Kommentar zum 4. Quartal 2016 / Chancen und Herausforderungen in 2017

*von Patrick Picenoni (CONREN Fonds/Altrafin)**

Kernaussagen Ausblick

- Hauptszenario: Wir befinden uns nach wie vor in einer recht ausgeglichenen Lage. Die Positivfaktoren scheinen aber weiterhin zu überwiegen.
- Trumponomics, die expansive Politik der japanischen Regierung und der Notenbank sowie die Fiskalpolitik in Europa als mögliche Waffe gegen den Populismus haben die Erwartung einer baldigen weltweit synchronisierten expansiven Fiskalpolitik geweckt. Dies würde zu einem höheren nominalen BIP-Wachstum sowie steigenden Inflationserwartungen führen (wie in den neunziger Jahren vor der Finanzkrise) und hätte einen Rückgang der Realzinsen zur Folge (Realrenditen per 30. Dezember 2016, USA +0,5192%, EU -1,0405% und Japan -0,5415%).
- Dies wäre wiederum positiv für Risikoanlagen wie Aktien (Privatinvestoren kaufen / eine weitere Rotation von Anleihen in Aktien) und negativ für Anleihen (bei Renditen von 3%, 4% wieder eine echte Einkommens-Alternative)
- Kurzfristig: Anleihen überverkauft / Aktien überkauft. Es wäre nicht überraschend, wenn es im 1. Quartal 2017 zu einer deutlichen Korrektur käme.
- Mögliche „Schwarze Schwäne“: geopolitische Spannungen, eine massive Abwertung des RMB in China, eine Enttäuschung des US-Markts über die Politik der neuen US-Administration, ein inflationärer Schock
- Die Stärke des US-Dollars: schlecht für US-Exporte, deflationär in den USA, gut für europäische Exporteure, schlecht für Rohstoffe, schlecht für US-Dollar-Schulden in den Emerging Markets, gut für die Wettbewerbsfähigkeit von Emerging Marktes (Güter und Schulden); siehe auch US-Dollar-Blog

Kernaussagen Rückblick auf das 4. Quartal 2016

- Für uns war am bemerkenswertesten: der massive Rückgang der Risikowahrnehmung der Markteilnehmer.
- Geprägt von der der US-Wahl: Erst herrschte Ungewissheit und schließlich Hoffnung auf den Gamechanger Trumponomics (schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme, Liberalisierung, Deregulierung des Bankensektors, Senkung der Unternehmenssteuern usw.)
- Blutbad bei Anleihen (noch im Rahmen früherer Korrekturen) vs. Rekordnotierungen bei Aktien (Ausbruch aus ihren langfristigen Handelsspannen)
- Der Euro bricht gegenüber dem US-Dollar nach unten aus seiner Spanne aus, in der er sich zwei Jahre lang bewegt hatte: er fiel von 1.13 Anfang November auf 1.05 am Jahresende.
- Erste Anzeichen einer Abkehr von der „New Normal“-Denke (sinkende Zinsen und wenig Inflation) in den Köpfen der Marktteilnehmer zurück in Richtung „Old Normal“ (zur alten Normalität)
- Außerdem: Industriemetalle erholen sich weiter, Gold schwächer, US-Dollar stärker, Yuan schwächer, japanischer Yen schwächer

Fundamental-Daten

«Wie Märkte sich verhalten sollten»

«Makro»

Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen

- Trumponomics, die expansive Politik der japanischen Regierung / Notenbank und Fiskalpolitik in Europa als mögliche Waffe gegen den Populismus haben die Erwartung einer baldigen **weltweit synchronisierten expansiven Fiskalpolitik** geweckt.
- **Wachstum- und Inflationszahlen haben nach den US Wahlen entsprechend nach oben gedreht.** Basiseffekte aus wieder steigenden Rohstoffpreisen und Erholung in Emerging Markets haben in USA, aber nun auch Europa positive Wirkung (v.a. was die Wachstums-dynamik betrifft). Inflation ist in Europa noch immer kein Thema trotz gestiegenen Anleihen-Renditen. Nicht so in USA wo Inflationserwartungen die 2% Grenze am 1. Dezember erreicht haben.
- **Strategiewechsel der Bank of Japan**: Fokus auf die Zinsstrukturkurve u.a. mit dem Ziel Banken-GuVs zu stärken (steilere Kurve).
- **US-Fed**: es wird von weiteren Zinserhöhungen in 2017 ausgegangen (1-3). Die US-Fed sieht **Prognoseunsicherheiten** in Bezug auf den tatsächlichen Umfang und die Wirkung des von Trump angekündigten massiven Fiskal-programms (Trumponomics)
- **Notenbanken wünschen sich ein stärkeres Engagement der Politik (Strukturreformen, Fiskalpolitik), da ihre Massnahmen immer weniger Wirkung zeigen.**
- **Staatsanleihen könnten die grossen Verlierer sein. Bis jetzt war die Korrektur «im Rahmen» ähnlicher Korrekturen in der Vergangenheit.** Bei Renditen von 3%, 4% wieder eine echte Einkommens-Alternative.

«Mikro»

Bewertungsparameter

«Absolut»

- **USA**: S&P 500 nahe dem Hoch von knapp unter 2.280. Ist über «fair value» (bei 1.950 bis 2.050). Gewinnsteigerungen aufgrund von Trumponomics notwendig, um Niveau zu rechtfertigen.
- **Europa & Japan**: fundamental (KGV, PCF, PB) günstiger. Monetärer Rückenwind bleibt erhalten.
- **EMKs**: Bewertungen im historischen Kontext i.O., aber Gegenwind könnte wieder kommen, sollte der USD noch weiter erstarken. Grosse Differenzen zw. EMK-Länder/Regionen
- **China**: PBoC greift umso mehr unterstützend ein, umso härter die Realwirtschaft getroffen wird. **Abwertung hat sich nach den US Wahlen beschleunigt**.
- **Rohstoffe**: zyklische Bären-marktrally (Trend) intakt; Industriemetalle, Energie- und Agrar-produkte im Aufwärtstrend.
- **Staatsanleihen EU+USA**: nach dem Anstieg der Renditen, fairer be-wertet und kurzfristig ausverkauft.

«Relativ»

- **US Aktien**: eher teurer als andere (Europa + Japan), und nicht mehr günstiger als Staatsanleihen. **Div.-Rendite =< 10-jährige Anleihen-rendite.**
- **Gold**: leidet unter steigenden Realzinsen. Konsolidierung im Gange.
- **Staatsanleihen EU+USA**: massiver Anstieg der Inflationserwartung (v.a. in USA) hat temporär zu einem **Ausverkauf der Anlage-klasse geführt. Erstmals seit vielen Monaten ist die Kurve steiler geworden** -> Ausdruck höherer Inflationserwartungen.
- **Unternehmensanleihen**: Spreads seit Februar eingeengt. Es ist zu früh, um über einen Wechsel des Trends zu sprechen. High Grade Unternehmensanleihen sind für viele Investoren die neuen «risk free assets». Dichotomie: zunehmende Ausfälle, während sich die Spreads verengen. Rendite/ Risikoverhältnis unter Berücksichtigung der Fungibilität -> **Aktien sind langfristig zu bevorzugen**

Markt-(Dynamik)

«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»

«Markt»

Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»

- 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 viertlängsten und fünftstärksten Bullenmarkt seit 1900. **Der 2009 begonnene Bullenmarktzyklus ist im «Reifestadium» angekommen. Kurzfristig**: Aktienmärkte haben eine deutliche **«V-förmige» Bewegung nach dem Brexit** Referendum gezeigt. Die **US Wahl** hat zudem zu einer grossen **Sektor Rotation** geführt (Kauf von Industrie- und Basiskonsumwerte sowie klein- und mittel-kapitalisierte Unternehmen und Verkauf von defensiven Werten («Obligationen-surrogaten») und anderen zinssensitive Werte wie REITs (Immobilienaktien) in den USA.
- **Aktien Europa:** Die Abwertung des Euro bringt ein großes Aufholpotenzial für europäische Aktien mit sich.
- **Kurzfristig: Anleihen überverkauft / Aktien überkauft.** Es wäre nicht überraschend, wenn es im 1. Quartal 2017 zu einer deutlichen Korrektur käme.
- **Mögliche „Schwarze Schwäne“**: geopolitische Spannungen, eine massive Abwertung des RMB in China, eine Enttäuschung des US-Markts über die Politik der neuen US-Administration, ein inflationärer Schock…
- **Gold (inkl. Goldminen)**: **leidet derzeit** unter dem steigenden USD, höheren Realzinsen, dem massiven Rückgang der Risikowahrnehmung und steigender Attraktivität anderer Asset Klassen. **Im Portfoliokontext auch als Hedge sinnvoll**.

Überblick

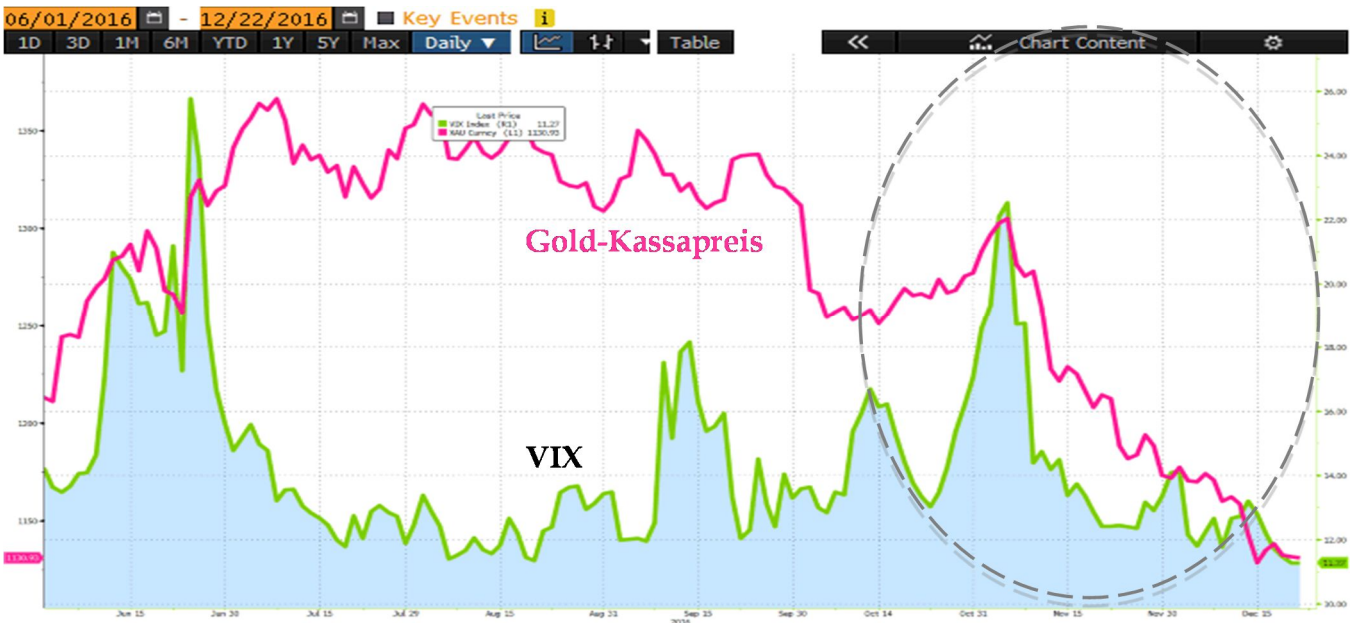
Das Quartal begann, wie der September geendet hatte und war von Nervosität an den Aktienmärkten gekennzeichnet. Grund hierfür waren Ankündigungen der britischen Premierministerin eines harten Brexit, die Unsicherheit über den Ausgang der US-Wahl sowie steigende Renditen in den USA und im Euroraum.

Während der Brexit im 3. Quartal das beherrschende Thema war, ging es im 4. Quartal hauptsächlich um die Entwicklungen in den **USA** und die Präsidentschaftswahlen. **Ähnlich** wie beim Brexit schüttelten die Märkte die Unsicherheit im Vorfeld der Wahlen ab und legten kurze Zeit später kräftig zu. **Anders** als nach dem Brexit-Entscheid, als die Renditen im Juli (USA) bzw. August (Großbritannien) auf Rekordtiefstände fielen, führten der Sieg Trumps und Erwartungen schuldenfinanzierter Konjunkturprogramme zu einem deutlichen Anstieg der **Renditen** von Staatsanleihen. Damit kehrte die «Normalisierung» der Zinsen zurück auf die Tagesordnung.

Ausschlaggebend für die Reaktion des Aktienmarktes auf die Wahl Trumps waren Erwartungen **steigender Gewinne** nach Liberalisierungsversprechen und der Ankündigung einer Deregulierung des Bankensektors, expansiven Fiskalpolitik, Senkung der Unternehmenssteuern usw. **Zum Vergleich**: Die Reaktion des Aktienmarktes im Anschluss an das Brexit-Votum war – nach einer kurzen Korrektur – ebenfalls im Großen und Ganzen äußerst positiv. Nur die Gründe waren unterschiedlich. Während der Ausgang der US-Wahlen Erwartungen **steigender Gewinne** weckte, war die Rally nach dem Brexit-Referendum darauf zurückzuführen, dass von einer **Verzögerung** der **Normalisierung der Zinsen** ausgegangen wurde. Dies erklärt auch die unterschiedliche Entwicklung von Staatsanleihen: **kräftiger Kursanstieg** nach dem Brexit-Entscheid und Rückgang der Renditen auf historische Tiefstände verglichen mit einem **kräftigen Renditeanstieg** nach der US-Wahl.

Am bemerkenswertesten war im 4. Quartal der massive Rückgang der **Risikowahrnehmung** der Anleger. Der US-Volatilitätsindex VIX und der Goldpreis, die jeweils ein Gradmesser für die **Angst an den Märkten** sind, **brachen** nach den US-Wahlen **ein** (vgl. Chart weiter unten).

In der **EU** wird sich die EZB, die ein klar definiertes Inflationsmandat hat, darüber bewusst (siehe Kommentar in unserem Bericht für das 3. Quartal), dass ihr QE-Programm kein effizientes Mittel ist, um das Inflationsziel von 2% zu erreichen, und sie **ohne fiskalpolitische** Impulse der Regierungen kaum in der Lage ist, das Wachstum anzukurbeln. Die Politik, die die Währungsunion bisher zusammengehalten hat, läuft auseinander; und die EZB hat keine andere



Quelle: Bloomberg

Wahl, als weiterhin Liquidität in die Märkte zu pumpen und Anleihen von Staaten zu kaufen, die andernfalls möglicherweise in zwölf Monaten schon nicht mehr in der Währungsunion sind. Die verbreitete Unzufriedenheit der Wähler mit dem Status quo ist ein Symptom dieses Problems. Durch die mehr als sieben Jahre währende **Sparpolitik** hat sich der Lebensstandard verschlechtert, und eine ganze Generation wurde vor die Wahl gestellt, ein Leben ohne Arbeit zu führen oder auszuwandern. Vor diesem Hintergrund hoffen viele Menschen, Antworten bei **populistischen** Bewegungen zu finden.

Am Ende des Quartals schüttelten die Märkte sogar den negativen Ausgang des Verfassungsreferendums in Italien und die dadurch ausgelöste politische Krise ab. Die Märkte in Europa machten im Anschluss an das «Nein» der Italiener tatsächlich einen Teil ihres Rückstands gegenüber dem US-Markt wett, wobei der FTSE MIB Index im Dezember den größten Anstieg verzeichnete (+13,62% und –6.93% im laufenden Jahr). Die Rettung der ältesten Bank der Welt, der Banca Monte dei Paschi die Siena und anderen kleineren Banken durch die italienische Regierung wurde früh genug vom Markt berücksichtigt. Obwohl diese Intervention eine Verschlechterung der Governance-Standards in der EU bedeutet (sie stellt eine Ungleichbehandlung zwischen Großen und kleineren Mitgliedsländern wie im Fall zypriotischer Banken im Jahr 2014 dar), hat sie einen möglichen Destabilisierungsfaktor für die Aktienmärkte ausgeräumt und wurde entsprechend positiv aufgenommen.

In **Japan** wurden die bis zum 3. Quartal aufgelaufenen Verluste an den Aktienmärkten während des 4. Quartals vollständig aufgeholt, gleichzeitig ging – und dies war der Hauptauslöser für die Aktienerholung - der JPY deutlich zurück. Der USD/JPY-Kurs erreichte ausgehend von rund 100 im August 2016 beinahe wieder die Marke von 120. Wir wiesen im Bericht für das 3. Quartal darauf hin, dass die BoJ «*die Einleitung von Maßnahmen angekündigt hat, die als erster Schritt dessen betrachtet werden können, was allgemein als Monetarisierung von Schulden bezeichnet wird, also eine expansive Geldpolitik, die auf die Senkung der Realzinsen und die Erhöhung der Staatsausgaben ausgerichtet ist*». Die expansive Geld- und Fiskalpolitik zeigt Wirkung auf den Aktien- und Anleihemärkten. Es gibt mehrere Gründe dafür, dass das QE-Programm in Japan effektiver ist als das in der EU: **1.** ist es in Relation zur Größe der Wirtschaft deutlich umfangreicher, **2.** dürfen mehr unterschiedliche Vermögenswerte im Rahmen des Programms aufgekauft werden (es beschränkt sich nicht auf Staatsanleihen, während die EZB Schwierigkeiten hat, genügend Staatsanleihen zu finden, die sie kaufen kann) und **3.** es ist „kreativer“ (die BoJ kauft börsennotierte Immobilien «J-REITS», Stammaktien usw.).

Die **Schwellenländer** haben im letzten Jahr eine gute, wenn nicht sogar sehr gute Entwicklung verzeichnet (je nach Land mit unterschiedlicher Ausprägung). Mit der Stärke des US-Dollar hat sich die Situation jedoch grundlegend geändert, und zwar insbesondere für Rohstoffexporteure. Gleichzeitig werden die Budgets durch einen mehrere Jahre dauernden Bärenmarkt bei Rohstoffen belastet (vgl. die Chart auf der nächsten Seite: Asia USD Index). **Auf US-Dollar lautende Anleihen** stellen für Länder, die **nicht über wesentliche Erträge in US-Dollar** verfügen, ein Risiko dar. Dies dürfte sich weiterhin **negativ auswirken**. Wenn sich die 2016 zu beobachtende Erholung der Rohstoffpreise fortsetzt, wird dies für eine Reihe rohstoffexportierender Schwellenländer, vor allem für Brasilien und Russland, jedoch ein geringeres Problem darstellen.

Lokalwährungsanleihen in den Emerging Markets sind für die gleichen Unternehmen hingegen zunehmend attraktiv. Allerdings dürften die Kosten für die

Quelle: Bloomberg

Anleihen steigen. Ein **deutlicher Aufwärtstrend** kann allerdings nicht ausgeschlossen werden. Denn wenn sich die Währungen gegenüber dem **US-Dollar** abschwächen, steigt die **Wettbewerbsfähigkeit**. Ausländische Investoren dürften den US-Dollar bevorzugen, solange er weiterhin nach oben tendiert. **Günstige Bewertungen**, **höhere Renditen und eine mögliche Währungsaufwertung**, wenn der US-Dollar seinen Höchststand erreicht, könnten aber dafür sorgen, dass das Interesse an den Schwellenländern zunimmt.

In **China** beschleunigt sich die Abwertung des RMB, die bisher mehr oder weniger kontrolliert verlaufen ist. Wir kennen nicht die genaue Höhe der Währungsreserven (3 oder 3.5 Billionen USD). Klar ist aber, dass sie nicht steigen. Japan ist nun wieder das Land mit den größten Beständen an US-Treasuries. Dies ist ein Zeichen dafür, dass China seine Währungsreserven zur Stützung seiner Währung nutzt. Allerdings stellt sich die Frage, ob es irgendwann sinnvoller wäre, eine **einmalige massive Abwertung** zuzulassen, um **Währungsreserven zu schonen**, statt den Weg einer teuren und langsamen Abwertung fortzuführen.

Wir haben in unserem letzten Bericht darauf hingewiesen, dass sich die chinesische Wirtschaft in einer **Übergangsphase befindet und zwar von einer vom Export abhängigen** (Export von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie Infrastrukturgütern) **hin zu einer binnenmarkt-orientierten Volkswirtschaft.** Die negativen Auswirkungen dieses Transformationsprozesses könnten zu sozialen Unruhen führen. Das immer selbstbewusstere Auftreten der Regierung auf internationaler Ebene und die militärischen Aktivitäten im Südchinesischen Meer in Kombination mit Militärausgaben in Rekordhöhe könnten als Maßnahmen betrachtet werden, um die Öffentlichkeit von den wirklichen wirtschaftlichen Problemen abzulenken (die Beschlagnahmung einer amerikanischen Unterwasserdrohne nach einem Telefongespräch zwischen dem neu gewählten Präsidenten Trump und dem taiwanesischen Präsidenten ist ein gutes Beispiel hierfür).

China benötigt daher eine **schwächere Währung.** Angesichts der Probleme chinesischer Banken mit

notleidenden Krediten ist eine unkontrollierte oder eine massive einmalige Währungsabwertung, wie oben angesprochen, ein **möglicher** «schwarzer Schwan», der noch nicht in den Kursen berücksichtigt ist. Der deutliche Anstieg von Kryptowährungen (Bitcoin) im Jahr 2016 (siehe Chart unten) ist wahrscheinlich zu einem großen Teil auf die Nachfrage chinesischer Anleger zurückzuführen, die ihre RMB-Bestände in Erwartung einer Abwertung reduzieren und dabei die Grenze von 50.000 USD umgehen wollen, die jährlich umgetauscht werden dürfen.

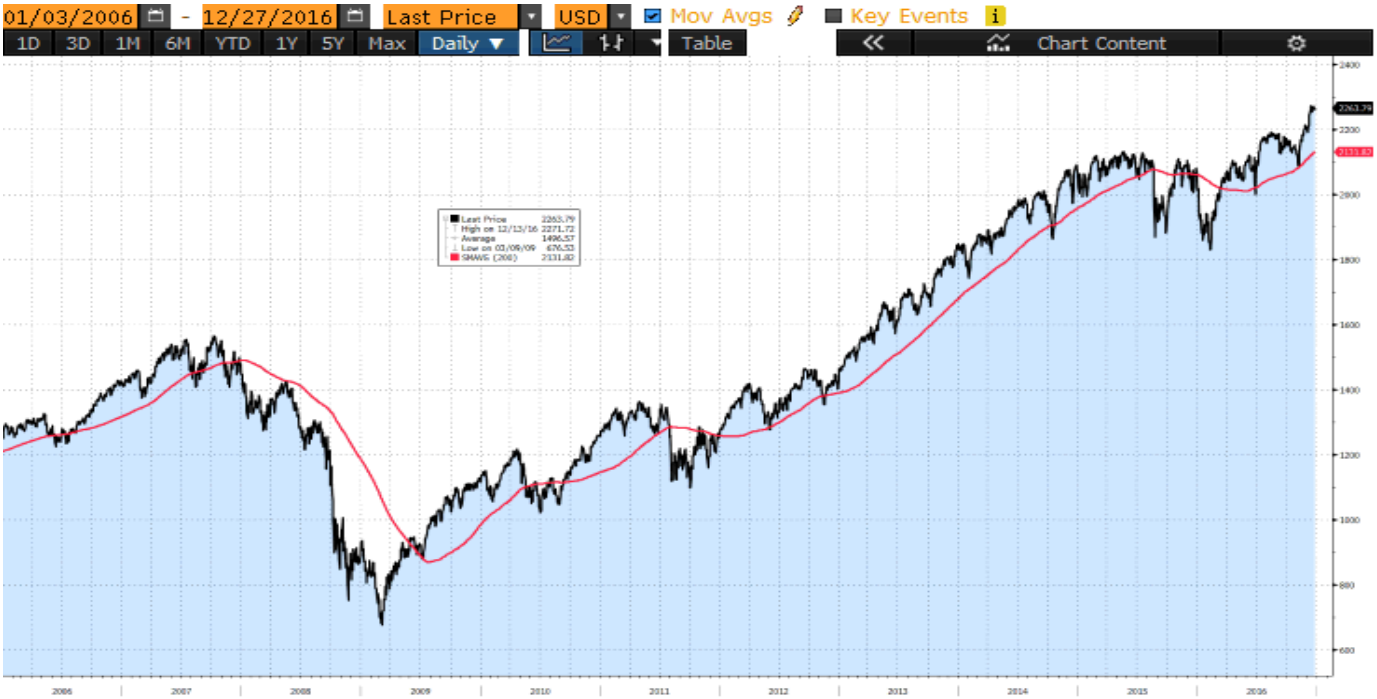
Bei dem **Balanceakt** zwischen den im Bericht für das 3. Quartal genannten positiven **zyklischen Faktoren** und den **Bedrohungen** auf **wirtschaftlicher** und **geopolitischer** Ebene haben die **positiven Faktoren gegenwärtig die Oberhand gewonnen**. Risikoanlagen konnten daher aus ihren langfristigen Handelsspannen ausbrechen und zulegen (vor allem die führenden US-Aktienindizes S&P500 und Dow Jones Industrial).

Die jüngsten Spannungen zwischen China und den USA lassen jedoch nichts Gutes für das neue Jahr erwarten. Gegenseitige Provokationen zwischen zwei Nuklearmächten können nicht als konstruktives Vorgehen bezeichnet werden. Was die Geopolitik betrifft, dürfte 2017 ein turbulentes Jahr werden, da Chinas Aufstieg durch das neue Selbstbewusstsein der USA gebremst wird. Im Nahen Osten dürfte die UN-Resolution gegen den israelischen Siedlungsbau im Westjordanland und im Osten Jerusalems mit dem Kurs der neuen US-Regierung im Konflikt stehen und auch die Spannungen in und außerhalb der Region verschärfen. Das Gleiche gilt für die neuen US-Sanktionen gegen Russland aufgrund der Hackerangriffe im US-Wahlkampf und die zu erwartenden Vergeltungsmaßnahmen Russlands. In Europa ist der zunehmende Populismus eine existenzielle Bedrohung für die EU, wenn sich der Lebensstandard nicht in einer Reihe von Ländern verbessert.

Ein **Gegengewicht** stellt die **Entwicklung in den USA dar**, wo der gewählte Präsident Trump die Amtsgeschäfte zu einem Zeitpunkt übernimmt, da die Notenbank gerade die Phase rekordniedriger Zinsen beendet und es deutliche Anzeichen für eine Konjunktur-erholung gibt. Trump wird zudem weitgehend freie Hand haben, da die Republikaner beide Häuser des Kongresses kontrollieren. Seine voraussichtlich sehr wachstumsfreundliche Wirtschaftspolitik dürfte zusammen mit der nach wie vor expansiven Geldpolitik der Fed dafür sorgen, dass das US-BIP schneller wächst als derzeit vielfach erwartet. **Dies spricht mittelfristig für einen klaren Aufwärtstrend, auch wenn es zwischenzeitlich zu Gewinnmitnahmen kommen könnte**.

Belastend dürften sich indes der **US-Dollar** und das **US-Zinsniveau** auswirken. Je stärker der Dollar-Index DXY steigt, desto kräftiger ist der **Gegenwind** für Aktien. Auch die Rendite zehnjähriger US-Treasuries könnte bremsend wirken. Derzeit treibt sie den Aktienmarkt nach oben, da ein Teil der Anleihegewinne in Aktien **reinvestiert** wird, was die Rally angeheizt

Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg

hat. Bei einer Rendite 10-jähriger Staatsanleihen von über 3% (2,44% am 30. Dez.) beginnen jedoch die **Warnleuchten** zu blinken. Wenn sie über 3.5% liegt, ist dies eine klare Belastung. US-Treasuries würden dann wieder attraktiv im Vergleich zu Aktien und deren Dividendenrenditen.

Neben fundamentalen, unternehmensspezifischen Gesichtspunkten werden aus makroökonomischer Sicht die **US-Dollarentwicklung und die Bewegungen der Anleihenrenditen im 2017 die zwei Hauptparameter sein**, die es eng zu beobachten gilt, **um den weiteren Verlauf der Aktienmärkte einzuschätzen**.

Marktausblick

Anlageklassen – Aktien und Anleihen: Nachdem sie im Oktober auf der Stelle getreten waren und nach dem 8. November kräftig zugelegt hatten, kletterten die US-Indizes in der Woche nach dem Referendum in Italien auf Allzeithochs. Die europäischen Indizes folgten diesem Beispiel im Dezember und zeigten eine kräftige Erholungsrally. Die gleiche Entwicklung war in Japan zu beobachten, während die Märkte in China und Hongkong nach wie vor hinterherhinken. Anleger, die noch nicht engagiert waren, strömten auf die Märkte, was die Kurse steigen ließ. Der weltweit führende S&P 500 Index verließ seine langfristige Spanne zwischen etwa 1950 und 2050 Punkten und erreichte in Erwartung steigender Gewinne vor Weihnachten neue Höchststände (siehe Abbild oben).

In unserem letzten Bericht stellten wir die Frage, ob Aktien absolut oder relativ überbewertet sind, und kamen zu folgendem Schluss: «*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*». Mit der US-Wahl hat sich die Situation in dieser Hinsicht **grundlegend geändert**. Seitdem sind die Aktienkurse gestiegen, da von **höheren Gewinnen und steigenden Renditen von Staatsanleihen ausgegangen wird**. Das in Aussicht gestellte umfangreiche schuldenfinanzierte Konjunkturprogramm und Versprechen wie Deregulierung, Bürokratieabbau sowie Steuersenkungen haben die Verwerfungen, die während der Phase der quantitativen Lockerung von 2011 bis Mitte 2016 zu verzeichnen waren, als die Aktienkurse stiegen, während die Anleiherenditen aufgrund der lockeren Geldpolitik fielen, zumindest vorübergehend beendet.

Unternehmen gehörten während der Phase der quantitativen Lockerung zu den wichtigsten Käufern von Aktien (**Aktienrückkaufprogramme**). **Nach den US-Wahlen hat sich die Situation geändert, da nun auch Privatanleger wieder an den Aktienmärkten aktiv sind.** Sie schichten von Anleihen in Aktien um. Nach Angaben von Goldman Sachs Global Investment Research haben US-Aktienfonds seit den Wahlen «Nettozuflüsse von 40 Milliarden USD, darunter auch die höchsten wöchentlichen Zuflüsse der letzten 16 Jahre (31 Milliarden USD in der Woche bis zum 16. November), verzeichnet. Anleihefonds verbuchten in der gleichen Woche hingegen Abflüsse in Höhe von 8 Milliarden USD».

Die Rally konzentrierte sich zunächst auf zyklische binnenorientierte Titel und Finanzwerte aus den USA, verlief dann aber auf breiterer Basis und stützte den Gesamtmarkt. Der DJ Transportation Index und der US-KBW-Bankenindex erreichten im Dezember neue Allzeithochs. Maßgeblich hierfür war die Erwartung höherer Staatsausgaben. Viele Anleger wurden auf dem falschen Fuß erwischt, da eine solche Entwicklung noch vor wenigen Monaten nicht für möglich gehalten wurde. Im späteren Verlauf weitete sich die Rally auch auf europäische Banken aus, sodass der Eurostoxx Bank Index wichtige Barrieren durchbrach (siehe Chart unten – rote Linie). Diese Entwicklung ist **bemerkenswert**, denn der Sektor gilt als Symbol für die *Malaise* in Europa und kränkelt seit Jahren. Es könnte durchaus sein, dass es sich dabei nicht nur um eine kurzfristige, vorübergehende Rally zu handeln.

Die Kursanstiege bei europäischen Banken stützen sich wahrscheinlich auf **zunehmende Hoffnungen auf fiskalpolitische Maßnahmen**. Da ein Referendum über den **Verbleib** in der EU in weiteren Mitgliedsländern (Italien) nicht auszuschließen ist, hat die EZB kaum eine Wahl. Das Experiment mit negativen Zinsen hat einen deflationären Effekt und ist nicht geeignet, die **Konjunktur** anzukurbeln. Dabei findet eine Enteignung der Sparer zugunsten der Spekulanten statt, die **Beschäftigung** nimmt dadurch jedoch nicht zu, und auch die **Ausgaben der Verbraucher** steigen dadurch nicht. Die Zinssenkungen und das Geld, das den Banken zur Verfügung gestellt wird, die damit Staatsanleihen kaufen, haben nicht zu einer Konjunkturverbesserung geführt. Der EZB bleibt keine andere Wahl, als die lockere Geldpolitik fortzusetzen und eine expansive Fiskalpolitik der

Quelle: Bloomberg

Mitgliedsländer zu fordern. Außerdem wird sie ihre eigenen Regeln brechen und mehr Anleihen von Ländern wie Italien kaufen müssen. Bisher richten sich die Anleihequoten nach der Größe der Mitgliedsstaaten. Auch am Devisenmarkt wird diese Möglichkeit **in Erwägung gezogen**. So brach der EUR aus seiner Spanne gegenüber dem USD aus, in der er sich zwei Jahre lang bewegt hatte, und fiel von 1.13 Anfang November auf 1.05 am Jahresende.

Vor dem Hintergrund einer wahrscheinlichen weiteren Abwertung des Euro besteht Großes **Aufholpotenzial für europäische Aktien**, zumindest nominal. Europäische Indizes schneiden seit langem schlechter ab als US-Indizes. Nominale Kursgewinne treten nach einer massiven Abwertung häufig auf (so zum Beispiel auch der britische FTSE 100 Index im Sommer nach dem Brexit-Votum). Für eine Aktienrally braucht es nur etwas Inflation. Das Problem ist, dass die Fiskalpolitik in der EU von 27 Ländern betrieben wird, während es eine einheitliche Geldpolitik gibt. Diese Widersprüche zeigen sich im Euro: Er ist für Deutschland zu schwach (dessen Unternehmen deshalb immer mehr an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen) und für Länder wie Italien zu stark. Sofern es fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen gibt, werden diese Widersprüche wahrscheinlich an den Aktienmärkten aufgelöst, die am stärksten darunter gelitten haben. Sie dürften somit die Hauptnutznießer sein.

Fazit: Aktienmärkte von Ländern mit nach wie vor **lockeren oder expansiven monetären Bedingungen**, in denen fiskalpolitische Impulse gesetzt wurden oder in Kürze gesetzt werden, dürften am besten abschneiden. Japan und möglicherweise Europa sind neben Großbritannien (sobald Klarheit bezüglich des Brexit-Zeitplans besteht) aus unserer Sicht die größten Gewinner.

Bei dem höher bewerteten **US-Markt** müssen sich die **hohen Gewinne bestätigen**, die derzeit in den Kursen vorweggenommen sind, damit die Niveaus aufrechterhalten werden können. Ein Anstieg der Bewertungen aufgrund sinkender Anleiherenditen, wie er bis zum 2. Quartal zu beobachten war, ist angesichts des Kurswechsels der Fed und eines möglichen weiteren Anstiegs der kurzfristigen Zinsen im nächsten Jahr weniger wahrscheinlich.

Der **Kreditmarkt**, vor allem der Markt für High-Yield-Anleihen, profitiert von der höheren Risikobereitschaft der Anleger nach der US-Wahl. Der Spread von US-High-Yield-Anleihen gegenüber Treasuries ist nach Angaben von Moody's auf unter 3% gefallen. Abgesehen von Juli 2014, als der Spread kurzzeitig noch tiefer lag, ist dies der niedrigste Stand seit der Rezession. Wir befinden uns aber noch nicht einmal in der Nähe der Allzeittiefs (die Spreads waren kurz vor Ausbruch der Krise 2006 deutlich geringer).

Wir wiesen in unserem letzten Bericht auf die Dichotomie zwischen dem **Verhalten der Anleger** und der Entwicklung am Markt für Unternehmens- bzw. HY-Anleihen hin: zunehmende Ausfälle, während sich die Spreads verengen. Dies hat sich auch im 4. Quartal nicht geändert. Die Jagd nach Rendite setzt sich trotz des Anstiegs der Renditen von Staatsanleihen und der weltweiten Zunahme der Ausfälle fort (laut S&P Research gab es im August weltweit 107 Ausfälle, im Oktober 136 und in der Woche vor Weihnachten stieg die Zahl auf 157).

Was bringt das Jahr 2017? Die Spreads sind zwar, wie bereits erwähnt, nicht auf dem niedrigen Niveau von 2006. Sie könnten sich aber schnell dorthin bewegen. Im Grunde müssen die Spreads nur hoch genug sein, um Anlegern einen angemessenen Ausgleich für das Risiko eines Ausfalls zu bieten. Bei einem solventen Unternehmen, dessen allgemeiner Ausblick stabil ist, ist das Risiko eines Ausfalls gering. Theoretisch ist nicht einmal ein sehr hoher Verschuldungsgrad problematisch, sofern das Unternehmen über einen sehr stabilen Cashflow verfügt. Die Spreads können dann sinken.

Die Marktteilnehmer gehen von einem Anstieg des globalen BIP aus. Eine Wachstumsphase (bei moderater Inflation) dürfte sich auch positiv auf Unternehmensanleihen auswirken. Die meisten Unternehmen dürften in der Lage sein, ihre freien Cashflows stabil zu halten oder zu steigern, und daher über genügend Barmittel verfügen, um ihre Schulden zu bedienen.

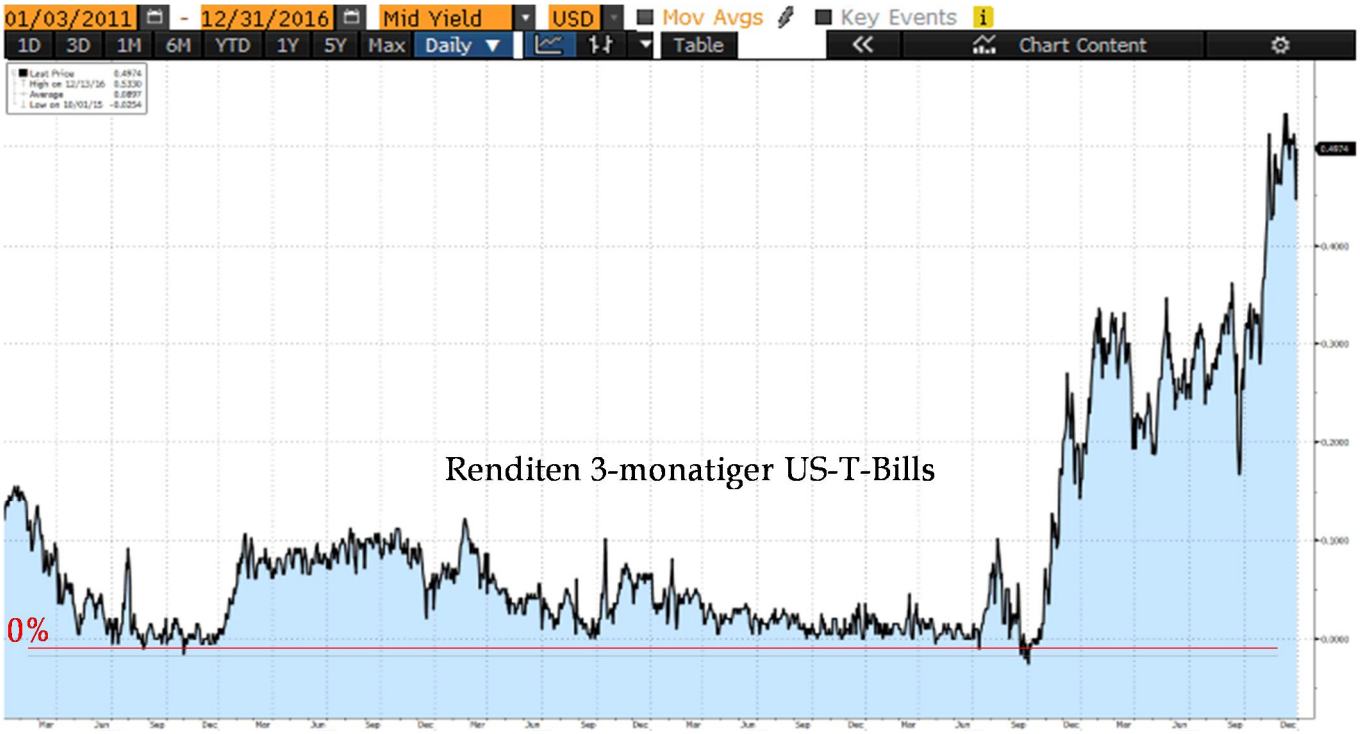
So war es in früheren Zyklen (wie 2006). Zu Beginn des Jahres, als die tiefen Ölpreise für Beunruhigung sorgten (Jan-Feb 2016), wurde befürchtet, dass Ausfälle im Energiesektor die Ausfallquoten in die Höhe treiben könnten. Diese Sorgen haben sich gelegt. Das Unternehmens-vertrauen verbessert sich. In den USA dürften Steuersenkungen (zumindest kurzfristig) für Auftrieb sorgen. Die Fed erhöht die Zinsen. Sie wird hierbei aber langsam vorgehen und die Zinsschritte vorher klar kommunizieren.

Lockere Kreditbedingungen sind eine entscheidende Voraussetzung für niedrige Ausfallquoten. Die unmittelbare Ursache für einen Zahlungsausfall ist fast immer, dass das jeweilige Unternehmen keine neuen Schulden aufnehmen kann, um Altschulden zu bedienen (sogenannte Refinanzierung). Der Großteil der ausstehenden Unternehmensanleihen wird zwischen 2018 und 2020 fällig (zehn Jahre nachdem die meisten Titel begeben wurden). Solange die Anleger bereit sind, ein Unternehmen über Anleihen zu finanzieren, ist es überlebensfähig. Die Bedingungen dürften hierfür im 2017 gut sein. Die Situation am Anleihemarkt wird sich im nächsten Jahr voraussichtlich verbessern, denn die Dodd-Frank-Bestimmungen dürften unter der neuen US-Regierung gelockert werden.

Wird dies ein gutes Ende nehmen? Wahrscheinlich nicht. Je länger die Bedingungen an den Finanzmärkten günstig sind, desto schmerzhafter wird es, wenn sie verschärft werden. Ist hiermit im nächsten Jahr zu rechnen? Das lässt sich heute noch nicht sagen. Die Kursentwicklung lässt bisher jedoch nicht darauf schließen.

Wenn die Spreads in den nächsten Monaten eng bleiben, können die Anleger **nur von den Zinserträgen (Kupons) profitieren**. **Kurssteigerungen dürften bei Anleihen hingegen nicht bzw. in geringem Umfang verzeichnet werden.** Wer nicht investiert, erhält aber auch **keine Erträge**. Letztlich dürften sich die Faktoren, die für einen positiven Umschwung an den Aktienmärkten sorgen könnten (Deregulierung, niedrigere Steuern, fiskalische Impulse), **auch günstig auf Unternehmens- und Hochzinsanleihen auswirken.**

Anlageklassen – Festverzinsliche Wertpapiere (*Staatsanleihen*) und Zinsen: Das 4. Quartal markierte einen **Wendepunkt** hinsichtlich dessen, was viele Anleger als die «**neue Normalität**» betrachteten, dass also **die Zinsen nicht steigen**, nachdem sie viele Jahre bei null lagen (siehe Chart unten). **Das wird sich nun wahrscheinlich ändern.** Nicht nur die



Quelle: Bloomberg

Erholung in den USA und die Präsidentschaftswahlen, sondern auch Erwartungen, dass auch in Europa bald eine expansive Fiskalpolitik betrieben und die Negativzinspolitik beendet wird, nachdem Japan diesen Schritt gegangen ist, haben einen Meinungsumschwung der Anleger bewirkt.

Trotz des prozentual hohen Zinsanstiegs im vergangenem Jahr ist das absolute Niveau noch immer sehr niedrig (0,974% bei 3 Monaten, 0,8106% bei 12 Monaten in USD); der Markt rechnet in den nächsten drei Monaten nicht mit einer Änderung und geht von nur ein bis zwei Zinserhöhungen in den nächsten zwölf Monaten aus. Mit anderen Worten: Die **Anleger rechnen nicht mit einer galoppierenden Inflation** im nächsten Jahr, auch wenn sich die Stimmung im letzten Quartal deutlich geändert hat. Obwohl die Aktienmärkte und insbesondere die Kurse der zinssensitiven Banken seit den US-Präsidentschaftswahlen aufgrund der Erwartung steigender Zinsen und höherer Margen deutlich zugelegt haben, sind die Akteure an den Anleihemärkten noch immer zu **sorglos**. Warum ist das so? Das liegt wahrscheinlich daran, dass die Zinsen nach Ansicht der meisten Marktteilnehmer in den letzten 35 Jahren stets gefallen sind (was natürlich tatsächlich der Fall war). Warum sollten sie dies also nicht auch in Zukunft tun? Wenn es über einen so langen Zeitraum lukrativ war, nach einer Korrektur bzw. einem Renditeanstieg zu einem niedrigen Kurs zu kaufen, warum sollten Anleger diese Strategie jetzt ändern?

Zwar war der Anstieg der langfristigen Renditen für zehnjährige US-Treasury-Notes auf 2,66% beachtlich. Dies ändert aber nichts daran, dass die Renditen noch im **Juli ihren niedrigsten Stand erreicht hatten** und bisher noch nicht wieder auf 3% gestiegen sind, dem Höchststand Ende 2013 nach dem «Taper Tantrum». Die Situation würde sich deutlich ändern, wenn die zehnjährigen Renditen auf **über 3% steigen** und dort **verharren bzw. sich dort stabilisieren** würden. Ob dies im Jahr 2017 geschehen wird, ist keinesfalls sicher und hängt von der künftigen **Inflationsentwicklung** und den Inflationserwartungen sowie von der Geldpolitik der Fed ab.

Was die **Inflationsentwicklung in den USA betrifft**, gehen die **Meinungen auseinander**:

- **Eine Gruppe geht davon aus**, dass die **Fed die Inflation unter Kontrolle halten wird** und Papiere mit zehnjähriger Laufzeit bei einer Rendite von 2,5% bis 2,6% attraktiv sind und **gekauft** werden sollten. Die Fed macht dementsprechend deutlich, dass sie eine zu hohe Inflation nicht tolerieren wird. Die Fed-Vorsitzende Yellen signalisierte auf ihrer Pressekonferenz am 14. Dezember drei Zinserhöhungen für 2017. Das ist eine mehr als vom Markt erwartet. Die Fed würde nach dieser Ansicht aggressiver vorgehen, wenn es Anzeichen für eine Beschleunigung der Inflation geben sollte. Die zusätzliche Zinserhöhung im Jahr 2017, von der die Fed ausgeht, soll bereits eine aufkeimende Inflation dämpfen.

- **Das andere Lager glaubt, dass die Fed ein Überschießen der Inflation über das langfristige Ziel von 2% tolerieren oder schlicht das Inflationsziel anheben wird, bevor sie aktiv wird**. Dabei wird mit einer Konjunkturbeschleunigung in den USA und einem globalen Inflationsanstieg in den nächsten fünf Jahren gerechnet, wofür im Wesentlichen drei strukturelle Trends verantwortlich sein werden, die nicht nur US-spezifisch sind (Quelle: BCA Research): «1. Abkehr von der Globalisierung (d.h. eine zunehmend protektionistische Politik); 2. Ablehnung der Sparmaßnahmen (eine expansivere Fiskalpolitik, um populistische Vorstöße abzuwehren) und 3. anhaltender Wille und zunehmende Fähigkeit der Zentralbanken, die Inflation nach oben zu treiben (acht Jahre nach der Krise haben die Zentralbanken noch immer Schwierigkeiten, die Inflation anzukurbeln).» Man könnte argumentieren, dass die Fed und andere Zentralbanken einfach ihre Inflationsziele anheben sollten. Die privaten und öffentlichen Schulden sind weltweit nach wie vor sehr hoch. Die Inflation wäre eine Möglichkeit, den tatsächlichen Wert der Schulden zu senken.

Unabhängig davon, welcher Ansicht man folgt, der Markt hat bereits eine höhere Inflationsrate in den

USA und sogar in der EU vorweggenommen (obwohl die EZB ihrem Ziel von 2% hinterherhinkt und ihre Prognose für 2017 von 1,4% ebenfalls darunter liegt). Ende Dezember bewegten sich die Inflationserwartungen für die USA in der Nähe des langfristigen Ziels von 2%. Da Zentralbanken ihre Politik nicht so schnell ändern und eine Abkehr vom Zwei-Prozent-Ziel nicht wahrscheinlich ist, sind wir der Ansicht, dass für 2017 bereits eine Vielzahl positiver Entwicklungen vorweggenommen sind und **Anleihen zum Redaktionszeitpunkt zumindest zeitweilig überverkauft sind. Wir bleiben daher bei unserer neutralen Einschätzung.**

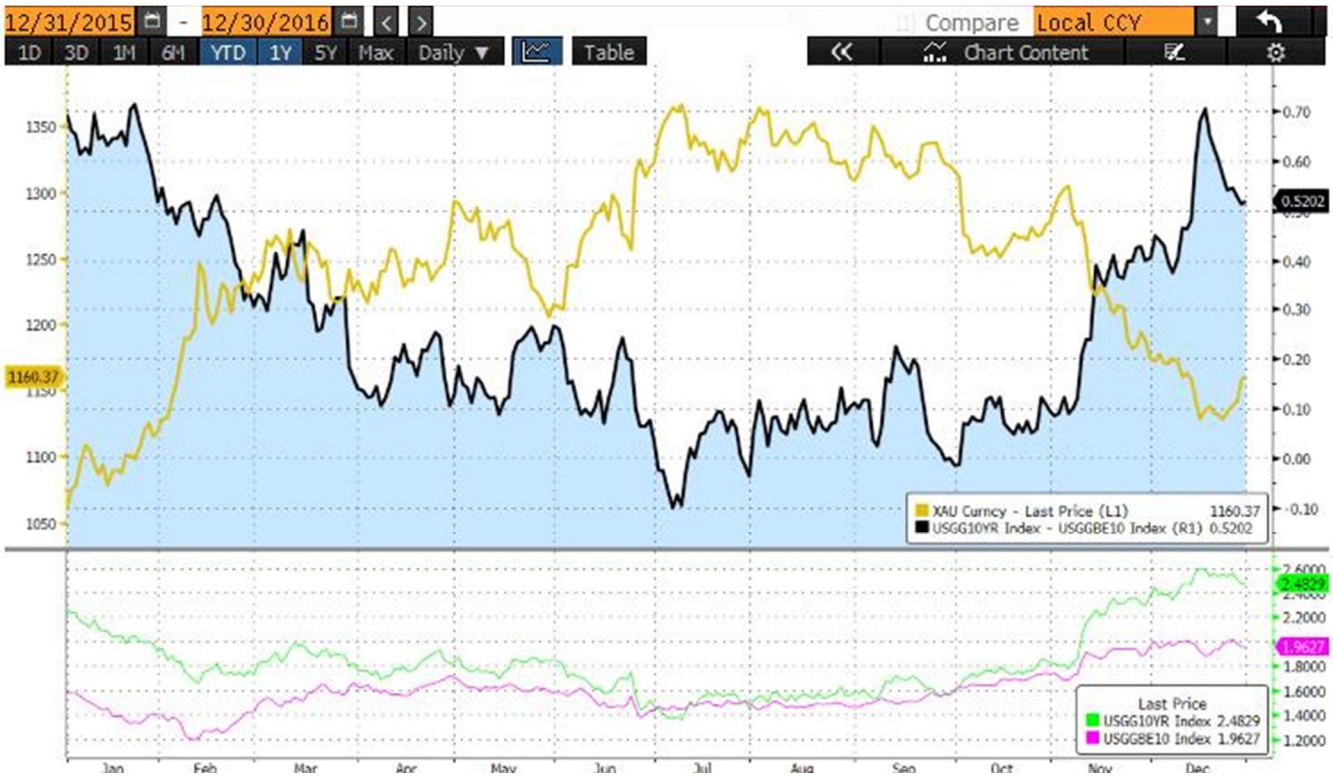
Anlageklassen – Metalle und Rohstoffe: Industrierohstoffe befinden sich seit dem Höchststand vom Juni in einer Konsolidierungsphase (siehe Chart unten, Bloomberg Continuous Commodity Index). Sie profitieren derzeit von der zunehmenden Erwartung einer weltweit synchronisierten expansiven Fiskalpolitik und eines entsprechenden BIP-Wachstums. Allerdings sorgen der steigende Dollar-Index (DXY) sowie höhere Zinsen und Anleiherenditen seit dem Spätsommer derzeit für Gegenwind.

Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass Rohstoffe stärker vom **globalen Wachstum** abhängen als von der Zinsentwicklung und es sich bei ihnen um **spätzyklische** Anlagen handelt. Wenn die globale Wirtschaft aufgrund fiskalischer Impulse Fahrt aufnimmt, dürfte es daher zu einem Ausbruch aus der Konsolidierung kommen.

Dank des Anstiegs der zugrunde liegenden Rohstoffpreise haben der Industrierohstoffsektor, vor allem Bergbauunternehmen, und der Energiesektor in vergangenem Jahr kräftige Kursanstiege verzeichnet: Die Gesamtrendite des iShares MSCI Global Select Metals & Mining ETF belief sich auf 56.61% in USD, die des iShares S&P Global Energy Sector betrug 27.71%.

Bei **Edelmetallen** sieht es etwas anders aus. Nach einem kräftigen Preisanstieg zu Beginn des Jahres gaben Gold und Edelmetalle im Allgemeinen ab August wieder einen Teil der Gewinne ab. Edelmetalle schneiden in der Regel am besten ab, wenn die Renditen weniger stark steigen als die Inflation (d.h. bei negativen Realrenditen). Der Stress- und Angstfaktor kann bei Gold ebenfalls für Auftrieb sorgen. Ab Ende September **stiegen** allerdings die **Nominalrenditen** schneller als die Inflationserwartungen, insbesondere in den USA. Die **Realzinsen legten** somit **zu** (vgl. den Chart auf der nächsten Seite), dies beschleunigte sich im November nach der US-Wahl (als also die Ängste abnahmen), sodass die Preise für Gold und andere Edelmetalle wie Silber und Platin in US-Dollar zum Teil deutlich sanken. Die Anleger fragen sich langsam, was eine steigende Inflation für ihre Anlagen bedeutet. Zwar wird erwartet, dass die Inflation

Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg

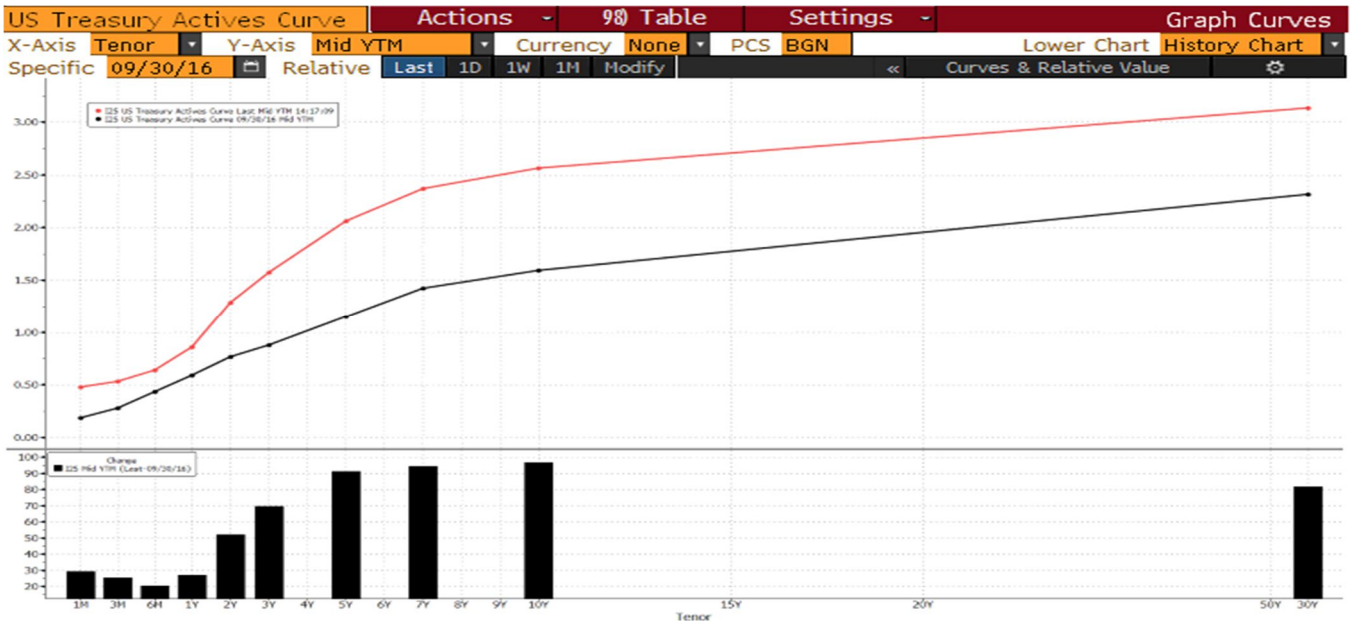
in Zukunft steigt. Wie im Abschnitt «Festverzinsliche Wertpapiere» erläutert, **spiegeln sich** die angekündigten fiskalischen Impulse und Steuersenkungen aber **noch nicht** in den Inflationserwartungen wider. Die **Anleiherenditen haben** hingegen **bereits reagiert** und liegen derzeit **deutlich über der Inflation**. Dies ist wie gesagt, eine **Belastung** für Sachwerte wie Edelmetalle. Edelmetalle und insbesondere Gold dürften aber profitieren, wenn die Regierungen Maßnahmen ergreifen, die das **nominale BIP-Wachstum ankurbeln** und die Inflationserwartungen schneller steigen lassen als die Nominalrenditen. Andererseits würde das gelbe Metall auch bei einer geopolitischen Krise in der Gunst der Anleger steigen. Wir halten an unserer derzeitigen Goldpositionierung fest (Gold und Goldminen).

Fazit

Wir befinden uns **nach wie vor in einer ausgeglichenen Position**. Nach den US-Präsidentschaftswahlen wird zunehmend mit einer Beschleunigung der globalen Konjunktur gerechnet, die durch die USA angetrieben wird. Wie im Marktrückblick beschrieben, scheinen die Positivfaktoren also weiterhin zu überwiegen.

Im Laufe des letzten Quartals verschob sich die US-Renditekurve nach oben und und wurde im Vergleich zur Situation Ende September steiler (siehe Chart auf der nächsten Seite oben). Die Anhebung der Kurve und der höhere Spread zwischen kurzen und langen Laufzeiten war **positiv für den Bankensektor** in den USA (und auch andernorts); er war im 4. Quartal einer der Sektoren mit der besten Wertentwicklung. Der Spread zwischen zwei- und zehnjährigen US-Papieren (Unterschied zwischen den kurz- und langfristigen Renditen) ist unter anderem deshalb gestiegen, weil der Markt keinen kurzfristigen Inflationsanstieg vorwegnimmt (zwölf Monate-Horizont).

Zusammenfassend lässt sich sagen: Wenn es gelingt, eine Phase mit einer weltweit **synchronisierten expansiven Fiskalpolitik** einzuleiten, könnte man von einem **höheren nominalen BIP-Wachstum und steigenden Inflationserwartungen ausgehen** (wie in der zweiten Hälfte der neunziger Jahren). Dies hätte einen **Rückgang der Realzinsen zur Folge**, deren derzeitige Höhe in den drei Hauptblöcken US, Japan und EU äußerst unterschiedlich ist – siehe Chart folgende Seite unten: **Realrenditen** per 30. Dezember 2016, USA (weiße Linie) +0,5192%, EU (gelbe Linie) -



Quelle: Bloomberg

1,0405% und Japan (grüne Linie) -0,5415%. **Wahrscheinlich käme es dann zu weiteren Umschichtungen von Anleihen in Aktien, was die Bewertungen stützen würde. Gold sollte hiervon ebenfalls profitieren.**

In diesem Szenario würden Staatsanleihen, die sich trotz des jüngsten Renditeanstiegs noch nicht im Abwärtstrend befinden, schließlich kapitulieren. Die Kurs- und Renditeentwicklung liefert hierfür bisher noch keine Anzeichen. Anleihen sind weitgehend überverkauft und wieder auf die Tiefstände von Ende 2013 gefallen. **Kurzfristig ist mit einer Rückkehr zum Mittelwert zu rechnen.** In der gleichen Weise wie Anleihen überverkauft sind, sind **Aktien gegenwärtig überkauft**. Es wäre nicht überraschend, wenn es im **1. Quartal 2017 zu einer kurzfristigen Korrektur** käme. Hierfür gibt es viele mögliche Auslöser, zum Beispiel geopolitische Bedrohungen, ein schwarzer Schwan (etwa eine massive Abwertung des RMB in China) oder eine Enttäuschung des US-Markts über die Politik der neuen US-Administration.

Quelle: Bloomberg

Trotzdem gehen wir davon aus, dass die **positiven Impulse für die nächsten 3-6 Monate überwiegen werden** und eine mögliche Konsolidierungskorrektur relativ rasch überwunden werden kann. **Neue Höchststände bei Aktienanlagen bis zum Sommer sind nicht unrealistisch** (eine zwischenzeitliche Pause des Aufwärtstrends des US-Dollars könnte hierfür unterstützend wirken).

Sollten positive Fundamentaldaten (im Zusammenhang mit ausbleibenden politischen und geopolitischen Eruptionen) **jedoch an Fahrt aufnehmen, dann ist es durchaus möglich, dass die zweite Jahreshälfte, eher schwierig wird.** Durch steigendes Wirtschaftswachstum ausgelöste steigende Inflationszahlen könnten **zu einem deutlichen Anstieg der Anleihenrenditen führen** (primär in USA, aber auch allmählich in Europa). Diese wiederum **würden den langfristigen US-Dollaraufwärtstrend unterstützen. Beide Faktoren können dann den seit 2009 begonnenen Aktienaufschwung deutlich belasten (die Folge wäre eine Aktienmarktbaisse <u>und</u> eine Korrektur bei Staatsanleihen).**

** Patrick Picenoni ist als Vorstand des Anlageberaters, der Altrafin 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 Altrafin 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

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 I info@conren.de

Rechtlicher Hinweis

Dieser Kommentar ist eine Zusammenfassung der Einschätzungen der Altrafin 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.