

Marktkommentar Herbst 2016 von Patrick Piconi (CONREN Fonds/Altrafin)*

Kernaussagen

- Wir befinden uns in einer recht ausgeglichenen Lage, in der die positiven Faktoren nach wie vor leicht zu überwiegen scheinen. Die Rahmenbedingungen sind dabei geprägt von einem anämischen Wirtschaftswachstum (aber eben Wachstum) ohne, dass Inflation in Schwung kommt.
- Aktienmärkte befinden sich vor einer möglichen Wegscheide. Nach sieben Jahren steigender Kurse sind sie „müde“ und damit anfällig für stärkere Schwankungen. Es ist aber noch nicht klar wohin sie ausbrechen: nach oben (ein letztes Überschießen) oder nach unten (Korrektur).
- Vor diesem Hintergrund ist in der nächsten Zukunft vor allem zu beobachten:
 1. Berichtssaison: Gewinne müssen entsprechend steigen, um die schon weit gestiegenen Kurse, insb. in den USA, zu rechtfertigen (sonst entfernen sie sich zu weit von fundamentalen Bewertungskriterien)
 2. US-Wahl: Clinton steht für Kontinuität / gewinnt Trump könnte das zu fallenden Kursen führen
 3. Italien-Referendum: verliert Renzi, wird Europa wahrscheinlich eine weitere Krise erleben
- Die Rentenmärkte (insb. Staatsanleihen) befinden sich in Blasenterritorium. Noch sehen wir aber keine Anzeichen, dass ein Platzen unmittelbar bevorsteht. Rentenmärkte bleiben der Seismograph der Finanzmärkte.
- Fiskalpolitik: In Japan bereits gestartet, in den US-Wahlen angekündigt und in Europa zunehmend wahrscheinlich
- Wenn die Politik nicht agiert und die Geldpolitik immer wirkungsloser wird, bleibt nur noch das Ventil Währung. Der US-Dollar agiert dabei als eine Art Schiedsrichter, der die Fed zurückpfeift (siehe dazu auch CONREN-Blog).

Unser Blick auf die Welt: CONREN's M³: 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"> ▪ Globales Wachstum und Inflation tendieren weiter seitwärts bis leicht tiefer. Brexit hat das Umfeld in Bezug auf die Notenbankpolitik geändert. ▪ Strategiewechsel der Bank of Japan: Fokus auf die Zinsstrukturkurve u.a. mit dem Ziel Banken-GuVs zu stärken (steilere Kurve). Notenbankchef Kuroda bekräftigt aber auch seine Bereitschaft die monetäre Toolbox gegebenenfalls noch weiter zu öffnen («three pillars»): 1. Kauf von Wertpapieren (Anleihen- & Aktienprogramm) 2. Steuerung der monetären Basis und 3. negative Zinsen ▪ US Fed: trotz nach wie vor uneinheitlicher Daten (NFP Report, ISM, etc.) und anhaltende Unsicherheit aus dem Brexit Referendum scheint eine weitere Zinserhöhung bis Ende des Jahres immer wahrscheinlicher. Wir gehen von einem 0.25% Schritt aus. Gleichzeitig könnte die Fed ein leichtes Überschreiten der Inflation auf über 2% tolerieren, bevor weitere Zinsschritte (im 2017) umgesetzt werden. ▪ Notenbanken wünschen sich ein stärkeres Engagement der Politik (Strukturreformen, Fiskalpolitik), da ihre Massnahmen immer weniger Wirkung zeigen -> u.E. wird «Fiscal Spending» künftig deutlich steigen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ USA: S&P 500 ca. 2.170 somit überkauft; «fair value» bei 1.950 bis 2.050. KGVs large caps bereits über 18x. Bevorstehende Gewinnberichtsaison damit im Fokus. ▪ Europa & Japan: fundamental (KGV, PCF, PB) – verdiensterrmassen – günstig. Japan leidet unter Yen-Stärke. Monetärer Rückenwind bleibt erhalten. ▪ EMKs: Bewertungen im historischen Kontext i.O., aber Gegenwind könnte wieder kommen, sollte der USD erstarken. Grosse Differenzen zwischen EMK Länder/Regionen ▪ China: PBoC greift umso mehr unterstützend ein, umso härter die Realwirtschaft getroffen wird. Abwertung kann weitergehen. ▪ Rohstoffe: langfristiger Bärenmarkt (Trend) noch nicht vorbei; Länge der zyklischen Bärenmarkt-Rally seit 02/16 wird vom USD abhängen (Ausnahme: Edelmetalle) ▪ Staatsanleihen EU+USA: bleibt ein «safe haven» Asset. Aber: EU Anleihen überbewertet 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ US Aktien: teurer als andere (Europa + Japan), aber günstiger als Staatsanleihen. Div.-Rendite > Anleihenrendite. ▪ Gold: hat den Boden gefunden und könnte den Aufwärtstrend (nach der Konsolidierungskorrektur der letzten Wochen) wieder fortsetzen. ▪ US-Zinsstrukturkurve (wie auch EU+Japan): flacht schnell ab, keine Trendumkehr zu erkennen. ▪ Staatsanleihen EU+USA: es könnte Druck auf die langfristigen Zinsen geben, weiteres Abflachen wahrscheinlich. Nicht Ausdruck einer anstehenden Rezession, sondern vielmehr Nachfragedruck von internationalen Investoren («hunting for yields»). ▪ Unternehmensanleihen: Spreads haben sich seit Feb. eingeeignet. Es ist zu früh, um über einen Wechsel des Trends zu sprechen. High Grade Unternehmensanleihen sind für viele Investoren die neuen «risk free assets». Rendite/Risikoverhältnis unter Berücksichtigung der Fungibilität -> Aktien sind zu bevorzugen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der «USD ist der Schiedsrichter» in dieser bipolaren Welt. Jeder Versuch Zinsen zu stark zu erhöhen, um Inflation einzudämmen, verursacht ein Erstarken des USD und wirkt so automatisch als Stabilisator. ▪ Aktien: S&P 500 ist in seinem vierteljährlichen und fünfjährlichen Bullenmarktzyklus im «Reifestadium» angekommen. Kurzfristig: Aktienmärkte haben eine deutliche «V-förmige» Bewegung nach dem Brexit Referendum gezeigt. Noch nicht investierte «Bullen» unterstützen die Nachfrage nach Aktien (USA, EU und EMKs). Technische Indikatoren sind v.a. in Europa an einem kritischen Punkt («Ausbruch nach oben wie USA vs. erneuter Kursrückgang»). ▪ Gold (inkl. Goldminen): technisch gut unterstützt («price action»), der jüngst erfolgte Rückgang (August) wird u.E. nur von kurzer Dauer sein. Gold sollte weiterhin (nächste paar Jahre) gut unterstützt bleiben (als «Quasi-Währung» und /oder als «Krisenschutz»). ▪ Volatilität: nach einem Hoch nach dem UK Referendum hat sich die Situation viel rascher als von der Mehrheit der Anleger angenommen, normalisiert. Die Marktkorrektur im September hat zu einem Volatilitätsausbruch geführt, der überstanden scheint, aber im aktuellen Umfeld jederzeit wieder möglich ist. Mögliche Faktoren («triggers»): neg. Berichts-saison für Q3, unerwarteter starker Anstieg der Bond-Yields und/oder des USD, neg. Nachrichten aus China oder geopolitische Risiken, Wahl in den USA, Referendum in Italien

Die Ausgangslage

In unserem Bericht für das zweite Quartal merkten wir unter anderem an, dass das Votum für den EU-Austritt Grossbritanniens wahrscheinlich die von vielen gefürchtete Normalisierung der Zinsen in den USA weiter nach hinten verschoben wird. Der Beginn des 3. Quartals war weltweit von einer deutlichen Erholung von Risikoanlagen, sinkenden Renditen und volatilen Aktienkursen geprägt. Und zuvor hatten – wie so oft – die «Kassandra-Rufer» den Weltuntergang nach dem Brexit prophezeit. Die Reaktion des Marktes im Juli war ein weiteres Beispiel für die enorme Wirkung, die die expansive Geldpolitik – oder zumindest die Erwartung, dass diese fortgesetzt wird – auf die Kurse von Risikoanlagen haben kann. Mitte Juli trafen sie dann auf einen Widerstand. Besser als erwartete Gewinne für das zweite Quartal in den USA und in Europa und schwindende Ängste vor einer Straffung der Geldpolitik nach dem Brexit waren die Zutaten für den kräftigen Anstieg der Aktienindizes.

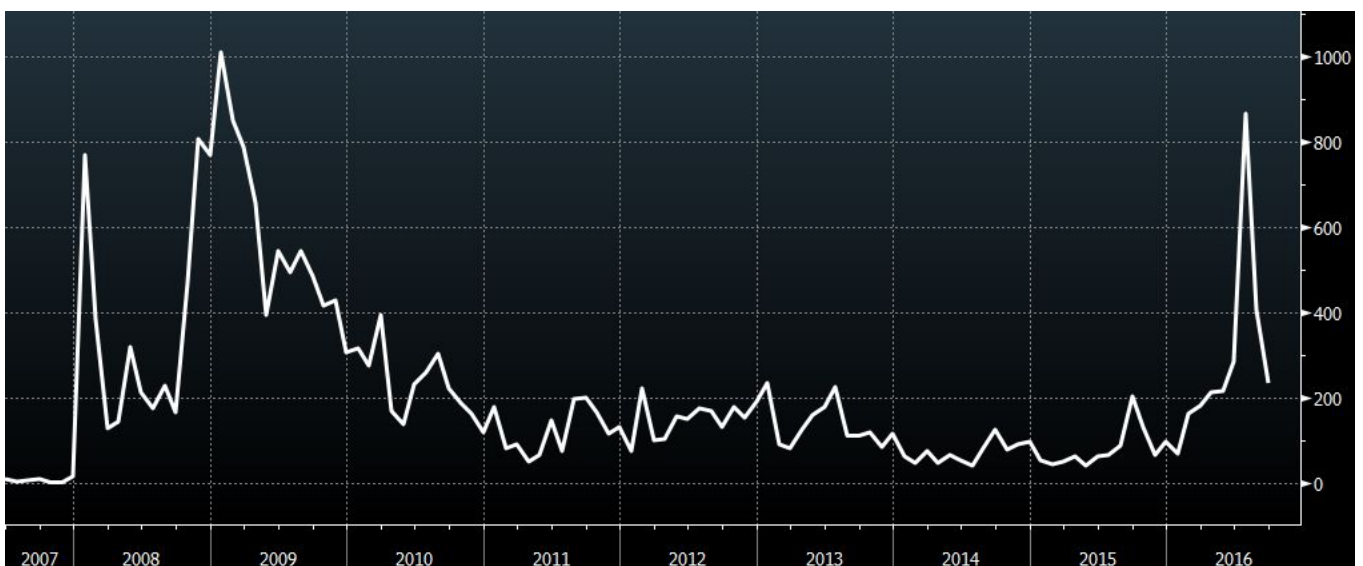
Nach der Verschnaufpause im Juli legten besser als erwartete US-Beschäftigungszahlen ausserhalb der Landwirtschaft vom 5. August und Fernsehinterviews, in denen mehrere Fed-Mitglieder einen rest-

riktiven Ton anschlugen, in der zweiten Monatshälfte den Grundstein für eine vorübergehende Rückkehr der Volatilität Anfang September, nachdem der Sommer ansonsten eher ereignislos und von einem starken Rückgang der Aktienvolatilität gekennzeichnet war. Das einzig Bemerkenswerte war die Korrektur der Edelmetallpreise und von Bergbauunternehmen, die in eine Konsolidierungsphase eintraten und zum Mittelwert der Höchststände zurückkehrten, die in der Woche nach dem Brexit verzeichnet worden waren.

Wie erwartet nahm die Volatilität im September kräftig zu, der US-Dollar wertete deutlich auf und die Renditen von Staatsanleihen legten zu. Erst nach dem Entscheid der Fed, die Zinsen unverändert zu lassen, kehrte wieder Ruhe an den Märkten ein und die Volatilität ging erneut zurück. In Japan kündigte die BoJ die Einleitung einer Geldpolitik an, die als erster Schritt dessen betrachtet werden kann, was allgemein als Monetarisierung von Schulden bezeichnet wird (expansive Geldpolitik, die auf die Senkung der Realzinsen und die Erhöhung der Ausgaben ausgerichtet ist).

In Europa enttäuschte die Zentralbank die Märkte, da sie auf ihrer Sitzung am 8. September keine zu-

Wie oft wird in der Presse der Begriff „Financial Stimulus“ pro Monat genannt?



Quelle: Bloomberg, September 2016

sätzlichen geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen ankündigte. Mario Draghi forderte die Politiker von Mitgliedsländern der Eurozone auf, die Wirtschaft durch fiskalpolitische Massnahmen zu stützen. Schon vorher waren von anderen Akteuren Forderungen nach stärkeren fiskalpolitischen Interventionen in Europa laut geworden (siehe Chart vorherige Seite). Angesichts des zunehmenden Populismus in mehreren EU-Ländern (I, D, F) könnte eher früher als später eine Änderung des Fiskalpaktes vereinbart werden. Populismus ist die grösste Bedrohung für die EU (wenn die Front National die nächsten Parlamentswahlen gewinnt und beschliesst, dass auch Frankreich die EU verlässt, könnte dies erhebliche Probleme für die EU bedeuten – man denke nur an die vielen Nachbarländer, mit denen Frankreich eine Grenze teilt).

Die Aktienmärkte in den Schwellenländern haben sich in diesem Jahr gut behauptet. Die stabile Entwicklung des US-Dollar-Index, Währungsabwertungen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit in den letzten zwei Jahren und eine bessere Staatsführung in mehreren Ländern (Brasilien, Argentinien, Indien) waren einige der Gründe für die starke Performance der Aktienmärkte dieser Länder in diesem Jahr. China ist es bisher gelungen, seine Währung kontrolliert und langsam gegenüber allen wichtigen Währungen abzuwerten. Wenn man berücksichtigt, dass sich der US-Dollar-Index(DXY) seit April 2015 um die Marke von 96 bewegt hat, während der CNY/USD-Wechselkurs im gleichen Zeitraum von 6.2 auf 6.6 gestiegen ist, hat China den Yuan effektiv gegenüber allen wichtigen Währungen abgewertet. Solange dieser Prozess kontrolliert abläuft, dürfte sich dadurch kein neuer Stress für die globalen Märkte ergeben. Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einem Übergang (vom Export zum Binnenkonsum). Die hiermit verbundenen Risiken beschränken sich weitgehend auf das Land selbst. Für den Bankensektor bestehen Risiken durch eine ungenügende Lösung des Problems mit notleidenden Krediten. Hinzu kommt

die Gefahr, dass die negativen Auswirkungen des Transformationsprozesses zu sozialen Unruhen führen. Um den Übergang zu erleichtern, benötigt China eine schwächere Währung.

Mit der Aufnahme der chinesischen Währung in den Korb der Sonderziehungsrechte (SZR) des IWF erhält der Renminbi den Status als Reservewährung. Dadurch kann China leichter global Anleihen platzieren, was zur Reduzierung der Finanzierungskosten und der Diversifikation von Risiken beitragen dürfte.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass im 3. Quartal ein schwieriger Balanceakt zwischen 1) den oben genannten positiven zyklischen Faktoren und 2) dem langfristigen technologischen Fortschritt auf der einen Seite und zahlreichen Bedrohungen auf wirtschaftlicher und geopolitischer Ebene auf der anderen Seite zu meistern war – und diese Entwicklung dürfte sich weiter fortsetzen.

Auf geopolitischer Ebene gibt es derzeit zahlreiche Bedrohungen. Die USA könnte beispielsweise eine isolationistische Aussenpolitik betreiben, wenn Trump gewählt wird, und niedrige Ölpreise belasten Russland und den Nahen Osten, was zu sozialen Spannungen führen könnte, falls die Regierungen gezwungen sind, Subventionen für die Bevölkerung zu kürzen (insbesondere in einigen Ländern des Nahen Ostens). In China verlangsamt sich das Wachstum, während das Land seine Militärausgaben erhöht und gegenüber Japan die «Muskeln spielen lässt» (Chinesisches Meer). In Europa könnte die EU auseinanderbrechen, wenn sich der Lebensstandard nicht verbessert (der zunehmende Populismus ist eine existenzielle Bedrohung für die EU). Alles in allem bestehen somit erhebliche geopolitische Risiken. Welche dieser Risiken sich verwirklichen werden, bleibt vorerst ungewiss.

Ein Gegengewicht zu den oben genannten Bedrohungen bildet das ansonsten positive langfristige Umfeld angesichts einer besseren Staatsführung in mehreren Schwellenländern (Argentinien, Brasilien),

des sich beschleunigenden technologischen Fortschritts, niedriger Energiepreise und des Aufkommens günstiger alternativer Energien.

Die große Frage ist, wie sich die Zinsen entwickeln werden, wenn es zu einem deutlichen Anstieg des globalen BSP kommt. Das lässt sich vorerst nicht beantworten. Ein Anstieg des BSP infolge der vorgenannten Faktoren (technologische Innovation, bessere Staatsführung, niedrige Energiepreise) muss nicht unbedingt zu einer höheren Inflation führen. In einem solchen Szenario sind anhaltende Zinserhöhungen nicht unbedingt erforderlich, und die großen Volumen an Staats- und Unternehmensanleihen, die in den nächsten Jahren (2018 bis 2020) fällig werden, sind keine so große Bedrohung für die globale Marktstabilität.

Ausblick

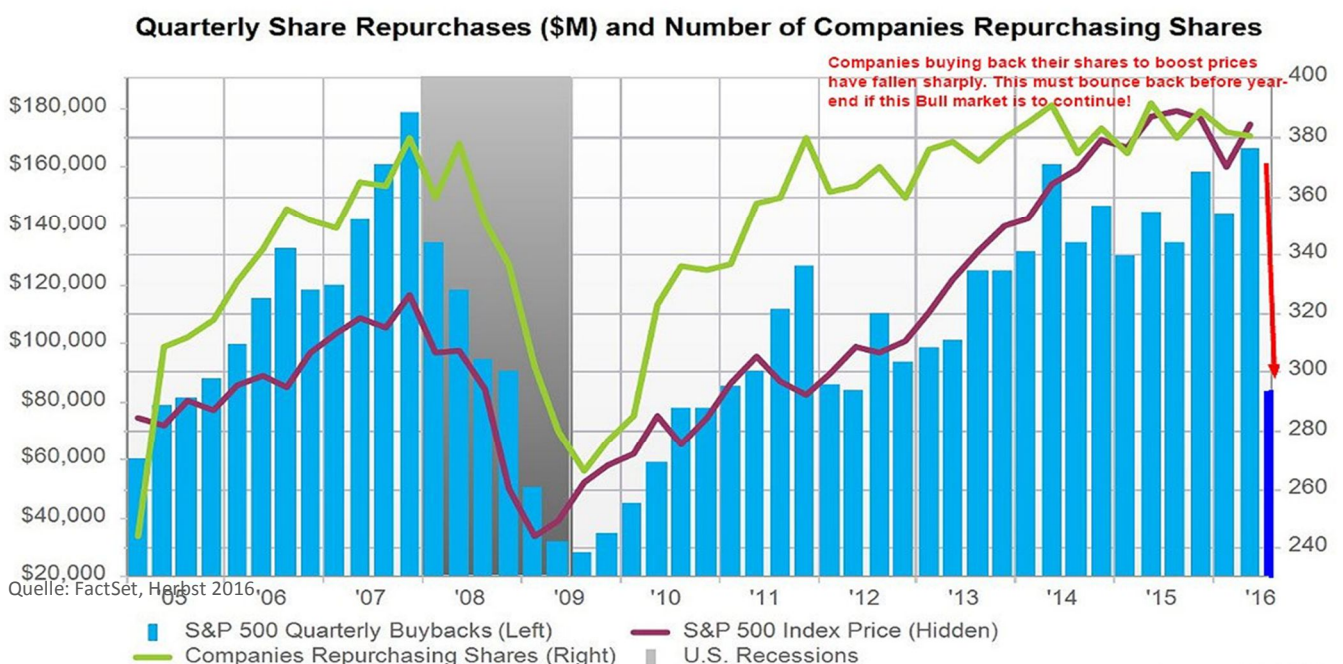
Aktien und Unternehmensanleihen („Credit“)

Die wichtigsten Fragen für viele Anleger sind heute, ob Aktien, insbesondere der weltweit führende S&P 500 Index, derzeit überbewertet und reif für eine Korrektur sind und ob davon auszugehen ist, dass sich der Bullenmarkt, der 2009 begann, fortsetzt und möglicherweise beschleunigt. Auf diese Fragen lassen sich keine eindeutigen Antworten finden.

Die fundamentalen Bewertungen von Aktien sind gewiss nicht günstig. Abgesehen von den Fundamentaldaten werden die Märkte durch eine expansive Geldpolitik der führenden Zentralbanken und rückläufige Anleiherenditen gestützt. Dank rückläufiger Anleiherenditen konnten Unternehmen das Angebot an Aktien in den letzten Jahren zurückfahren, da die Opportunitätskosten für den Austausch von Aktien durch Anleihen zurückgegangen sind. Es gehört zum ökonomischen Grundwissen, dass ein rückläufiges Angebot die Preise stützt (bei stabiler Nachfrage, ceteris paribus). So hat das geringere Aktienangebot nach Aktienrückkäufen die Kurse nach unten begrenzt.

Wir befinden uns nun in einer Situation, in der die Fed ihre Liquiditätsunterstützung auf absehbare Zeit zurücknehmen könnte, während die Zentralbanken im Rest der Welt an der lockeren Geldpolitik festhalten. Dies könnte dazu führen, dass große Akteure (Unternehmen) als Käufer ausfallen, wodurch sich unterschiedliche Szenarien ergeben würden. Es gibt bereits Anzeichen für eine Verlangsamung bei den Aktienrückkäufen (siehe Chart).

Für Aktien lassen sich grob zwei Extremszenarien beschreiben:

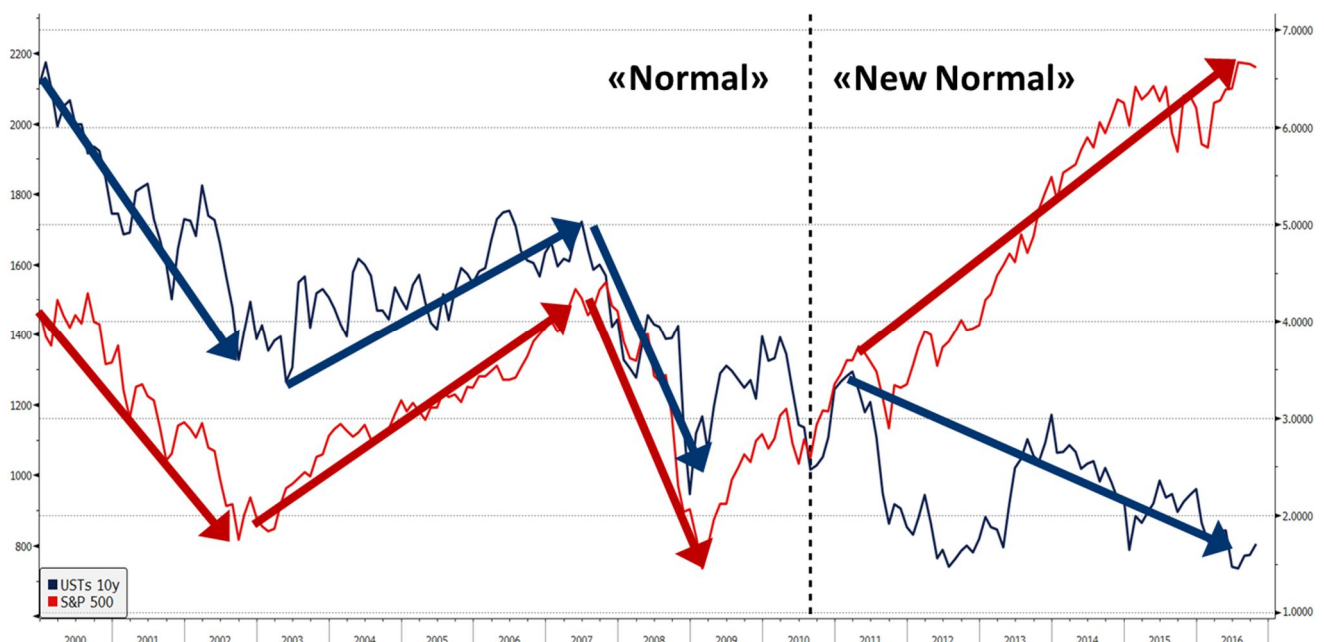


- Fortsetzung der lockeren Geldpolitik ohne expansive fiskalpolitische Maßnahmen bei enttäuschenden Gewinnen und enttäuschendem globalem BSP-Wachstum; dieses Szenario würde den liquiditätsgetriebenen (nicht gewinngetriebenen) Markt mit ultraniedrigen oder negativen Anleiherenditen stützen; es würden somit Aktien gekauft, um von einem möglichen weiteren Renditerückgang zu profitieren. Daraus könnte sich ein übermäßiger Enthusiasmus ergeben (Aktien würden unabhängig von den Bewertungen und Fundamentaldaten gehalten). Und es könnte zum Platzen einer Blase kommen.
- Die Umsetzung expansiver fiskalpolitischer Maßnahmen zur Steigerung des globalen BSP ohne eine Straffung der monetären Bedingungen. In Japan ist eine allmähliche Entwicklung in diese Richtung zu beobachten. Dies ist auch ein realistisches Szenario für die EU, falls sich populistische Bewegungen in großen europäischen Volkswirtschaften durchsetzen und das Fundament der Union

In letzterem Szenario sind die Auswirkungen auf die Aktienmärkte unsicher. Es dürfte zunächst zu deutlichen Kursanstiegen aufgrund der positiven Reaktion auf die geld- und fiskalpolitischen Ankündigungen kommen. Anschliessend würde die Erwartung steigender Anleiherenditen und einer anziehenden Inflation infolge der Massnahmen, die dem Konzept des «Helikoptergeldes» nahe kommen, wahrscheinlich Aktien stützen (als Inflationsabsicherung). Wenn die Renditen im Zuge des anziehenden Wachstums zu steigen beginnen, könnten die Auswirkungen für Aktien gemischt ausfallen, da höhere Renditen höhere Finanzierungskosten zur Folge hätten, was den Effekt der sich verbessernden Wachstumsaussichten schmälern würde.

Auch wenn Aktien aus fundamentaler Bewertungsperspektive nicht günstig sind, könnte man zu einem anderen Schluss kommen, wenn man sie im Vergleich zu Staatsanleihen betrachtet (siehe Charts). Im Juli erreichte die Rendite zehnjähriger T-Notes den Tiefstand von 1,3579%. Relativ betrachtet

T.I.N.A. – There is no Alternative (to Equities), Vergleich Rendite von USTs 10y (blau) vs S&P 500 (rot) 2000 - 2016



Quelle: FactSet, Herbst 2016

gefährden.

könnte man daraus schliessen, dass Aktien wahrscheinlich besser als Anleihen abschneiden werden. Vor etwa zwei bis drei Jahren – bevor fast alle Zent-

ralbanken der Welt quantitative Lockerungsprogramme aufgelegt haben – wären wir wahrscheinlich davon ausgegangen, dass ein Hoch am Anleihemarkt als Katalysator für eine weitere Rally bei Aktien dient. Heute ist das nicht der Fall (die quantitativen Lockerungsmassnahmen haben das Verhältnis gestört). Ohne einen Gewinnanstieg ist eine Investition in Aktien bei den aktuellen Bewertungen aufgrund des Potenzials für einen weiteren Renditerückgang gerechtfertigt, da ein Drittel aller Staatsanleihen bereits negative Renditen aufweist (und es somit keine Alternative zu Aktien gibt, sogenanntes TINA-Argument). Wenn das der einzige Grund für eine Investition in Aktien ist, würde ein Anstieg der Anleiherenditen das Aktien-Momentum abrupt bremsen und eine starke Korrektur auslösen.

Beginnend mit dem ersten QE-Programm der US-Notenbank im Jahr 2011 hat die Geldpolitik das «normale» Verhältnis gestört, bei dem die Anleiherenditen den Auf- und Abwärtsbewegungen der Aktienkurse folgen (siehe Chart auf der vorherigen Seite unten rechts). Seit dem Beginn der quantitativen Lockerung haben die Anleihekäufe der Zentralbanken die Vermögenspreise (Immobilien, Aktien und Anleihen) simultan in die Höhe getrieben. Die Entwicklung an den Anleihemärkten wird also wahrscheinlich grosse Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben. Deshalb sollte man den Anleihemarkt genau im Auge behalten und analysieren, warum die Renditen steigen, wenn sie zu steigen beginnen. Bisher gibt es keine Anzeichen dafür, dass der stetige Abwärtstrend der Anleiherenditen unterbrochen ist. Die Bedenken von Marktanalysten sind ernst und dürften eher mittel- als kurzfristiger Natur sein.

Für Unternehmensanleihen gilt das Gleiche, was wir für Aktien gesagt haben. Es kommt jedoch ein Punkt hinzu: Wenn die oben erwähnte mögliche Zinserhöhung problematisch für den Aktienmarkt ist, dann gilt das umso mehr für Unternehmens- und insbesondere High-Yield-Anleihen. Solange ein Drittel aller Staatsanleihen mit negativer Rendite gehandelt

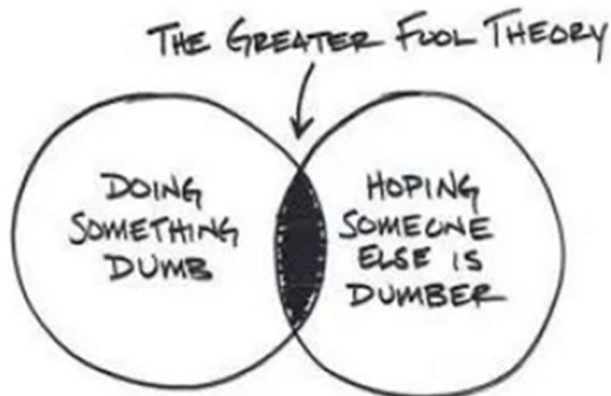
wird, kann sich die Verengung der Kreditspreads laufzeitübergreifend fortsetzen.

Es besteht eine Dichotomie zwischen dem Verhalten der Anleger und der Entwicklung am Markt für Unternehmens- bzw. HY-Anleihen. Laut Analysen von S&P gab es in den USA in diesem Jahr bereits so viele Ausfälle wie im Gesamtjahr 2015. Moody's prognostiziert bis Juli 2017 eine jährliche Ausfallquote von 4,89% (Basisprognose 4,89%, pessimistisch 16,32%, optimistisch 4,44%, Quelle: Moody's Research). Zwar wirken sich die niedrigen Ölpreise stark aus, Energieunternehmen machen jedoch nur 57% der Ausfälle in dem Zwölfmonatszeitraum bis Juni 2016 aus. Kurz gesagt, es ist mit Spannungen zu rechnen. Neu emittierte Unternehmensanleihen werden von den Anlegern jedoch gut aufgenommen, die Liquiditätssituation ist gut, und die HY-Spreads verengen.

Aus dem oben Gesagten lässt sich leicht ableiten, wo das Problem liegt. Bei einer allmählichen Normalisierung der Zinsen würde die Ausfallquote auf einen hohen einstelligen Wert im Verhältnis zu den ausstehenden Emissionen steigen. Dies scheint die Anleger nicht zu beunruhigen, und die Jagd nach Rendite setzt sich fort, worauf wir in unserem letzten Bericht hingewiesen haben («Bei Unternehmensanleihen mangelt es am Angebot»). Die Anleger investieren in die wenigen Anlagen, die noch Rendite bringen.

Während die obigen Alarmsignale in der Tat Anlass zur Sorge geben, ist noch nicht zwingend davon auszugehen, dass der Bullenmarkt für Unternehmensanleihen zu Ende ist. Zumindest lässt die Kursentwicklung noch nicht hierauf schliessen (hohe Nachfrage). Die Warnungen von Finanzjournalisten und Marktcommentatoren sind fundamental gerechtfertigt, wirken sich aber bisher noch nicht auf die Marktentwicklung aus.

Anleihen („Staatsanleihen“) & Zinsen



Quelle: ZeroHedge.com, Herbst 2016

Selbst kleine Kinder dürften im Fernsehen oder im Radio gehört haben, dass sich am «Anleihemarkt eine Blase» gebildet hat. Doch was bedeutet das? Und, was das wichtigste für Anleger ist: Sollte man sich Sorgen machen?

Wie wir bereits angemerkt haben, ist ein Merkmal einer Blase, dass Anleger Widersprüche akzeptieren (zum Beispiel die Investition in Anleihen mit negativen Renditen in dem Wissen, dass sie Geld verlieren werden, wenn sie die Papiere bis zum Ende der Laufzeit halten). Im letzten Quartal beschleunigte sich dieses Phänomen, als Henkel AG & Co. KGaA und Sanofi kurzfristige Euro-Anleihen mit einer negativen Rendite von 5 Basispunkten platzierten.

Nach dem CHF-Markt wurden nun also auch im Euro-Markt neue Unternehmensanleihen mit negativen Renditen emittiert. Werden als nächstes die Renditen im GBP-Markt in den negativen Bereich rutschen? Das ist angesichts des Renditerückgangs nach dem Brexit durchaus möglich.

Wie ist das Verhalten der Anleger zu erklären? Die einzige rationale Begründung ist, dass sie darauf hoffen, die Titel nach einem Kursanstieg an andere Anleger weiterzureichen. Und das ist ein weiteres Merkmal einer Blase. Man kann also sagen, dass sich eine Blase am Anleihemarkt gebildet hat. Die Frage ist, ob wir uns Sorgen machen sollten. Ja, das sollten wir aufgrund der oben genannten Kettenreaktion,

die ein Renditeanstieg auslösen könnte. Als Anleger sollten wir uns jedoch die noch relevantere Frage stellen, ob der Bullenmarkt vorüber ist. Das ist er nicht, und es gibt keine Signale von den Kursbewegungen, dass die «Blase» kurz vor dem Platzen ist (die Gesamrendite von Staatsanleihen ist trotz der negativen Zinsen noch immer (positiv).

Rohstoffe & Edelmetalle

Die Kommentare der Fed über die Konjunkturabschwächung am 21. September deuten darauf hin, dass sich der Zinsunterschied zwischen dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen nicht schnell ausweiten dürfte. Deshalb könnte sich der Dollarin- dex (DXY) weiter in einer engen Spanne bewegen, und die Liquidität dürfte relativ hoch bleiben. Das sind gute Nachrichten für Rohstoffe, die sich weiter auf Erholungskurs befinden. Industrierohstoffe haben im Sommer eine Konsolidierung erfahren, nachdem sie zwischen Februar und Juni kräftig zugelegt hatten. Wir haben bereits darauf aufmerksam gemacht, dass Rohstoffe stärker vom globalen Wachstum abhängen als Zinsen und es sich bei ihnen um spätzyklische Anlagen handelt. Wenn die US-Notenbank die Zinsen im Dezember erhöht – hierfür sehen die Märkte zum Redaktionszeitpunkt eine Wahrscheinlichkeit von 62% –, wird sie diesen Schritt aufgrund einer Verbesserung der Konjunktur unternehmen. Industrierohstoffe dürften darauf positiv und nicht negativ reagieren.

Edelmetalle reagieren bereits und befinden sich seit dem 6. Juli in einer Konsolidierung. Der Goldmarkt ist noch immer damit beschäftigt, die Überreaktion auf das Brexit-Votum zu verdauen, die Preise liegen noch immer über dem langfristigen Durchschnitt. Das «bullische» Szenario für Gold bleibt aus unserer Sicht intakt, da es bisher noch keine Hinweise darauf gibt, wie die Zentralbanken das Wachstum stützen und gleichzeitig den Schuldenberg reduzieren können,

ohne in irgendeiner Form auf Helikoptergeld zurückzugreifen (was mit einem Anstieg der Inflationserwartungen einhergehen würde). Zinssenkungen und Interventionen, um die Anleiherenditen künstlich nach unten zu drücken, waren in den letzten Jahren die Antwort der Zentralbanken, und es gibt keinen Grund daran zu zweifeln, dass sie auch diesmal so vorgehen werden.

Solange ein Drittel aller Staatsanleihen negative Zinsen aufweist, haben die Argumente gegen eine Anlage in Gold («es bringt keine Zinsen und sein Wert lässt sich nicht abschätzen») kein Gewicht. Inzwischen haben die jüngsten Entscheide der Fed (keine Zinserhöhung) und der BOJ eine mögliche kurzfristige Belastung für Edelmetalle ausgeräumt.

Die Mittel von Privatanlegern, die in Edelmetalle fließen, haben sich seit Juli verlangsamt und konsolidieren sich über dem durchschnittlichen Trend. Marktstörungen oder die Ankündigung zusätzlicher Lockerungsmassnahmen würden Anleger wahrscheinlich dazu veranlassen, zusätzliches Geld in Gold und Edelmetalle zu stecken, was zu einem Anstieg der Preise führen.

Fazit

Bezugnehmend auf die Kommentare im Marktrückblick ist festzuhalten, dass wir uns in einer ausgeglichenen Situation befinden. Die positiven Faktoren scheinen nach wie vor zu überwiegen. Im letzten Quartal ist die Renditekurve im Vergleich zum Stand vor drei Monaten leicht (nicht wesentlich) gestiegen, und der Spread zwischen zehn- und zweijährigen Laufzeiten ist auf der US-Kurve (Differenz zwischen kurz- und langfristigen Renditen) nach wie vor positiv.

Die Fed hat ihre Zinsen weiter unverändert gelassen, während die Zinsen in Europa und Japan weiterhin im negativen Bereich liegen. In Grossbritannien zeichnet sich eine ähnliche Entwicklung ab. Wenn dieses Umfeld weiter Bestand hat, ohne dass sich das

globale BSP deutlich erhöht, wird die Liquidität kein Problem darstellen, und die Refinanzierung von Unternehmensanleihen dürfte in den nächsten vier Jahren kaum Anlass zur Sorge bieten.

Die Aktienmarktindizes bewegen sich nicht auf extremen technischen Niveaus, auch wenn die Bewertungen insgesamt etwas hoch sind. Der führende US-Markt hat sich besser entwickelt als die meisten anderen Märkte, einige der Technologieaktien sind recht teuer. Bei Technologieaktien wird diese Überbewertung im Vergleich zum Durchschnitt jedoch in der Regel individuell abgebaut, was ein gesunder Prozess ist. Langfristige Prognosen sind angesichts der vielen unterschiedlichen Variablen schwierig. Aus unserer Sicht macht der sich beschleunigende technologische Fortschritt den Weg frei für den nächsten langfristigen Bullenmarkt. Technologische Umbrüche sind kurz- und mittelfristig stets disruptiv, und der Übergang wird nicht ruhig verlaufen (kurzfristig wird es viele Verlierer und nur wenige Gewinner geben, während sich die allgemeinen positive Effekte erst langfristig bemerkbar machen dürften). Die Normalisierung der Zinsen wird die grösste Herausforderung für die Märkte. Wir haben auf den vorhergehenden Seiten erörtert, dass es je nachdem, wie erfolgreich die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen sind, zu Störungen oder sogar einem mittelfristigen zyklischen Bärenmarkt kommen kann. Dies spiegelt sich derzeit allerdings noch nicht in den Marktpreisen wider. Solange sich diese Sorgen und Risiken noch nicht in den Marktpreisen niederschlagen, sind sie von geringerer Relevanz. Der US-Dollar fungiert in diesem Umfeld als «Sensor» und «Stabilisator» (quasi als «Schiedsrichter»). Wenn die Normalisierung zu schnell erfolgt, wird dies wahrscheinlich für Aufwertungsdruck auf den US-Dollar sorgen, wenn zusätzliches Geld in den US-Markt fließt. Dies würde einen zu schnellen Zinsanstieg dämpfen. Es ist insgesamt kein schlechtes Umfeld, auch wenn eine gewisse Vorsicht gerechtfertigt ist.

* Patrick Picenoni ist als Vorstand des Anlageberaters, der Altrafin Advisory 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 Haftungsobligo.

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.