



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Ausblick 2024

Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	11
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	12
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	19
v CONREN's M3 erklärt	20
vi Koordinaten	21
vii Rechtlicher Hinweis	22

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.

Nach einem schwierigen Oktober, in dem die hawkische Rhetorik der US-Notenbank und der Europäischen Zentralbank die Märkte dominierte und die Aktien- und Anleihekurse drückte (der MSCI World Index TR lag zum 31. Oktober nur noch bei +6,75 % und der Barclays Bonds Multiverse TR Index bei +0,52 %), markierte der November den Wendepunkt. Nach einer ersten kräftigen Erholung in der ersten Monathälfte, sorgten die besser als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten in den USA (CP-Index, für Oktober) ab der zweiten Novemberwoche für einen weiteren Aufschwung an den Märkten. Sinkende Inflationszahlen in anderen Teilen der Welt lösten im November eine heftige Rallye aus, die durch eine Kehrtwende in der Rhetorik der Zentralbanken auf ihren jeweiligen Dezembersitzungen noch verstärkt wurde. Die Fortschritte, die sich zunächst auf große etablierte Unternehmen konzentrierten, breiteten sich später auf kleine und mittelgroße Unternehmen aus, wodurch sich die Marktbreite insgesamt verbesserte. Das Gleiche geschah bei den Anleihen, die auf der ganzen Linie eine heftige Rallye verzeichneten, von Staats- über Unternehmensanleihen bis hin zum Hochzinssegment. Die Performance des Jahres wurde sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen in drei Monaten erzielt: Januar, November und Dezember. Gold folgte demselben Pfad, wobei die Trendwende einen Monat früher, d.h. im Oktober, als Reaktion auf geopolitische Risiken (Nahostkonflikt) begann, die später durch die Erwartung niedrigerer Zinsen und niedrigerer Realrenditen für 2024 noch verstärkt wurden. Die Entwicklung der Performance risikobehafteter Anlagen bestätigte, dass man bei Investitionen in risikobehaftete Anlagen einen kühlen Kopf bewahren und eine langfristige Perspektive einnehmen muss. Vor allem in einem Jahr, in dem Ende 2022 alle namhaften Ökonomen ein düsteres Szenario für 2023 zeichneten (das Wort „Rezession“ stand Anfang 2023 im Google-Trend-Index bei 88/100, am Jahresende ist es auf 31 gefallen).

Unsere Portfolios konnten im Jahr 2023 in allen Währungen solide Renditen erzielen und übertrafen zumeist die jeweiligen Referenzindizes. Vor allem Anleihen, die die Geduld der Anleger im Laufe des Jahres auf die Probe stellten, leisteten in den konservativsten und ausgewogensten Portfolios einen wichtigen Beitrag.

Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Finanzpolitik

Im vierten Quartal verzeichnete die Weltwirtschaft in den verschiedenen Regionen unterschiedliche Wachstumsraten, Inflationsraten sowie geld- und finanzpolitische Herausforderungen.

Die **US-Wirtschaft** hat sich im 4. Quartal 2023 trotz der Auswirkungen der hohen Zinssätze auf Unternehmen und Verbraucher überraschend stark gezeigt. Es wurde eher eine leichte Abschwächung als eine tiefe Rezession erwartet. Bislang ist dies nicht eingetreten. Es ist unwahrscheinlich, dass die Federal Reserve die Zinsen sofort bzw. bald senkt. Die US-Regierung hat ein hohes Defizit erfahren, was sich positiv auf die Gesamtnachfrage und das Wachstum ausgewirkt hat. In **Europa** sind die Wirtschaftsaussichten durch ein langsames Wachstum und eine schnellere Straffung gekennzeichnet, die ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Die Eurozone erlebt eine Schwäche, die in den kommenden Quartalen voraussichtlich auf mehrere Schwellenländer übergreifen wird. Die Rückkehr zu strengeren Haushaltsregeln wird in Europa unterstützt, welches die

i Rückblick

Nachfrage schneller bremsen wird als in den USA. Die wirtschaftlichen Aussichten **Chinas** haben sich verschlechtert, das reale BIP-Wachstum wird für 2023 mit 4,8% erwartet, gegenüber ursprünglichen 5,2%. Es wird erwartet, dass China seine makroökonomischen Stimuli nach einem immobilienbedingten Abschwung weiterhin einschränken wird. **Japans** Wirtschaft erholt sich langsamer als bisher angenommen. Die Bank of Japan hat bereits angedeutet, dass sie die Zinsen erst dann anheben wird, wenn es deutlichere Anzeichen für eine Erholung der Wirtschaft gibt. Die japanische Regierung erwägt Pläne für Steuererleichterungen (Hersteller von Elektrofahrzeugen und Halbleitern, die ihre Produktion im Inland fortsetzen). Risiken ergeben sich aus dem Ausstieg der Bank of Japan aus ihrer ultralockeren Geldpolitik, die die Renditen in die Höhe getrieben hat.

Die globale Inflation wird sich voraussichtlich auf 6,9% im Jahr 2023 und auf 4,9% im Jahr 2024 abschwächen. Steigende Lebensmittel- und Ölpreise sprechen dafür, dass sich die Zentralbanken trotz der Fortschritte bei der Eindämmung der Kerninflation mit Zinssenkungen Zeit lassen sollten. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Weltwirtschaft im 4. Quartal 2023 durch unterschiedliche Wachstumsraten, Inflation sowie geld- und finanzpolitische Situationen in den verschiedenen Regionen gekennzeichnet ist. Die USA und Europa verzeichnen ein langsames Wachstum, während China und Japan mit ihren eigenen wirtschaftlichen Herausforderungen zu kämpfen haben. **Es wird erwartet, dass sich die Inflation weltweit abschwächt und die Arbeitslosenquoten stabil bleiben.**

Mikro- und Marktbild: Märkte und Bewertungen

Die Bewertungen von Staatsanleihen werden derzeit als attraktiv angesehen, wobei US-amerikanische, britische und deutsche Anleihen einen angemessenen Wert bieten. Diese Anleihen haben das Potenzial, sich zu erholen, wenn die Anleger zuversichtlich sind, dass die Zentralbanken die Straffung der Geldpolitik beendet haben und dies ungeachtet des erheblichen Rückgangs seit Mitte November. Trotz der attraktiven Bewertungen herrscht an den Anleihemärkten angesichts der schwierigen Marktbedingungen und der verstärkten Konzentration auf die Verschuldung sowie der nach wie vor bestehenden Netto-Short-Positionen großer Spekulanten (Managed Money) eine rückläufige Stimmung. Aktien könnten in den nächsten Monaten durch die Erwartung einer weichen Landung unterstützt werden. Allerdings sind Aktien aus Industrieländern außerhalb der USA billiger als ihre US-Pendants (KGV S&P 500 22x nachlaufend, 19,6x vorlaufend, EuroStoxx 50 12,6x nachlaufend, 12,5x vorlaufend, Japan Topix 15,8x nachlaufend, 14,3x vorlaufend und China CSI 300 12,55x nachlaufend, 10,1x vorlaufend. Quelle: Bloomberg).

Marktstimmung

Ende Dezember 2023 wies der CNN Fear and Greed Index, ein Maß für die Anlegerstimmung, einige Schwankungen auf. Zu Beginn des Monats befand sich der Index im Bereich „Extreme Greed“, welches auf ein hohes Anlegervertrauen und eine optimistische Marktstimmung hinweist. Am 20. Dezember war der Index jedoch wieder in den „Greed“-Bereich zurückgefallen, was darauf hindeutet, dass die Anleger vorsichtiger geworden sind,

i Rückblick

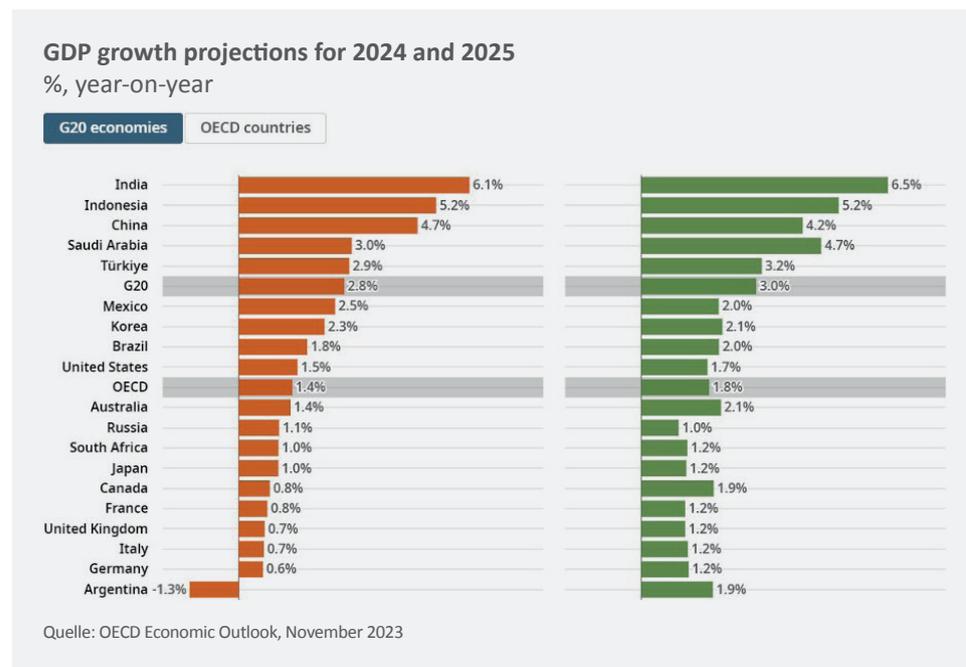
auch wenn sie immer noch zu einer positiven Markteinschätzung tendieren. Dies könnte darauf hinweisen dass die Anleger aufgrund von Gewinnmitnahmen zum Jahresende oder anderen Faktoren, die sich auf die Marktstimmung auswirken, eine vorsichtigeren Haltung gegenüber dem Markt einnehmen. Es ist zu beachten, dass die Marktstimmung sehr volatil sein kann und sich als Reaktion auf Wirtschaftsdaten, geopolitische Ereignisse und Markttrends schnell ändern kann.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die durch den Fear and Greed Index gemessene Marktstimmung Ende Dezember 2023 Anzeichen von Vorsicht erkennen lässt, wobei der Index von einem Zustand „Extreme Greed“ auf „Greed“ umschlägt. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger dem Markt zwar weiterhin positiv gegenüberstehen, aber eine gewisse Nervosität besteht, welche Investitionsentscheidungen und Marktbewegungen bis ins Jahr 2024 beeinflussen könnte.

i Ausblick

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

Die wirtschaftlichen Aussichten für 2024 sind durch eine leichte Verlangsamung des Wachstums gekennzeichnet, wobei es zwischen den einzelnen Regionen gewisse Unterschiede gibt. Nach Angaben der OECD wird für **China** im Jahr 2024 eine Wachstumsrate von 4,7% erwartet, gegenüber 5,2% im Jahr 2023 und 4,2% im Jahr 2025. Fitch Ratings hat seine Prognose für das **weltweite Wachstum** im Jahr 2023 auf 2,5% nach oben korrigiert, wobei sich die USA und China als widerstandsfähig erweisen. **Die weltweiten Wachstumsaussichten für 2024 haben sich jedoch verschlechtert, die Prognose liegt unter dem Potenzial von 2,3%. Die USA werden voraussichtlich eine Rezession vermeiden, aber ihre Wachstumsprognose wurde auf 1,4% im Jahr 2024 nach unten korrigiert. Japans** Wachstumsaussichten wurden für 2024 und 2025 nach oben korrigiert. In Europa wird für die wichtigsten Volkswirtschaften **Deutschland, Frankreich und Italien** sowie für das **Vereinigte Königreich ein Wachstum von unter 1% erwartet.**



Es sei darauf hingewiesen, dass **die Inflation nach wie vor ein zentrales Anliegen der Zentralbanken und politischen Entscheidungsträger ist**, insbesondere im Zusammenhang mit der Erholung nach der Pandemie. **Die Märkte haben mit mehreren Zinssenkungen gerechnet, doch die Zentralbanken in den USA und Europa könnten zögern schnell zu handeln**, da diese beim Auftreten von Inflationssignalen zögerten, die Zinssätze im Jahr 2021 rasch anzuheben.

i Ausblick

Es wird erwartet, dass die Geld- und Finanzpolitik eine entscheidende Rolle bei der Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung spielen wird. **Die Zentralbanken**, darunter die Federal Reserve, die Europäische Zentralbank, die Bank of Japan und die People's Bank of China, werden wahrscheinlich weiterhin die wirtschaftliche Entwicklung beobachten und ihre Politik bei Bedarf **anpassen, um das Wachstum zu stützen und die Inflation zu steuern. Auch fiskalpolitische Maßnahmen** wie Staatsausgaben und Steuern dürften 2024 **wichtige Triebkräfte der Wirtschaftstätigkeit sein**. Ein weniger diskutiertes **Warnsignal aus den USA**, der wichtigsten Volkswirtschaft der Welt, ist, dass das **US-Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2023 offenbar um etwa die Hälfte zurückgegangen ist** (etwa 2,5% gegenüber der früheren „China-ähnlichen“ Wachstumsrate von 4,5%). Dies geschah trotz starker Ausgabenströme. Angesichts dieses Faktors **scheint das Rekordniveau der Aktienkurse übertrieben**.

Insgesamt deuten die Aussichten für 2024 auf ein schwieriges Umfeld mit einer leichten Verlangsamung des Wachstums, nachlassendem Inflationsdruck und einer anhaltenden Konzentration auf geld- und fiskalpolitische Maßnahmen zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung und Stabilität hin. Seit September hat sich der Ton der Zentralbanken im Vergleich zu den vorangegangenen Monaten geändert, als einige von ihnen nach fast zwei Jahren keine Zinserhöhungen mehr vornahmen, während andere kurz vor einer Zinserhöhung stehen dürften. Dies hat die Aufmerksamkeit der Märkte auf die Frage gelenkt, wie lange die Zinssätze angesichts des angespannten Wirtschaftswachstums noch auf dem derzeitigen Niveau gehalten werden können.

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

Aktien

Wir lagen mit unserer Prognose für das 4. Quartal falsch: „Die leichte Korrektur im 3. Quartal spricht für eine weitere Korrekturphase an den Aktienmärkten auf kurze Sicht. Steigende Anleiherenditen und die erneute USD-Stärke sind derzeit ebenfalls nicht förderlich“.

Die besser als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten für Oktober in den USA und vielen Ländern Europas lieferten den fehlenden „positiven Makrotrigger“. Aus dem Q3-Bericht: „Was derzeit fehlt, ist ein klarer positiver „Makro-Trigger“, damit die Märkte auf breiter Front wieder nach oben gehen können“.

Innerhalb von 50-60 Tagen haben die Märkte in Erwartung niedrigerer Renditen im Jahr 2024 und danach auf breiter Front heftig zugelegt. Was als Gegenbewegung bei den Mega-Caps unter den Technologiewerten begann, verwandelte sich bald in eine breit angelegte Erholung bei den Small- und Mid-Caps, den Schwellenländern, den Rohstoffmärkten, den Real Estate Investment Trusts usw.

Die Bewertungen in den USA und der EU sind sogar noch höher geworden (KGV von etwa 22 für den S&P500 und 15,5x für den Euro Stoxx 50), während sich die Fundamentaldaten nicht im Gleichschritt mit den Aktienkursen bewegen. Vor allem qualitativ hochwertige

i Ausblick

Unternehmen wurden von den Anlegern unter Druck gesetzt und diskontieren nun ein perfektes Szenario. **Wenn überhaupt, erwarten wir, dass die Volatilität im Jahr 2024 zurückkehren wird.**

Staatsanleihen, Anleiherenditen

Im vierten Quartal 2023 kam es an den Anleihemärkten (netto) zu einer Versteilerung der Renditekurve (Ausweitung der Spanne zwischen kurz- und langfristigen Anleiherenditen) aufgrund des starken Anstiegs im ersten Monat des Quartals (Oktober), als die hawkische Rhetorik der Zentralbanken in der EU und den USA dominierte. Der Rückgang der langfristigen Renditen im November und Dezember reichte bisher nicht aus, um die Form der Kurve ins Negative zu drehen, obwohl ein Abflachungseffekt eintrat.

Auf dem Markt für Unternehmensanleihen kam es zu einer Verflachung der Kreditkurven, wobei sich der Abstand zwischen den kurz- und langfristigen Renditen verringerte und die Spreads enger wurden.

Am Ende des Quartals gab es Anzeichen für eine Normalisierung, wobei die Erwartung bestand, dass sinkende Zinssätze die Renditen von Staatsanleihen nach unten und die Anleihekurse nach oben treiben würden.

Staatsanleihen haben sich von einer „heißen Kartoffel“, die niemand halten wollte, zu einem Vermögenswert entwickelt, der eine historisch steile Rallye hingelegt hat. Wie bei den meisten Erholungen haben Kapitulationsverkäufe diese Entwicklung ermöglicht. Panikartige Verkäufe von staatlich emittierten festverzinslichen Wertpapieren führten dazu, dass Anleger auf der Strecke blieben und Spekulanten massive Leerverkäufe auf dem Markt tätigten. Möglicherweise beginnen wir gerade erst mit der Auflösung eines der bedeutendsten „overcrowded Trades“ der Geschichte. Manchmal ist eine einseitige Positionierung ein wichtigerer Preistreiber als die fundamentalen Daten.

In Anbetracht der Fundamentaldaten (sinkende Inflation, Verlangsamung des Wachstums) und der technischen Marktbedingungen (immer noch große Short-Positionierung durch Großspekulanten) **glauben wir, dass ein Rückgang der 10-jährigen US-Rendite auf bis zu 3,25% in Sicht ist, unabhängig von der nächsten FED-Aktion (Zinssenkung oder Beibehaltung).**

i Ausblick

Kredite/Unternehmensanleihen

Die Aktienrallye hat im Laufe des Quartals zu einer Verengung der Spreads geführt. **Wir halten Unternehmensanleihen mit Investment Grade (IG) weiterhin für attraktiv.** IG-Anleihen dürften sich in einem desinflationären Umfeld (USA und Europa ohne Großbritannien) weiterhin positiv entwickeln. **Allerdings** sind die Spreads im Hochzinssegment (HY) nicht mehr besonders attraktiv.

In Anbetracht der obigen Ausführungen halten wir uns an IG-Unternehmensanleihen und Schatzanleihen und würden bei einer Spread-Ausweitung in HY zukaufen.

USD

Anzeichen einer sinkenden Inflation und erneute Erwartungen von Zinssenkungen im neuen Jahr haben einen Ausverkauf spekulativer USD-Positionen ausgelöst. Der USD-Index ist von einem Höchststand von 106 Mitte Oktober auf einen Tiefstand von 100,5 während der Erstellung dieses Berichts gefallen.

Kurzfristig ist der USD-Index überverkauft, und es ist mit einer Back-and-Fill-Kursbewegung zu rechnen. Mittelfristig dürfte der USD jedoch seine Talfahrt fortsetzen, da die FED in den Jahren 2024 und 2025 mehrere Zinssenkungen in Aussicht stellt. **Ein fallender USD wird die Schwellenmärkte, Edelmetalle und Rohstoffe weiterhin positiv beeinflussen.**

Edelmetalle, Rohstoffe

Die Entwicklung des **Goldpreises** war im vierten Quartal eine Spiegelung der USD-Bewegung. Die sinkende Inflation und die **Erwartung von Zinssenkungen** führten zu einem **Rückgang der erwarteten Realrenditen**. Sinkende erwartete Realrenditen lassen den Goldpreis steigen. Aktuell ist die Situation genau umgekehrt wie in 2022.

Während ein erheblicher Teil der Zinssenkungen vom Markt bereits eingepreist wurde, könnte das Potenzial eines weiteren Rückgangs der Inflation das erwartete Zinsniveau zusätzlich senken und damit den Goldpreis weiter stützen.

Für **Industriemetalle** besteht ein struktureller Optimismus für 2024, wobei ein globaler Strategie einen optimistischeren Ausblick für Industriemetalle als für Öl äußerte. Es wird erwartet, dass die Nachfrage nach Industriemetallen durch die Energiewende, insbesondere hin zu erneuerbaren Energien, gestützt wird. Darüber hinaus **prognostiziert Goldman Sachs eine deutliche Verknappung der Kupfer- und Aluminiumvorräte, was die Preise ab der zweiten Hälfte des Jahres 2024 in die Höhe treiben dürfte.**

Markttechnische Daten und Stimmung

Die Stimmung hat sich ins Positive gedreht. Wie oben dargestellt, schwankt der Angst- und Gierindikator zwischen „Gier“ und „extremer Gier“. **Auch technisch gesehen befinden sich die Aktien im überkauften Bereich, doch die Breite hat sich im letzten Monat des Jahres verbessert.**

i **Ausblick**

In solchen Situationen gibt es in der Regel zwei Szenarien: Entweder kommt es zu einer Korrektur des überkauften Zustands aufgrund einer ausreichend negativen Nachricht/ Ereignisses oder die Märkte bewegen sich über einen ausreichend langen Zeitraum nicht und der überkaufte technische Zustand wird ohne Erschütterungen wieder absorbiert.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Der Zinserhöhungszyklus ist beendet, da die Inflation unter Kontrolle ist. Die Renditen langfristiger Anleihen sind in Erwartung von Zinssenkungen im Jahr 2024 gesunken.

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sind gemischt: Sie verschlechtern sich in Europa und sind in den USA immer noch positiv. Die Normalisierung der Finanzströme in den USA deuten jedoch auf ein geringeres Wachstum in der Größenordnung von 2,5% hin.

Unter diesen Umständen würden wir von einem Sweet-Spot-Szenario sprechen, wenn es nicht ein gewisses Maß an Schaum und Spekulation auf dem Aktienmarkt zum Jahresende gäbe.

Für die **erste Jahreshälfte 2024** erwarten wir aufgrund der sinkenden Inflation und der Zinssenkungserwartungen **eine Fortsetzung der positiven Entwicklung bei Anleihen.** Auch wenn das makroökonomische Umfeld für Aktien und risikoreiche Anlagen im Allgemeinen **günstig** ist (Verbesserung der Liquidität, Lockerung der finanziellen Bedingungen, sinkende Inflation), **erwarten wir eher früher als später eine Pause.** Eine Korrektur zur „Reinigung des Himmels“ wäre auf diesem Niveau sogar willkommen. **Gold und Edelmetalle** im Allgemeinen, die nicht unkorreliert sind, werden auch **weiterhin von der oben beschriebenen Lockerung der finanziellen Bedingungen profitieren.**

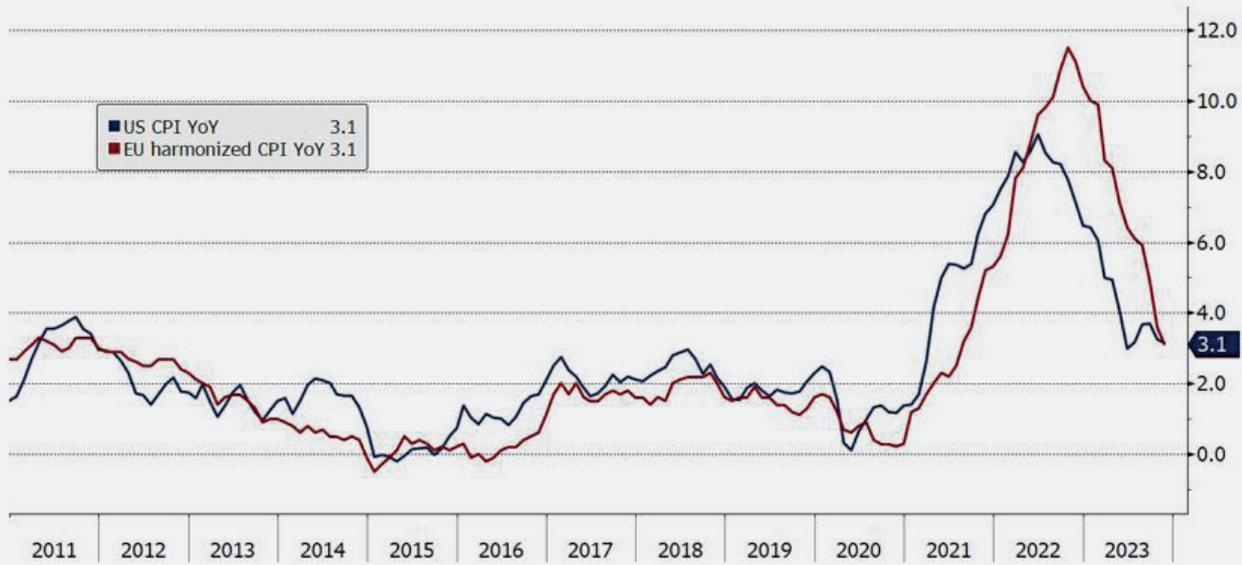
Welches sind die größten vorhersehbaren Gefahren für die Märkte derzeit?

1. Da ein Überschießen weiterer Zinserhöhungen durch die Zentralbanken vom Tisch ist, **sollte sich das Risikomanagement nun mehr auf die Finanzpolitik und die Kapitalströme konzentrieren.** Eine Verschlechterung der Wachstumserwartungen würde wahrscheinlich eine Revision der Gewinnerwartungen der Unternehmen und eine Neubewertung der Aktienmärkte nach sich ziehen.
2. Ein „**Kreditereignis**“ ist zwar weniger wahrscheinlich, aber es gibt immer noch überschuldete Unternehmen, die nicht in der Lage sein werden, ihre Verbindlichkeiten zu den derzeitigen Renditen zu refinanzieren. Je länger die Zinssätze auf diesem Niveau bleiben, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls von beträchtlichem Ausmaß (das Immobilienunternehmen Signa in Österreich war kein Ereignis, das die Märkte erschüttert hätte).
3. Eine Verschärfung der **geopolitischen Spannungen** (militärische Beteiligung Iran's an der Krise im Nahen Osten).
4. Eine **fiskalpolitische Kehrtwende in den USA kann in einem Wahljahr ausgeschlossen werden**, doch wird sich eine Verringerung der Steuerströme mit Sicherheit (verzögert) auf risikoreiche Anlagen auswirken (d.h. die Kehrseite der Medaille von Zinssenkungen sind geringere Einnahmen in den Taschen der Sparer, also ein geringerer Stimulus).

iii Rückblick & Ausblick

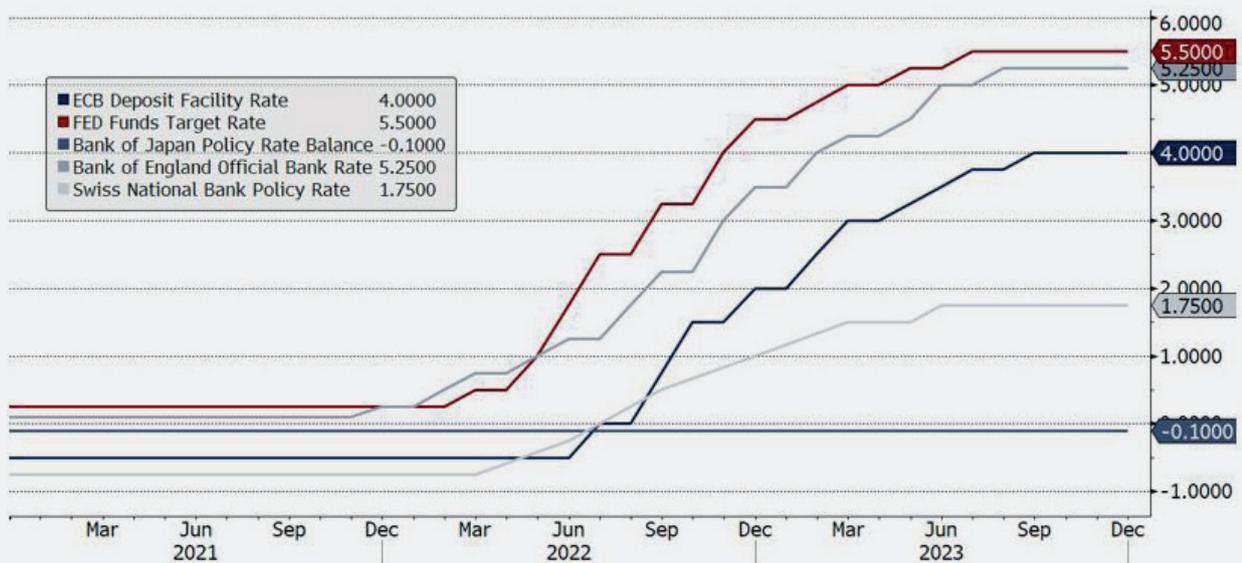
(in Charts)

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 weiterhin über dem 2% Zielwert der jeweiligen Zentralbanken.

Zinssätze Zentralbanken, seit 2021



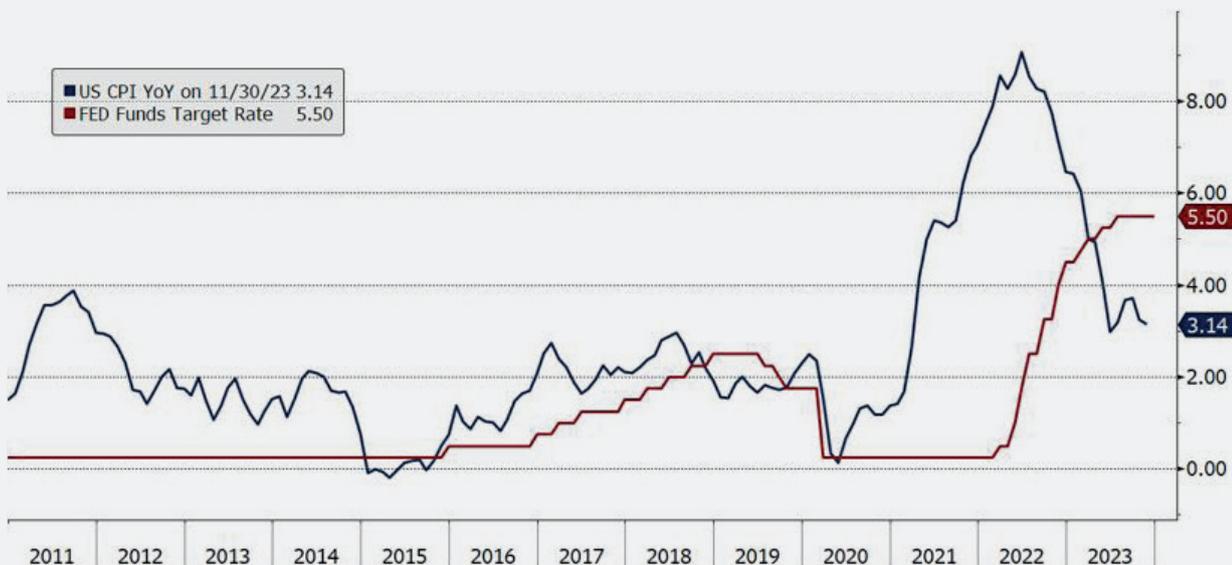
Ausser der Bank of Japan haben alle Notenbanken in den letzten 2 Jahren ihre Zinsen stark angehoben. Im Dezember haben sich alle Notenbanken entschieden die Zinsen auf dem aktuellen Niveau zu lassen. Möglicherweise sind wir bei den meisten Zentralbanken am Ende des Zinserhöhungszyklus angelangt.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

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.

Vermögen in Geldmarktfonds und FED Funds Target Rate, seit 2006



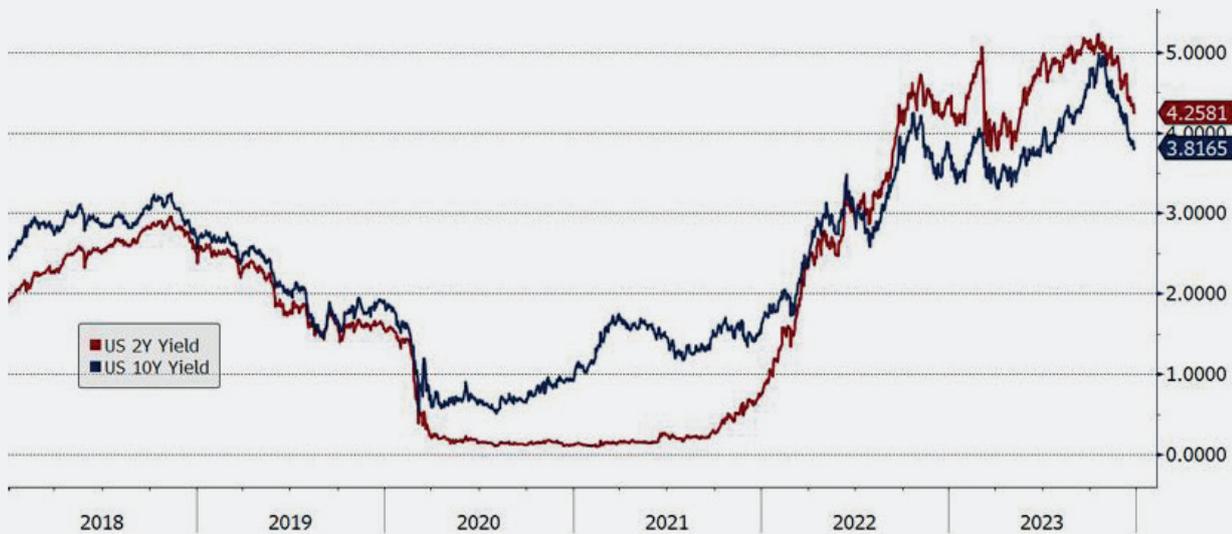
Sprunghafte Anstiege der verwalteten Vermögen in Geldmarktfonds waren in der Vergangenheit oftmals begleitet von Zinssenkungen der Notenbank. Geldmarktfonds verzeichnen oftmals grosse Zuflüsse in Zeiten grosser Unsicherheit oder wenn die Realzinsen steigen.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

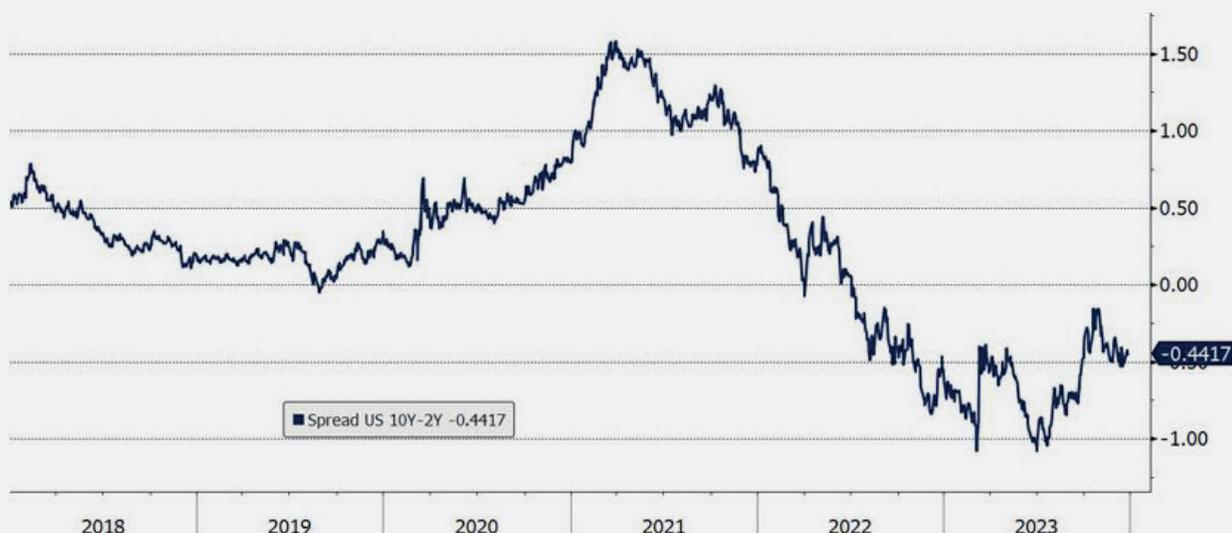
(in Charts)

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. Nachdem die Zinsen Ende Oktober auf ein Jahreshoch gestiegen sind («higher for longer» Diskussion) hat die erneute Zinspause der FED sowie leicht tiefer als erwartete Inflationsdaten im November zu einem Umdenken der Marktteilnehmer geführt und im Zuge dessen sind die Zinsen stark gesunken.

Zinskurve USA (10Y – 2Y), seit 2018



Der Spread zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Anleiherenditen in den USA hat sich von über 150 Basispunkten zu Beginn des Jahres 2021 auf unter -100 Basispunkte eingeeengt. Negative Werte (Zinsinversion) werden vom Markt als Frühindikator für eine bevorstehende Rezession angesehen.

iii Rückblick & Ausblick

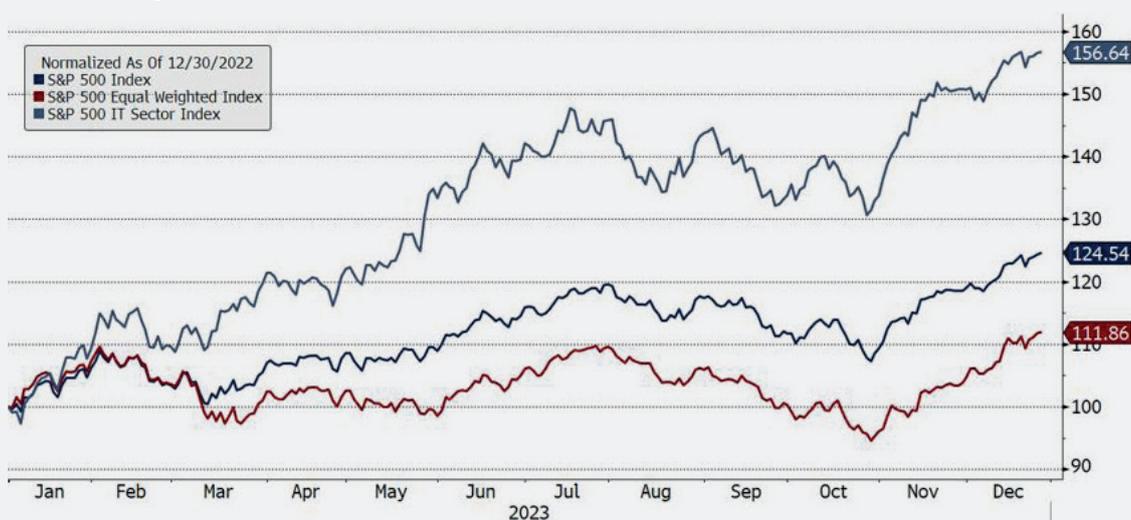
(in Charts)

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



Die Gegenbewegung an den Aktienmärkten von Ende Juli bis Ende Oktober hat dazu geführt, dass die Bewertungen vom Jahreshoch etwas zurückgekommen sind. Jedoch hat die starke Kursentwicklung seit Anfang November die Bewertungen wieder auf Jahreshochstände gebracht. Der amerikanische Aktienmarkt handelt 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.

S&P 500 kapitalgewichtet vs. S&P 500 gleichgewichtet vs. S&P 500 Technologiesektor, seit Jahresbeginn 2023



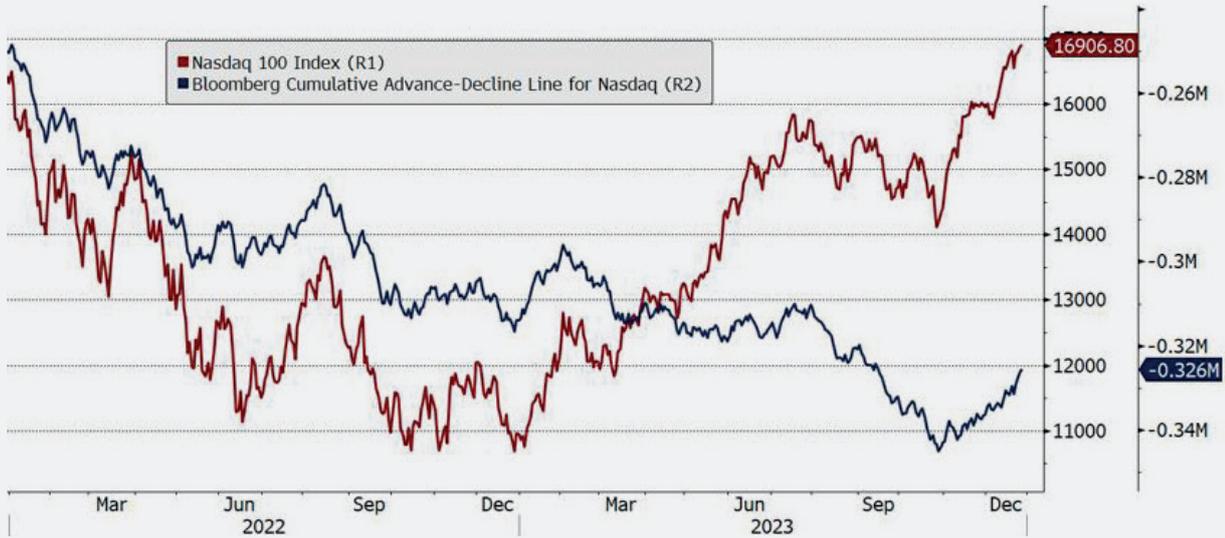
Ein weiteres Beispiel für fehlende Marktbreite kann aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung des gleichgewichteten und kapitalgewichteten S&P 500 aufgezeigt werden. Während der gleichgewichtete Index seit Beginn 2023 bis anfangs November nahezu unverändert ist, konnte der kapitalgewichtete Index um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

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

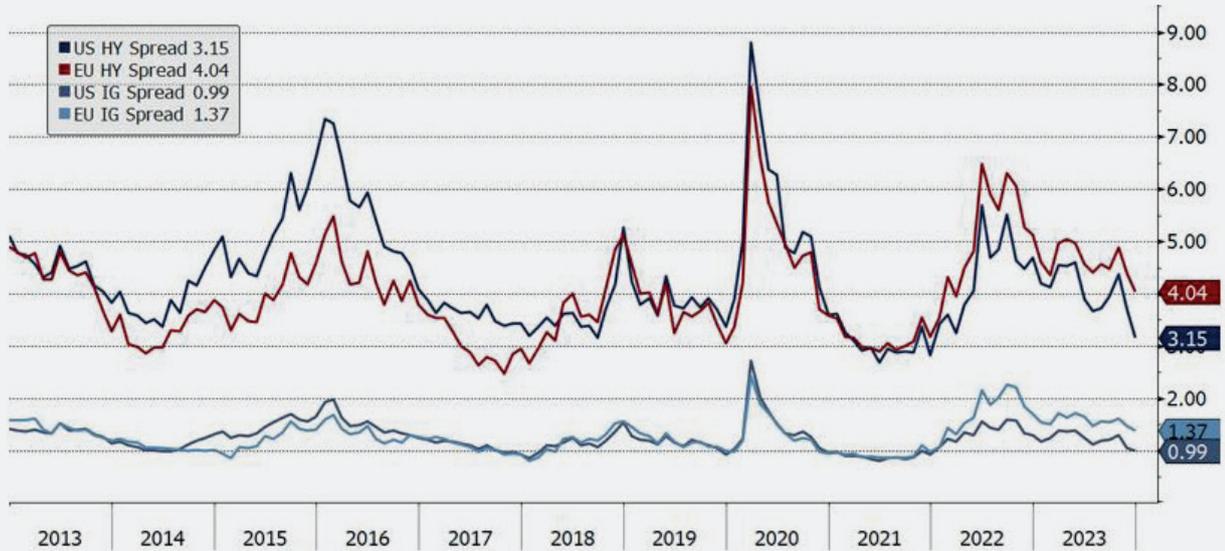
(in Charts)

Marktbreite anhand Nasdaq 100, seit 2022



Der Preisanstieg im Nasdaq 100 bis Ende Oktober schien nicht sonderlich breit abgestützt zu sein, wenn man das Auseinanderdriften der Preisentwicklung vom Nasdaq 100 und der Advance-Decline Linie betrachtet. Die Marktbreite hat sich seitdem deutlich verbessert.

High Yield & Investment Grade Spreads USA & Europa, seit 2013



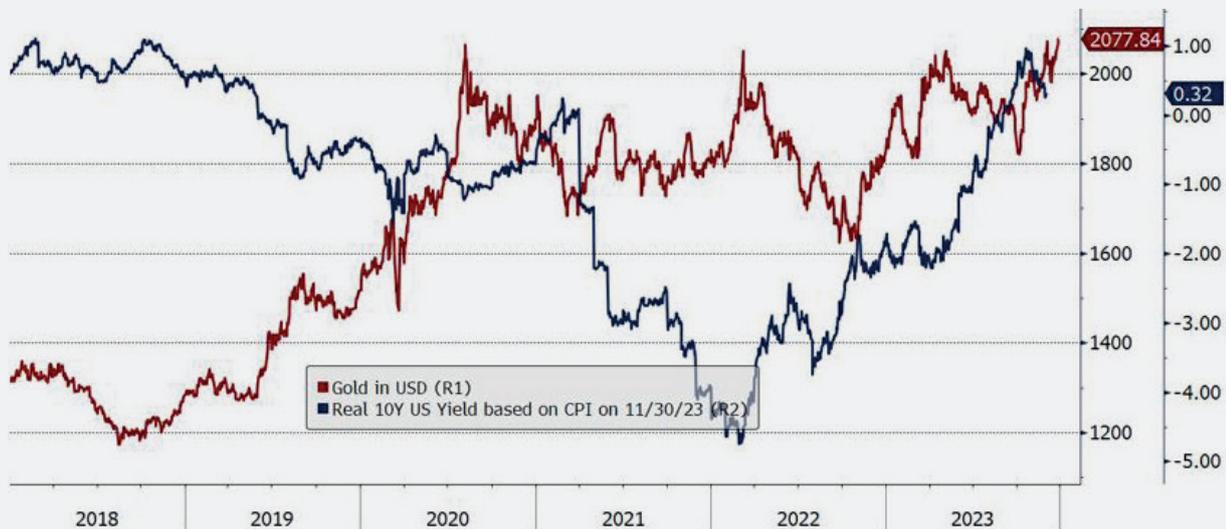
High Yield & Investment Grade Spreads (Zinsaufschläge vs. die jeweiligen Staatsanleihen) haben sich im Zuge der Bankenkrise im Feb 2023 kurzfristig ausgeweitet. Seitdem haben sie sich wieder deutlich eingeeengt. Der HY-Markt signalisiert derzeit keine starke Kontraktion (Rezession). Darüber hinaus haben resilientere Wirtschaftsdaten (primär USA) zu einer weiteren Kontraktion der Spreads geführt.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

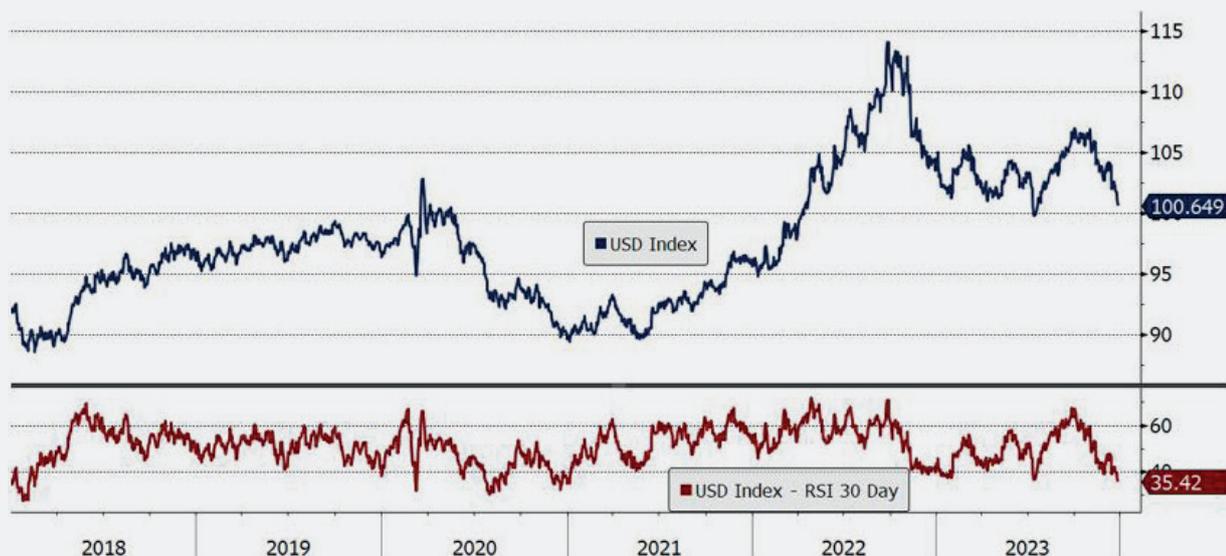
(in Charts)

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 Rückgang der Realzinsen ist demnach auch einhergegangen mit einem Preisanstieg im Edelmetall.

USD Index, seit 2018

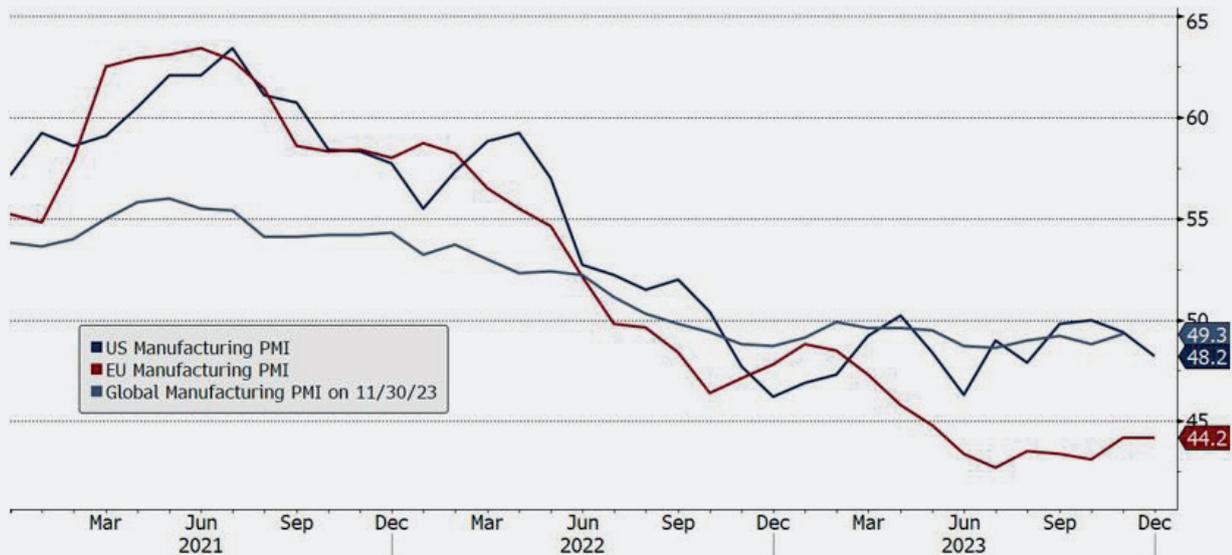


Der USD-Index ist ein Devisenindex, welcher das Verhältnis des USD zu einem Währungskorb (u.a. EUR, JPY, GBP) darstellt. Der Index gibt Aufschluss darüber, ob der USD stark oder schwach ist gegenüber dem Währungskorb. Obwohl sich der USD-Index in den letzten Wochen stark abgewertet hat, ist er anhand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

iii Rückblick & Ausblick

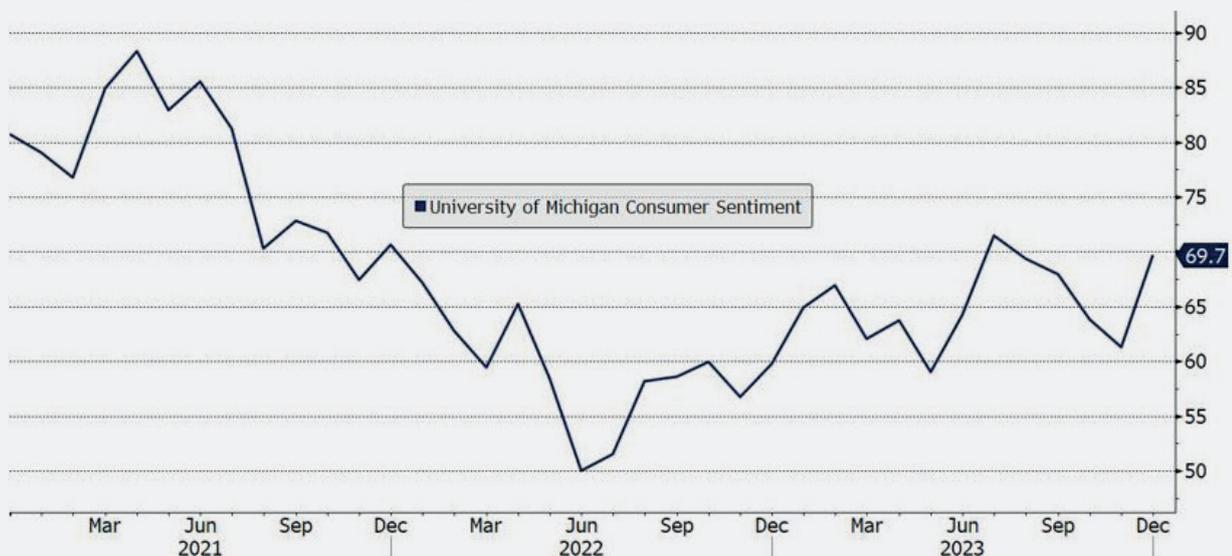
(in Charts)

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



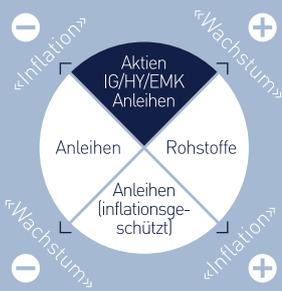
Der Konsumklimaindex der Universität Michigan ist ein Stimmungsindikator, welcher die Konsumneigung der Privathaushalte abbildet und ebenfalls als Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung gilt. Die Daten geben Einblicke aufs aktuell vorherrschende Verbrauchervertrauen und deren Erwartungen an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

Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> Die Wirtschaftsdaten sind nach wie vor uneinheitlich und die Erwartungen für die verschiedenen Regionen für 2024 divergieren. Die USA werden voraussichtlich eine Rezession vermeiden, aber ihre Wachstumsprognose (2024) wurde von Fitch auf 1,4% nach unten korrigiert (1,7% von der OECD). In Europa wird für die wichtigsten Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien sowie für das Vereinigte Königreich ein Wachstum von unter 1% erwartet. Für China wird ein Wachstum von 4,7% erwartet (gegenüber 5,2% im Jahr 2023). Nur die Prognose für Japan wurde nach oben korrigiert, von 1% auf 1,2% (OECD). Die weltweite Inflation wird sich voraussichtlich auf 6,9% im Jahr 2023 und auf 4,9% im Jahr 2024 abschwächen. Steigende Lebensmittel- und Ölpreise sprechen dafür, dass sich die Zentralbanken mit Zinssenkungen Zeit lassen sollten. Die USA, China und die Schweiz sind die Länder, die derzeit positive reale Zinssätze aufweisen, während in Europa, Japan und insbesondere im Vereinigten Königreich die Inflationsraten immer noch höher sind als das Zinsniveau. In Anbetracht der jüngsten Erklärungen der Zentralbanken, die Zinsen auf Eis zu legen und für 2024 Zinssenkungen anzustreben, werden wir zu dem Schluss kommen, dass der Inflationsrückgang in Europa zu etwas Schlimmerem als einer sanften Landung führen könnte. Sollte sich die jüngste OECD-Prognose eines anämischen Wachstums von unter 1% für 2024 bestätigen, könnte Europa bald einen Inflationsrückgang mit rezessiven Zügen erleben. Ungeachtet der Erwartung eines Endes der lockeren Geldpolitik ist Japan immer noch das Land mit der stimulierendsten Geldpolitik und negativen Realzinsen. Schlussfolgerung: Die USA und Japan sind nach wie vor die widerstandsfähigsten Volkswirtschaften, während Europa und das Vereinigte Königreich den harten Weg des Inflationsabbaus gehen müssen, d. h. über eine Verringerung des nominalen Wachstums. Die Fiskalströme sind in den USA immer noch förderlich, wenn auch nicht für ein Wachstum wie in China (wie in den Jahren 2022/23). Die Ströme unterstützen eine moderatere Wachstumsrate (2,5% erwartet). In Anbetracht des hohen Niveaus des Aktienmarktes ist Vorsicht geboten. 	<ul style="list-style-type: none"> Die kräftige Rallye, die sich im Dezember fortsetzte, ließ viele positive Erwartungen für 2024 außer Acht, insbesondere in Bezug auf Zinssenkungen. Im Laufe des Monats kam es zu einer Ausweitung der Aktienbewertungen (Multiplikatoren), da wir noch keine Hinweise auf Gewinnentwicklungen hatten. Wenn das Logistikunternehmen FedEx ein Indikator ist, sollten wir im ersten Monat des Jahres 2024 eine weniger spannende Gewinnsaison erwarten. Die Aktienmärkte sind nicht mehr billig: Das Forward PE des S&P 500 liegt bei 19,6x und das des Euro Stoxx 50 bei 12,5x. Nur der chinesische CSI 300 sieht mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,1x günstig aus. Staatsanleihen: In Anbetracht der Fundamentaldaten (sinkende Inflation, Verlangsamung des Wachstums) und der technischen Marktlage (nach wie vor umfangreiche Short-Positionierungen von Spekulanten wie Managed Futures und anderen wichtigen Akteuren) halten wir einen Rückgang der 10-jährigen US-Rendite auf bis zu 3,25% für möglich, unabhängig von den nächsten Maßnahmen der FED. 	<ul style="list-style-type: none"> Aktien vs. Anleihen (und Bargeld): Auf relativer Basis sind Staats- und IG-Unternehmensanleihen attraktiver als Aktien, wenn man die Verlangsamung der Wirtschaft und das Potenzial für einen weiteren Rückgang der langfristigen Renditen berücksichtigt, unabhängig davon, ob die Zinsen gesenkt werden oder nicht. Unternehmensanleihen: Dem selektiven Ansatz sollte weiterhin der Vorzug gegeben werden. Trotz der sehr engen Spreads bieten IG-Unternehmensanleihen der höchsten Qualität attraktive Nominalrenditen. Sollten wir in ein disinflationäres Umfeld eintreten (die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios ist unseres Erachtens weiter gestiegen), bieten IG-Anleihen viel Spielraum für Kapitalzuwachs. Gleichzeitig sind die knappen Renditen im unteren Qualitäts-spektrum (HY) angesichts einer möglichen Konjunkturabschwächung nicht besonders attraktiv. 	<ul style="list-style-type: none"> Der CNN Fear and Greed Index, der die Stimmung der Anleger misst, bewegte sich im Dezember und zu Beginn des neuen Jahres zwischen "Gier" und "extremer Gier". Nach der großen Rallye im November und Dezember sind die Anleger von den Aktienmärkten und risikoreichen Anlagen im Allgemeinen begeistert. Die Aufwärtsbewegung bei Anleihen im November und Dezember war sehr bedeutsam, da der Markt, der zuvor von Großspekulanten "geschortet" worden war, sah panische Anleger an der Seitenlinie stehen und Großspekulanten, die den Markt massiv leerverkauft hatten. Es bedurfte nur einer Reihe von Inflationsdaten, die besser ausfielen als erwartet, um eine der am stärksten überfüllten Transaktionen der Geschichte aufzulösen. In Anbetracht der immer noch bestehenden massiven Short-Positionen von Spekulanten (Managed Money und Managed Futures) ist der Renditerückgang möglicherweise noch nicht vorbei. USD: Kurzfristig ist der USD-Index überverkauft, und vor dem Jahreswechsel hat eine Back-and-Fill-Kursbewegung eingesetzt. Mittelfristig dürfte der USD jedoch aufgrund der Erwartung mehrerer Zinssenkungen durch die FED in den Jahren 2024 und 2025 wieder fallen. Ein fallender USD wird die Schwellenmärkte, Edelmetalle und Rohstoffe weiterhin positiv beeinflussen. Der Goldpreis hält sich über der psychologischen Marke von 2.000 USD pro Unze. Der Goldpreis hat sich im 4. Quartal 2023 spiegelbildlich zum USD entwickelt. Die sinkende Inflation und die Erwartung von Zinssenkungen führen zu einem Rückgang der erwarteten Realrenditen. Sinkende erwartete reale Renditen lassen den Goldpreis steigen. Während ein erheblicher Teil der Zinssenkungen vom Markt bereits eingepreist wurde, könnte das Potenzial einer weiter sinkenden Inflation das erwartete Zinsniveau zusätzlich senken und somit den Goldpreis stützen. Schlussfolgerung: Aktien sind angesichts der hohen Bewertung und der erwarteten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums "überspannt" (die Aktienkurse folgen der Wirtschaft und nicht umgekehrt). "Gier" und weit verbreiteter Optimismus tragen zur "Gefahrenzone" bei. Anleihen sind noch nicht überbewertet (die Renditen werden noch weiter fallen), und kurzfristige Korrekturen werden Kaufgelegenheiten darstellen.

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.