



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Sommer 2023



Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	12
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	13
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	20
v CONREN's M3 erklärt	21
vi Koordinaten	22
vii Rechtlicher Hinweis	23

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.

Der Markt hat es in diesem Jahr bisher geschafft, eine Reihe von Sorgen zu überwinden, darunter Rezessionsängste in Europa und in den USA, die bisher nicht eingetreten sind, Zinserhöhungen der Notenbanken, die Debatte über die Schuldenobergrenze in den USA, eine Reihe von Bankenpleiten sowie anhaltende geopolitische Spannungen.

Der S&P 500 Aktienindex hat trotz dieser Gegenwinde die erste Jahreshälfte mit einem Plus von über 16% beendet, nachdem er vier Monate in Folge Zuwächse verbuchen konnte. Die Performance des technologielastigen Nasdaq Composite ist mit einem Plus von deutlich über 30% in diesem Jahr sogar noch beeindruckender (beste Halbjahresperformance seit 40 Jahren) - und das inmitten der Besessenheit der Anlegergemeinde von künstlicher Intelligenz (KI). Aber auch Japan oder viele europäische Indizes liegen seit Jahresbeginn zweistellig im Plus. Gleichzeitig muss festgehalten werden, dass die Verteilung der bisherigen Gewinne sehr einseitig ausfiel, d.h. der Markt wurde zumindest bis Ende Mai v.a. durch wenige grosse Large Caps getrieben, in USA insbesondere durch sieben Tech-Unternehmen (Apple, Microsoft, Google/Alphabet, Meta, NVIDIA, Tesla und Amazon). Die Wertentwicklung des S&P 500 Index ist so stark konzentriert wie seit den 1970er Jahren nicht mehr. Die sieben Performance-Treiber (Gewicht im Index von rund 25%) liegen im Jahresvergleich zwischen 45% und 180% im Plus. Die übrigen 493 Unternehmen liegen insgesamt knapp unter 6%. Apple hat per 30. Juni 2023 erstmalig und als einziges Unternehmen überhaupt, eine Marktkapitalisierung von über USD 3 Billionen (!) überschritten.

Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Man mag es kaum glauben, aber analog den Finanzmärkten hat die US-Wirtschaft seit Beginn dieses Jahres eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt, angesichts der nach wie vor hohen Inflation, der aggressiven Straffung der Geldpolitik, den Turbulenzen im Bankensektor und dem langwierigen Patt um die Schuldenobergrenze. Danken müssen Investoren der stützenden und expansiven Fiskalpolitik der USA, welche die aggregierte Nachfrage stimuliert. In diesem Sinne und trotz alledem bleiben die US-Verbraucher stark. Im Juni bestätigten eine Reihe von US-Wirtschaftsdaten dieses Bild. Das Verbrauchervertrauen stieg nach Angaben des Conference Board auf den höchsten Stand seit Anfang letzten Jahres, und zwar in Optimismus hinsichtlich des Arbeitsmarktes und der konjunkturellen Aussichten. Auch der private Immobilienmarkt bleibt robust. Die Häuserpreise sind drei Monate in Folge gestiegen, was auf die wachsende Käufernachfrage trotz hohen Finanzierungskosten bzw. einem knappen Angebot an Immobilien hinweist. Die Verkäufe neuer Eigenheime in den USA ist im Mai auf das schnellste Tempo seit einem Jahr gestiegen und hat mittlerweile das Niveau vor der Pandemie erreicht. Diese Faktoren sind derzeit schwer mit einer bevorstehenden Rezession in Einklang zu bringen.

Auf der anderen Seite haben sich im zweiten Quartal gewisse Frühindikatoren weiter eingetrübt, so u.a. die PMI Zahlen (*Purchasing Managers Index*, ein wichtiger vorlaufender Konjunkturindikator) aus dem verarbeitenden Gewerbe. Auch ist nun eine gewisse Stagnation im Bereich des Dienstleistungssektors, der bisher sehr gut lief, zu beobachten. Die Situation in Europa ist hinsichtlich des Wirtschaftswachstum anders zu beurteilen. Hier trüben sich viele Frühindikatoren deutlicher ein, wobei sich die Inflationszahlen weniger rasch zurückbilden als in den USA (Europa aktuell etwas über 5.5% und USA leicht unter 5%). Auch die Lage in China ist nach wie vor fragil. Das Regierungsziel hinsichtlich

i Rückblick

des Wachstums von 5% für 2023 sollte zwar erreicht werden, doch es klemmt an vielen Ecken und Kanten. Im Immobiliensektor hat die Regierung zwar eine Abwärtsspirale in den Kollaps unterbunden, aber es belastet das Wachstum. Auch der Export (im Zuge der Spannungen mit den USA), letzte Zahlen mit -7.5% vs. 2022, schwächelt und auch der erhoffte Wachstumsimpuls im Inland (Konsumnachfrage post-COVID) bröckelt bereits wieder. Viele Konsumenten bleiben preisempfindlich. Die Konsumentenpreise haben im Jahresvergleich stagniert, die Produzentenpreise sind gar deutlich zurückgegangen. Inflation ist in China, im Gegensatz zu Europa und den USA, kein Problem. Daher hat die Geldpolitik mehr Spielraum zu lockern (Senkung des Mindestreservesatz der Banken), gleichzeitig ist aber auch die Fiskalpolitik gefordert. Dies umso mehr, da in China die Investitionen des privaten Sektors ebenfalls stagnieren. Die Aussichten für eine Konjunkturerholung hängen daher v.a. auch von den künftigen Staatsausgaben ab. Die Fiskalpolitik bleibt für den weiteren Verlauf der Konjunktur (Kontraktion oder Rezessionsvermeidung in der zweiten Jahreshälfte), aber auch in den USA und Europa, wo die Geldzügel nach wie vor eng angezogen sind, von grosser Bedeutung.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir ein **gemischtes Makro-Bild** vorfinden, **intakter Arbeitsmarkt in den USA und Europa, rückgängige aber nach wie vor hohe Kerninflation (v.a. in den USA) schwächelnde Frühindikatoren (PMIs) aber (noch) keine Rezession, kurzfristig kaum Wachstumsimpulse für die Welt aus China zu erwarten** und die **Notenbankpolitik in der westlichen Welt ist** insgesamt weiterhin **restriktiv**. Die **Fiskalpolitik** bleibt in diesem Umfeld eine der wichtigsten Stützen für die Konjunktur.

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 von den aktuellen Niveaus nicht wesentlich sinken. In den USA sind die Bewertungen nach wie vor hoch. **Mittlerweile liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in den USA wieder über 20x (Europa und Asien unter 13x)**, allerdings sieht das Bild selbst in den USA etwas besser aus, wenn man die sehr teuren Techwerte ausklammert. Auch im **relativen Verhältnis** (Cash- & Anleihen-Renditen vs. Aktiengewinnrendite) sind **US-Aktien teuer**. USD Cash und Anleihen (Staatsanleihen oder IG Corporates) werfen mittlerweile attraktive Renditen ab, die das Eingehen von exzessiven Risiken auf der Aktienseite in Frage stellen.

Marktstimmung: In den letzten Wochen erlebten die Aktienmärkte eine Rallye, die zu Optimismus führte, dass die Indizes entscheidend aus der technischen Spanne ausbrechen würden. Dieser Aufwärtstrend, insbesondere seit anfangs Juni, ging einher mit einer sinkenden Volatilität, die durch das Abklingen der Tail-Risiken und eine große Streuung der Aktienkurse ausgelöst wurde: Die Lösung der US-Schuldenobergrenze und die Verlangsamung der Einlagenflucht aus den US-Regionalbanken haben beide dazu beigetragen, während die niedrigeren Rohstoffpreise (Desinflationsdruck) die Risiken einer sich verfestigenden Inflation verringert haben. Die jüngste intensive Beschäftigung mit der künstlichen Intelligenz und ihren Auswirkungen hat ebenfalls dazu beigetragen, den **Wachstumsenthusiasmus** wieder anzufachen. In der Kombination **stiegen die**

i Rückblick

Aktienmärkte trotz des geringen Gewinnwachstums in den meisten Regionen, und die Bewertungen stiegen trotz höherer Zinssätze, sogar (und in einigen Fällen insbesondere) bei Technologieaktien von Unternehmen, die keine positive Cash Flows abwerfen. Der Markt ist in einigen Bereichen stark überkauft. **Dies alles sind Merkmale der typischen spätzyklischen Optimismusphase einer Aktien-Aufwärtsbewegung (ausgehend von den Tiefpunkten des Oktobers 2022).** Die Bondmärkte (insbesondere IG Bonds und Staatsanleihen) auf der anderen Seite haben in den letzten Wochen, im Zuge steigender Anleiherenditen, nachgegeben und sind aus einer technisch-konträren Optik und aufgrund ihres Rendite-Bewertungsprofils, interessant.

i Ausblick

Makrooptik: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Diese Standhaftigkeit und die Signale des Vorsitzenden der Federal Reserve Jerome Powell, der für 2023 zwei weitere Zinserhöhungen in Aussicht stellte, liessen die Renditen von Staatsanleihen gegen Ende des Quartals nochmals in die Höhe schnellen. Doch anders als im Jahr 2022, als der Anblick höherer Kreditkosten die Aktien ins Taumeln brachte, wird dies nun als Bestätigung der Idee wahrgenommen, dass eine weithin befürchtete Rezession nicht unmittelbar bevorsteht. Trotzdem verschlechtert der restriktive Kurs die Liquiditätssituation an den Kapitalmärkten weiter. **Die Inflation liegt in den USA mittlerweile seit einigen Wochen unterhalb der Leitzinsen.** Geht die Schere weiter auseinander (sinkende Inflation und weitere 1-2 Zinserhöhungen), dann kann sich die Liquiditätssituation weiter zuspitzen.

Die **Teuerung im Euroraum** gibt den Währungshütern der Europäischen Zentralbank (EZB) **noch immer keinen Grund zur Entspannung**. Die Inflation ist im Juni zwar zurückgegangen, von 6.1% auf 5.5%. Zugleich steigt aber die Kerninflationsrate – sie schliesst Lebensmittel und Energiepreise aus. Der Anstieg war aber zu erwarten, weil sich Sondereffekte bemerkbar machen, die bald wieder verschwinden werden. Doch wollen die Notenbanker erst erhebliche Fortschritte in der Kernrate erkennen, bevor sie anfangen über eine Zinswende nachzudenken. Zwei weitere Zinserhöhungen sind im 2023 zu erwarten (erwartete Leitzinsspitze 4%).

Zuletzt hatten viele Umfragen angedeutet, dass die Konjunktur sich abschwächen würde. Erwartet wird, dass die **bisherigen Zinserhöhungen ihre Wirkung sowohl in den USA als auch in Europa im zweiten Halbjahr voll entfalten**. Die aktuellsten **Frühindikatoren scheinen dies zu antizipieren**. Die grösste Volkswirtschaft Europas, Deutschland, schwächelt seit Monaten bereits (Binnenwirtschaft als auch Exportentwicklung) und befindet sich bereits in einer Kontraktion. Trotzdem werden die Zentralbanken erst dann von ihrem geopolitischen Kurs abkommen, wenn die Konjunktur zumindest in eine «Stagnation mit steigenden Arbeitslosenzahlen» fällt. Es ist möglich, dass erst dann (Vorliegen harter Fakten) die «Tauben» im US Fed- und EZB-Rat Oberhand erhalten werden. Dagegen wirkt die Fiskalpolitik expansiv und konjunkturstützend. Nicht zuletzt landet das höhere Zinseinkommen aus der restriktiven Geldpolitik wiederum in den Taschen der Konsumenten und Investoren, was ebenfalls zur Ankurbelung der Wirtschaft beiträgt. Daher kann man – allein aus der Zinserhöhungsoptik – auf keine negative Schlussfolgerungen für die Börsenkurse schliessen. Das erste Halbjahr 2023 hat dies deutlich aufgezeigt.

Von der Geldpolitik – mit Ausnahme von China und Japan – ist für die Märkte kurzfristig weiterhin **keine Entspannung zu erwarten**. Die **Geldschleusen auf der fiskalpolitischen Seite** (nicht nur in China) waren und sind – unabhängig von der Geldpolitik - **immer entscheidend**, um die Welt-Konjunktur nicht in eine Rezession schlittern zu lassen. Die Diskussionen in den USA rund um die Anhebung der Schuldenobergrenze und die damit einhergegangenen Verteilungskämpfe für die entsprechenden Budgetpositionen haben allerdings in den USA im Mai zu einer Verlangsamung der Ströme geführt.

Das **Makroumfeld** bleibt aus globaler Sicht für die Märkte **weiterhin im Spannungsfeld von entgegengesetzten Kräften (Geld- vs. Fiskalpolitik)**.

i Ausblick

Mittelfristig (nächste 1-2 Jahren) ist die Wahrscheinlichkeit aber durchaus hoch, dass die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft trotz hoher Zinsen nicht stark unter Druck gerät, insbesondere wenn der Desinflationsprozess weiter fortschreitet und das Konsumvertrauen sich verstärkt. Die Desinflation dürften es den Zentralbanken im 2024 erlauben die Zügel dann doch noch zu lockern. Hinzu kommt, dass Themen wie Diversifikation der Lieferketten weg von China, die künstliche Intelligenz und der grüne Wandel allesamt starke Triebkräfte sind, welche die Idee eines innovations- und investitionsgeleiteten Wirtschaftszyklus in den nächsten Jahren untermauern werden. **Insofern sind wir mittelfristig optimistisch was das Makro-Umfeld für die Kapitalmärkte betrifft.**

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

Aktien

Technisch gesehen haben einige Marktteilnehmer bereits einen brandneuen Bullenmarkt ausgerufen, nachdem der S&P 500 über 20% seit seinem Tiefststand im Oktober gestiegen ist. Viele Anleger sehen jedoch das Ende eines Bärenmarktes erst dann als gegeben an, wenn der S&P 500 einen neuen Höchststand erreicht. Das Allzeit-Schlusshoch des Referenzindex liegt bei 4796. Der S&P 500 schloss das erste Halbjahr bei einem Indexstand von 4450.

Die große Kritik an der Aktienrallye 2023 lautet, dass sie – zumindest in den USA - auf einem halben Dutzend Unternehmen beruht, die von einem «KI-Hype» profitieren. Diese Kritik mag für die ersten 5 Monaten des Jahres zutreffen. Seit Juni allerdings hat die Marktpartizipation zugenommen. Es gab Anzeichen für eine zunehmend «gerechtere» Verteilung der Gewinne, einschließlich der besten Woche für Small Caps seit März und einer Outperformance des gleichgewichteten S&P 500 (Überperformance um 1% vs. dem traditionellen, kapitalgewichteten Index). Aktien aller Art profitierten, neun von zehn S&P 500-Aktienmitgliedern stiegen. Branchen, die zuvor zurückgeblieben sind - vom Transportwesen über den Immobiliensektor bis hin zum Energiesektor – waren im Juni performanceseitig führend. Des Weiteren haben die meisten EU Indices und Japan, deren Marktkapitalisierung nicht von technologielastigen Unternehmen dominiert wird, während des ersten Halbjahres gut bis sehr gut abgeschnitten (Dax +15%, FTSE MIB 30 +23%, CA40 +17%, Nikkei225 +28%).

Je länger eine Rezession nicht eintritt und je länger die Hausse bei Aktienanlagen anhält, desto grösser der Optimismus und damit die breitere Partizipation der Aktienmarktentwicklung. Eine Folge davon ist die **abnehmende Volatilität** und zwar nicht nur bei Aktien. Ein von der Bank of America geführtes Mass für das anlageübergreifende Risiko ist im Jahr 2023 stetig gesunken, abgesehen von einer Spitze während der Bankenturbulenzen im März. Die **gedämpfte implizite Volatilität kann die Hausse durchaus noch etwas weiter schüren, d.h. die überkaufte Marktsituation kann noch etwas anhalten.**

i Ausblick

Wie sich die Anleger hinein ins zweite Halbjahre 2023 aber positionieren, hängt natürlich davon ab, worauf sie ihr Augenmerk richten: Auf eine inverse Renditekurve, den Anstieg des Nasdaq (FOMO; «fear of missing out»), die Politik der Zentralbanken oder etwas ganz anderes. Und ein solider Monat für kleinere Unternehmen bzw. eine breitere Marktpartizipation hinsichtlich Sektoren garantiert nicht, dass die Märkte im Klaren sind, dass eine Rezession vermieden wird oder dass der S&P 500 seinen Höchststand von 2022 wieder erreichen könnte.

Nach der jüngsten Welle des wieder aufkeimenden Optimismus und der starken Outperformance der Technologiewerte könnte es nämlich zu einem gesunden (5% – 10%) «Pullback» kommen: Gewinnmitnahmen bei Technologiewerten sind nicht ausgeschlossen, was infolge ihrer hohen Gewichtung auch den breiteren Index beeinträchtigen wird. Es stellt sich lediglich die Frage, ob es zu einem allgemeinen Rückgang im Sinne einer Korrektur (>10%) kommen wird oder ob die Anleger diese Gelegenheit gleich wieder zum Kauf nutzen und damit die Märkte rasch wieder unterstützen werden. Wir gehen derzeit eher vom zweiten Szenario aus. In jedem Fall sind wir der Ansicht, **dass die Erholung auch in nächster Zeit breiter angelegt sein muss und neue Impulse bzw. eine neue Führung (Sektoren ausserhalb von IT bzw. Value-Branchen/Titel) erforderlich ist, wenn der Markt die bisherigen Gewinne ausbauen soll.**

Aus fundamentaler Sicht (Gewinnentwicklungen der Unternehmen): Nach einer deutlich besseren Q1-Gewinnsaison in den USA und Europa wird der Markt auch für das abgelaufene Q2 recht gute Nachrichten erwarten, mit Ausnahme vielleicht von Unternehmen, die dem vorgelagerten globalen Produktionszyklus (Transport, Chemie, Halbfertigprodukte) ausgesetzt und vom Abbau der Lagerbestände bei Konsumgütern betroffen sind. Hier könnten die Unternehmen bei der Normalisierung der Preisgestaltung und der Abschwächung der Nachfrage in einigen Bereichen Vorsicht walten lassen. Per Saldo erwarten wir aber insgesamt ein nach wie vor robustes Quartalsergebnis. Die Guidance für das zweite Halbjahr könnte sich aber etwas eintrüben.

Es ist mit einer **schwächeren Preissetzungsmacht im Laufe des zweiten Halbjahres sowie einem zunehmend negativen operativen Leverage** zu rechnen. Die Anleger werden auch beginnen, ihren Blick auf 2024 zu richten, wo sich die derzeitigen Konsensprognosen einer erneuten Beschleunigung des **EPS-Wachstums auf 11% für die USA** gegenüber 1% in diesem Jahr als **optimistisch erweisen könnten**. Wir glauben, dass die Konsensrevisionen des Gewinns pro Aktie im 2. Halbjahr überwiegend im negativen Bereich liegen werden, insbesondere im Hinblick auf die Prognosen für 2024. Aus diesem Blickwinkel betrachtet ist eine **defensivere Positionierung** unserer Ansicht nach gerechtfertigt. Sektoren wie **Consumer Staples oder Pharma** bzw. Märkte wie **UK** (niedrigere Korrelation zum MSCI World) oder die **Schweiz** (defensiver Markt und YTD-«Underperformer») könnten profitieren. Aber auch Regionen mit höherem Wachstum sind zu favorisieren (**Emerging Markets**, inkl. Indien, LATAM).

i Ausblick

Staatsanleihen, Anleiherenditen

Die Zinskurven in den USA und in den meisten Europäischen Ländern sind nach wie vor stark invers. In den USA liegt das Zinsdifferential (zwischen 10 und 2 jährigen Staatsanleihen) mittlerweile bei knapp über 100 Basispunkte (in Deutschland als weiteres Beispiel, liegt der Spread bei 90 Basispunkte). Viele grosse Anleiheinvestoren (so u.a. PIMCO, der weltweit grösster Bondmanager) wetten weiterhin darauf, dass eine Rezession in den USA und Europa unvermeidlich ist. **Händler die noch im Q1 ihre Wetten auf weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr gestrichen und die Erwartungen für Zinssenkungen erhöht hatten, haben mittlerweile kapituliert.** Der Anleihenmarkt hat sozusagen mit den bereits im März verkündigten Aussagen vom US Fed-Vorsitzenden, Jerome Powell, wonach das Fed-Board Zinssenkungen im Jahr 2023 nicht in Erwägung ziehen, gleichgezogen. **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 und den aktuellen Renditen ist es aber nun realistisch, dass der Anleihenmarkt den künftigen Pfad der Zinsentwicklung und eine Kontraktion im wirtschaftlichen Umfeld korrekt antizipiert.**

Im bisherigen Jahresverlauf haben Anleihen positiv zu Portfoliorenditen beigetragen, selbst wenn die Kontribution in den letzten Wochen, aufgrund erneut ansteigender Renditen, wieder abgenommen hat. **Gewisse Länder** in der westlichen Welt, wo das Inflationsproblem weiterhin akut ist wie zum Beispiel in **England, bilden hiervon jedoch eine Ausnahme.** UK Staatsanleihen haben YTD einer der negativsten Performances geliefert (UK Gilts verlieren -3.7% YTD). In England stiegen verschiedene Komponenten des Inflationskorbs weiterhin stark an, so v.a. auch Elemente mit hoher Indexgewichtung wie zum Beispiel die Lohnpreisentwicklung (das Stagflationsproblem ist in ganz Europa hier am grössten). Daher ist die Bank of England (BoE) auch eine der aggressivsten Zentralbanken was den geldpolitischen Kurs betrifft. Die Märkte preisen derzeit UK Leitzinsen von 6.25% bis Ende Jahr ein (aktuell bei 5%). Dass diese Strategie von Erfolg gekrönt wird, ist kritisch zu hinterfragen, zumal die Gründe der hartnäckigen Inflation in UK grösstenteils selbst erzeugt wurden (i.e. Brexit hat Lieferungs- und Wertschöpfungsketten mit administrativen Hürden befüllt). Covid 19 war dann der endgültige «Zündschlüssel» für die derzeitige Lage. All dies trägt zur strukturellen Teuerung bei. Eine überrestriktive Geldpolitik wird hochwahrscheinlich zu einem Inflationsrückgang mit «harter Landung» führen.

Fazit: Wir waren sicherlich zu früh mit unserer Einschätzung sinkender Renditen am langen Ende der Kurve, doch **halten wir weiterhin an unserer Einschätzung fest** (bei diesen Niveaus umso mehr), dass Staatsanleihen am **langen Ende** – falls die rezessive Option eintritt – wie auch am **kurzen Ende, attraktiv** sind. Dies trifft für **Europa und die USA zu.**

i Ausblick

Kredite/Unternehmensanleihen

In diesem Bereich des Anleihspektrums muss unseres Erachtens sehr selektiv vorgegangen werden. **Ähnlich wie bei Staatsanleihen finden wir IG-Unternehmensanleihen aber im Allgemeinen weiterhin attraktiv.** IG Bonds sollten sich in einem desinflationärem Umfeld (USA & Europa ex UK) weiterhin positiv entwickeln. Die Spreads im High Yield (HY) **Segment sind aber noch nicht sonderlich attraktiv. Insofern denken wir, dass es sich immer noch nicht lohnt**, das Risiko auf der Anleihsseite durch signifikante Gewichtung zu **erhöhen**. Es lohnt sich die Faktenlage hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung abzuwarten. Idealerweise führt bereits eine leichte Kontraktion zu einer Ausweitung der Spreads in diesem Anleihssegment, so dass sich das Rendite/Risikoverhältnis insbesondere im Vergleich zu den **Cash-, Staatsanleihen- und IG Bond- Renditen** wieder verbessert. **Diese drei Anlagealternativen setzen die Messlatte (insbesondere auch vor dem Hintergrund des aktuellen Konjunkturmehls) für das Eingehen von grösseren Risiken bei HY Bonds wie aber auch bei Aktien, ziemlich hoch an.**

USD-Entwicklung

Der jüngste Anstieg der Renditen ist dieses Mal nicht mit einer markanten Aufwertung des USD einhergegangen. Dies hat auch damit zu tun, dass auch andere Länder (in Europa, UK, Schweiz etc.) die Zinsen erhöhen und die US Fed wahrscheinlich diejenige Zentralbank in der westlichen Welt ist, die den Kurs gegen Ende des Jahres bzw. Q1 2024 auch wieder am schnellsten in die andere Richtung ändern könnte. Die FX- Märkte scheinen dies zu antizipieren.

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 eine 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**.

Abgesehen von **kurzfristigem USD Aufwärtsdruck** (z.B. wenn Aktienmärkte mal wieder korrigieren sollten; «flight to safety»-Nachfrage) glauben wir, dass **mittelfristig der strukturelle USD-Aufwärtstrend der letzten Jahre durchbrochen wird**. Dies wird sich dann akzentuieren und sich zu einem Trend entwickeln, sobald die Märkte den US-Fed Zinsumkehrschritt beginnen zu eskomptieren (sinkende Anleihenrenditen, FX-Flows); **dies erwarten wir spätestens im Q1 2024**). Ein **mittelfristig sinkender USD hätte weitreichende, positive Konsequenzen für die Aktienmärkte und insbesondere für die Edelmetall- und Rohstoffmärkte. Hard-Währungsländer** mit hoher Exporttätigkeit in den USD Block (zum Beispiel die Schweiz mit dem CHF) werden sich dann allerdings wiederum anpassen müssen. **Wir denken, dass es nicht mehr lange dauern wird, bis der USDCHF Wechselkurs von aktuell 0.90 auf unter 0.80 fallen wird**. Aber auch gegenüber dem strukturellen schwachen EUR wird sich der CHF **über die nächsten 3 - 5 Jahren weiter aufwerten (auch hier sind Kurse von unter 0.85 von aktuell 0.97 nicht unrealistisch)**.

i Ausblick

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**. Die aktuelle leichte Korrektur ist neben dem erneuten Zinsdruck auch im Zusammenhang mit sinkenden Volatilitäten (steigenden Aktienkursen) zu sehen. Unseres Erachtens ist es, abgesehen vom einem durchaus realistischem, weiteren Nachgeben der Preise in Richtung der technischen Bandbreite von 1825 – 1850 pro Unze, z.B. infolge vorübergehendem USD Aufwertung im Zuge einer Konsolidierung an den Aktienmärkten, **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. **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 (Kontraktionstendenzen) und denken, dass ähnlich wie bei Aktien der kurzfristige Trend eher nach unten dreht. **Aber auch für diese Assetklasse sind wir mittelfristig äusserst positiv: Strukturbruch im USD als auch die steigende Nachfrage im Zuge des freundlichen Produktionsmegatrends (e-mobility, Verpackungsmaterialien, Baustoffe, etc.) werden die Rohstoffpreise ansteigen lassen.**

Markttechnik und Stimmung

Vergleiche hierzu die bereits gemachten Ausführungen beim Rückblick. **Merkmale einer typischen, spätzyklischen Optimismus-Phase einer Aktien-Aufwärtsbewegung** (ausgehend von den Tiefpunkten des Oktobers 2022) sind derzeit erkennbar. Dies **sind konträre Indikatoren**. **Auch die sinkenden Volatilitäten sprechen kurzfristig für eine Trendumkehr**. Die Bondmärkte (insbesondere IG Bonds und Staatsanleihen) auf der anderen Seite, haben in den letzten Wochen, im Zuge steigender Anleiherenditen, nachgegeben und sind aus einer technisch-konträren Optik und aufgrund ihres Rendite-Bewertungsprofils, interessant.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zweite Jahreshälfte 2023

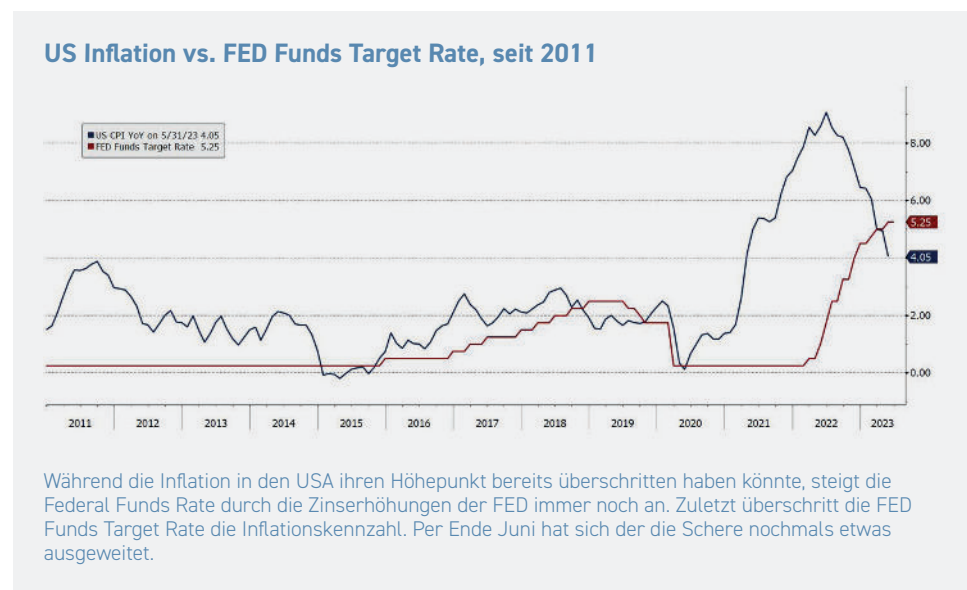
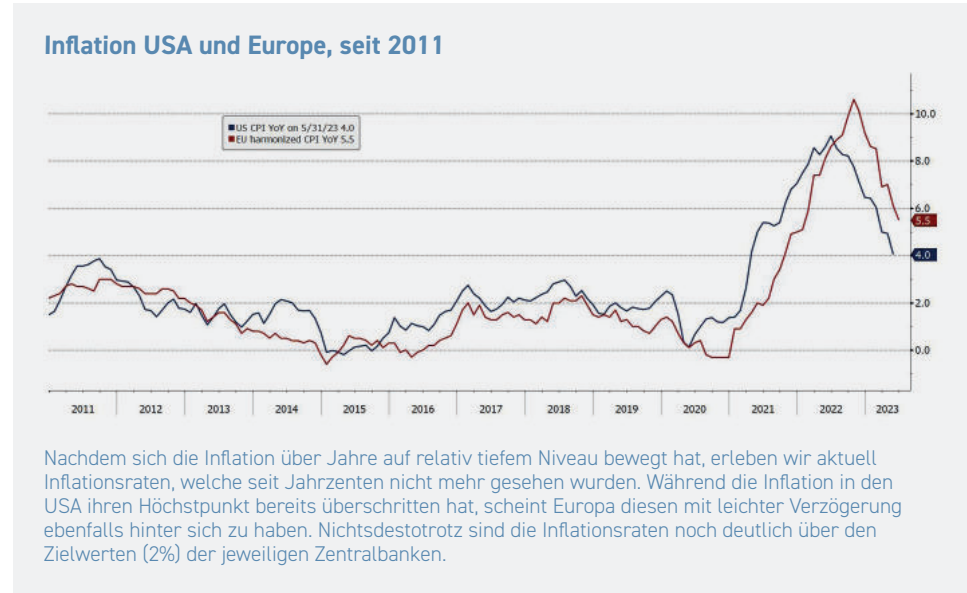
Zinsen steigen weiter an, aber die Fiskalströme wirken stützend. Die Verteilung dieser Ströme ist im Vergleich zu Covid Zeiten nicht mehr breit, aber im Aggregat weiterhin expansiv (d.h. es gibt Profiteure und Verlierer, was zu grösser werdenden sozialen Spannungen führt). Ob das Wirtschaftswachstum von hier aus enttäuschen wird, ist ungewiss. Gewisse Schichten der Gesellschaft (Verbraucher mit reduzierter Kaufkraft) könnten diskretionäre Ausgaben deutlicher kürzen. Andere (Unternehmen und höhere Einkommenschichten) wiederum könnten weiterhin profitieren (Gewinninflation) bzw. «verschont davon kommen». Inflation trifft nicht alle gleich. Sie wirkt «redistributiv» mit Verlierern und Gewinnern. **Die aktuellen Liquiditätsparameter und Kreditkonditionen sprechen für eine volatile Aktienmarktentwicklung.** Ebenso die markttechnische Seite (trotz der sich verbesserten Marktbreite seit anfangs Juni). Eine kurzfristige Korrektur an den Aktienmärkten ist nicht auszuschliessen. Um den Trend nachhaltig zu festigen (Bullenmarkt), müssen die monetären Zügel wieder gelockert werden. Aufgrund der nach wie vor hohen Inflation (deutlich über den 2% Zielrichtlinien der US Fed und EZB) und der angespannten Situation auf den Arbeitsmärkten, können wir kurzfristig nicht mit Rückenwinden aus diesen Bereichen rechnen. **Die Fiskalpolitik wird daher eine grosse Bedeutung für die nächsten Richtungsschritte der Aktienmärkte haben. Dasselbe trifft auch auf grosse Teile des Unternehmensanleihenmarkts zu.** Der langfristige USD Aufwärtstrend könnte im Zuge sinkender Zinsprojektionen in den nächsten 1-2 Quartalen brechen. Dies wäre die Basis (der sogenannte «Pivot») für ein Ausbrechen der Edelmetallpreise nach oben.

Was sind derzeit die grössten absehbaren Bedrohungen für die Märkte?

1. Ein Überschieszen der US Fed (wie auch der EZB) ist unserer Erachtens weiterhin das grösste Risiko (Auswirkungen auf Konjunktur, Konsumentenverhalten, Unternehmensgewinne, etc.). Die aktuellen Aktienindexstände diskontieren diese Möglichkeit bei weitem nicht ab.
2. Ein „**Kreditereignis**“ eines relevanten Instituts mit erheblichen Rückwirkungen/ Kettenreaktionen auf die Vermögenspreise (z.B. ein grosser Pensionsfonds, eine Bank, eine Immobiliengesellschaft oder ein Private Equity bzw. Hedge-Fonds mit hohen Wetten auf Kredit). Je höher die Kapital-/Kreditkosten steigen, desto grösser dieses Risiko.
3. Weitere **Enttäuschungen hinsichtlich Wirtschaftswachstum in China und anhaltende geopolitische Spannungen** (China-USA, China-Taiwan, Osteuropa).
4. Eine **fiskalpolitische Kehrtwende** in den USA (eine Wende hin zum „ausgeglichenen Haushalt“ vs. Defizit Ausgaben), welche die Fiskalströme genau dann reduziert, wenn die Nachfrage aufgrund der restriktiven Geldpolitik schwächer wird, hat an Eintrittswahrscheinlichkeit verloren. Risikostufe daher: niedrig.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

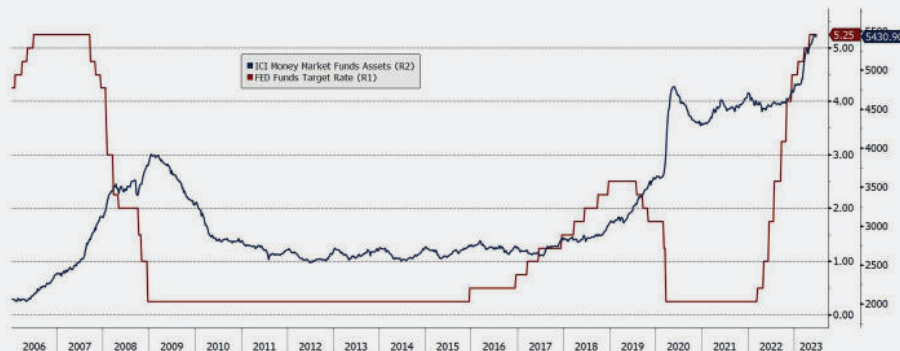


Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Vermögen in Geldmarktfonds und FED Funds Target Rate, seit 2006



Sprunghafte Anstiege der verwalteten Vermögen in Geldmarktfonds waren in der Vergangenheit oftmals begleitet von Zinssenkungen der Notenbank. Geldmarktfonds verzeichnen oftmals grosse Zuflüsse in Zeiten grosser Unsicherheit. Seit 2022 steigen aber die Zuflüsse infolge attraktiverer Verzinsungen.

Anleiherenditen 2Y und 10Y USA, seit 2018



Die Anleiherenditen in den USA sind im Jahr 2023 auf den höchsten Stand seit Jahren gestiegen. Die kurzfristigen Anleiherenditen sind viel stärker gestiegen als die zehnjährigen, was auch damit zu tun hat, dass das kurze Ende viel empfindlicher auf Markterwartungen über mögliche Zinserhöhungen reagiert. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Bankenkrise in den USA, die im März zu einem raschen starken Rückgang der 2-jährigen Zinssätze geführt haben, scheinen längst überwunden zu sein. Die kurzfristigen Anleiherenditen haben sich im zweiten Quartal rasch nach oben bewegt. Die 10-jährige Rendite hingegen bewegt sich seit der zweiten Jahreshälfte 2022 weiterhin leicht unter 4%.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

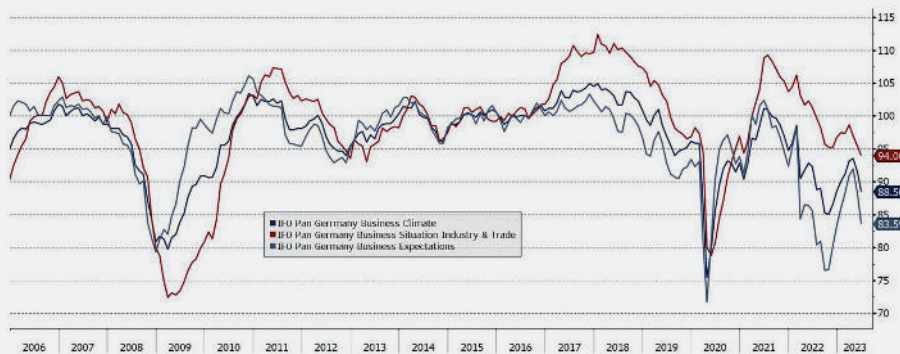
(in Charts)

Geschäftsbedingungen (anhand der PMIs) in USA and EU, seit Juli 2020



Sowohl in den USA als auch in der EU ist der PMI des verarbeitenden Gewerbes weiterhin gedämpft und liegt unter der 50er-Marke, insbesondere in Europa, wo er unter den Tiefststand vom September 2022 gefallen ist (hier insbesondere deshalb, weil der lang erwartete Aufschwung bei den Maschinenaufträgen aus China noch nicht eingetreten ist).

Geschäftsbedingungen (anhand des IFO Geschäftsklima-Index) in Deutschland, seit 2006

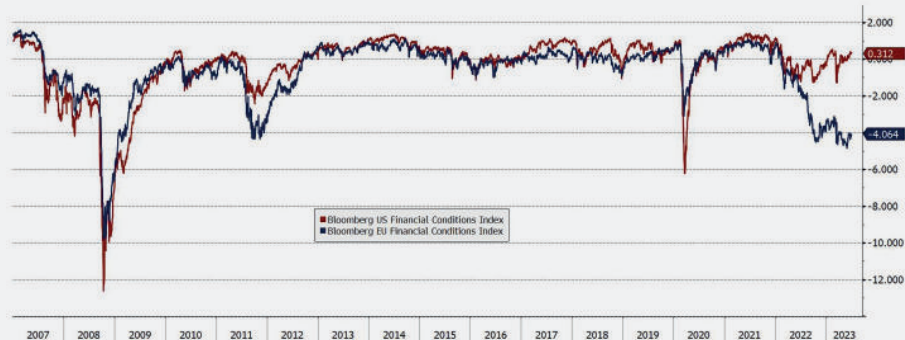


Der deutschen Wirtschaft droht eine längere Rezession, da sich sowohl die Binnennachfrage als auch die Erwartungen der Exporteure abgeschwächt haben. Die schwächer als erhofft ausgefallene Wirtschaftsleistung Chinas seit der Wiedereröffnung von COVID-19, eine sich abzeichnende Rezession in den USA und die anhaltende geldpolitische Unsicherheit scheinen die Stimmung der deutschen Unternehmen zu belasten.

iii Rückblick & Ausblick

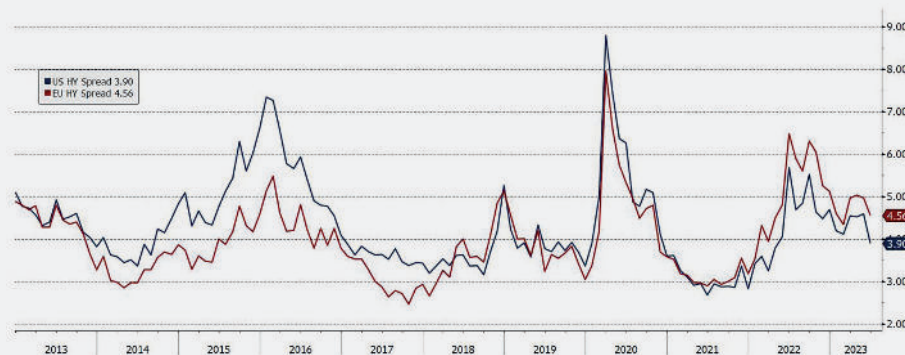
(in Charts)

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. Die Lage in Europa hat sich weiter eingetrübt.

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. Das Absinken der Volatilitäten während des zweiten Quartals hat zu einer erneuten Einengung der HY-Zinsspreads geführt.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

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.

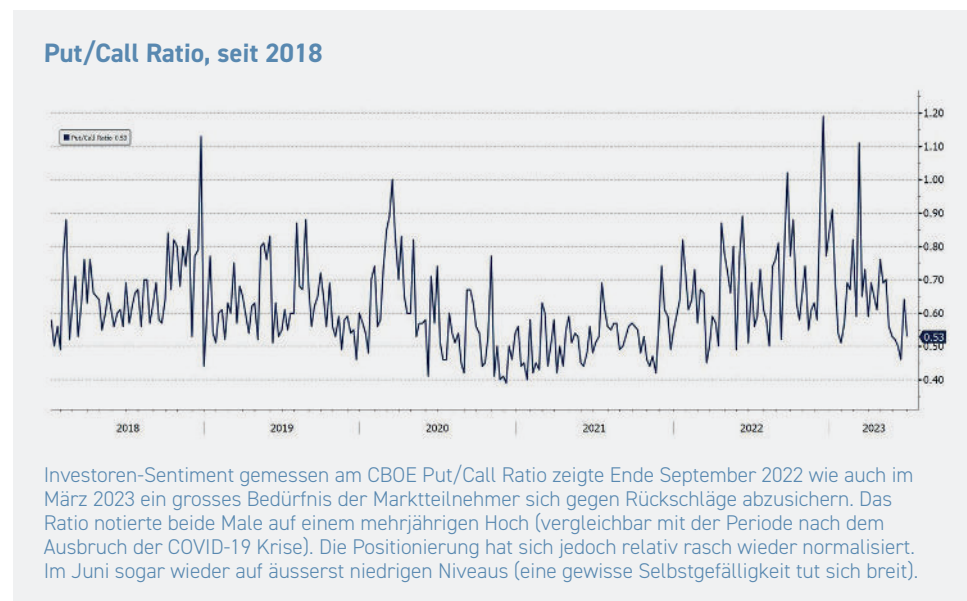
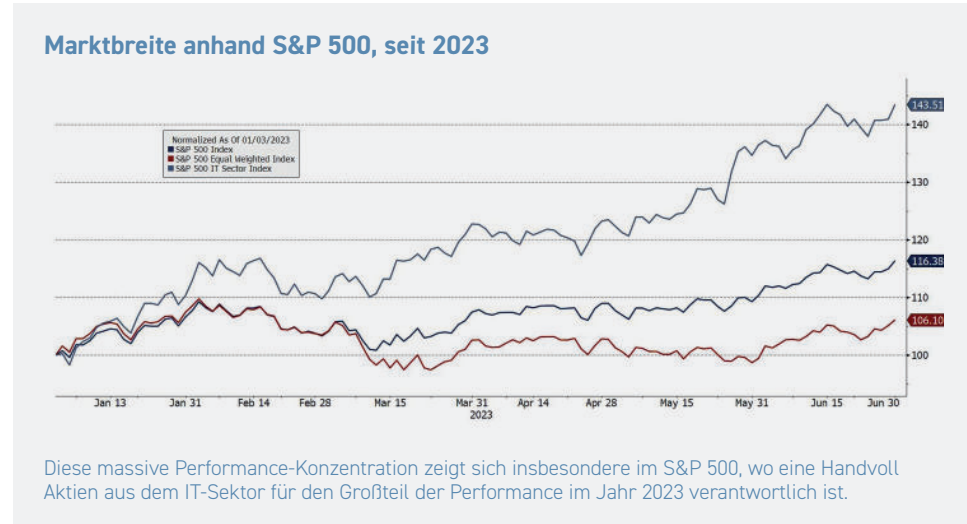
Marktbreite anhand Nasdaq 100, seit 2022



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.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

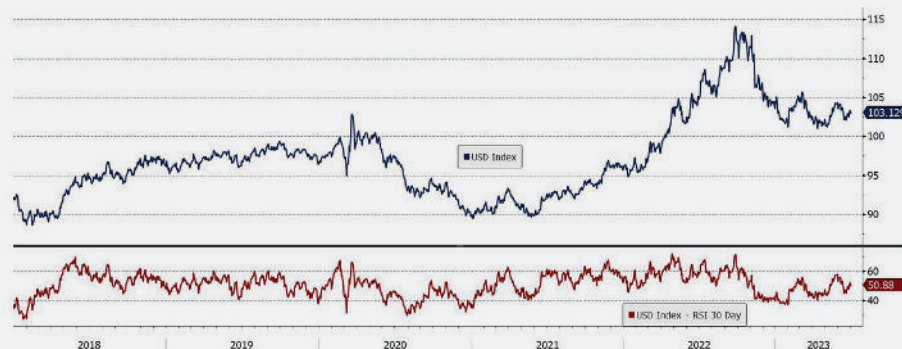


Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

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. Obwohl sich der USD Index in den letzten Wochen stark abgeschwächt hat, ist dieser aber anhand des RSI noch nicht überverkauft. Ein kurzfristiges Erstarren kann nicht ausgeschlossen werden. Mittelfristig könnte der Aufwärtstrend nachhaltig drehen.

Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018

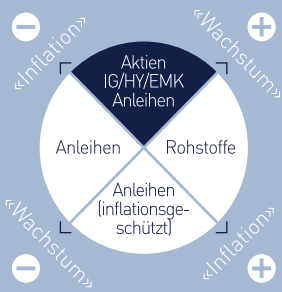


Die hohen Inflationszahlen in den USA drückten die Realzinsen deutlich in den negativen Bereich. Die Realzinsen (wieder steigend) und der Goldpreis weisen historisch gesehen eine hohe negative Korrelation auf. Der jüngste starke Anstieg in Gold ist jedoch primär auf die Unsicherheiten im Bankensystem zurückzuführen, die anscheinend schnell abklingen.

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Gemischte Makro-Daten: Das Verbrauchervertrauen stieg in USA nach Angaben des Conference Board auf den höchsten Stand seit Anfang letzten Jahres und zwar in Optimismus hinsichtlich des Arbeitsmarktes und der konjunkturellen Aussichten. Auch der private Immobilienmarkt bleibt robust. Auf der anderen Seite trüben sich die Frühindikatoren (PMIs) ein. Dies sowohl in USA als auch in Europa. Die Kennzahlen in Deutschland zeigen bereits ein rezessives Umfeld an. ■ Inflationszahlen bilden sich sowohl in USA als auch in Europa (Ausnahme UK) weiter zurück (Desinflation). Allerdings ist die Zielgrösse (US-Fed und EZB) von 2% noch in weiter Ferne. Inflation ist in China kein Problem. ■ US-Spot und die erwarteten Realrenditen sind nach dem letzten Inflationsdruck positiv. In der EU befinden wir uns auf dem gleichen Weg. Die bestätigte Beibehaltung der restriktiven Politik der Zentralbanken in den USA und der EU dürfte für länger positive Realrenditen sorgen. In China wird hingegen geld- und fiskalpolitisch weiter stimuliert. In Japan bleibt die monetäre Politik ebenfalls expansiv trotz Inflation auf über 4%. ■ Die Lage in China ist nach wie vor fragil. Das Regierungsziel hinsichtlich Wachstum von 5% für 2023 ist erreichbar, doch es klemmt an vielen Ecken und Kanten. Kollaps im Immobiliensektor (bisher) unterbunden, aber Probleme belasten das Wachstum. Auch der Export (im Zuge der Spannungen mit den USA), letzte Zahlen mit -7.5% vs. 2022, schwächelt und auch der erhoffte Wachstumsimpuls im Inland (Konsumnachfrage post-COVID) bröckelt bereits wieder. ■ Fazit: Gemischtes Makro-Bild, intakter Arbeitsmarkt in USA und Europa, rückgängige aber nach wie vor hohe Kerninflation (v.a. in USA) schwächelnde Frühindikatoren (PMIs) aber (noch) keine Rezession, kurzfristig kaum Wachstumsimpulse für die Welt aus China zu erwarten und die Notenbankpolitik in der westlichen Welt ist insgesamt weiterhin restriktiv. Die Fiskalpolitik bleibt dennoch expansiv und ist eines der wichtigsten Stützen für die Konjunktur. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bewertungen an den Aktienmärkten sehen vor allem in Europa wie auch in Asien moderat aus. Dies unter der Annahme, dass die Unternehmensgewinne – ausgehend von den aktuellen Niveaus - aufgrund einer möglichen Konjunkturkontraktion, nicht wesentlich sinken. In den USA sind die Bewertungen nach wie vor hoch. Mittlerweile liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in USA wieder über 20x (Europa und Asien unter 13x), allerdings sieht das Bild selbst in USA etwas besser aus, wenn man die sehr teuren Tech-Werte ausklammert. Gewinnentwicklungen der Unternehmen: Nach einer deutlich besseren Q1-Gewinnsaison in den USA und Europa wird der Markt auch für das abgelaufene Q2 recht gute Nachrichten erwarten. Die Guidance für die zweite Jahreshälfte dürfe aber niedriger ausfallen. ■ Staatsanleihen: Aufgrund der aktuellen Geschehnissen (Rendite-druck nach oben infolge weiterhin sehr restriktivem Kurs der Zentralbanken) und der aktuellen (attraktiven) Renditen scheint der Anleihenmarkt den künftigen Pfad der Zinsentwicklung und eine Kontraktion im wirtschaftlichen Umfeld zu antizipieren. Wir denken, dass Staatsanleihen am langen Ende – falls das rezessive Szenario eintritt – wie auch am kurzen Ende (Erreichen der Leit-Zinsspitze in den nächsten 1-2 Quartalen) attraktiv sind. Dies trifft für Europa und USA zu. UK hinkt etwas hinterher (zu hohe Inflation). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aktien vs. Anleihen (und Bargeld): Unternehmens- und Staatsanleihen sind zu einer klaren Alternative zu Aktien geworden. Sogar Bargeld (kurzfristige MM usw.) ist eine attraktive Anlageklasse, wenn man es mit dem aktuellen Risiko-Ertrags-Profil von Aktien vergleicht (deutlich gestiegene Preise YTD). Dies gilt nicht nur für auf USD lautende Anlagen, sondern auch für EUR- oder GBP-Cash/Anleihe-Alternativen. ■ Aktien: Konsensrevisionen des Gewinns pro Aktie im 2. Halbjahr könnte überwiegend im negativen Bereich liegen, insbesondere im Hinblick auf die Prognosen für 2024. Aus diesem Blickwinkel betrachtet ist eine defensivere Positionierung gerechtfertigt. Sektoren wie Consumer Staples oder Pharma bzw. Märkte wie UK (niedrigere Korrelation zum MSCI Word) oder die Schweiz (defensiver Markt und YTD-«Underperformer») könnten profitieren. Aber auch Regionen mit höherem Wachstum sind zu favorisieren (Emerging Markets, inkl. Indien, LATAM). ■ Unternehmensanleihen: Analog Staatsanleihen halten wir auch IG-Unternehmensanleihen für attraktiv. Hingegen lohnt es sich noch nicht, das Risiko mit Anlagen in HY-Anleihen (High Yield) zu erhöhen (zu niedrige Spreads, Kollaps der Volatilität hat zu einer weiteren Einengung per Ende Juni geführt). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ In den letzten Wochen erlebten die Aktienmärkte eine Rallye, die zu Optimismus führte, dass die Indizes entscheidend aus der technischen Spanne ausbrechen würden. ■ Die jüngste intensive Beschäftigung mit der künstlichen Intelligenz und ihren Auswirkungen hat ebenfalls dazu beigetragen, den Wachstumsenthusiasmus wieder anzufachen. In der Kombination stiegen die Aktienmärkte trotz des geringen Gewinnwachstums. ■ Der Markt ist in einigen Bereichen stark überkauft. Dies alles sind Merkmale der typischen spätzyklischen Optimismusphase einer Aktien-Aufwärtsbewegung (ausgehend von den Tiefpunkten des Oktobers 2022). ■ Dies sind konträre Indikatoren. Auch die sinkende Volatilitäten sprechen kurzfristig für eine Trendumkehr. Die Bondmärkte auf der anderen Seite haben in den letzten Wochen im Zuge steigender Anleihenrenditen nachgegeben, und sind aus einer technisch-konträren Optik und aufgrund ihres Rendite-Bewertungsprofils, interessant. ■ USD: Abgesehen von kurzfristigem USD Aufwärtsdruck (z.B. wenn Aktienmärkte mal wieder etwas nachgeben sollten; «flight to safety»-Nachfrage) glauben wir, dass mittelfristig der strukturelle USD-Aufwärtstrend der letzten Jahre drehen wird. ■ Gold: Weitere Konsolidierung um 1900 oder leicht darunter (1825- 1850) wahrscheinlich. Mittelfristig (sinkender USD) bleibt die Aufwärtsentwicklung intakt. ■ Fazit: Das technische Bild bleibt trotz besserer Marktbreite (breitere Partizipation, Sektoren & Unternehmen) während des Monats Juni fragil. Derzeit zu niedrige Volatilität, zu viel Optimismus (Aktien) und gewisser Pessimismus (Staatsanleihen) geben konträre Signale (kurzfristig: Vorsicht bei Aktien, konstruktives Umfeld für Staatsanleihen und IG Bonds).

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	
	«Absolut»	«Relativ»
<ul style="list-style-type: none"> Zinsen, Inflationsraten Geldmenge, Kreditschöpfung Währungsrelationen ... 	<ul style="list-style-type: none"> KGV P/B ROE Dividenden-Renditen Gewinn-Renditen YTM Duration Kreditbonität ... 	<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"> Wachstum, Inflation (Zinsen) und monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation). 	<p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögens-klassen werden sowohl einzeln (absolut) als auch im relativen Verhältnis zueinander analysiert, um insbesondere auch im historischen Zusammenhang Über-/Unterbewertungen zu eruieren. Auf aggregierter Basis werden Parameter wie Dividendenrenditen, Verhältnis von Gewinn- («earnings yield») zu Anleihenrenditen, KGVs, zyklisch adjustierte KGVs («CAPE»), etc. ausgewertet. Gleichzeitig erfolgen in einem zweiten Schritt die unternehmensspezifischen Analysen für die Wertpapierselektion anhand verschiedener Kriterien (Indices).</p>	<p>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)

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.