

## Kommentar zum zweiten Quartal 2016 und Ausblick

von Patrick Picononi (CONREN Fonds/Altrafin)\*

### Kernaussagen

- Es gab für Märkte im zweiten Quartal **zwei** zusammenhängende **Hauptthemen**:
  1. das **Brexit Referendum**
  2. **keine Zinserhöhung der US-Notenbank Fed** (durchaus auch wegen dem Brexit Referendum)
- Wir sehen eine **geringe direkte Ansteckungsgefahr** durch den Brexit:
  - ökonomisch: gering
  - finanz-systemisch: gering
  - politisch: größer und am schwierigsten zu analysierende Gefahr; noch früh diese abzuschätzen
- Die Entscheidung der Fed die Zinsen doch nicht zu erhöhen sowie die expansivere Rhetorik und Maßnahmen der Bank of Japan, der Bank of England und der EZB hängen mit dem Brexit Referendum zusammen. Das **Resultat des Referendums** könnte sich **damit als positiv für Aktien** und andere Vermögenswerte erweisen.
- **Die Politik der Zentralbanken verliert mehr und mehr an Wirkung. Fiskalpolitische Maßnahmen** der Regierungen könnten, als ein nächster Schritt und bei weiterhin niedrigst/negativ Zinsen, zu höherem Wachstum führen.
- Wesentlich Themen bleiben: das weltweit **anämische Wachstum**, **niedrige Inflation**, **Niedrig-/Negativzinsen**, ein inzwischen „müder“ **Aktienmarkt** und eine **wachsende Rentenmarktblase**. **Währungsbewegungen bleiben zentrale Faktoren**. Bleibt es zum Beispiel dabei, dass der US-Dollar nicht stärker wird (über 1,10 gegen den Euro) oder sich nun gar etwas abschwächt, werden Aktien und auch zum Beispiel Gold weiter profitieren können.

### CONREN's M<sup>3</sup>: Makro, Mikro, Markt

Fundamental-Daten «Wie Märkte sich verhalten sollten»		Markt-(Dynamik) «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»
«Makro»	«Mikro»	«Markt»
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter «Absolut»   «Relativ»	Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Globales Wachstum und Inflation tendieren tiefer. <b>Brexit Wahl</b> ändert das Umfeld. Angst vor einem Abschwung in der Europa Peripherie kommt auf. EZB und BoE versprechen Liquidität.</li> <li>▪ Weitere USD Stärke wird erst einmal durch volatile (Mai-Juni) US-Arbeitsmarktzahlen verhindert. Das ist positiv mit Blick auf weitere RMB Abwertung (Gegenbewegung deflationärer Effekt aus China)</li> <li>▪ US Fed: uneinheitliche Daten (NFP Report, ISM) und Unsicherheit aus dem Brexit Referendum treiben Yellen dazu die Zinsnormalisierung zu unterbrechen. Die nächste Zinserhöhung sollte bis Ende des Jahres verschoben sein (Dez.?). Die Erwartung, dass die Fed Zinsen erhöht, ist am bisherigen Jahrestief</li> <li>▪ Andere Zentralbanken (ECB, BoJ, etc.) müssen die unterstützenden Massnahmen aufrechterhalten und diese sogar verstärken (Helikoptergeld), um deflationäre Tendenzen abzuwehren...</li> <li>▪ Der USD ist der Schiedsrichter in dieser bipolaren Welt. Jeder Versuch Zinsen zu erhöhen, um Inflation einzudämmen + die Yields von USTs zu erhöhen, verursacht ein Erstarren des USD und wirkt so automatisch als Stabilisator bevor eine Erhöhung ihren Effekt entfalten kann.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ USA: S&amp;P 500 ungefähr bei 2.050 uns somit überkauft; «fair value» bei 1.950 - 2.050.</li> <li>▪ Europa + Japan: fundamental verdienitemassen günstig, Japan leidet unter Yen-Stärke. Monetärer Rückenwind bleibt bestehen. Ein erneutes Ausbrechen des USD/JPY Kurses (113-115) könnte den jap. Aktienmarkt bis Jahresende stützen.</li> <li>▪ EMKs: bessere Bewertungen, aber Gegenwind (starker USD). Grosse Differenzen zwischen EMK Länder/ Regionen</li> <li>▪ China: PBoC greift umso mehr unterstützend ein, um so härter die Realwirtschaft getroffen wird. Abwertung kann weitergehen.</li> <li>▪ Rohstoffe: langfristiger Bärenmarkt noch nicht vorbei (Ausnahme: Edelmetalle)</li> <li>▪ Staatsanleihen E und USA: bleibt ein «Safe Haven» Asset, Erhöhung der Inflationserwartungen- &amp; -raten als Treiber des US-Marktes über die nächsten Wochen.</li> <li>▪ Unternehmensanleihen: Sweet Spot. Spreadeinengung geht weiter, aber langsamer. Neue Tiefststände nicht zu erwarten.</li> <li>▪ US Aktien: teurer als andere (Europa + Japan), aber günstiger als Staatsanleihen.</li> <li>▪ Gold: hat den Boden gefunden und könnte den Aufschwung fortsetzen, wie auch Goldminenaktien, die den 2012 unterbrochenen Aufwärtstrend nun fortsetzen.</li> <li>▪ US-Zinsstrukturkurve (wie auch EU + J): flacht schnell ab, keine Trendumkehr zu erkennen.</li> <li>▪ Staatsanleihen E und USA: es könnte Druck auf die langfristigen Zinsen geben, weiteres abflachen wahrscheinlich</li> <li>▪ Unternehmensanleihen: Spreads haben sich seit Feb. eingeeert. Es ist zu früh, um über einen Wechsel des Trends zu sprechen. High Grade Unternehmensanleihen sind für viele Investoren die neuen «Risk Free Assets», befinden sich aktuell in einem «Sweet Spot».</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Alles hängt weiterhin von der Entwicklung des USD ab (vs. EUR, JPY und EMKs Währungen -&gt; Rohstoffblock und Chinas Renminbi).</li> <li>▪ Aktien: S&amp;P 500 ist in seinem viertägsten und fünftstärksten Bullenmarkt seit 1900. Der 2009 begonnene Bullenmarktzyklus ist im Reifestadium angekommen. S&amp;P 500 schwankt seit 12 Monaten um die 2.050. Das verblieben in diesem Schwankungsbereich wird nicht ewig anhalten. Hoffungsschimmer: Aktienmärkte haben eine deutliche «V-förmige» Bewegung nach dem Brexit Referendum gezeigt. Noch nicht investierte «Bullen» unterstützen die Nachfrage nach Aktien.</li> <li>▪ Gold (inkl. Goldminen): technisch sehr gut unterstützt («price action»), der jüngst erfolgte Rückgang (Mai) war nur von kurzer Dauer. Im Juni kam der «Uptrend» zurück, u. a. gestützt durch schwache US Daten und dem Bedürfnis nach «Sicherheit» (nach dem UK Referendum). Solange sich der USD nicht weiter stark aufwertet und solange westliche Zentralbanken die monetären Schleusen weit offen halten, wird das Gold auch künftig gut unterstützt bleiben (als «quasi-Währung» und/oder als «Krisenschutz»).</li> <li>▪ Volatilität: nach einem Hoch nach dem UK Referendum hat sich die Situation viel rascher als von der Mehrheit der Anleger angenommen, normalisiert. Unterstützende Massnahmen der Fed, ECB, BoE und BoJ schützen vor einem erneuten Hochschnellen. Dies ist ein positiver Indikator für risikobehaftete Anlagen (u.a. Aktien).</li> </ul>

## Kommentar zum zweiten Quartal 2016

Die Märkte wurden im zweiten Quartal durch zwei Hauptthemen bestimmt: die Entscheidung der **US-Notenbank Fed, die Zinsen nicht** ein zweites Mal anzuheben, und das **Votum der Briten (vom 23. Juni) für den Austritt aus der Europäischen Union (Brexit)**.

Janet Yellen äusserte sich bei mehreren öffentlichen Auftritten weiterhin zurückhaltend. **Allerdings haben weder Yellen noch andere wichtige Federal Open Market Committee Mitglieder im zweiten Quartal Aussagen getätigt, die darauf schliessen lassen, dass sie ihre Absicht, die Zinsen in diesem Jahr zu erhöhen, überdenken.** Daher erwarten wir, dass der FOMC nach der Sitzung im April wieder restriktivere Töne anschlagen würde, um die Märkte auf höhere Zinsen vorzubereiten. Dazu kam es jedoch nicht, was folgende Marktentwicklungen zur Folge hatte:

- Der US-Dollar legte nicht weiter zu, gegenüber dem Euro bewegte er sich zwischen 1.11 und 1.16 und beendete das Quartal bei 1.11.
- Der japanische Yen (JPY) setzte seinen deflationären Aufwärtstrend fort (USD/JPY von 112 am 1. April und 103 Ende Juni).
- Die Märkte erholten sich und machten bis Mitte Februar (zumindest einen Teil) ihrer Verluste wieder wett. Die Renditeunterschiede zwischen den unterschiedlichen Märkten waren jedoch gross. Die europäischen Aktienindizes waren noch immer zwischen 3% und 8% im Minus, und der japanische Nikkei profitierte auch nicht von der Erholungsrally, die ab Mitte des ersten Quartals einsetzte. Innerhalb der Schwellenländer setzte sich der zyklische Aufwärtstrend in rohstoffexportierenden Ländern (wie zum Beispiel Russland und Brasilien) fort.
- Auch die Renditeabweichungen an den Aktienmärkten auf Sektorebene waren hoch. Industrietoren und rohstoffnahe Branchen zeigten trotz der schwachen globalen Wachstumsaus-

sichten eine gute Entwicklung. Finanztitel (insbesondere aus Europa) entwickelten sich hingegen schwach.

- Die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen gingen weiter zurück. Staatsanleihen mit langen Laufzeiten und High-Yield-Bonds waren die Anlagen der Wahl. Sie schnitten im laufenden Jahr besser ab als die wichtigsten Aktienmarktindizes, wodurch die Differenz (Spread) zwischen der durchschnittlichen Dividendenrendite und der Rendite von Staatsanleihen weiter stieg (sie liegt derzeit auf oder in der Nähe historischer Höchststände).
- Die Sinkende Realrenditen in einigen Volkswirtschaften, ein weniger starker US-Dollar und geopolitische Risiken haben im zweiten Quartal für weitere Preisanstiege bei Edelmetallen gesorgt. Doch auch Rohstoffe wie Öl und Eisenerz verteuerten sich deutlich.

**Grossbritannien hat sich entschieden. 51,9% der Wähler stimmten für den Austritt aus der EU, und Premierminister David Cameron trat zurück.** Der Brexit hat für eine Rückkehr der Volatilität gesorgt, da die meisten Marktbeobachter mit einem anderen Ausgang gerechnet hatten. Aber auch die in UK gern herangezogenen Wettquoten („Schwarm-Intelligenz“) haben das Ergebnis nicht korrekt vorhergesagt. Dies führte zunächst zu einem starken Anstieg der globalen Risikoaversion (Korrektur bei Aktien sowie steile Rally bei Edelmetallen und Staatsanleihen). Doch abgesehen davon, dass die Volatilität (aufgrund der Unsicherheit) in den nächsten Wochen hoch bleiben dürfte, wird sich dieser Schock aus unserer Sicht eher regional auswirken. Global ist mit einem weiterhin niedrigen Wachstum (und wahrscheinlich auch niedrigen Kapitalmarktanlage-Renditen) zu rechnen.

Zum letzten Handelstag des Quartals stabilisierten sich die Märkte schneller als erwartet. Die globalen Aktienmärkte stiegen mehrheitlich wieder auf Niveaus wie vor dem Brexit, als die Mehrheit der Investoren noch von einem Sieg der Befürworter für einen

Verbleib in der EU ausgegangen waren. Die Anleiherenditen verharren auf einem deutlich niedrigeren Niveau, da von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik ausgegangen und nicht mehr mit einer Straffung durch die US-Notenbank gerechnet wird. Die Kredit-spreads haben sich ausgeweitet, allerdings bei Weitem nicht so stark, wie die Renditen von Staatsanleihen gesunken sind. Die Kurse erstklassiger Anleihen aus den USA stiegen um mehr als 1%. Der Ölpreis ist leicht gesunken, Metalle verzeichneten hingegen eine Rally, wobei Gold und Silber die beste Entwicklung zeigten. Der US-Dollar legte gegenüber dem EUR zu, verlor gegenüber dem japanischen Yen (JPY) und Schwellenländerwährungen hingegen an Wert. Die augenscheinlichste und spürbarste unmittelbare Folge des 23. Juni ist die Abwertung des GBP. Das britische Pfund dürfte weiter sinken, um die Folgen des Schocks auszugleichen. Es hat bereits in diesem sehr kurzen Zeitabschnitt erste sichtbare wirtschaftliche Anpassungen in Grossbritannien gegeben: schwächere Binnennachfrage, Druck auf Immobilienpreise (inkl. Einfrieren von Zeichnungs- und Rücknahmen bei einigen bekannten und grossen «offenen» Immobilienfonds) und höhere Nettoexporte.

Aufgrund unserer defensiven und diversifizierten Portfolioausrichtung vor dem 23. Juni profitierten wir nicht vollumfänglich von den Aufwärtsbewegungen, die von Mitte Februar bis zur dritten Juniwoche verzeichnet wurden. Diese Positionierung sowie die taktische Absicherung unseres Engagements in GBP, die wir zwei Tage vor dem Brexit-Entscheid aus Risikomanagementgesichtspunkten aufgebaut hatten, halfen uns jedoch, das Kapital während der Verkaufswelle am Freitag (24. Juni) und Montag (27. Juni) zu schützen.

Am 24. Juni nutzten wir die «Mini-Panik» an den Märkten und schlossen einen Teil unserer Absicherungen auf Aktienindizes, schlossen die GBP-Absicherung (d.h. die Short-Position im GBP) und erhöhten unser Engagement in ausgewählten Aktien.

Dank der defensiven Portfolioausrichtung und der Aktivitäten am «Tag nach dem Brexit» (die einen An-

stieg des Aktienengagements zur Folge hatten) konnten wir den Juni mit einer positiven Performance abschliessen.

## Ausblick

Aus unserer Sicht sind es «**Ansteckungsgefahren**», die von einem **lokalen Schock zu einer globalen Krise** führen können. Es gibt beim Brexit **wirtschaftliche, finanz-systemische und politische** Ansteckungsgefahren, die zu berücksichtigen sind.

Eine **wirtschaftliche Ansteckung** ist in erster Linie bei einer hohen Unsicherheit im Handel möglich, und hier sehen wir keine allzu grossen Gefahren für die Weltwirtschaft. Das britische Wachstum dürfte am meisten leiden, einige Sektoren (zum Beispiel Gewerbeimmobilien) dürften im nächsten Jahr deutlich unter Druck geraten, und auch die Eurozone dürfte die Auswirkungen zu spüren bekommen. Daher rechnen wir mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik durch die EZB und der Bank of England (BoE). Wir erwarten jedoch nicht, dass eine der Volkswirtschaften in eine Rezession rutscht. Die Effekte auf die US-Wirtschaft sind unseres Erachtens nicht hoch (möglicherweise -0,1% bis -0,2%). Das globale Wachstum könnte dadurch in den nächsten drei bis vier Quartalen insgesamt um etwa -0,3% geringer ausfallen. Dadurch läge es voraussichtlich bei etwa 2,5%, sodass die Weltwirtschaft in dem gleichen Tempo wie in den letzten fünf Jahren wachsen würde.

Eine **finanz-systemische Ansteckung** hängt hauptsächlich vom Verschuldungsgrad und von den Auswirkungen für Banken ab. Diese sind aus unserer Sicht nicht gross genug, um die Weltwirtschaft ins Wanken zu bringen. Die Aktien europäischer Banken sind zwar stark eingebrochen. Grund hierfür sind aber die anhaltend schwächere Konjunktur, das Niedrigzinsumfeld und deren Auswirkung auf die Profitabilität der Banken und am Ende sicherlich auch die Kosten für eine mögliche Abwanderung eines Teils des Finanzplatzes London nach Kontinentaleuropa. Dies dürfte sich jedoch nicht so stark auf die Bonität weltweit tätiger Banken (aus USA, Europa und Asien) auswirken.

Eine **politische Ansteckung** stellt eine grössere Gefahr dar, insbesondere wenn der **Austritt Grossbritanniens die Zentrifugalkräfte in der EU** verstärkt. Populistische Parteien, die sich gegen die EU richten, fühlen sich durch das Votum der Briten eindeutig ermutigt und fordern ähnliche Referenden, die die Regierungsparteien aus unserer Sicht aber nicht zulassen dürften. Sobald der Austritt Grossbritanniens aus der EU, den sich die Befürworter bisher nur ausgemalt haben, tatsächlich umgesetzt wird, dürfte die Attraktivität für Nachahmer in der EU sinken. Sollte der Brexit-Entscheid als beunruhigendes Anzeichen für die **Zunahme von Populismus und Nationalismus** weltweit sowie den Anfang vom **Ende der Globalisierung** angesehen werden? Im Ansatz sind derartige Veränderungen eindeutig zu erkennen. Das heisst aber nicht, dass sich diese Entwicklung unweigerlich fortsetzen wird. Bei einem geringen Lohn- und Beschäftigungswachstum (sowie niedrigen Zinsen auf Sparkonten) steigt aber nicht gerade die Zufriedenheit der Wähler, was dem Populismus weiter Auftrieb geben könnte. Ein schneller Wechsel zu einer globalisierungsfeindlichen und protektionistischen Politik hätte wiederum dramatische Konjunkturschwankungen und Unsicherheiten zur Folge. Möglicherweise kommt es zu einem weltweit zunehmenden Protektionismus. Ebenso gut möglich ist es, dass die Regierungen die Initiative ergreifen (aufgrund eines zunehmenden des «Drucks von der Strasse») und das Wachstum stattdessen durch eine expansive Haushaltspolitik (Fiskalpolitik) ankurbeln werden.

Zusammengefasst dürfte der Brexit aus unserer Sicht kurzfristig zu weiterer Volatilität und Phasen hoher Risikoaversion an den Märkten führen, **nicht jedoch zu einer länger anhaltenden globalen Krise (wie etwa nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers).**

**Strukturelle Themen, wie globales Wachstum, Inflation und die Entwicklung des US-Dollar (als zentrale Grösse für die Weltwirtschaft) bleiben für uns die Kernvariablen für die künftigen Entwicklungen an den Finanz- und Kapitalmärkten.** Die Weltwirtschaft entwickelt sich weiter schleppend. **Die Industrieländer dürften im restlichen Jahresverlauf ein modera-**

**tes Wachstum verzeichnen**, wobei das stärkere Konsumwachstum die anhaltende Schwäche bei den Unternehmensinvestitionen ausgleicht. **Die Schwellenländer befinden sich in der frühen Phase eines mehrjährigen Entschuldungszyklus**, obgleich ihre Finanzmärkte in diesem Jahr bisher eine starke Performance gezeigt haben. **Die globalen Ersparnisse dürften daher zunehmen, was sich negativ auf die Investitionsausgaben auswirkt und deflationären Druck erzeugt** (positiv für Anleihen).

**Die EZB und die BoE dürften vor diesem Hintergrund noch tiefer in die geldpolitische Trickkiste greifen.** Die **BoE wird nach dem Brexit wahrscheinlich entschlossen handeln**, um eine Rezession zu verhindern. **Letztlich könnte sogar der Entscheidungsprozess der US-Notenbank durch die Entwicklungen in Grossbritannien negativ beeinflusst werden** (steigende Unsicherheit und negative Rückkopplung auf die allgemeine Stimmung könnten die Ausschussmitglieder beeinflussen). **Die Wahrscheinlichkeit einer zweiten Zinserhöhung vor den US-Wahlen ist unseres Erachtens somit deutlich gesunken.** Dies geht zumindest aus den Fed-Fund-Futures Indikatoren an den Terminmärkten hervor. Wir werden dies genau im Blick behalten. Denn dadurch würde sich die **Situation grundlegend ändern**, bisher gingen wir nämlich davon aus, dass die Zinsen zu Beginn des dritten Quartals (Juli) ein zweites Mal angehoben würden. **Sollte die Fed bis zum Ende des Jahres warten (Dezember?), wäre eine weitere deutliche Aufwertung des US-Dollar (gegenüber dem EUR) unwahrscheinlich.** Das ist positiv für die Finanzmärkte (Aktien, Rohstoffe und Schwellenländer), und einen erneuten Test der Tiefstände von Mitte Februar wird es wahrscheinlich nicht geben.

Andererseits bezweifeln wir nach wie vor, dass die aktuellen Massnahmen – Negativzinsen, Wertpapierkäufe und Kredithilfen – das Wachstum deutlich ankurbeln werden. Aus unserer Sicht hat **die Effektivität der Geldpolitik dramatisch abgenommen (möglicherweise weiterhin positiv für die Märkte, aber keine wesentlichen Auswirkungen für das Wachstum).** Ohne eine fiskalische Lockerung wird es sehr schwierig, sich aus diesem Umfeld geringen Wachstums zu befreien.



**Fiskalische Stimulierungsmassnahmen könnten sich** (sofern sie «effizient und klug» umgesetzt werden) **stark auf die Wirtschaftsleistung und die Inflation auswirken** (die beiden Parameter, die Notenbanker erfolglos durch ihre Geldpolitik zu beeinflussen versuchen).

Wir wollen hier **die Auswirkungen eines Aufwärtsszenarios** (stärkeres Wachstum) betrachten (quasi als Hypothese), in erster Linie weil die kräftige Rallye und Zuflüsse in Anleihen uns sagen, dass die Marktteilnehmer kaum von einem deutlichen Wirtschaftsaufschwung ausgehen. Und wir werden auch selten zu einem Aufwärtsszenario befragt, da die meisten mit einem weiterhin niedrigen Wachstum oder einer Rezession in den nächsten ein bis zwei Jahren rechnen.

**Ist eine fiskalische Lockerung zum gegenwärtigen Zeitpunkt überhaupt sinnvoll? Wir sind dieser Ansicht.** Die Wirtschaft wächst weiterhin im Schnecken-tempo. Dies ruft den Unmut der Wähler hervor, die lautstark Verbesserungen einfordern. Die Geldpolitik war entscheidend dafür, dass die Weltwirtschaft nach der Finanzkrise (2007-2009) nicht zusammengebrochen ist. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann sie jedoch keine grossen Impulse mehr liefern. Wahrscheinlich ist es Zeit, dass nun die Regierungen die niedrigen Finanzierungskosten nutzen und das Wachstum mit einer expansiven Haushaltspolitik ankurbeln. Staatsanleiheindizes weisen aktuell eine Rendite zwischen 70 und 80 Basispunkten auf, wobei ausstehende Papiere im Volumen von 10 Billionen US-Dollar, das sind mehr als 35% (!) der ausstehenden Papiere, eine negative Rendite aufweisen, darunter auch im Rahmen der QE-Programme aufgekaufte Anleihen. Nach Jahren der Unterinvestition ist die öffentliche Infrastruktur in vielen Industrieländern veraltet und marode, sodass Erneuerungen dringend erforderlich sind.

Die **geringe Rentabilität öffentlicher Investitionen** ist eines der Hauptargumente für den politischen Widerstand gegen eine Erhöhung der Staatsausgaben, das schwer zu widerlegen ist. Viele beklagen die Verschwendung öffentlicher Mittel und sind der Ansicht, dass höhere staatliche Investitionen angesichts des

geringen Nutzens und der negativen Renditen nicht einmal bei Finanzierungskosten von null Prozent sinnvoll sind. Dies und andere klassische Argumente gegen Fiskalprogramme haben dazu beigetragen, dass Analysten und Marktteilnehmer nur eine geringe Chance für eine expansive Fiskalpolitik im nächsten Jahr sehen. **Dennoch dürften Wähler, die vehement Massnahmen fordern, für ein gewisses Umdenken sorgen. Wie der Brexit gezeigt hat, sollte niemand die Macht der breiten Öffentlichkeit unterschätzen.** Die neu gewählte britische Premierministerin spricht sich bereits für eine Abkehr von der Austeritätspolitik aus. Und auch die **Programme der beiden führenden US-Präsidentschaftskandidaten enthalten expansive fiskalpolitische Massnahmen.** Die Unternehmen halten sich angesichts der schwachen Nachfrage mit Investitionen zurück. **Staatliche Ausgaben können als Türöffner fungieren und Investitionen des Privatsektors nach sich ziehen** (sogenannter «keynesianischer Akzelerator-Effekt»).

Da Wähler höhere Löhne fordern und die Ansicht vertreten wird, dass eine expansive Fiskalpolitik sehr viel eher geeignet ist, das Wachstum anzukurbeln, als populistische Forderungen wie der Ruf nach Protektionismus, sind die **Chancen für deutliche fiskalpolitische Impulse («deficit spending») in den nächsten 18 Monaten aus unserer Sicht gestiegen.** Eine solche Politik könnte sogar in Europa eingeführt werden, wo man bisher noch immer auf «Sparmassnahmen» setzt.

Die **Folgen für Anleger** könnten vorerst noch neue Rekordtiefstände bei den Anleiherenditen sein (ein paar Tagen vor Redaktion dieses Berichts – im Juli – erreichte die Rendite zehnjähriger US-Treasuries ein Allzeittief von 1,37%, die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen lag bei -0,18% und die Rendite zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen bei -0,61%). Danach werden aber die Anleger, die festverzinsliche Wertpapiere über Engagements in Staats- und Unternehmensanleihen Übergewichtet, von **einer äusserst negativen Reaktion der Anleihemärkte überrascht sein, sollte es zu einem plötzlichen Wechsel zu einer expansiven Fiskalpolitik kommen (was relativ schnell zu einem Anstieg der erwarteten Inflation**

**führen kann, was sehr schlecht für die Anleihenmärkte ist).** Hier sollte vor allem die Entwicklung in den USA im Auge behalten werden, da mehr als 50% der weltweit im Umlauf befindlichen Anleihen auf US-Dollar lauten. **Aus unserer Sicht sollten Anleger bei weiteren Rallyes mit dem Verkauf von Anleihen beginnen.**

Wir schätzen **globale Aktien vorerst weiterhin neutral ein** (Portfolio-Gewichtung zwischen 45% und 55%), **beabsichtigen aber eine Erhöhung des Aktienengagements**, wenn die Nachwirkungen des Brexit-Schocks die Politiker im späteren Jahresverlauf veranlassen (wovon wir ausgehen), **eine weitere Lockerung der Geld- und (schliesslich) Fiskalpolitik zu beschliessen.** Dies dürfte **eine weitere deutliche Aufwertung des US-Dollar verhindern und** den Wege für eine erneute **Outperformance von Aktien** ebnen.

Abgesehen von möglichen kurzfristigen Rückschlägen dürfte auch **Gold von diesen strukturellen Veränderungen profitieren und eine erfreuliche Performance zeigen.** Wir planen unsere Allokation im Edelmetall (inkl. Goldminenaktien) weiter auszubauen (Zielallokation von insgesamt rund 10%).

\* Patrick Picenoni ist als Vorstand des Anlageberaters, der Atticum Advisory AG (eine Tochter der Altrafin Holding AG), für das Portfoliomanagement der CONREN Fonds verantwortlich.

---



Patrick Picenoni ist **Gründungspartner und Vorstand der Altrafin Gruppe**, einem Züricher Vermögensverwalter mit einem **Schwerpunkt auf Unternehmerfamilienvermögen**. Investoren haben dem Managementteam um Patrick Picenoni und seinem **für alle Kunden einheitlichen Investmentansatz** mehr als € 2,5 Mrd. anvertraut. Kunden sind Unternehmerfamilien, Family Offices und Stiftungen in Deutschland, England, Israel und der Schweiz.

Patrick Picenoni ist als Vorstand des Anlageberaters, der Atticum Advisory AG (eine Tochter der Altrafin Holding AG), **für das Portfoliomanagement der CONREN Fonds verantwortlich**.

Er hat einen Master in Business Administration der **Universität St. Gallen** (lic. oec. HSG). Nach seinem Studium arbeitete er als Investmentberater und Portfolio Manager bei der Bank **Morgan Stanley** in New York, London und Zürich. Vor der Gründung von Altrafin im Jahr 2001 war Herr Picenoni Senior Investment Manager im **Family Investment Office der Beisheim Holding GmbH** in Baar, Schweiz.

---



CONREN bietet eine Strategie, die sich in der **Verwaltung langfristig ausgerichteter Familienvermögen** bewährt hat: **Ein aktives, vermögensverwaltendes und unabhängiges Management** auf Basis eines **themenbasierten Top-Down-Ansatzes**. Es gibt **keine Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung** (u.a. wird das Aktienexposure flexibel gesteuert). So bietet CONREN eine Strategie, um in jedem Umfeld **langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen**.

---

**CONREN Business Development Deutschland**  
Martin Huhn Finanzberatung | info@conren.de

## Rechtlicher Hinweis

*Dieser Kommentar ist eine Zusammenfassung der Einschätzungen der Atticum Advisory AG. Der Inhalt (inkl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobliegen.*

*Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt 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 zugrunde liegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen definieren sich grundsätzlich als langfristige Anlageinstrumente. 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; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.*

*In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Insbesondere richtet sich diese Präsentation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA. In der Schweiz richtet sich dieser Kommentar nur an Anleger nach Art. 10 Abs. 3 Bst. a und b KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.*

*Herausgeber Deutschland: Martin Huhn, Martin Huhn Finanzberatung, Aachener Straße 382, 50933 Köln  
Zulassung als Finanzanlagenvermittler nach Paragraph 34f Abs. 1 GewO bei der IHK Köln, Unter Sachsenhausen 10-26, 50667 Köln, IHK-Registernummer D-F-142-YV11-25*

*Herausgeber Schweiz: CONREN Research GmbH, Tödistrasse 5, 8002 Zürich.*

## © 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.*