



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar** Herbst 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>	21
v <b>CONREN's M3 erklärt</b>	22
vi <b>Koordinaten</b>	23
vii <b>Rechtlicher Hinweis</b>	24

## 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.

Nachdem Aktienmärkte die erste Jahreshälfte überwiegend mit zweistelligen Performancezahlen abschliessen konnten, hat sich das Bild während des dritten Quartals gedreht. Der Markt verzeichnete nicht nur für den Handelsmonat September, sondern auch für das Quartal insgesamt Verluste. Der S&P 500 beendete den Monat mit einem Minus von 4,9% und das Quartal mit einem Minus von 3,7% (mittlerweile liegt die YTD-Performance des gleichgewichteten S&P 500 Index knapp im positiven Bereich). Der Nasdaq Composite verlor im September -5,8% und im Quartal -4,1%. Beide verzeichneten ihre schlechtesten Monate in diesem Jahr. Der Dow Jones gab um -3,5% nach und beendete das Quartal mit einem leichten Verlust von -2,6%. Ein ähnliches Bild zeigte sich auch in Europa, wo insbesondere Small- und Mid Caps überproportional an Wert einbüssten. Anleihen haben im Zuge steigender Anleiherenditen, wegen restriktiver Geldpolitik-Rhetorik «Zinsen bleiben länger auf hohem Niveau», ebenfalls negative Entwicklungen verzeichnen müssen. 10-jährige US-Staatanleihen notierten Ende September bei über 4.65%, einem Stand der letztmalig im Oktober 2007 erreicht wurde. Die Konjunktur hat sich weiter abgekühlt, wobei regional hohe Unterschiede zu verzeichnen sind. In den USA ist die Lage nach wie vor robust, wohingegen Europa und insbesondere China an Dynamik deutlich eingebüsst haben. Erfreulicherweise bilden sich jedoch die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks weiter zurück, was den weiteren Zinsdruck der Notenbanken abschwächt. Die Inflationsrate in der Eurozone (4,3%) war letztmalig im Oktober 2021 so tief wie heute (Höhepunkt im Jahr 2022 bei 10,6%).

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

Sowohl in den USA als auch in Europa schwächen sich die Wirtschaftsdaten ab. **Die US-Wirtschaft wächst immer noch in einem angemessenen Tempo (real 2,1% per Q3), aber die europäische Wirtschaft rutscht zunehmend in ein negatives Wachstum ab.** Im Zeitraum von 2009 bis 2020 reichte dies für die Fed und die EZB aus, um die Wirtschaft durch niedrigere Zinssätze und mehr Geldschöpfung wieder anzukurbeln. Damals waren jedoch starke deflationäre Kräfte im Spiel. Heute zeigt sich jedoch ein anderes Bild. **Die Wirtschaft verlangsamt sich, aber die Inflation bleibt – trotz erfreulichem Rückgang von den Höchstwerten in 2022 - hartnäckig hoch. Der Arbeitsmarkt ist in beiden Volkswirtschaften immer noch sehr angespannt.** Dies führt dazu, dass die Löhne immer noch in einem Tempo steigen, das nicht mit einer Rückkehr der Inflation auf 2% übereinstimmt. Es ist heute im Gegensatz zur Vor-COVID Phase durchaus möglich, dass es bei der Umsetzung von Konjunkturmassnahmen zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt. Die deflationären Kräfte, die bis 2020 weltweit einen kontinuierlichen Abwärtsdruck auf die Inflation ausübten, haben sich in inflationäre Kräfte verwandelt. Jetzt kommen die steigenden Ölpreise zu diesen Faktoren hinzu. Die Reaktion der Zentralbanken sollte daher einfach sein: Sie sollten die monetären Bedingungen so straff halten, dass das Wachstum unter die Potenzialwachstumsrate sinkt. Dadurch werden mehr Reservekapazitäten geschaffen, so dass ein stärkerer Abwärtsdruck auf Lohnerhöhungen und Inflation entsteht. Gleichzeitig sind sie bereit, höchstens eine leichte Rezession zu tolerieren, aber sicher keine tiefe.

**Genau darauf zielen die Zentralbanken ab, indem sie die Zinsen wahrscheinlich nicht weiter anheben, sondern sie voraussichtlich für längere Zeit hochhalten werden.** Die Zinssätze haben nun allerdings ein Niveau erreicht, auf dem sie die Wirtschaft bremsen.

## i Rückblick

Ein Blick auf die PMI-Indizes (Purchasing Managers Index) belegt, dass global (Wert um die 49) wie aber auch regional (USA unter 48, Eurozone unter 44, Deutschland unter 40, UK unter 45, China 50) die wirtschaftliche Aktivität stottert. Lediglich die Werte in Indien (PMI über 58.; das Land führt seit mehreren Monaten die Rangliste der PMI an), Mexiko (51), Brasilien (51) und Russland (53) signalisieren derzeit eine positive Veränderung der wirtschaftlichen Aktivität. Europa verzeichnet hingegen einen Einbruch beim Neugeschäft und eine rasante Abnahme des Auftragsbestandes, was wiederum zu massiven Produktionskürzungen führt. Der Kontinent leidet derzeit auch an der schwächelnden Konjunktur Chinas (hier herrscht aufgrund der andauernden Immobilien- und Kreditkrise sowie einer schwächelnden Konsumnachfrage ein deflationäres Umfeld vor: die Inflation beträgt aktuell -0,3%).

Erfreulicherweise haben allerdings die Inflationsraten in den USA und selbst in Europa während des Quartals spürbar nachgelassen. Besonders erfreulich ist, dass die Trendwende auch im September nochmals bestätigt wurde. Die Inflation in der Eurozone ist auf den niedrigsten Stand seit fast zwei Jahren gesunken, und der Preisanstieg in den USA (Kerninflationsrate) fiel in den vergangenen zwei Monaten geringer aus als erwartet, so dass die Aussicht besteht, dass die Zinserhöhungen auf beiden Seiten des Atlantiks wahrscheinlich zu einem Ende gekommen sind.

### 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 weiteren Konjunkturkontraktion ausgehend von den aktuellen Niveaus nicht wesentlich sinken. In den USA sind die Bewertungen selbst nach der leichten Börsenkorrektur während Q3 nach wie vor hoch. **Mittlerweile liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in USA knapp unter 20x (Europa und Asien unter 13x)**, allerdings sieht das Bild selbst in den USA etwas besser aus, wenn man die sehr teuren Tech-Werte ausklammert. Aber 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. Dies ist derzeit auch an der **deutlich gesunkenen US-Aktienrisikoprämie («ARP»\*)** ablesbar, welche in den letzten 12 Monaten von rund 4% auf nunmehr etwas über 1% gesunken ist.

\* Die ARP ist die zusätzliche Rendite, die man bei Aktien im Vergleich zu Anleihen als Gegenleistung für die Übernahme des zusätzlichen Risikos erhält. Je höher die Prämie, desto attraktiver sind Aktien und umgekehrt.

## i Rückblick

### Marktstimmung

Der im September erschienene Marktüberblick der globalen Fondmanager gibt keine einschneidenden Informationen über die weitere Börsenentwicklung. Auffällig ist aber, dass eine deutliche Mehrheit der Fondsmanager entweder keine Rezession oder nur eine sanfte Landung erwarten. Entsprechend haben sie ihre Untergewichtung in Aktien in den letzten Monaten komplett zurückgefahren. Interessant ist aber auch, dass die individuellen amerikanischen Investoren (AAll) ihre Aktienbestände, im Gegensatz zur Finanzkrise oder der Internetblase, in diesem COVID bzw. post-COVID Zyklus nie nennenswert zurückgefahren haben und somit bei einer überraschenden volkswirtschaftlichen Verschlechterung der Lage als grössere, marktbelastende Verkäufer auftreten könnten. Weitere markttechnische Indikatoren geben ein gemischtes Bild ab: Die Marktstimmung ist weltweit nach wie vor nicht optimistisch (i.d.R. gut für die weitere Börsenentwicklung), die Volatilitäten niedrig und die US-Advance/Decline Linie zeigt eine abnehmende Marktbreite (-partizipation) an. Lediglich in Japan ist dieses technische Mass äusserst günstig, wo die Anzahl steigender Börsentitel jenen mit sinkenden Notierungen deutlich übersteigt.

## i Ausblick

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

Die US-Fed hat zwar an ihrer letzten Sitzung die Zinsen nicht weiter erhöht, doch die Rhetorik bleibt weiterhin restriktiv, das Motto lautet «higher-for-longer». Die Bank of England und die Schweizerische Nationalbank hielten die Zinssätze im letzten Monat ebenfalls unverändert, während die Europäische Zentralbank sich für eine "sanfte Anhebung" entschied und die Zentralbanken Schwedens und Norwegens andeuteten, dass nur eine weitere Anhebung bevorstehen könnte. Die Banken haben sich der Botschaft der US-Notenbank angeschlossen, dass die Inflation weiterhin eine Bedrohung darstellt und die Geldpolitik für einen längeren Zeitraum in einem restriktiven Bereich bleiben muss. Der Druck durch höhere Ölpreise und Konjunkturrisse bleibt bestehen. Die hohe Inflation ist nach wie vor eine Plage für die europäischen Haushalte und Unternehmen, und die Zentralbanken der Region haben noch keinen Erfolg bei der Senkung der Inflationsrate auf das angestrebte 2%-Niveau zu vermeiden.

Im September änderte sich der Tonfall der Zentralbanken gegenüber früheren Monaten jedoch insofern, dass einige von ihnen nach fast zwei Jahren keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornahmen, während andere voraussichtlich kurz vor dem Erreichen des Zinshöchststandes stehen. Dies hat die Aufmerksamkeit der Märkte nun auf die Frage gelenkt, wie lange die Zinssätze in Anbetracht des angespannten Wirtschaftswachstums auf dem derzeitigen Niveau gehalten werden können.

Die Entscheidungen haben gezeigt, dass alle Zentralbanken mit dem gleichen dreifachen Dilemma zu kämpfen haben: Wie kann man ein Gleichgewicht herstellen zwischen einer sich verlangsamenden Wirtschaft, einer immer noch zu hohen Inflation und den verzögerten Auswirkungen von noch nie dagewesenen Zinserhöhungen? Selbst wenn die Zinsen nicht weiter steigen, sondern auf diesen Niveaus für eine längere Zeit verharren, bedeutet dies einen weiteren Abwärtsdruck auf Beschäftigung, Wachstum, Lohnsteigerungen und Inflation. Automatisch bedeutet dies auch, dass bei konstanten Nominalzinsen die Realzinsen steigen. Dadurch wird die Wirtschaft weiter gebremst, bis ein Punkt erreicht ist, an dem die Zinssätze wieder gesenkt werden müssen. Da wir jedoch noch nicht an diesem Punkt angelangt sind, müssen die Märkte nun eine schwächelnde Wirtschaft ohne weitere Anreize in Kauf nehmen. In diesem Klima erwarten wir eine volatile Periode für Aktienkurse und keinen wesentlichen, weiteren Aufwärtsdruck auf die Zinssätze (Anleiherenditen). Eine Zinssenkung liegt jedoch noch in weiter Ferne. Der jüngste Anstieg der Ölpreise und die Lohnforderungen gewisser Arbeitsmarktsegmente (z.B. US-Automobilbranche oder Lohnforderungen verschiedener Arbeitnehmersegmente des öffentlichen Dienstes in Europa) bereitet den Zentralbanken zusätzlich Kopfzerbrechen, da diese die Inflation anheizen und gleichzeitig das Wirtschaftswachstum bremsen könnte, was künftige Zinsentscheidungen noch schwieriger macht. Insgesamt gehen wir aber vom Ende des Zinszyklus aus und erwarten, dass der Markt dies in den nächsten Monaten beginnen wird zu eskomptieren – allen voran der Anleihenmarkt.

Die Makrosituation in China ist für den weiteren Verlauf an den Märkten nicht minder wichtig. In China sind zwar auch die Zinsen im Zuge der Immobilienkrise leicht zurückgenommen, aber eine nachhaltige Belebung dieses wichtigsten Wirtschaftszweigs (trägt etwa 25% des Bruttoinlandproduktes bei) dürfte nur bei deutlich niedrigeren Zinsen (10jährige werfen aktuell 2,6% an Zinsen ab) möglich sein. Eine weitere deutliche Absenkung ist allerdings

## i Ausblick

nicht realistisch, da ansonsten die Gewinnspannen der Banken zu stark abfallen würden, was wiederum schlecht für das Wachstum der Volkswirtschaft ist. Daher liegen hier die Hoffnungen auf weitere fiskalpolitischen Unterstützungsmassnahmen. Ohne klare Signale aus diesem Bereich wird der deflationäre Druck weitergehen und nicht nur das Wachstum (Wachstumsziel von 5% für 2023 ist eher unrealistisch) und die Währung belasten (im September ein 16-Jahrestiefst vs. dem USD erreicht), sondern auch die internationale Anlegergemeinschaft vor einem Wiedereinstieg in den dortigen Markt, weiter abschrecken. Trotz des Niedergangs der chinesischen Immobilienbranche (rund 30% weniger Verkäufe als im Vorjahr) dürfte eine Immobilienkrise wie in den USA in der globalen Finanzkrise 2007-2009 allerdings unrealistisch sein. Die Immobilienprobleme werden aber weiter das lokale Wachstum und daher auch die internationale Dynamik belasten. Zum Ende des Quartals hat auch die Weltbank ihre Wachstumsprognose 2024 für China von 4,8% auf nunmehr 4,4% abgesenkt (50-Jahrestief). Sollte sich dies bewahrheiten, dann hat dies natürlich entsprechende negative Effekte auf das gesamte Wachstum der Süd-Ost-Asiatischen Region und auch auf Länder, Branchen und letztlich auf Unternehmen, die eine hohe Abhängigkeit von der chinesischen Volkswirtschaft haben (u.a. Europa, Automobilbranche).

**Zusammenfassend lässt sich sagen**, dass wir nach wie vor ein **gemischtes Makrobild** vorfinden (die Ampeln leuchten auf «orange»): **Intakter Arbeitsmarkt in den USA und Europa, rückgängige Kerninflation (USA & Europa), kontraktives Umfeld anhand der Frühindikatoren (PMIs) aber (noch) keine Rezession, kurzfristig sind kaum Wachstumsimpulse für die Welt aus China zu erwarten** und die **Notenbankpolitik in der westlichen Welt ist** insgesamt weiterhin **restriktiv (Japan ist diesbezüglich weiterhin eine Ausnahme)**. Die **Fiskalpolitik** bleibt in diesem Umfeld eine der wichtigsten Stützen für die Konjunktur. Die **USA drückt hier weiter aufs Pedal** (USD 1.7 Billionen Defizit im soeben abgelaufenen Fiskaljahr 2023. Dies sind USD 600 Milliarden mehr als im Vorjahr) – trotz kurzfristiger, politischer Auseinandersetzungen betreffend die Anhebung der Schuldenobergrenze (mittlerweile die höchsten Defizite in Nicht-Kriegs- und Krisenzeiten). **Europa stimuliert ebenfalls weiter**, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau als die USA. **China könnte in den nächsten 1-3 Monaten mit positiven Impulsen überraschen**. Die indirekten Signale, welche man an den Rohstoffpreisentwicklungen ablesen kann, deuten unter Umständen bereits auf entsprechende Impulse hin (steigende Öl- und Eisenerz-/Kupfernachfrage). Das **Makroumfeld** bleibt aus globaler Sicht für die Märkte **weiterhin im Spannungsfeld von entgegengesetzten Kräften (Geld- vs. Fiskalpolitik)**. **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 stärkt. Die Desinflation dürften es den Zentralbanken im Verlauf von 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. **Insofern sind wir mittelfristig optimistisch, was das Makroumfeld für die Kapitalmärkte betrifft**

## i Ausblick

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

#### Aktien

Im Q2 Bericht schrieben wir: «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». Die milde Korrektur im 3. Quartal bestätigt bisher unsere Hypothese, wobei die wieder sinkende Marktpartizipation (insb. der überproportionale Rücksetzer bei small & mid Caps Unternehmen) in USA und Europa, die nach wie vor hohe Bewertung in USA (P/E über 20, Shiller PE CAPE um die 30) bei gleichzeitig sinkenden Fundamentaldaten (Q3 Zahlen werden nicht mehr so gut sein wie Q1-Q2), die (zu) hohe durchschnittliche EBIT Marge in Europa (rund 3% höher als 2019-Niveaus), die deutlich gesunkene US-Aktienrisikoprämie (leicht über 1% vs. historischem Durchschnittswert von 4%) und das weiterhin hohe Aktienengagement privater Investoren kurzfristig eher für eine weitere Korrekturphase an den Aktienmärkten spricht. Auch die anziehenden Anleiherenditen und die erneute USD-Stärke wirken derzeit nicht unterstützend. Die hohen Bewertungen machen allgemein nur Sinn, wenn die Anleger von deutlich niedrigeren Anleiherenditen ausgehen. Was aktuell fehlt ist ein klarer positiver «Makro-Trigger», damit die Märkte in der Breite wieder anziehen können. Dieser ist aber derzeit (noch) nicht erkennbar (Japan ist hier vielleicht die Ausnahme, denn bezogen auf Zinsniveau, Gewinn- und Konjunkturentwicklung scheint sich das Land derzeit in einem gewissen «sweet spot» zu befinden). In diesem schwierigen Umfeld ist es unseres Erachtens wichtig, die Portfolios auf der Aktienseite breit zu diversifizieren und diese mehrheitlich mit ertrags- und bilanzstraken Unternehmen zu bestücken. Solche Unternehmen werden kurzfristige Marktvolatilitäten gut überstehen können.

#### Staatsanleihen, Anleiherenditen

Anleiherenditen sind gegen Ende des Quartals nochmals deutlich gestiegen (und die Preise entsprechend auf ein 16-Jahrestief gesunken). Dies ist weniger Ausdruck eines positiven Konjunkturausblicks, sondern vielmehr der Notenbankpolitik & -rhetorik zu verdanken. Rein fundamental müssten die Renditen, im Zuge sinkender Wachstumsaussichten und deutlich zurückgekommenen Inflationsdaten, wieder sinken bzw. zumindest nicht deutlich weiter steigen. Die positiven Realrenditen in den USA (Cash & Anleihen) sind der neue Referenzpunkt für sämtliche Vermögensklassen (Nominalrenditen auf Cash-Depositen von über 5% sind die neue Rendite-Benchmark).

**Fazit:** Wir sind immer noch 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, wie aber auch am kurzen**



## i Ausblick

**Ende** – falls das kontraktive Wirtschaftsumfeld Realität wird und die desinflationären Kräfte weiterhin wirken - **attraktiv** sind. Dies trifft sowohl für Europa als auch für die USA zu. **Wahrscheinlich müssen aber Aktien vorerst weiter sinken, damit die Marktteilnehmer beginnen in Staatsanleihen umzuschichten und die Renditen dadurch nach unten drücken.**

### Kredite/Unternehmensanleihen

In diesem Bereich des Anleihspektrums muss unseres Erachtens sehr selektiv vorgegangen werden. **Ähnlich wie bei Staatsanleihen finden wir Investment Grade (IG)-Unternehmensanleihen im Allgemeinen weiterhin attraktiv.** IG Bonds sollten sich in einem desinflationären 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 Anleihenseite durch signifikante Gewichtungungen 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 Anleihenrenditen** wieder verbessert. **Diese drei Anlagealternativen setzen die Messlatte (insbesondere auch vor dem Hintergrund des aktuellen Konjunkturmilieus) für das Eingehen von grösseren Risiken bei HY Bonds, wie aber auch bei Aktien, hoch an.** Anleger haben im Jahr 2023 bisher USD 1 Billion in globale Geldmarktfonds investiert. Geht der Trend weiter, dann wird ein Rekordzufluss von USD 1.4 Billionen bis Jahresende erwartet. Dies spiegelt die "Billionen-Dollar-Zweifel" über die Aussichten für die Wirtschaft und risikoreiche Vermögenswerte wider. Solange Anleger 5% «risikofrei» erhalten (in Europa über 3.5%), wird es für konkurrenzierende Vermögensklassen schwierig, zusätzliches Kapital zu erhalten. **Die Rendite von Geldmarktfonds (insb. in den USA) ist so hoch wie seit über 15 Jahren nicht mehr, was sie aktuell unglaublich attraktiv macht.**

### USD-Entwicklung

Im Zuge steigender Anleiherenditen und besserer Konjunkturdaten in den USA (vs. Europa, China) hat sich der USD seit seinem Tiefpunkt (2023) vs. dem EUR vom Juli (1.125) wieder deutlich aufgewertet (per Ende des dritten Quartals bei knapp 1.06). Der Dollar-Index stieg während des Quartals um über 3%. Im Hinblick auf die **Fundamentale** 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 die Realzinsen steigen, und solange dieser Prozess im Vergleich zu anderen Ländern fortgeschritten ist, **von der fundamentalen Nachfrage** (positive Ströme) **gestützt.**

Auch hier halten wir an unserer bereits im Q2 verkündigten, mittelfristigen Einschätzung fest: Abgesehen von **kurzfristigem USD-Aufwärtsdruck** denken 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 werden zu eskomptieren (sinkende Anleiherenditen, FX-Flows) **-dies erwarten wir spätestens im Q1 2024.**

## i Ausblick

Ein **mittelfristig sinkender USD hätte weitreichende, positive Konsequenzen für Aktienmärkte und insbesondere für die Edelmetall- und Rohstoffmärkte.**

### Edelmetalle, Rohstoffe

Das von uns antizipierte **Nachgeben der Preise von Gold** in Richtung der technischen Bandbreite von **USD 1825 – 1850 pro Unze** scheint sich allmählich zu materialisieren. Dies ist wiederum Ausfluss steigender Realrenditen (steigende Zinsen und sinkende Inflation) und der USD-Aufwertung. Trotzdem denken wir, dass es **nur eine Frage der Zeit ist**, dass die Höchstwerte (aus 2020, 2022 und Februar 2023) nachhaltig nach oben durchbrochen werden. Eine mittelfristige, nachhaltige Abwertung des USD (infolge sinkender Anleiherenditen/Zinsen) 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.**

**Industriemetalle** kamen - mit Ausnahmen wie Eisenerz - ebenfalls unter Druck (USD-Aufwertung, schlechtere Konjunkturaussichten). An den Warenterminmärkten auffällig ist aber die **Stärke des Ölpreises**. Trotz Negativschlagzeilen über China importiert das Land Rekordmengen an Rohöl, im Wesentlichen aus Russland und Saudi-Arabien. Sowohl der russische als auch der saudische Ölpreis sind überdurchschnittlich gestiegen. **Der weitere Verlauf dieses Trends ist allerdings schwer abschätzbar, da die Nachfrage- und Angebotsseite derzeit sehr politisch gefärbt ist.**

### Markttechnik und stimmung

Wie bereits im «Rückblick» festgehalten, geben markttechnische Indikatoren ein gemischtes Bild ab: Die Marktstimmung ist weltweit nach wie vor nicht optimistisch (i.d.R. gut für die weitere Börsenentwicklung), die Volatilitäten niedrig und die US-Advance/Decline Linie zeigt eine abnehmende Marktbreite (-partizipation) an. Interessant ist auch, dass die individuellen amerikanischen Investoren (AAII) ihre Aktienbestände, im Gegensatz zur Finanzkrise oder der Internetblase, in diesem COVID bzw. post-COVID Zyklus nie nennenswert zurückgefahren haben und somit bei einer überraschenden volkswirtschaftlichen Verschlechterung der Lage - oder einem weiteren, sprunghaften Anleiherenditeanstieg - als grössere, marktbelastende Verkäufer auftreten könnten. **Eine wirkliche Panik – was typisch für eine Kapitulation mit anschliessender Trendumkehr ist- hat in den letzten 3 Jahren (noch) in den USA als bedeutendster Markt nicht stattgefunden** (im Gegensatz zu China und Europa). **Das bleibt ein nicht zu unterschätzendes, kurzfristiges Risiko.**

## ii Zusammenfassung Basisszenario

### Bis Ende Jahr 2023

**Zinserhöhungszyklus nähert sich dem Ende** und Anleiherenditen steigen nicht wesentlich weiter. Die **Fundamentaldaten verschlechtern sich zunehmend, eine Rezession ist in den USA noch absehbar**. Der USD könnte ein weiteres Zwischenhoch erreichen (Dollarindex 110) bevor eine Trendumkehr beginnt. Die aktuellen Liquiditätsparameter und Kreditkonditionen sprechen allerdings für eine weiter volatile Aktienmarktentwicklung. Eine **kurzfristige weitere Korrektur an den Aktienmärkten ist nicht auszuschliessen**. Um den Trend nachhaltig zu festigen (Bullmarkt), müssen die monetären Zügel wieder gelockert werden («Trigger-Event»). 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 (noch) 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.**

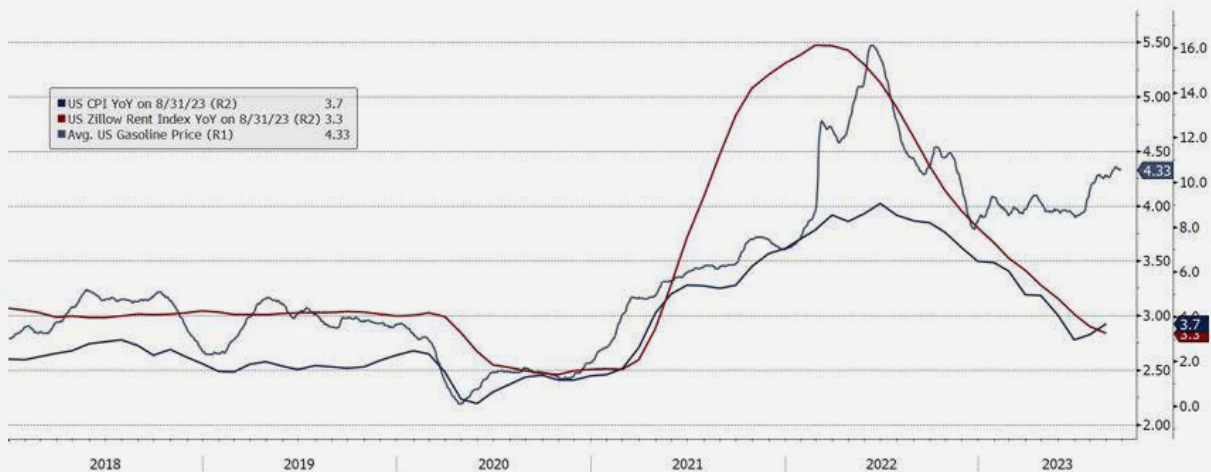
### Was sind derzeit die grössten absehbaren Bedrohungen für die Märkte?

1. Ein Überschieszen der US Fed (wie auch der EZB) ist unseres 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

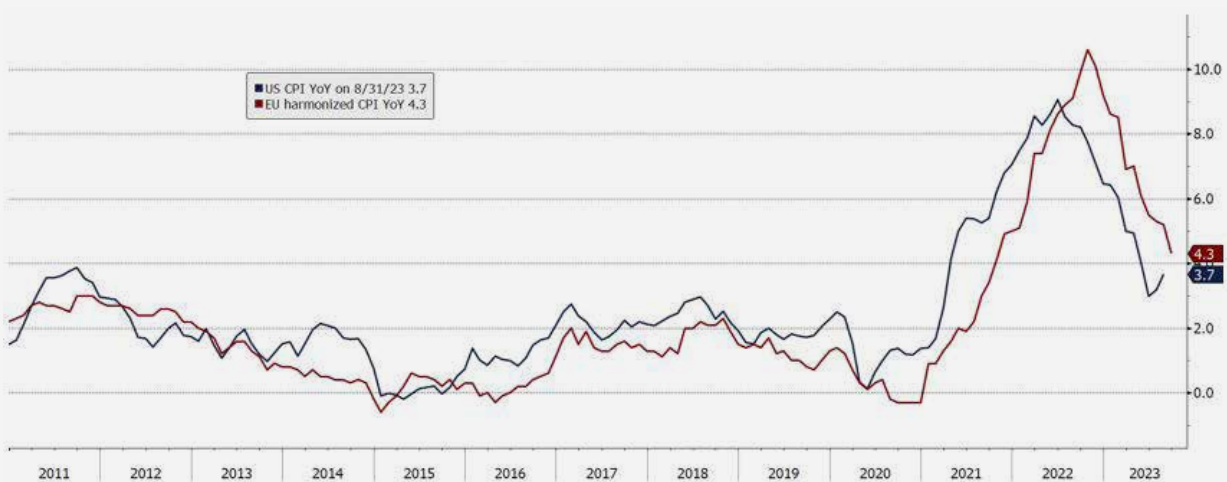
(in Charts)

#### US-Inflation, Miet- und Benzinpreisentwicklung, seit 2018



Die US-Inflation liegt im Jahresvergleich mit 3,7% immer noch deutlich über dem Zielbereich der FED. Der Höhepunkt scheint jedoch überschritten zu sein, wenngleich der Rücklauf nicht linear erfolgt. Einzelne Bestandteile wie z.B. die Benzinpreise (Mischpreis aus Diesel/Regular/Mixed-Grade/Premium), welche im Hoch bei fast USD 5,50 pro Gallone notierten oder die Mieten befinden sich weiterhin auf hohem Niveau. Die allgemeine Preisentwicklung ist allerdings weiter rückläufig, was sich positiv auf die zukünftige Inflationsentwicklung auswirken sollte.

#### Inflation USA und Europa, seit 2011

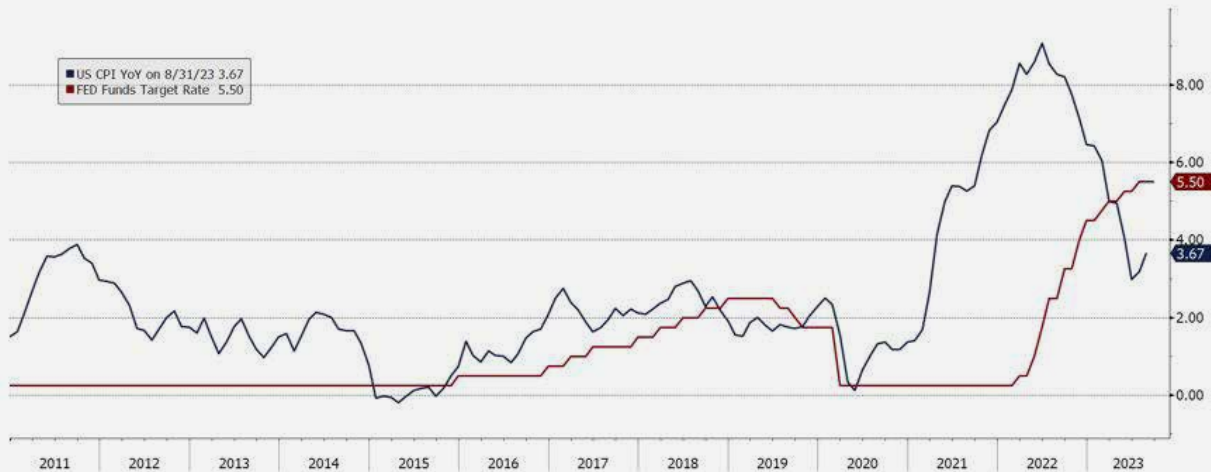


Nachdem sich die Inflation über Jahre auf relativ tiefem Niveau bewegt hat, erleben wir aktuell Inflationsraten, welche seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen wurden. Sowohl die USA wie auch Europa haben die Höchststände der Inflation wohl hinter sich gelassen. Nichtsdestotrotz sind die Inflationsraten noch deutlich über den 2% Zielwerten der jeweiligen Zentralbanken.

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

#### US Inflation vs. FED Funds Target Rate, seit 2011



Während die Inflation in den USA ihren Höhepunkt bereits überschritten hat, ist die Federal Funds Rate durch die Zinserhöhungen der FED weiter angestiegen. Positive Realrenditen sind die Folge.

#### Zinssätze Zentralbanken, seit 2021

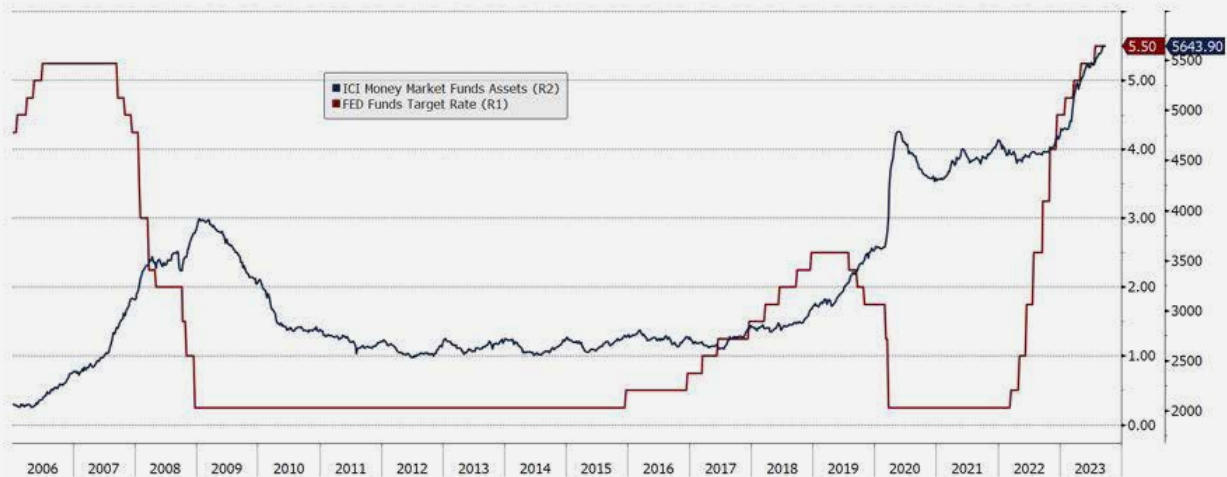


Ausser der Bank of Japan haben alle Notenbanken in den letzten 2 Jahren ihre Zinsen stark angehoben. Im September haben sich 4 der 5 Notenbanken entschieden die Zinsen auf dem aktuellen Niveau zu belassen und einzig die EZB hat einen weiteren kleinen Zinsschritt getätigt. Möglicherweise sind wir bei den meisten Zentralbanken am Ende des Zinserhöhungszyklus angelangt.

### iii Rückblick & Ausblick

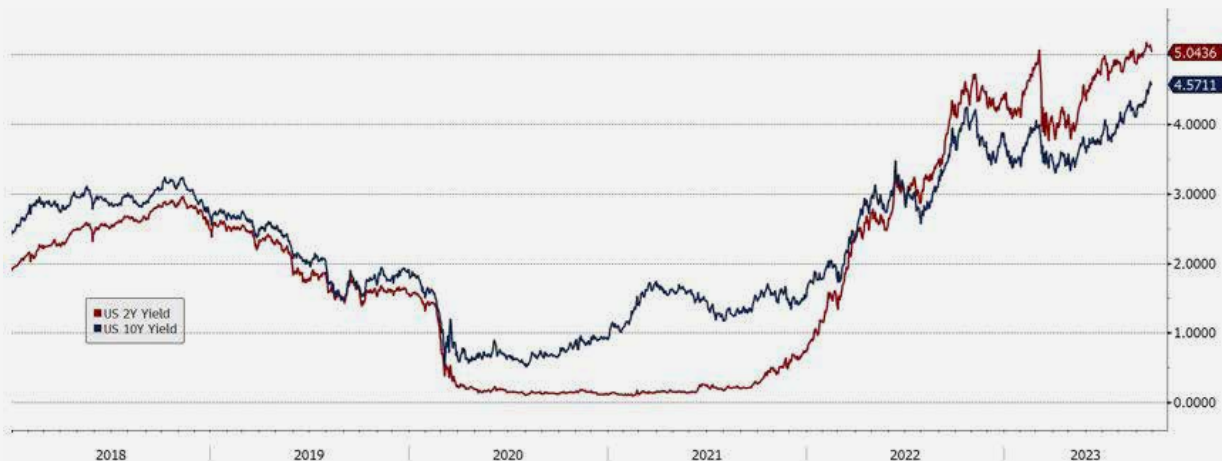
(in Charts)

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 oder wenn die Realzinsen steigen.

Anleiherenditen in USA: 2 Jahre und 10 Jahre, seit 2018

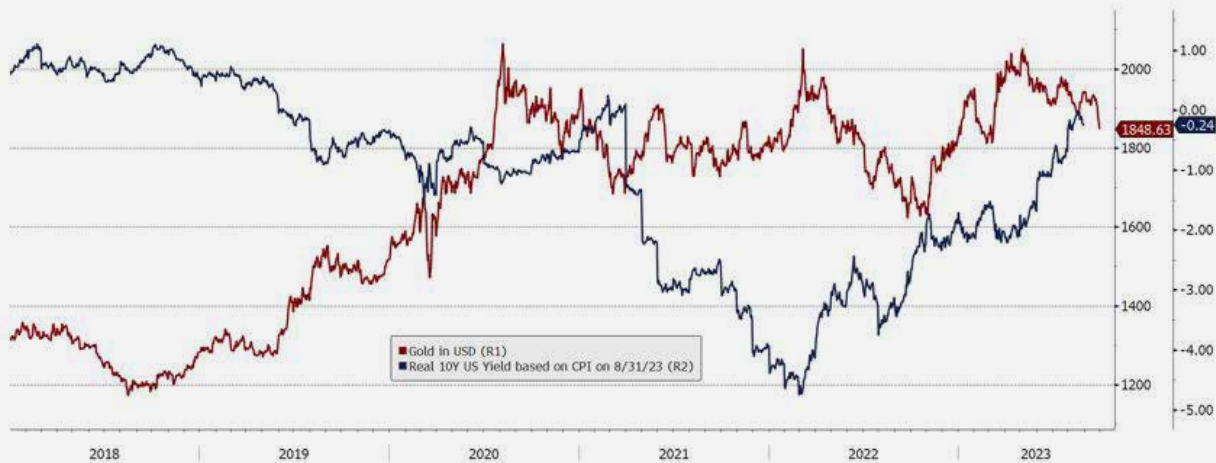


Die Anleiherenditen in den USA sind in 2023 auf den höchsten Stand seit Jahren gestiegen. Die Anleiherenditen im kurzfristigen Bereich sind dabei deutlich stärker gestiegen als die 10-jährigen, was auch damit zu tun hat, dass das kurze Ende deutlich sensibler auf Markterwartungen hinsichtlich möglicher Zinserhöhungen reagiert. Wenngleich die FED am September-Meeting die Zinsen nicht erhöht hat, sind die Anleiherenditen aufgrund der höheren Zinsschätzungen der Mitglieder (anhand Dot Plots), sowie der weiterhin restriktiven Haltung der FED («higher for longer») auf Jahreshöchststände angestiegen.

### iii Rückblick & Ausblick

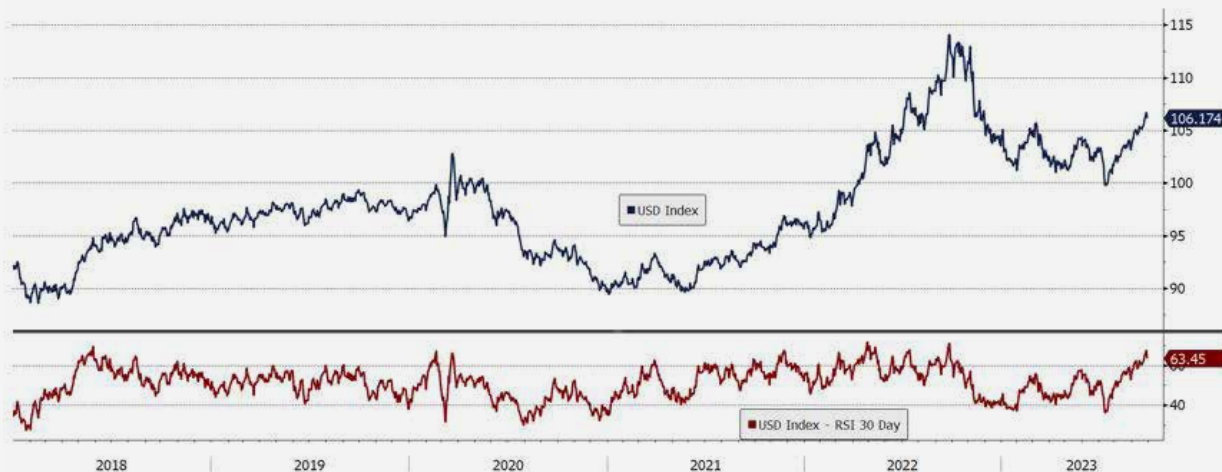
(in Charts)

#### Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018



Die hohen Inflationszahlen in den USA drückten die Realzinsen deutlich in den negativen Bereich. Die Realzinsen und der Goldpreis weisen historisch gesehen eine hohe negative Korrelation auf. Der jüngste Anstieg der Realzinsen ist demnach auch einhergegangen mit einer Preiskorrektur im Edelmetall.

#### USD Index, seit 2018

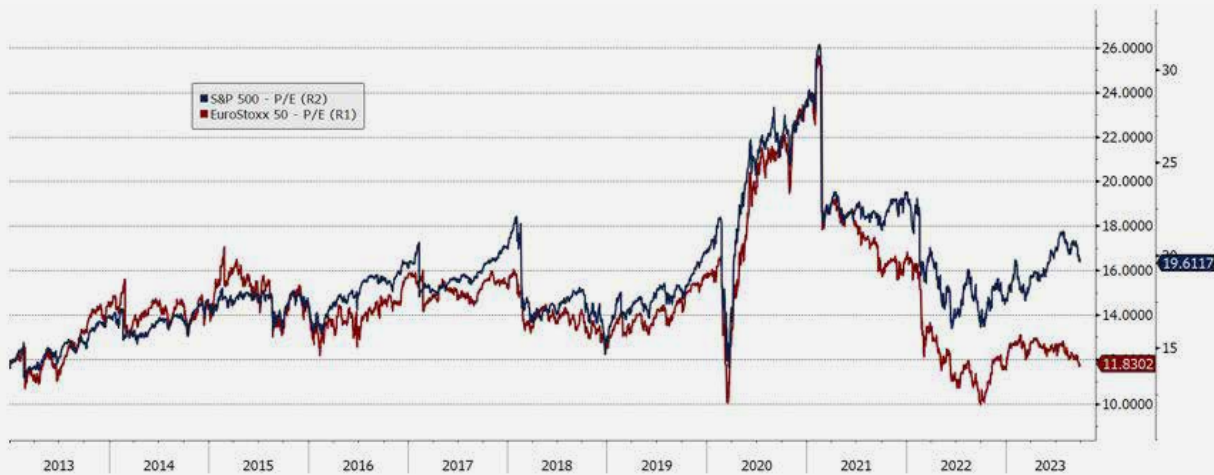


Der USD-Index ist ein Devisenindex, welcher das Verhältnis des USD zu einem Währungskorb (u.a. EUR, JPY, GBP) darstellt. Der Index gibt Aufschluss darüber, ob der USD stark oder schwach ist gegenüber dem Währungskorb. Obwohl sich der USD-Index in den letzten Wochen stark aufgewertet hat, ist dieser anhand des RSI noch nicht überkauft.

### iii Rückblick & Ausblick

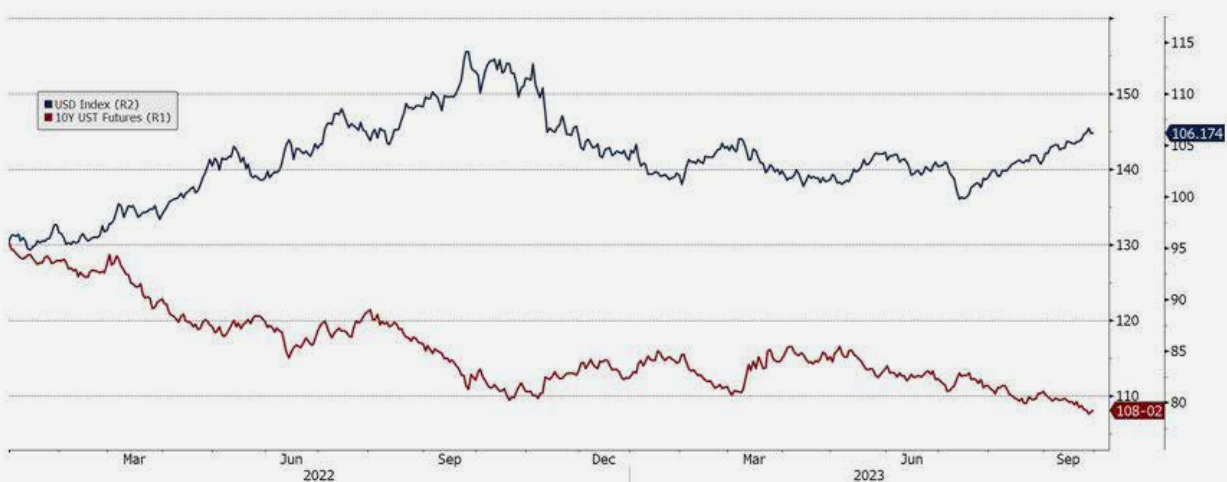
(in Charts)

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



Die Gegenbewegung an den Aktienmärkten seit Ende Juli hat dazu geführt, dass die Bewertungen vom Jahreshoch etwas zurückgekommen sind. Nichtsdestotrotz handelt der amerikanische Aktienmarkt weiterhin mit einem deutlichen Aufschlag beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Vergleich zu Europa. Aber auch andere Bewertungsparameter (Shiller PE CAPE, Aktienrisikoprämie etc.) deuten auf eine hohe Aktienbewertung in USA hin.

USD Index vs. 10Y UST Futures, seit 2022



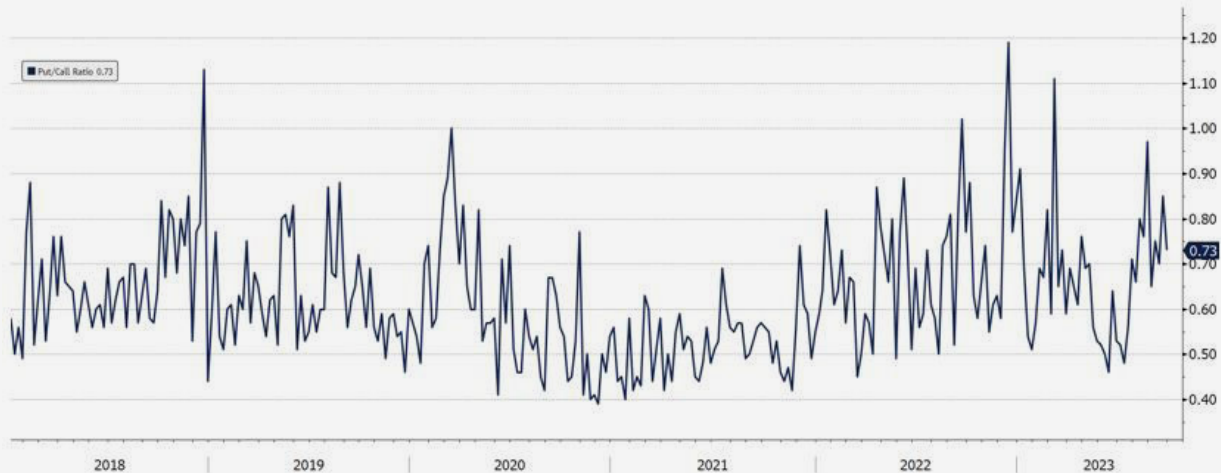
Der USD-Index hat historisch betrachtet eine negative Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkten. Dies kann auch in diesem Jahr gut beobachtet werden, wenn man die Entwicklung des USD-Index mit der Preisentwicklung des 10Y UST Futures vergleicht.



### iii Rückblick & Ausblick

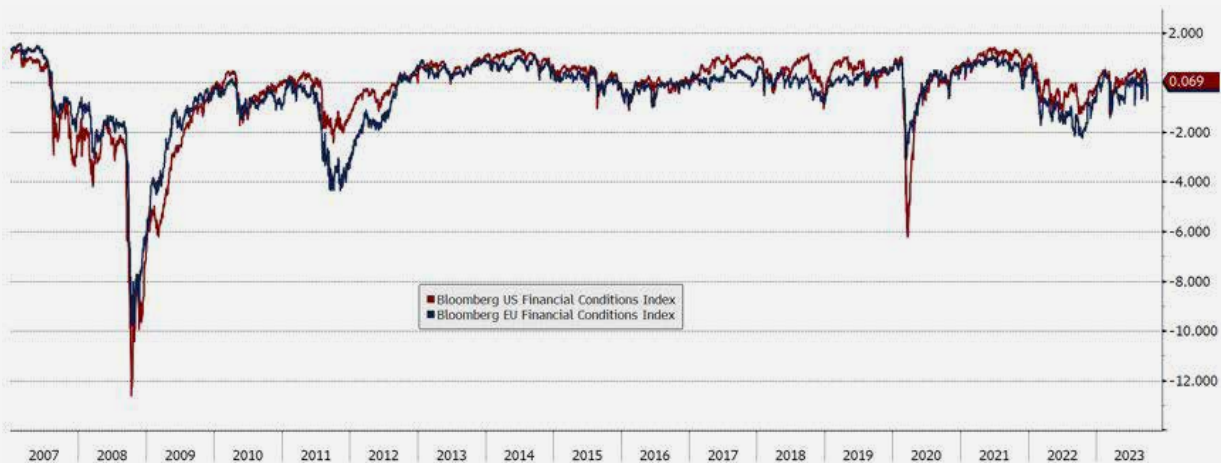
(in Charts)

Put/Call Ratio, seit 2018



Investoren-Sentiment gemessen am CBOE Put/Call Ratio zeigte Ende September 2022 wie auch im März 2023 ein grosses Bedürfnis der Marktteilnehmer auf sich gegen Rückschläge abzusichern. Das Ratio notierte beide Male auf einem mehrjährigen Hoch (vergleichbar mit der Periode nach dem Ausbruch der COVID-19 Krise). Die Positionierung hat sich jedoch relativ rasch wieder normalisiert und auf neutralen Niveaus eingependelt.

Finanzielle Rahmenbedingungen in Europa & USA, seit 2007

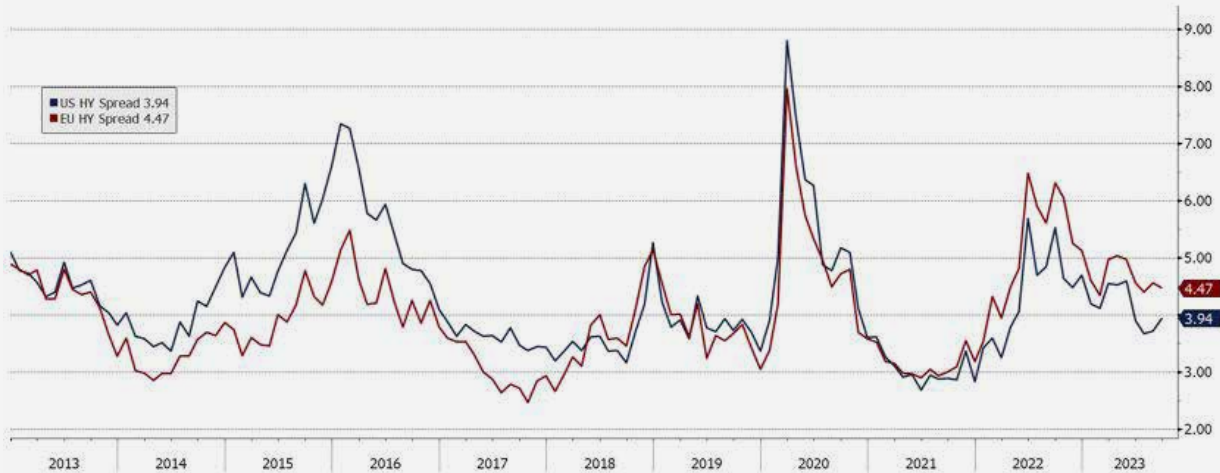


Die Bloomberg Financial Conditions Indizes verfolgen das Gesamtniveau der jeweiligen Geld-, Anleihen- und Aktienmärkte, um die Verfügbarkeit und Kosten von Krediten einzuschätzen. Positive Werte widerspiegeln ein eher lockeres Umfeld, wohingegen negative Werte auf ein eher restriktiveres Umfeld hinweisen.

### iii Rückblick & Ausblick

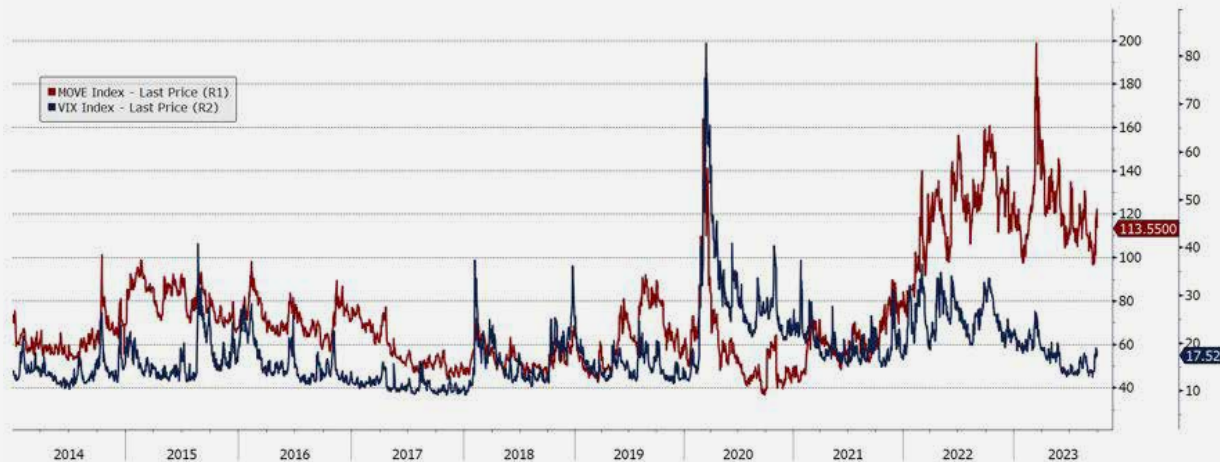
(in Charts)

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



High-Yield-Spreads (Zinsaufschläge vs. die jeweiligen Staatsanleihen) haben sich im Zuge der Bankenkrise im Feb 2023 kurzfristig ausgeweitet. Seither haben sie sich wieder deutlich zurückgebildet. Der HY Markt signalisiert derzeit keine starke Kontraktion (Rezession).

#### Volatilität bei Anleihen und Aktien, seit 2014

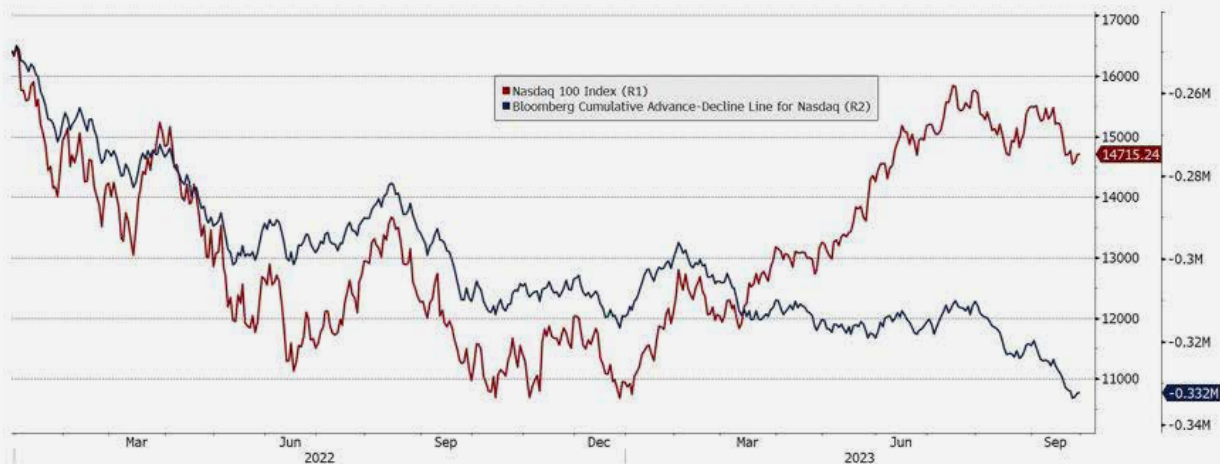


Während die Schwankungen im Anleihenbereich (abgetragen anhand des Move Index) enorm sind, verhalten sich die Aktienmärkte (abgetragen anhand des VIX Index) relativ ruhig. In der Vergangenheit waren Anleihenmärkte oftmals vorlaufend zu Aktienmärkten.

### 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.

S&P 500 kapitalgewichtet vs. S&P 500 gleichgewichtet vs. S&P 500 Technologiesektor, seit Jahresbeginn

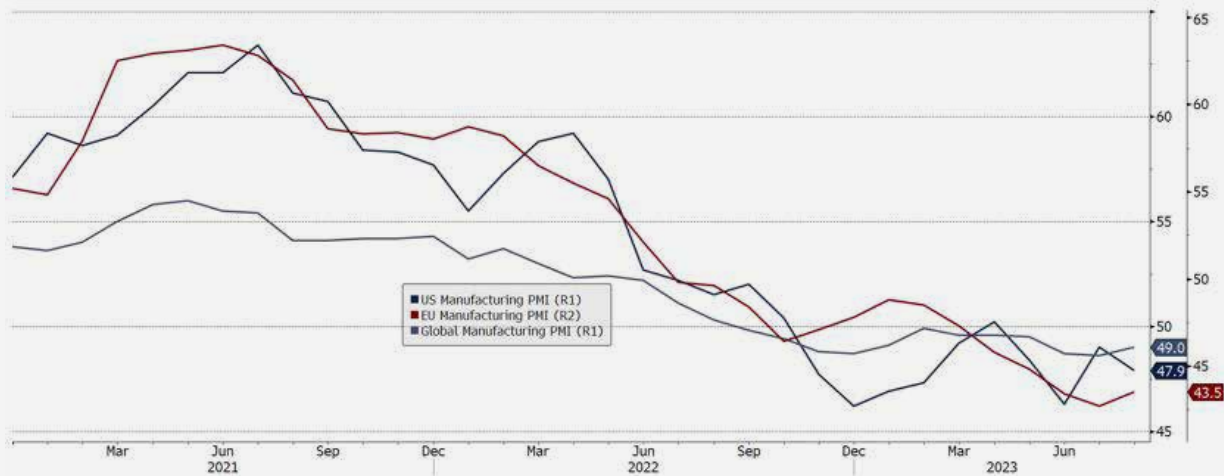


Ein weiteres Beispiel für fehlende Marktbreite kann aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung des gleichgewichteten und kapitalgewichteten S&P 500 aufgezeigt werden. Während der gleichgewichtete Index seit Beginn 2023 nahezu unverändert ist, konnte der kapitalgewichtete Index um über 11% zulegen (Preisrendite). Hauptverantwortlich für diese Entwicklung sind wenige Aktien, welche vorwiegend aus dem Sektor Technologie stammen.

### iii Rückblick & Ausblick

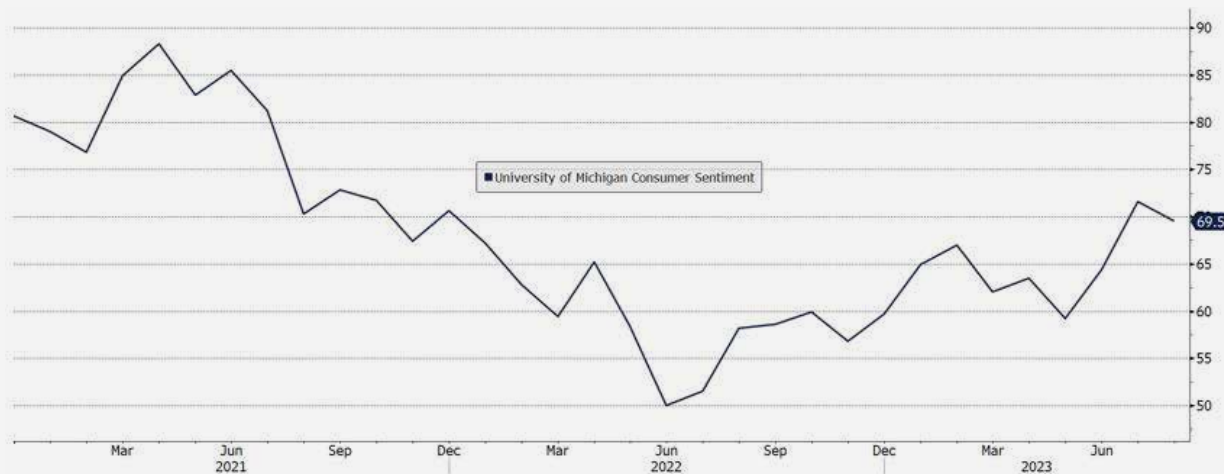
(in Charts)

Globale Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe, seit 2021



Die Einkaufsmanagerindizes sind eine der aussagekräftigsten Frühindikatoren für die wirtschaftliche Aktivität eines Landes resp. einer Region. Während Werte über 50 Wachstum signalisieren deuten Werte unter 50 auf ein Schrumpfen der Aktivität hin. Die Werte für das verarbeitende Gewerbe in Europa, USA und Global sind seit Mitte 2021 rückläufig und befinden sich aktuell allesamt unter 50.

Konsumklimaindex der Universität Michigan, seit 2021

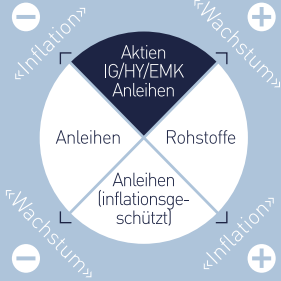


Der Konsumklimaindex der Universität Michigan ist ein Stimmungsindikator, welcher die Konsumneigung der Privathaushalte abbildet und ebenfalls als Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung gilt. Die Daten geben Einblicke aufs aktuell vorherrschende Verbrauchervertrauen und deren Erwartungen an die zukünftige Entwicklung. Das Verbrauchervertrauen gilt als zentraler Indikator für Konsumausgaben, welche über 60% der US-Wirtschaftsleistung ausmachen.

## Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Sowohl in den USA als auch in Europa schwächen sich die Wirtschaftsdaten ab. Die US-Wirtschaft wächst immer noch in einem angemessenen Tempo (real 2,1% per Q3), aber die europäische Wirtschaft rutscht zunehmend in ein negatives Wachstum ab.</li> <li>Die <b>Zinssätze haben nun allerdings ein Niveau erreicht, auf dem sie die Wirtschaft bremsen</b>. Ein Blick auf die <b>PMI-Indizes (Purchasing Managers Index)</b> belegt, dass global (Wert um die 49) wie aber auch regional (USA unter 48, Eurozone unter 44, Deutschland unter 40, UK unter 45, China 50) die wirtschaftliche Aktivität stottert. Lediglich die Werte in Indien (PMI über 58, das Land führt seit mehreren Monaten die Rangliste der PMI's an), Mexiko (51), Brasilien (51) und Russland (53) signalisieren derzeit eine positive Veränderung der wirtschaftlichen Aktivität.</li> <li>Die <b>meisten Zentralbanken werden die Zinsen wahrscheinlich nicht weiter anheben</b>, sondern sie voraussichtlich für längere Zeit hochhalten.</li> <li><b>China</b> ist derzeit keine Stütze für die Weltwirtschaft. Die Immobilien-/Kreditprobleme sind noch nicht gelöst.</li> <li><b>Japan</b> scheint eines der wenigen Länder zu sein, wo nach wie vor ein „<b>sweet spot</b>“ besteht bezogen auf Zinsniveau (lockere Geldpolitik), Gewinn- und Konjunktorentwicklung.</li> <li>Die <b>Fiskalpolitik</b> bleibt in diesem Umfeld eines der wichtigsten Stützen für die Konjunktur. Die <b>USA drückt hier weiter aufs Pedal und Europa ebenfalls auf niedrigerem Niveau. Aus China könnten Überraschungen kommen</b>.</li> </ul> <p><b>Schlussfolgerung:</b> Die <b>US-Fed</b> hat ihre Rhetorik nicht geändert und bleibt trotz der sich verbessernden Inflationszahlen bei ihrer restriktiven Haltung. Die Fiskalpolitik wirkt auf die Konjunktur allerdings als Gegenfaktor unterstützend. <b>Inflationszahlen müssen allerdings weiter sinken, damit Anleiherenditen wieder fallen und Aktien den Aufwärtstrend (seit Okt 2022) fortsetzen können. Die Makro-Ampeln</b> leuchten derzeit weiter auf «orange».</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Mittlerweile liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in den USA knapp unter 20x (Europa und Asien unter 13x)</b>, allerdings sieht das Bild selbst in USA etwas besser aus, wenn man die sehr teuren Tech-Werte ausklammert.</li> <li>Allerdings zeigen <b>mittelfristige Bewertungsmaßstäbe wie das Shiller PE CAPE für die USA</b> historisch hohe Bewertungen an: 30x die normalisierten Gewinne, bei gleichzeitig sinkenden Fundamental-daten (die Q3 Zahlen werden nicht mehr so gut ausfallen wie Q1-Q2). <b>In Europa wird zudem die aktuell hohe durchschnittliche EBIT-Marge</b> von rund 3% (höher als 2019-Niveaus) nicht mehr zu halten sein.</li> <li><b>Staatsanleihen: Anleiherenditen</b> sind gegen Ende des Quartals nochmals deutlich <b>gestiegen</b> (und die Preise entsprechend auf ein 16-Jahrestief gesunken). Dies ist <b>weniger Ausdruck eines positiven Konjunkturausblickes, sondern vielmehr der Notenbankpolitik &amp; -rhetorik</b> zu verdanken. <b>Rein fundamental</b> müssten die Renditen, im Zuge sinkender Wachstumsaussichten und deutlich zurückgekommenen Infalionsdaten, <b>wieder sinken</b> bzw. zumindest nicht deutlich weiter steigen. <b>Wir befinden uns wahrscheinlich an einem Wende-punkt („overshooting-Phase“) und es ist Geduld gefragt</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Aktien vs. Anleihen (und Bargeld):</b> Unter <b>risikoadjustierten</b> Renditegesichtspunkten ist die <b>relative Attraktivität von Unternehmens- und Staatsanleihen gegenüber Aktien</b> eindeutig, insbesondere wenn eine Verlangsamung der Konjunktur in Betracht gezogen wird. Während der relative Vorteil in USD ausgeprägt ist, schrumpft der Unterschied zwischen Dividenden- und Kuponrenditen in EUR und GBP.</li> <li>Obiger Umstand ist derzeit auch an der <b>deutlich gesunkenen US-Aktienrisikoprämie («ARP»)</b> ablesbar, <b>welche in den letzten 12 Monaten von rund 4% auf nunmehr etwas über 1% gesunken ist</b>.</li> </ul> <p><b>Unternehmensanleihen:</b> In diesem Bereich des Anleihespektrums muss unseres Erachtens sehr selektiv vorgegangen werden. <b>Ähnlich wie bei Staatsanleihen finden wir IG-Unternehmensanleihen aber im Allgemeinen weiterhin attraktiv</b>. IG Bonds sollten sich in einem desinflationären Umfeld (USA &amp; Europa ex-UK) weiterhin positiv entwickeln. Die Spreads im High Yield (HY) Segment sind aber noch nicht <b>sonderlich attraktiv</b>. Insofern denken wir, dass es sich immer noch nicht lohnt, das Risiko auf der Anleiherseite durch signifikante Gewichtungen zu <b>erhöhen</b>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die <b>leichte Korrektur</b> während September hat <b>noch nicht zu technischen bedingten Verkaufswellen geführt</b>.</li> <li>Der im September erschienene <b>Marktüberblick der globalen Fondmanager gibt keine einschneidenden Informationen über die weitere Börsenentwicklung</b>. Auffällig ist aber, dass eine deutliche Mehrheit der Fondsmanager entweder keine Rezession oder nur eine sanfte Landung erwartet. Entsprechend haben sie ihre Untergewichtung in Aktien in den letzten Monaten komplett zurückgefahren.</li> <li>Interessant ist auch, dass die <b>individuellen amerikanischen Investoren (AAII) ihre Aktienbestände, im Gegensatz zur Finanzkrise oder der Internetblase, in diesem COVID bzw. post-COVID Zyklus nie nennenswert zurückgefahren haben</b> und somit <b>bei einer überraschenden volkswirtschaftlichen Verschlechterung der Lage als grössere, marktbelastende Verkäufer auftreten könnten</b>.</li> <li><b>Weitere markttechnische Indikatoren geben ein gemischtes Bild ab:</b> Die Marktstimmung ist weltweit nach wie vor nicht optimistisch (i.d.R. gut für die weitere Börsenentwicklung), die Volatilitäten niedrig und die US-Advance/Decline Linie zeigt eine abnehmende Marktbreite (-partizipation) an. Lediglich in Japan ist dieses technische Mass äusserst günstig, wo die Anzahl steigender Börsentitel jenen mit sinkenden Notierungen deutlich übersteigt.</li> <li><b>USD:</b> Solange die USA die Inflation bekämpfen, die Realzinsen steigen und dieser Prozess im Vergleich zu anderen Ländern fortgeschritten ist, wird der USD <b>von der fundamentalen Nachfrage</b> (positive Ströme) <b>gestützt</b>.</li> <li><b>Gold ist derzeit das Spiegelbild des steigenden USD und der steigenden Realrenditen</b>. Eine Trendumkehr ist erst bei einer Abschwächung dieser Treiber zu erwarten. Technisch gesehen sind Edelmetalle allerdings überverlauft.</li> </ul> <p><b>Schlussfolgerung:</b> Eine weitere Konsolidierung an den Aktienmärkten ist wahrscheinlich, sollte aber kein Vorboten eines neuen Bärenmarktes sein.</p>

## v CONREN's M<sup>3</sup> 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"> <li>Zinsen, Inflationsraten</li> <li>Geldmenge, Kreditschöpfung</li> <li>Währungsrelationen</li> <li>...</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>KGV</li> <li>P/B</li> <li>ROE</li> <li>Dividenden-Renditen</li> <li>Gewinn-Renditen</li> <li>YTM</li> <li>Duration</li> <li>Kreditbonität</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen</li> <li>«Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen)</li> <li>Gold/Aktien/Anleihen-Relation</li> <li>Korrelationen zw. Vermögensklassen</li> <li>...</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe)</li> <li>Preis- und Volumenbewegungen</li> <li>Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung)</li> <li>Marktstimmung («sentiment»)</li> <li>Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten)</li> <li>...</li> </ul>		
<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"> <li>Wachstum,</li> <li>Inflation (Zinsen) und</li> <li>monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).</li> </ol>	<p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögensklassen werden sowohl einzeln (absolut) als auch im relativen Verhältnis zueinander analysiert, um insbesondere auch im historischen Zusammenhang Über-/Unterbewertungen zu eruieren. Auf aggregierter Basis werden Parameter wie Dividendenrenditen, Verhältnis von Gewinn- («earnings yield») zu Anleihenrenditen, KGVs, zyklisch adjustierte KGVs («CAPE»), etc. ausgewertet. Gleichzeitig erfolgen in einem zweiten Schritt die unternehmensspezifischen Analysen für die Wertpapierselektion anhand verschiedener Kriterien (Indices).</p>	<p>Die Ereignisse an den Anlagemärkten zeigen deutlich auf, dass sich Wertpapierpreise langfristig zwar durchaus rational im Sinne der unterliegenden ökonomischen Struktur (zum Beispiel die Gewinnentwicklungen von Unternehmen bei Aktienpreisen) entwickeln, kurz- und mittelfristig jedoch weit weniger von rationalen Entscheidungen, sondern vielmehr von nicht-rationalen Verhaltensmustern der breiten Anlegergemeinde abhängen. Diese akzentuieren Haussen und Baissen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit wesentlich die Risiken und Chancen an den Märkten. Daher werden in diesem Bereich unterschiedliche markttechnische Faktoren analysiert, welche für die Richtung der Märkte relevant sein können («price &amp; volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

## vi Koordinaten

Für Deutschland: **info@conren.de**

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

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

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

## vii Rechtlicher Hinweis

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