## iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

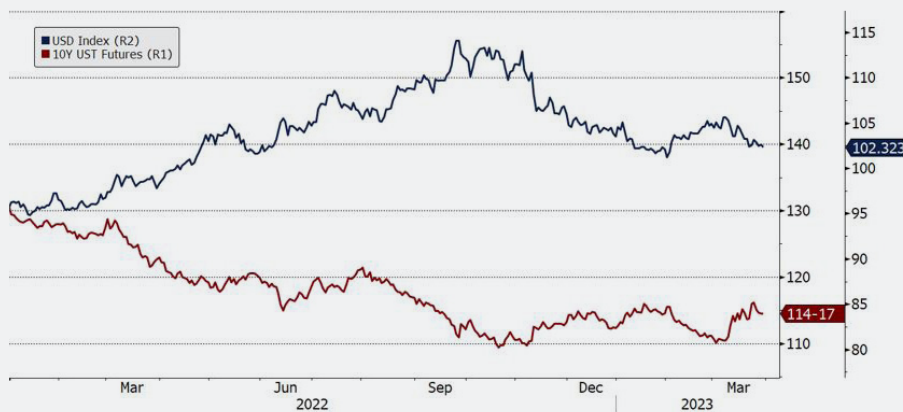


Quelle: Bloomberg, Altrafin

## iii Rückblick & Ausblick

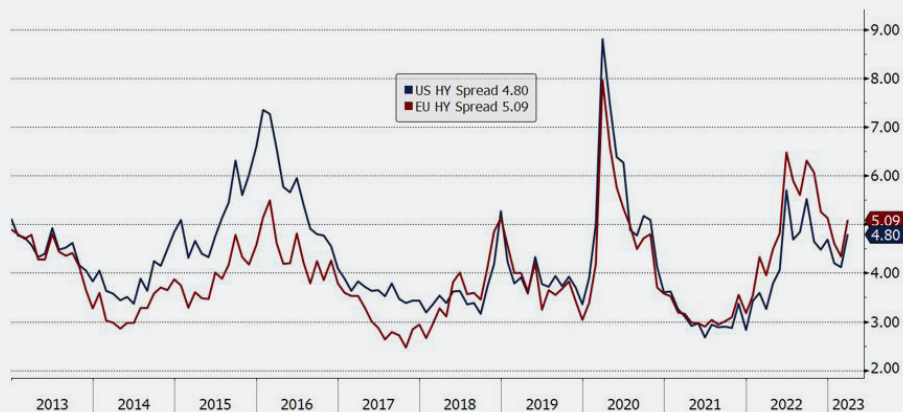
(in Charts)

### USD Index vs. 10Y UST Futures, seit 2022



Der USD Index hat historisch betrachtet eine negative Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkten. Dies kann auch in diesem Jahr gut beobachtet werden, wenn man die Entwicklung des USD Index mit der Preisentwicklung des 10Y UST Futures vergleicht.

### High Yield Spreads USA & EU, seit 2013



High-Yield-Spreads (Zinsaufschläge vs. die jeweiligen Staatsanleihen) haben sich im Zuge der Bankenkrise wieder ausgeweitet, wenn gleich sie noch weit entfernt sind von den Niveaus von letztem Herbst.

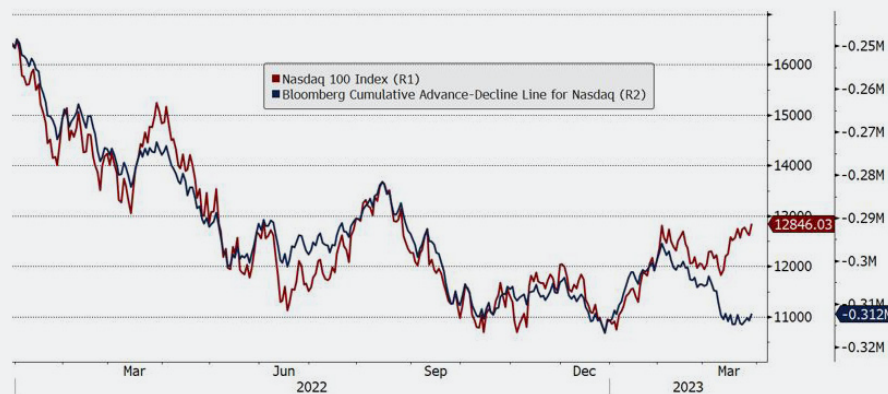
Quelle: Bloomberg, Altrafin



## iii Rückblick & Ausblick

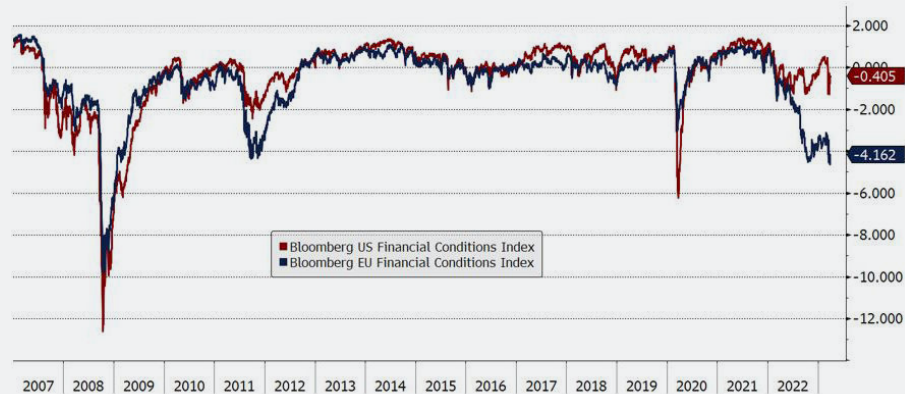
(in Charts)

### Marktbreite anhand Nasdaq 100, seit 2022



Der jüngste Preisanstieg im Nasdaq 100 scheint nicht sonderlich breit abgestützt zu sein, wenn man das Auseinanderdriften der Preisentwicklung vom Nasdaq 100 und der Advance-Decline Linie betrachtet.

### Finanzielle Rahmenbedingungen in Europa & USA, seit 2007

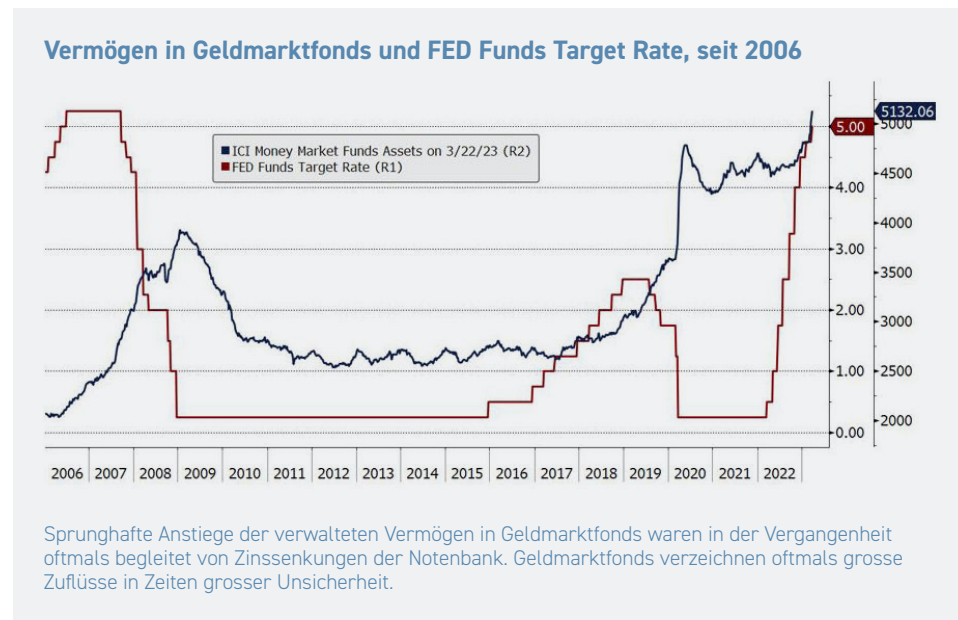


Die Bloomberg Financial Conditions Indizes verfolgen das Gesamtniveau der jeweiligen Geld-, Anleihen- und Aktienmärkte, um die Verfügbarkeit und Kosten von Krediten einzuschätzen. Positive Werte widerspiegeln ein eher lockeres Umfeld, wohingegen negative Werte auf ein eher restriktiveres Umfeld hinweisen.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html), Altrafin

### Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Der <b>Bankenstress und die Kreditklemme</b> haben die Ausgangslage etwas geändert. Selbst wenn ein drastischer systemischer Schock eingedämmt wurde, dürfte die <b>restriktivere Kreditvergabe der Banken</b> in den kommenden Monaten einen neuen <b>Gegenwind</b> für das Wachstum darstellen.</li> <li><b>Dieser Prozess</b> hat zusammen mit einer ohnehin zumindest auf absehbare Zeit sich zurückbildenden Inflation (v.a. in USA) die <b>Prognose hinsichtlich des weiteren US-Zinserhöhungszyklus deutlich verändert</b>. Der Bondmarkt geht bereits im Jahr 2023 von mehreren Zinssenkungen aus, im Gegensatz zu den Äusserungen von Jerome Powell im März (<i>«Zinssenkungen in diesem Jahr sind nicht unser Basisszenario»</i>).</li> <li>Der <b>disinflationäre Trend</b> bei den Warenpreisen wie bei <b>Rohstoffen und Energie</b> (USA und Europa) hat sich weiterhin durchgesetzt; die Inflation in <b>Dienstleistungssektoren</b> (Kern-Service-Inflation) <b>hält aber weiterhin an</b> (in USA über 7% was einem 40 Jahreshoch entspricht). Dasselbe trifft auch beim <b>Lohnwachstum zu</b>.</li> <li>Der weitere Verlauf <b>der Fiskalausgaben bleibt in einem restriktiven Umfeld der Geldpolitik wichtig</b>. Die <b>Fiskalströme in den USA, wie aber auch in Europa sind nach wie vor gut</b>, jedoch nicht mit dem Stand der Pandemie (2020) vergleichbar. <b>China</b> agiert sowohl geld- als auch fiskalpolitisch <b>am expansivsten</b>.</li> <li><b>Fazit:</b> Je länger die Inflation (v.a. im DL-Sektor) hartnäckig hoch bleibt und der Arbeitsmarkt angespannt bleibt, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die restriktiven monetären Bedingungen beibehalten werden (trotz verschärfter Kreditkonditionen). Das <b>Makro-Umfeld für die Börse bleibt insgesamt schwierig</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der <b>Rückgang der Anleihe-renditen</b> hat sich während des Monats März als Unterstützung für Wachstums-/IT-Aktien) erwiesen.</li> <li>Die <b>Bewertungen</b> an den Aktienmärkten sehen vor allem in <b>Europa wie auch in Asien moderat aus</b>. Dies unter der Annahme, dass die Unternehmensgewinne aufgrund einer möglichen Konjunkturkontraktion der aktuellen Niveaus nicht wesentlich sinken. In den USA sind die Bewertungen nach wie vor hoch.</li> <li>Sollte der <b>Bondsmarkt recht bekommen</b> (starker Anstieg der Zinskurve seit Ausbruch der Bankenkrise), dann ist in nächster Zeit (nächsten 1-2 Quartale) ein <b>rezessives Szenario wahrscheinlich</b>. Die Unternehmensgewinnprognosen diskontieren diesen Faktor jedoch nicht.</li> <li><b>Staatsanleihen:</b> Diese sind trotz bereits gesunkener Renditen <b>weiterhin attraktiv</b>. Das <b>grösste Risiko</b> wäre jenes, wenn die <b>US-Fed an ihrem Kurs festhält und die Wirtschaft robust bleibt</b> bzw. das <b>Wachstum nur minimal zurückgeht</b> und damit jede Abschwächung bei den Bankkrediten absorbiert. Swaps deuten aber auf Senkungen um mehr als 200 Basispunkte bis Ende 2024 hin, was den Leitzins der US Fed von derzeit 4,75%-5% wieder auf etwa 3% senken würde.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Aktien vs. Anleihen:</b> Unternehmens- wie auch Staatsanleihen sind eine klare Alternative zu Aktien geworden.</li> <li><b>Aktien:</b> Vor allem bei US-Aktien, aber auch in der EU, bleibt die große <b>Kluft zwischen den kurzfristigen Anleiherenditen und den Dividendenrenditen</b> bestehen und stellt ein Hindernis für die relative Attraktivität von Aktien wie eine Gefahr für die Anlageklasse insgesamt dar.</li> <li><b>Unternehmensanleihen:</b> In diesem Bereich des Anleihen-segments muss unseres Erachtens sehr selektiv vorgegangen werden. <b>Ähnlich wie bei Staatsanleihen sind IG-Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv</b>. Hingegen <b>lohnt es sich noch nicht das Risiko mit Anlagen in HY-Anleihen</b> (hochverzinslich) in Portfolios zu <b>erhöhen</b>. Die Auswirkungen der Hochzinsbelastung auf dem Leveraged-Loans-Markt - zusammen mit der Möglichkeit einer Rezession - rechtfertigen ein Engagement aus Rendite-Risikoperspektive nicht, es sei denn, die Spreads überschreiten wieder 500 Basispunkte.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die <b>deutliche Kehrtwende in der Risikoaversion (Zuflucht in Geldmarktfonds)</b> ist kurzfristig ein <b>konträrer Indikator</b>. Aber auch Indikatoren wie <b>Umsätze und Volatilität (sowie Put/Call- Ratios) geben Kaufsignale</b>. Das ändert aber nichts daran, dass mittelfristig aufgrund der monetären und der Kredit-Variablen die Aktien-Indexstände nochmals korrigieren könnten (Ende des zyklischen Bärenmarkt-Rallys seit Oktober 2022 ist möglich) bevor eine Trendwende (Start des nächsten strukturellen Bullenmarktes) stattfindet.</li> <li><b>USD:</b> Der jüngste Rückgang der Renditen ist mit einer erneuten Umkehr beim USD einher gegangen, wie es zu erwarten war. Der US-Dollar-Index (DXY), der an der ICE-Börse gehandelt wird, pendelt sich in etwa 90% der Fälle in entgegengesetzter Richtung der S&amp;P 500-, Nasdaq-, Dow-Jones- und 10-jährigen Treasury-Note-Futures ein. Die <b>negative Korrelation</b> bleibt signifikant hoch. <b>Der USD wird aber</b>, solange die USA die Inflation bekämpfen und Realzinsen zunächst weniger negativ und später positiv werden, und solange dieser Prozess im Vergleich zu anderen Ländern fortgeschritten ist, <b>von der fundamentalen Nachfrage</b> (positive Ströme) weiterhin <b>gestützt</b>.</li> <li><b>Gold:</b> Das jüngste Bankendebakel hat die Makro-Aussichten noch unsicherer gemacht (Risiko der Finanzstabilität kam hinzu) und die drastische Neubewertung der Endzinsersparungen und die damit einhergehenden sinkenden Zinsen <b>könnten den Gegenwind (steigen der Realzinsen) in Rückenwind</b> verwandeln.</li> <li><b>Fazit:</b> Aus technischer Perspektive können die Märkte in den nächsten Wochen etwas unterstützt bleiben. Allerdings mahnen Indikatoren wie sinkende Marktbreite bei Aktien (Sektoren, Marktkapitalisierung), noch nicht vollständiges Deleveraging von „carry trades“ etc. auf Sicht von 2-3 Monaten zur Vorsicht.</li> </ul>

## 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.