



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Frühling 2025

Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Überblick	3
ii Rück- & Ausblick	4
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	11
iv Koordinaten	18
v Rechtlicher Hinweis	19

i Überblick



CONREN Fondsmanager Patrick Piconi (Vorstand Altrafin) verfolgt einen langfristigen Absolute Return Ansatz. Der aktive, vermögensverwaltende und unabhängige Investmentansatz ist themenbasiert und Top-down. So bietet CONREN eine Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen. Kunden sind vor allem Unternehmerfamilien, Family Offices und Stiftungen in Deutschland, England, Israel und der Schweiz.

Das erste Quartal 2025 war von erheblicher wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt. Das US-BIP-Wachstum verlangsamte sich (nachdem es per Ende 2024 um über 2.5% anstieg), hauptsächlich aufgrund der erwarteten Auswirkungen neuer Handelspolitiken und steigender Inflation. Überraschenderweise übertrafen europäische Aktien den S&P 500 deutlich. Die Performancedifferenz zwischen dem MSCI Europe Index und dem S&P 500 betrug beeindruckende 15,09% (in USD), die grösste Differenz seit über 30 Jahren. Der S&P 500 verzeichnete einen Rückgang von 4,28% im ersten Quartal und schloss 3% unter seinem 200-Tage-Durchschnitt ab. Die Renditen von US-Staatsanleihen stiegen anfänglich, getrieben von Erwartungen höherer Staatsausgaben und Inflation (+3%), sie fielen allerdings gegen Ende des Quartals infolge zunehmender Eintrübung der Konjunkturaussichten. Im Zuge einer fiskalpolitischen Kehrtwendung in Europa (genereller Stimmungswandel und Abkopplungsbestrebungen der USA) und den daraus folgenden Fiskalprogrammen (z.B. in Deutschland, wonach das Land in den nächsten Jahren EUR 400 Milliarden in die Rüstung und weitere EUR 500 Milliarden in die Infrastruktur investieren wolle) stiegen die Anleiherenditen deutlich an. Dies führte insbesondere ab Mitte März zu einer deutlichen Aufwertung des EUR vs. USD (+3,8% seit Jahresbeginn). Gold erreichte ein Rekordhoch von über USD 3'000 pro Unze und verzeichnete im ersten Quartal einen Anstieg von knapp 20%, und damit den grössten Quartalszuwachs seit fast 40 Jahren.

ii Rück- & Ausblick

1. Makro: Wachstum, Inflation, Geldpolitik

USA: Das abgelaufene Quartal war von geopolitischen Spannungen, protektionistischer Handelspolitik der USA und divergierenden geldpolitischen Pfaden geprägt. Während die US-Wirtschaft unter Trumps Zöllen und steigenden Inflationserwartungen leidet, zeigen Europa und ausgewählte Schwellenländer Resilienz. Chinas Wachstum bleibt fragil, und Japans geldpolitische Zwickmühle spitzt sich zu. **Trump's Zolloffensive** (25% auf Stahl/Aluminium, 20% auf chinesische Waren) belastet Exporte und Lieferketten. Das **BIP-Wachstum verlangsamt** sich auf **-2,8%** im Q1, während die Nettoexporte einbrachen. Steuererleichterungen für Unternehmen und Haushalte sollen zwar die Binnennachfrage stützen, doch die Handelsunsicherheit bremst Investitionen, was letztlich die Konjunktur weiter abschwächen wird. Die Ende 2024 von vielen Marktteilnehmern (u.a. Weltbank, IWF, Mehrheit der Banken-Ökonomen & Strategen) prognostizierte US-Wachstum 2025 von 2,5% scheint angesichts der aktuellen Zoll- und Handelspolitik der neuen US-Regierung nicht mehr haltbar. Wir sehen derzeit noch kein Anzeichen einer Rezession, doch eine **Wachstumsrate 2025 von 1,5%+ scheint uns realistischer**. Dies hat deutliche **Implikationen auf die „Top-Line“** (Umsatzentwicklung) vieler Unternehmen. Auf der anderen Seite erhöhen sich die Importpreise (durch die Zölle), welche von den Unternehmen nicht universell 1:1 an die Konsumenten weitergereicht werden können (**Margen kommen unter Druck**). Die meisten Echtzeit-Indikatoren für Verbraucherausgaben und Kreditaufnahme sind bisher zumindest stabil geblieben. Die Einzelhandelsumsätze erholten sich im Februar und bestätigten ein solides reales Konsumwachstum von etwa 1,5%. Der Trend des Vertrauens des Privatsektors hat aufgrund der gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf die Politik der Bundesregierung allerdings stark abgenommen.

Unabhängig davon, was die US-Regierung ihren Wählern durch die Einführung von **Zöllen** verspricht, sind es letztlich die Importzölle (empirisch belegt) und **indirekte Steuern**, welche die Lebenskosten erhöhen, die Liquiditätsreserven bzw. Sparquoten der Konsumenten unter Druck setzen, Lieferketten und Arbeitsplätze gefährden und viele der in den USA ansässigen Unternehmen vor unnötige Probleme stellen. Darüber hinaus zeigt ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte, dass solche Schutzzölle zwar **kurzfristig die Inflation nach oben drücken** und damit auch die Inflationserwartungen negativ beeinflussen, doch am Ende (**mittelfristige Perspektive, 6-9 Monate Zeitnachlauf**) führen diese „Steuern“ zu einem **Nachfragemengeneffekt**, d.h. der Druck auf die Konsumenten weniger auszugeben nimmt deutlich zu, die **Konjunktur schwächt sich in der Folge ab und die Inflationserwartungen bilden sich wieder zurück**. In einem „worst case“ Szenario kippt die Konjunktur stärker als sich die Inflation zurückbildet, was zu einem stagflationären Umfeld führt. Dies ist aktuell nicht unser Basis-Szenario, vielmehr gehen wir von einem Rückgang des Wirtschaftswachstums aus, **welcher die Notenbank (US Fed) dazu bewegen wird, die Zinsen u.U. doch schneller abzusenken** (von aktuell 4,25-4,5%) als dies der Markt aktuell einpreist - dies trotz Trumps Fiskalpaket bestehend aus Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben, welche ohnehin das Defizit auf 6,8% des BIP treiben. PS: Die DOGE-Bemühungen von Trump/Elon Musk haben bisher ohnehin keinerlei Wirkungen gezeigt und mittelfristig sind sie ohnehin nur ein Tropfen in einem grossen Ozean hoher Staatsverschuldung.

ii Rück- & Ausblick

Europa: Leichte Erholung bei anhaltenden Handelsrisiken. Das Vertrauen bleibt fragil, doch sinkende Inflation (2,4%) und Lockerung der Geldpolitik stützen die Erwartungen (Deutschland IFO Index nach der Wahl und dem angekündigten, umfangreichen Fiskalpaket wieder positiv). Die **EZB signalisiert drei Zinssenkungen im Jahr 2025**, während **fiskalische Stimuli** (z.B. deutsche Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben) **stimulierend wirken**. Handelskonflikte mit den USA erzwingen eine stärkere Fokussierung auf Binnenmärkte und Asien-Kooperationen. Die **Stimmung** hat sich während des ersten Quartals Zugunsten von Europa und dem EUR gedreht. Selbst das **Momentum (Geldflüsse)** in den Euroraum ist deutlich positiv. Ob allerdings der Kapitalfluss in den nächsten Monaten anhält, ist alles andere als sicher. Letztlich muss sich insbesondere die **fundamentale** Seite weiter aufhellen (deutlicher Aufschwung der Konjunktur und zwar über das anfangs Jahr allgemein angenommene anämische Wachstum 2025 von 0,7%). Die EU-Kommission prognostiziert mittlerweile ein Wachstum von **1,0% für 2025**. Dies ist allerdings noch zu niedrig, um das positive Momentum fundamental weiterhin zu stützen. **Insofern sind mögliche weitere Korrekturen bei US-Aktien bei den aktuellen Niveaus auch ein Problem für Europa**. An ein komplettes Abkoppeln glauben wir nicht. Die Korrelation wird unseres Erachtens in Zukunft wieder zunehmen, zumal die Bewertungslücke zwischen Europäischen und US-Aktien kleiner geworden ist. KGV EuroStoxx 50 vs. S&P 500 anhand der aktuellen Gewinne KGV 14.35x vs. 21.85x resp. der prognostizierten Gewinne KGV 16.52x vs. 19.4x (Stand 4. April 2025).

China: Deflationsängste (**-0,4% BIP-Deflator**) und Arbeitsmarktsorgen **dämpfen die Kaufkraft** trotz gezielter Konsumanreize (Elektroauto- Subventionen). **US-Zölle (20–60%) bedrohen die Exporte, die 18% des BIP ausmachen**. Die Handelsdiversifizierung (ASEAN, Naher Osten) mildert zwar die US-Risiken ab, reicht aber nicht aus, um negative Implikationen aus solchen Zöllen abzufedern. Die Regierung hält allerdings am **Wachstumsziel von 5% fest**, gestützt durch Infrastrukturprojekte und Lokalisierung strategischer Industrien (u.a. IT/Tech). Die **Industrieproduktion wächst moderat (+3,8%)**, während der **Immobiliensektor weiter schrumpft**. Die Kerninflation liegt bei 0,8%, geprägt von Überkapazitäten und schwacher Nachfrage. Die PBOC hat allerdings noch genügend Spielraum die Wirtschaft zu stimulieren und könnte den Leitzins senken und den Yuan kontrolliert abwerten um Exporte zu stützen. Auch fiskalpolitisch wird weiterhin gezielt unterstützt: gezielte Kredithilfen für KMU und Steuererleichterungen dominieren, während die Staatsverschuldung auf 83% des BIP steigt. Trotzdem denken wir, dass China auch in diesem Jahr kein entscheidender Treiber der Gesamtnachfrage für die Weltwirtschaft sein wird.

Fazit: Trumps Politik bleibt bestimmend – weitere Zölle könnten **Stagflationsrisiken in den USA verschärfen**. Europa: Leitzinssenkungen und Industrieförderung stützen Aktien, doch politische Instabilität (EU-Wahlen) und noch kein nachhaltiger Aufschwung bergen Risiken. China: Wachstum hängt von Handelskompromissen und Binnenstimulus ab. Die Kredit- und Immobilienkrise (Überkapazitäten) dämpft das Wachstum und wirkt nach wie vor deflationär. Die Märkte bleiben insgesamt anfällig für handelspolitische Überraschungen, während Zentralbanken zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumssicherung balancieren. **Von der Makro-Seite her betrachtet sind kurzfristig weitere Gegenwinde für die Märkte zu erwarten. Die Ampeln sind auf „orange“ geschaltet.**

ii Rück- & Ausblick

2. Mikro, Märkte und Bewertungen

Aktien

Es ist schwierig zu sagen, ob die Aktienmärkte jetzt „über-, fair oder unterbewertet“ sind. Wir haben keine weltweit homogene Entwicklung der verschiedenen Volkswirtschaften erlebt, und die Aktienmärkte der verschiedenen Makroregionen spiegeln dies wider.

Der **US-Markt** erscheint bei einer rein statischen Bewertung (Gewinn und Cashflow-Multiplikatoren, siehe unten), trotz der Korrektur der Aktienmärkte seit Jahresbeginn (S&P 500 -13.73%, Nasdaq 100 -17.20%, Stand 4. April 2025), im Durchschnitt immer noch teuer. Die Bewertungsdifferenz zu anderen Märkten hat sich allerdings seit Dezember 2024 etwas abgeschwächt.

Verschiedene Märkte zeigen folgendes Bild (Stand: 2. April 2025):

	S&P 500	Euro Stoxx 50	Nikkei 225	CSI 300
FCF Yield	3.21%	5.69%	3.80%	7.96%
PE fwd.	20.93	14.67	18.20	15.17
Div Yield	1.45%	3.22%	2.28%	2.70%

Ende 2024 waren die meisten Marktstrategen und Research-Häuser bullisch auf US-Aktien und den USD, negativ auf Europäische Aktien und den EUR. Allgemein sprach man von US-amerikanischer „Ausserordentlichkeit“. Dieser Herdentrend hat innerhalb von 3 Monaten völlig ins Gegenteil gedreht. Jetzt spricht man bereits vom Ende dieses Zustands. Wir denken, dass auch diese extreme Stimmungsschwankung und Darstellung übertrieben ist. Nach den Kursrückgängen der letzten Monate sind mittlerweile einige wachstumsstarke, high-quality Unternehmen in den USA (die wir auch in unseren Portfolios halten) attraktiv bewertet und die aktuellen Preise eskomptieren bereits einen Grossteil der prognostizierten Wachstumsverlangsamung in den USA. Mit anderen Worten, wir denken, dass selbst bei einer weiteren, kurzfristigen Marktkonsolidierung nach unten, eine taktische Erholung insbesondere bei einigen Technologiewerten realistisch ist. Die längerfristigen Aussichten bleiben jedoch höchst ungewiss, insbesondere angesichts der sich entwickelnden handels- und geopolitischen Risiken. Die Unberechenbarkeit der US-Regierung ist äusserst hoch.

Das **Momentum für Europäische Aktien kann weitergehen**. Eine komplette Abkopplung vom US-Markt wird höchstwahrscheinlich nicht stattfinden, doch der derzeitige Stimmungswandel gekoppelt mit einem steigenden Momentum (Geldflüsse in Europäische Aktien) und attraktivem, prognostiziertem Gewinnwachstum (MSCI Europe Index: etwa 8% für die nächsten zwölf Monate prognostiziert) im Verhältnis zur nach wie vor fairen Bewertung, kann die YTD-Stärke des Marktes weiter ausbauen. Europäische Aktien gelten derzeit selbst nach den Entwicklungen des ersten Quartals als unterbewertet im Vergleich zu den US-Aktien. Während der US-Markt mit einem Aufschlag von etwa 6% auf den fairen Wert gehandelt wird, liegen europäische Aktien etwa 5% unter ihrem fairen Wert. Finanz- und Industriewerte stechen besonders hervor. Diese Sektoren profitieren

ii Rück- & Ausblick

von einer Kombination aus niedrigeren Zinsen und einer stabileren wirtschaftlichen Lage. Aber auch für diesen Markt bleiben realistischere längerfristige Aussagen schwierig, da die handelspolitischen Spannungen in die eine oder andere Richtung ausschweifen können.

Die Aussichten für Aktien **aus Japan** im Jahr 2025 sind nach der Korrektur seit Jahresbeginn und getrieben durch solide Fundamentaldaten, moderate Inflation und strukturelle Veränderungen, positiv. Die niedrigen Realzinsen fördern Investitionen und Konsum. Selbst bei einer leichten Straffung der Geldpolitik bleibt die Unterstützung durch die Bank of Japan (BoJ) bestehen. **Chinesische Aktien** können ihren kurzfristigen Aufwärtstrend, gestützt durch fiskal- und geldpolitische Unterstützungsmassnahmen und strukturelle Interventionen der Regierung, fortsetzen. Allerdings sind die möglichen Handelskriegs-Gegenwinde und unberechenbare dirigistische Staatsinterventionen auf einzelne Unternehmen hier am ausgeprägtesten. Insofern bleibt der Markt für uns aktuell nicht investierbar. Das Bild in **Emerging Markets** ist ebenfalls sehr heterogen und daher halten wir **aktuell keine signifikante Exposure (im Durchschnitt unter 10%) zu Märkten wie Japan, China, Indien oder weiteren Emerging Marktes. Die Konzentration der Investitionen bleibt weiterhin in den USA und Europa.**

Staatsanleihen

In unserem Bericht für das vierte Quartal schlossen wir den Kommentar mit der Feststellung ab: „Diejenigen, die aufgrund der Annahme höherer Staatsausgaben, Inflation und Wirtschaftswachstum unter der nächsten Regierung auf der Short-Seite des Marktes positioniert sind, könnten Recht haben, aber das war nicht das, was wir während der ersten Amtszeit von Trump gesehen haben. Als Trump das letzte Mal sein Amt antrat, lagen die Zinssätze für 30-jährige Anleihen über 1,5 % niedriger als jetzt, und sie erreichten ihren Höchststand nur 0,4% höher. Irgendwann könnte es für Investoren einen Grund geben, sich vor Risikoanlagen in Sicherheit zu bringen; wenn dies der Fall ist, werden Staatsanleihen am meisten davon profitieren, da sie mehr Rendite bei geringerem Risiko bieten als ähnliche einkommensbringende Anlagen».

Unsere konträre Ansicht in Bezug auf die Auswirkungen von Wachstum, Zöllen und „Trump 2.0“ war, dass sie sich sowohl auf das Wachstum als auch auf die Inflation negativ auswirken könnten. Daher sind wir optimistisch, was US-Staatsanleihen angeht. Im ersten Quartal scheint sich der Markt mit dieser Ansicht abgefunden zu haben, was bisher Positionen mit langer Duration begünstigt hat.

Wie so oft hat man mit einer Einschätzung teilweise recht, liegt aber mit der anderen daneben. **In Europa löste die Ankündigung des «Bazooka-Finanzplans» durch Deutschland in der ersten Märzhälfte eine gigantische Aktienrally und einen Anstieg der Renditen sowie des EUR aus.** Die im letzten Quartal erwähnte „Dichotomie“ („euphorische“ USA, „blutleeres“ Europa) kehrte innerhalb eines Monats um und wir erlebten die „umgekehrte Dichotomie“. Mit einer Einschränkung: Die Entwicklung der europäischen Renditen und des EUR basiert auf Erwartungen, nicht auf realen Daten. Das **Problem** ist, dass trotz der guten Absichten mit den angekündigten fiskalischen Anreizen **in der EU kein Land**

ii Rück- & Ausblick

seine eine Währung emittiert. Deutschland, der wirtschaftliche „Motor“ und das Land, das die geplante fiskalische Expansion angekündigt hat, ist nicht das Deutschland der Wiedervereinigung von 1990, als es noch die Deutsche Mark hatte. Das bedeutet, dass heute die Möglichkeiten begrenzt sind, es sei denn, sie verschulden sich stark. Und genau das hat Deutschland angekündigt: Die „schuldenfinanzierte Bazooka“ in Höhe von knapp einer Billion Euro, die die Renditen und den EUR massiv beeinflusst hat. Die Frage ist: Wird die EZB dies finanzieren? Der EUR kann nur von der EZB gesteuert werden. **Wir betrachten diese gesamte „Europa-Führungs“-Rallye daher mit einiger gewissen Skepsis.** Europa wird sich hoch verschulden müssen um das zu tun, was es angekündigt hat, und es ist nicht sicher, dass die gesamte Wirtschaft des EU-Raumes von der in Deutschland angekündigten Finanzspritze profitieren wird.

Abschliessend bleiben **wir optimistisch in Bezug auf Staatsanleihen und die Laufzeiten in den USA und Europa.** In den USA hat sich die pessimistische Stimmung hinsichtlich der «US Treasuries» etwas abgeschwächt. Spekulanten haben die Netto-Short-Positionen in 10-jährigen Anleihen-Futures von knapp unter 900.000 Kontrakten auf 712.000 Kontrakte zum Quartalsende reduziert. Das Aufwertungspotenzial ist nach wie vor beträchtlich, wenn sich die Mehrheit der Pessimisten gleichzeitig für den Ausstieg entscheidet.

Unternehmensanleihen

Der jüngste Stress und die Unsicherheit, die durch die angekündigte restriktive Handelspolitik der US-Regierung verursacht wurden, haben zu einer **Spreads-Ausweitung geführt.** In unserem letzten Bericht hatten wir festgehalten, dass „die HY-Spreads auf dem aktuellen Niveau alles andere als interessant sind“. Sollte sich die aktuelle Situation, die dazu geführt hat, dass sich die **HY-Spreads innerhalb eines Monats um fast 100 Punkte auf 388 (USA) bzw. um 50 Punkte auf 323 (EU) ausgeweitet haben, fortsetzen, würden wir die Anlageklasse neu bewerten.** Junk-Spreads neigen in einem negativen Szenario zu Übertreibungen («Overshootings»), und eine Verlängerung der Unsicherheit würde sicherlich zu einer weiteren Ausweitung der Spreads beitragen.

USD

Zum **ersten Mal seit dem ersten Halbjahr 2008 beobachten wir ein seltenes Muster. Der S&P 500 und der USD fallen gleichzeitig** (der USD stieg im letzten Quartal 2024 stark an). Historisch gesehen führt ein starker Rückgang des S&P 500 tendenziell zu einer Aufwertung des USD. Die Devise lautet ungefähr so: Ein Teil der von ausländischen Unternehmen in USD ausgegebenen Schulden (man denke an Länder wie die Türkei, Brasilien oder nicht US-amerikanische Unternehmensemittenten) muss in jedem Jahr refinanziert werden, und ein risikoscheues Umfeld, welches den Welthandel zu bremsen droht, bedeutet, dass alle ausländischen Unternehmen sich beeilen, USD zu kaufen, um ihre Schulden zu bedienen. **Ausländische Investoren erwerben US-Staatsanleihen, weil sie an den „Fed-Put“ gewöhnt sind.** Die Zentralbank wird die Zinsen senken, wenn sich die Finanzlage wesentlich verschlechtert. Der grenzüberschreitende Kauf von US-Staatsanleihen stärkt den USD, da Geld in die USA fließt. **Dieselben ausländischen Investoren zögern, ihre**

ii Rück- & Ausblick

US-Aktienengagements abzubauen, weil die Zinssenkungen der Fed das Vertrauen wiederherstellen werden.

Der US-Dollar hat in der jüngeren Geschichte nur dann an Wert verloren, wenn die USA das Epizentrum einer selbstverschuldeten Krise waren (Dotcom-Blase 2001–2002, Subprime-Blase 1. Halbjahr 2008). **Die aktuelle Rhetorik von Trump, Lutnik & Co. ist auf dem besten Weg, die nächste Krise heraufzubeschwören. Auf makroökonomischer Ebene sorgt die US-Regierung für grosse Unsicherheit.** Um die potenzielle Krise noch zu verstärken, haben wir eine massive Auflösung der gigantischen Long-Positionen in US-Aktien erlebt, die von ausländischen Investoren gehalten wurden.

Worin besteht hier das Risiko? In einer Veränderung der Korrelationen während einer Krise. Genauso wie Anfang 2022, als die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien positiv wurde, weil die Fed einen Zinserhöhungszyklus durchführte, der den sogenannten „Risk-Parity“-Strategien schadete, **könnten wir eine ungeordnete Marktkorrektur mit einem korrigierenden USD erleben.** Der jüngste Anstieg des Goldpreises kommt nicht von ungefähr. **Der aktuelle Policy-Mix aus geopolitischen Verschiebungen, Zöllen und makroökonomischer Unsicherheit birgt das Risiko, dass der USD schwächer wird und die Renditen sinken/die Anleihen steigen, allerdings auf Kosten der Wirtschaft und des Aktienmarktes.**

Gold

Gold verzeichnete im ersten Quartal 2025 eine aussergewöhnliche Performance und stieg um rund **19%**, was es zum stärksten Quartal seit 1970 machte (bestes Quartalsergebnis seit 1986). Der Preis erreichte ein neues Allzeithoch von über **3'100 USD pro Unze** und setzte damit einen historischen Meilenstein. Diese Entwicklung übertraf deutlich die langfristigen durchschnittlichen Quartalsgewinne von Gold, die in der Regel moderater ausfallen, selbst in Krisenzeiten wie der Finanzkrise 2008 oder der COVID-19-Pandemie. **Wir bleiben zwar zuversichtlich, was die langfristigen Aussichten (2–3 Jahre) betrifft, auch wenn die erwarteten höheren Realrenditen die Begeisterung in den nächsten Quartalen dämpfen werden.** Sollten die revidierten höheren **Inflationserwartungen** der US-Fed nach unten korrigiert werden, werden wir allerdings eine **Phase der Konsolidierung, wenn nicht sogar eine deutliche Korrektur (-15% oder mehr)** des Goldpreises erleben. Auch aus **markttechnischer Perspektive** (deutlich „überkaufter“ Markt) ist der Goldpreis aktuell anfällig auf größere Rücksetzer. In den letzten Jahren wurde der Goldpreis insbesondere auch durch Zentralbanken-Käufe getrieben, in den letzten Wochen und Monaten – wie von uns antizipiert - ist nun auch der Finanzmarkt, getrieben durch die hohen Unsicherheiten der Anlegergemeinschaft, auf den fahrenden Zug aufgestiegen. Investoren haben während des ersten Quartals mehr als USD 19 Mrd. in Gold-ETFs investiert. Aus konträrem Blickwinkel und dadurch, dass wir ohnehin bereits seit 2023 signifikante Exposure in dieser Assetklasse für unsere Investoren halten, haben wir Ende Februar bereits einen Teil der Bestände veräußert und Gewinne realisiert. Wir werden aus obigen Gründen die Allokation im zweiten Quartal voraussichtlich etwas weiter (taktisch) abbauen.

ii Rück- & Ausblick

3. Markttechniken und -stimmung

Die allgemeine Anlegerstimmung kann derzeit mit einer Aussage festgehalten werden: Hoher Pessimismus breitet sich aus. Dies ist bei vielen Stimmungsindikatoren ablesbar. Selbst der „CNN Fear & Greed Index“ zeigt aktuell „*Extreme Fear*“ an. Auch die Positionierung der Investoren zeigt ein sich eintrübendes Stimmungsbild (siehe oben: rekordhohe Käufe in Gold-ETFs, Put/Call-Optionsrelationen, Bewegungen am langen Ende der Anleihe-Renditekurve, etc.). In der Regel alles konträre Indikatoren, welche für eine Gegenbewegung (insb. US-Aktien) sprechen.

Was sind derzeit die größten absehbaren Risiken für die Märkte?

1. Eine **länger als nötig andauernde, straffe US-Geldpolitik** aufgrund der erwarteten höheren Inflation.
2. **Erratische Handelspolitik der US-Administration. Gegenmaßnahmen mit reziproker Handelszolleinführungen** der Handelspartner (Europa, China, Kanada, Emerging Markets)
3. Ein neues Paradigma in Bezug auf die Staatsausgaben, das von „DOGE“ umgesetzt wird und damit eine **restriktivere Finanzpolitik**.
4. **Zunahme der geopolitischen Spannungen** (Naher Osten, Osteuropa und China-USA).
5. **Leverage und größerer „Unfall“ im Schatten-Banken/Finanzsystem** mit Kettenreaktionen auf die Finanzmärkte.

iii Rückblick & Ausblick

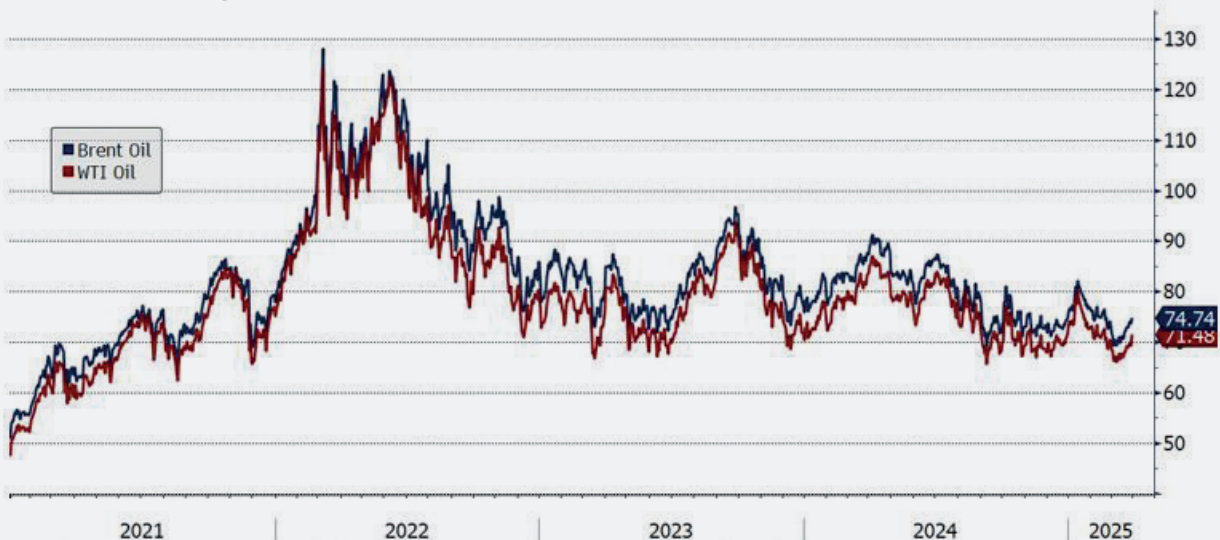
(in Charts)

Globale Einkaufsmanagerindizes (PMI) 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. Während sich die Werte global und in den USA um die 50 halten, steigen die Werte in Europa dieses Jahr sukzessive an.

Preisentwicklung Öl, seit 2021

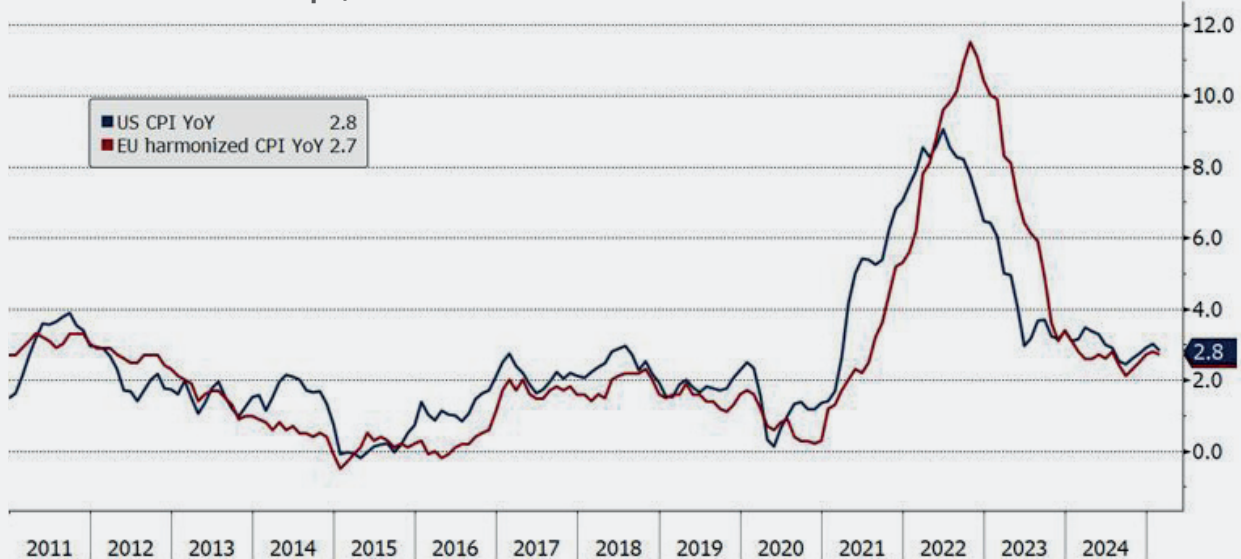


Sanktionen gegen russische Konzerne und Schiffe (Schattenflotte) haben den Ölpreis bis Mitte Januar ansteigen lassen. Forderungen seitens des neuen US-Präsidenten an die OPEC+ zur Erhöhung der Output-Menge sind zwar ohne Erfolg geblieben, haben sich trotzdem auf den Preis ausgewirkt. Verhaltene konjunkturelle Aussichten liessen den Preis in der Folge auf unter 70\$ pro Barrel fallen, bis geopolitische Unruhen (u.a. Beendigung Waffenstillstand naher Osten) den Preis wieder leicht steigen liessen.

iii Rückblick & Ausblick

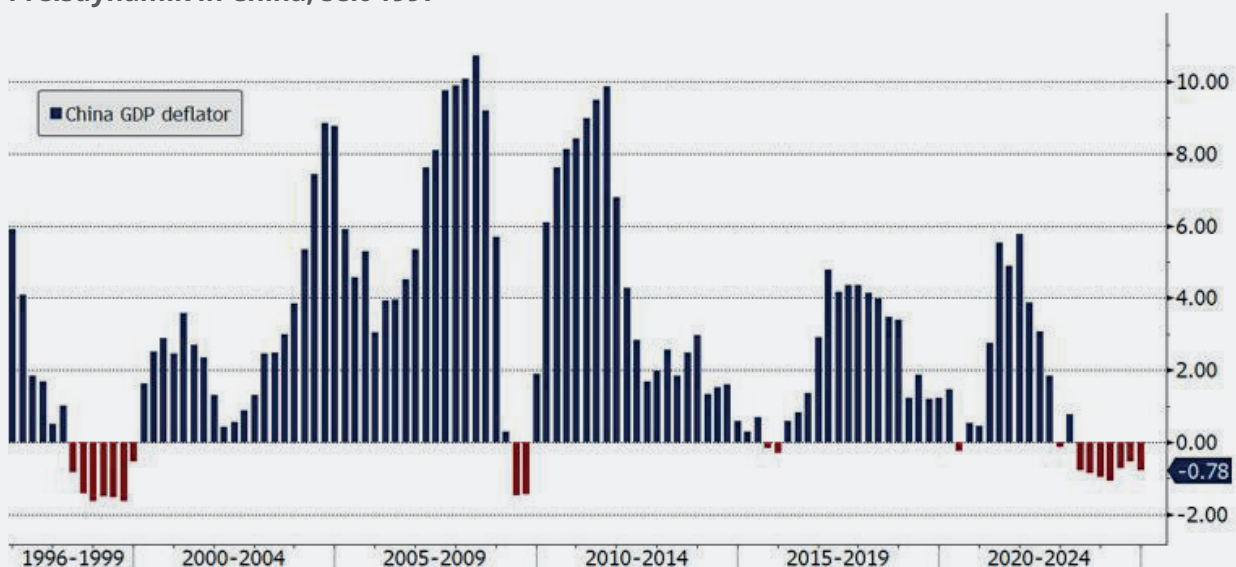
(in Charts)

Inflation USA und Europa, seit 2011



Die Inflation in den USA und Europa hat sich zurückgebildet und sich dem Zielwert der jeweiligen Zentralbanken von 2% genähert. Auch wenn die Inflation in den letzten Monaten wieder leicht gestiegen ist, bleibt die EZB zuversichtlich, dass das Inflationsziel erreicht wird. Marktteilnehmer und die FED haben ihre Inflationserwartungen für die USA infolge der Wirtschafts- und Handelspolitik der neuen US-Administration nach oben korrigiert.

Preisdynamik in China, seit 1997



Der GDP-Deflator gibt Auskunft über Preisänderungen aller inländischen Güter & Dienstleistungen im Verhältnis zu einer Vergleichsperiode. Ein steigender Index deutet auf Inflation hin wohingegen ein sinkender Index auf Deflation hindeutet. China befindet sich seit einigen Quartalen in einem desinflationären Umfeld und erlebt in jüngster Zeit deflationäre Entwicklungen.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

US Inflation vs. FED Funds Target Rate, seit 2011



In den USA haben wir aktuell positive Realrenditen, da die Inflation weiter zurück kommt und die Zentralbank die Zinsen erst schrittweise senkt. Wenn die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Inflation und der Nominalzinsen zutreffen, werden die Realzinsen in den kommenden Monaten weiter sinken (sei es nun durch sinkende Zinsen oder steigende Inflation).

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



Initial um die Wahl von Donald Trump sind Anleiherenditen stark angestiegen, da Marktteilnehmer von grösserem Wachstum und höherer Inflation aufgrund der Wirtschafts- und Handelspolitik der neuen Administration ausgegangen sind. Ob Zölle nachhaltig inflationär sind, ist nicht sicher. Sicher ist, dass sie dem Wirtschaftswachstum schaden werden, je mehr andere Länder mit Vergeltungsmaßnahmen reagieren. Jede durch Zölle verursachte Verlangsamung ist günstig für Anleihen. Die aktuellen Renditen machen Anleihen zu einer attraktiven Alternative, sowohl nominal als auch real.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

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



Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung an den Aktienmärkten in Europa und USA ist der Bewertungsunterschied zwischen den beiden Regionen kleiner geworden, wenngleich die USA weiterhin zu einem etwas höheren Multiple handelt. Solange die Unsicherheiten rund um die Zollpolitik und deren Auswirkung auf die Konjunktur anhalten, scheint eine Ausweitung der Multiples von den aktuellen Niveaus beschränkt.

Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018

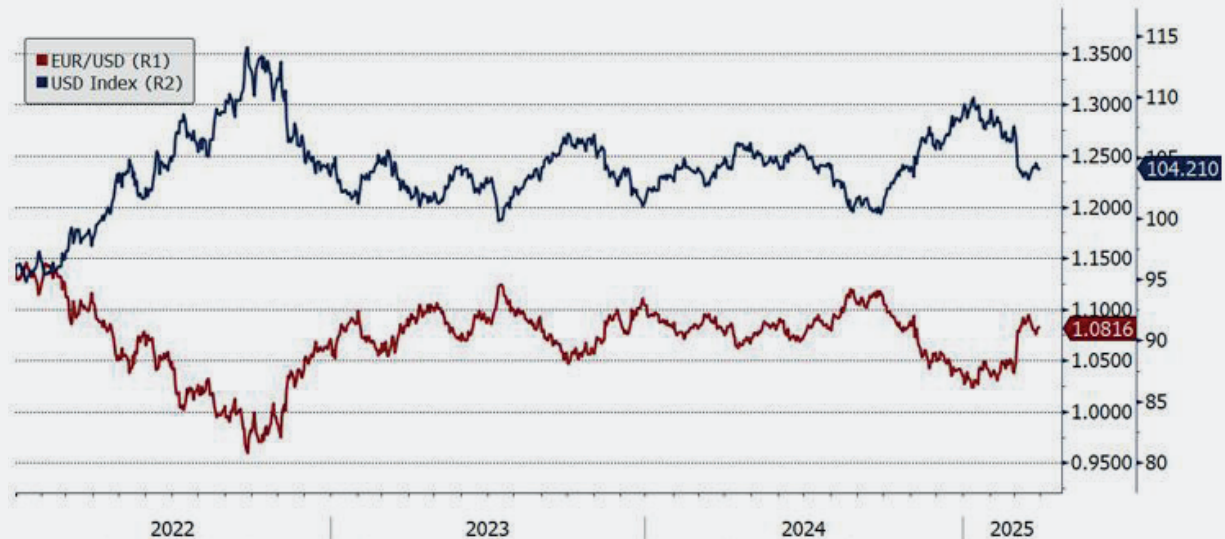


Realzinsen und der Goldpreis weisen historisch betrachtet eine hohe negative Korrelation auf. Es gibt weiterhin viele positive Treiber, welche für einen weiteren, langfristigen Anstieg des Goldpreises sprechen (Papiergeldentwertung, Geopolitik, Zinssausichten etc.). Die anhaltende Eskalation der Handelspolitik der USA unterstützt den Goldkurs ebenfalls und lässt den Kurs aktuell an Rekordständen notieren. Trotzdem ist aktuell Vorsicht geboten: der Markt ist "überkauft" und kurzfristig sind Rücksetzer zu erwarten (Korrektur bis zu 10-15% von den Höchstständen durchaus möglich).

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

USD Index und EUR/USD, seit 2022



Politische Entwicklungen in Europa und den USA haben ab Ende Februar 2025 dazu geführt, dass der EUR sich gegen den USD sehr stark aufwerten konnte. Zu Beginn des Jahres sind viele Marktteilnehmer davon ausgegangen, dass der USD vs. den EUR wieder unter Parität notieren wird.

Fed Funds Futures Curve (USA), ab März 2025



Marktteilnehmer gehen mittlerweile in diesem Jahr von 3 weiteren Zinssenkungen in USA aus. Dies ist ersichtlich anhand der Fed Funds Futures vom Dezember, welcher aktuell bei 3.63% notiert. Dies entspräche ungefähr der Mitte von einem US FED-Zielband von 3.50-3.75%.

iii Rückblick & Ausblick

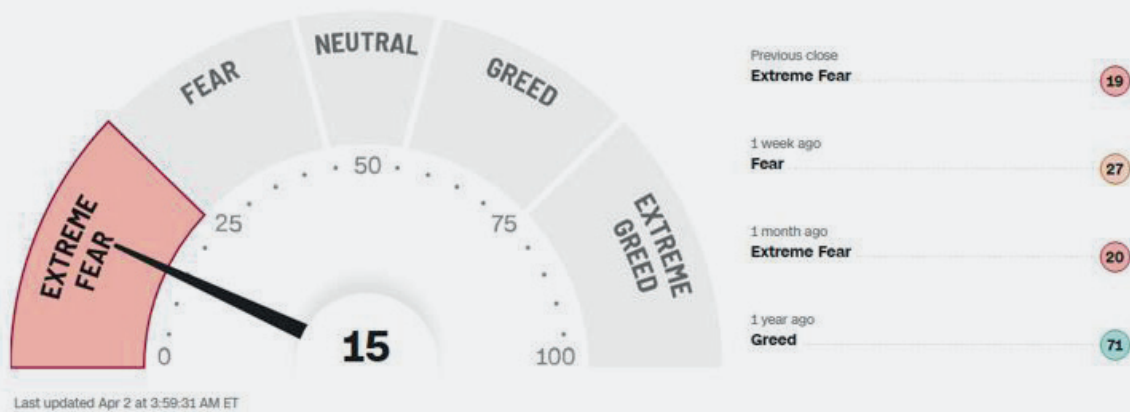
(in Charts)

Erwartungsindex des Verbrauchervertrauens, seit 2022



Der Erwartungsindex des Verbrauchervertrauens vom US Conference Board ist ein Stimmungsindikator, welcher die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich ihrer finanziellen Situation, der Geschäftslage und der Arbeitsmarktbedingungen in den nächsten Monaten abbildet. Er gilt als Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung resp. der Konsumfreudigkeit in den USA.

CNN Fear & Greed Index, Ende Q1 2025

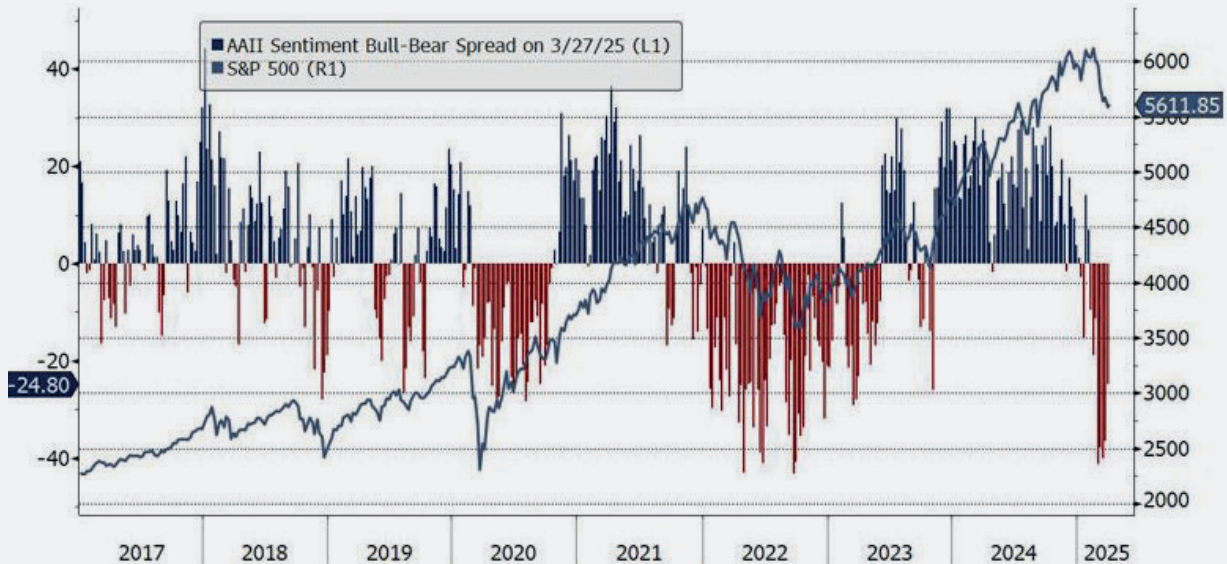


Der Fear & Greed Index ist eine Methode, um die Bewegungen an der Börse zu messen und festzustellen, ob Aktien einen fairen Preis haben. Die Theorie basiert auf der Logik, dass übermäßige Angst dazu neigt, die Aktienkurse nach unten zu treiben, und zu viel Gier tendenziell den gegenteiligen Effekt hat.

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

AII-Sentiment Bull-Bear Spread und S&P 500 Index, seit 2017



Der Spread zwischen AII Investor Sentiment Bull Readings und Bear Readings hat sich in den letzten Monaten sehr stark abgeschwächt, was das stark eingetrübte Sentiment der Investoren widerspiegelt. In den letzten Wochen hat der Spread ein negatives Niveau erreicht, welches konsistent ist mit jeweiligen Tiefpunkten des Marktes in der Vergangenheit.

S&P 500 kapitalgewichtet vs. S&P 500 gleichgewichtet vs. Bloomberg Magnificent 7 Index, seit Jahresbeginn 2025



Ausser Meta haben alle Unternehmen der sogenannten Magnificent 7 das erste Quartal 2025 mit 2-stelligen % -Verlusten abgeschlossen. Mit einer Gewichtung von rund 30% im S&P 500 haben diese Unternehmen den gesamten Markt nach unten gezogen. Der gleichgewichtete Index ist zwar seit Jahresbeginn ebenfalls negativ, schliesst aber dennoch deutlich weniger schlecht ab.

iv 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/>

v Rechtlicher Hinweis

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.

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.

v Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

© 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.