CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar
Frühjahr 2019

Besuchen Sie uns auf **www.conrenfonds.com**

CONREN EQUITY CONREN FORTUNE CONREN FIXED INCOME

Inhalt

		Seite
i	**Rückblick & Ausblick**	3
ii	**Zusammenfassung Basisszenario**	7
iii	**Chart-Sammlung**	8
iv	**CONREN's M3** I Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	16
v	**CONREN's M3-Ampeln** I Makro, Mikro, Markt	17
vi	**Ausgewählte Maßnahmen** I CONREN Fonds	20
vii	**CONREN's M3 erklärt**	21
viii	**Koordinaten**	22
ix	**Rechtlicher Hinweis**	23

i Rückblick

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

- **So stark die Korrektur im 4. Quartal 2018 ausgefallen ist, so markant war die technische Aufwärtsreaktion im 1. Quartal 2019.**
- Die **Gründe** für diese Erholung **sind bekannt**:
  - **US-Notenbank Fed macht einen 180-Grad-Schwenk.** Generell sind Notenbanken nun wieder auf Seite der Aktienmärkte (die Märkte sehen die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung in den USA in diesem Jahr z.B. aktuell bei 0%)
  - **China stimuliert** (allerdings angesichts hoher Verschuldung (siehe Grafik auf Seite 8) nicht mit voller Kraft, niedrigeres Wachstumsziel von 6–6,5% für dieses Jahr; 2021 wird die Kommunistische Partei 100 Jahre alt – hier will man nicht schlecht aussehen)
  - **Reporting-Season: die „niedrigen" Erwartungen wurden insgesamt übertroffen**
  - **Weniger politische Unsicherheiten**: Hard Brexit unwahrscheinlich, zeitnahe Eskalation im US-chinesischen Handelskrieg unwahrscheinlich, Trump-Impeachment unwahrscheinlich
- Der Aktienmarkt ist noch etwas zögerlich: zyklische Werte, aber auch Small-Caps, haben sich nicht wie im früheren Ausmaß besser entwickelt als defensive Werte bzw. Werte mit höheren Marktkapitalisierung (siehe Grafiken auf Seite 8 und 9). US-Tech-Aktien sind jedoch nach wie vor die wichtigsten Zugpferde, während auch defensivere Werte vom niedrigeren Zinsniveau profitieren.
- **Wir nähern uns in einigen Märkten den 2018er Hochs** (siehe Grafik auf Seite 10).
- **Zukunftserwartungen: In den USA werden 4–5% Gewinnwachstum in 2019 und über 10% in 2020 erwartet** (siehe Grafik auf Seite 10).
- **Bewertungsniveaus sind wieder erheblich gestiegen** (siehe Grafik auf Seite 11) – aufgrund steigender Aktienkurse und aufgrund von teilweise erheblichen Revisionen der Gewinnerwartungen.
- **Der Bondmarkt glaubt nicht an eine nahtlose Rückkehr zum hohen Wirtschaftswachstum**; im Gegenteil: 2-jährige US-Staatsanleihen sind auf 2,26% (Tief bei 2,16%) Rendite gefallen, 10-jährige auf 2,41% (Tief bei 2,34%). Während der ersten 10 Wochen des Jahres blieb es bei einer unverändert sehr flachen Zinskurve. Gegen Ende der 3. Woche im März wurde die Kurve (3 Monate vs. 10 Jahre) in den USA erstmals seit 2007 invers. Zu beachten: 5 Jahre vs. 10 Jahre ist bereits seit einiger Zeit invers und die meist beachtete Relation 2 Jahre vs. 10 Jahre ist nicht invers. Der Bondmarkt scheint also eine deutliche Abflachung des Wirtschaftswachstums bei niedrigerer Inflation vorwegzunehmen (siehe Grafik auf Seite 11).

i Rückblick

(Fortsetzung)

- Die Skepsis am Anleihenmarkt wurde **in jüngster Zeit** von **ein paar negativen „Überraschungen“** bestätigt:
  - Die Europäische Zentralbank EZB senkte ihre Wachstumsprognosen nachhaltig und kündigte eine Verlängerung der Krisenmaßnahme günstiger Kreditzusagen an Geschäftsbanken an
  - Sehr schwache Daten, was die deutsche Industrieproduktion angeht
  - US-Beschäftigungsdaten haben die Erwartungen deutlich verfehlt (aber trotzdem steigende Löhne)
  - China: größter Exportrückgang seit 2016
  - Insgesamt haben globale Wirtschaftsdaten in letzter Zeit enttäuscht. Der Economic Surprise Index der Citigroup liegt im tiefst roten Bereich (siehe Grafik auf Seite 12)

i Ausblick

- **Die aktuell zentrale Frage: Sehen wir einen Bullen- in einem Bärenmarkt** (aktuell steigende Kurse sind ein Rebound des in 2018 begonnenen Bärenmarktes) **oder einen Bären- in einem Bullenmarkt** (die fallenden Kurse in 2018 sind im Rahmen des seit März 2009 begonnenen Bullenmarktes zu sehen …der nun im 1. Quartal 2019 fortgesetzt wurde)?

- 2018 hat deutlich gezeigt, wie verletzlich Volkswirtschaften und Märkte sind …und wie schnell Märkte drehen können.

- **Größte Änderung für den weiteren Ausblick seit letztem Jahr: Märkte sehen nun Notenbanken wieder auf ihrer Seite.** Das ist so wichtig für Prognosen, da Liquidität einer der wichtigsten Markttreiber ist. Natürlich wird nicht erwartet, dass Notenbanken jeden Marktrückgang zu verhindern versuchen werden. Aber es wird erwartet, dass sie spätestens ab einer gewissen Fallhöhe (z.B. bei den im letzten September gesehenen Lows) eingreifen … „US-Fed- / Powell-Put“. Das Einzige, was sie daran hindern kann: nachhaltige Inflation. Wenn Inflation kommt, dann werden sie diese wohl „überschießen“ lassen (und/oder die Inflationsziele anpassen), aber früher oder später werden sie eingreifen müssen. Die Inflation in den USA ist im Gegensatz zu Japan und Europa keineswegs weit von der zentralen 2%-Marke weg. Auch bleibt der berühmte Ketchup-Flaschen-Effekt eine Gefahr. Es gibt viele Begründungen und Theorien, warum Inflation seit so langem auf so niedrigem Niveau verharrt (der Hauptgrund für den Rekord-Aufschwung und Rekord-Bullenmarkt). Genaues, wirklich Belastbares und vor allem Messbares weiß man aber nicht. Inflation ist damit zu einem „known unknown“ geworden, das ein wenig vernachlässigt wird, da so lange unterdrückt. Bondmärkte gehen ganz klar von einer weiterhin inflationsfreien Zeit aus. Allerdings ist die Fed-Wende nun schon weitgehend eingepreist – der Markt erwartet keine Zinserhöhung in 2019 (siehe Grafik auf Seite 12) und sinkende Zinsen in 2020–2021.

- **Notenbanken können den Zyklus wesentlich verlängern.** Das sehen wir seit Jahren in Europa: Hier steht dem politischen Stillstand und mangelnden fiskalpolitischen Anreizen (gar Austerität) vor allem die Niedrigstzinspolitik der EZB entgegen.

- Gleichzeitig hat Notenbankpolitik ihre Grenzen und der wirtschaftliche Abschwung (erwartetes Wachstum in 2019: USA +2%, Europa unter +1%, siehe Grafiken auf Seite 13) ist nicht allein mit Brexit, Einmaleffekten (Chinesisches Neujahr, perfekter Sturm in der Automobilindustrie, schwächelnde deutsche Wirtschaft …) oder Handelskrieg zu begründen. **Wir befinden uns in der Spätzyklusphase eines extrem langen Wirtschaftsaufschwungs** (mit ineffizienter Kapitalallokation aufgrund von Niedrigstzinsen), die Effekte der Trump-Steuerreform laufen aus, China ist an einem neuen Level angekommen, Europa ist sich uneinig, stimuliert nicht fiskalisch (obwohl eigentlich notwendig) und hat nach wie vor ein (bilanz)schwaches Bankensystem, die Verschuldung (vor allem bei US-Unternehmen) ist hoch etc. Halten wir uns vor Augen: In den USA ist die Arbeitslosigkeit nun 100 Monate lang gesunken!! (siehe Grafik auf Seiten 14 und 15)

- **Allerdings:** Wieder niedrigere Zinsen und vor allem die Erwartungen einer US-Fed-Pause werden der Jagd nach Rendite wieder neuen Schwung geben. Das sollte Bond-Spreads, trotz prekärer fundamentaler Situation, drücken. Auch sehen wir verstärkt Investments in US-Staatsanleihen von Europäern – unhedged sind immerhin 2,26% (auf 2 Jahre) in den USA vs. unter 0,00% (auf 10 Jahre) für dt. Staatsanleihen zu bekommen.

i Ausblick

- **Was macht die Stimmung?** In dieser späten Marktphase bleibt die Stimmung wichtig. Wie werden Nachrichten interpretiert, wie ändern sie Zukunftseinschätzungen? Nach Euphorie am Jahresanfang 2018 war an den Märkten Ende 2018 Panik zu sehen (Aktien- und Bondmärkte). In der Rallye im 1. Quartal 2019 hat sich die Stimmung, erwartungsgemäß, nach und nach verbessert, aber es ist keinesfalls Euphorie zu beobachten. Man kann pauschal vielleicht sagen: Wir haben eine neutrale bis positive Stimmung (siehe Grafik auf Seite 15).
- **Eine unserer Hauptsorgen bleibt der US-Bondmarkt:**
  - hohe Verschuldung bei US- und EM-Unternehmen.
  - bei niedrigen Zinsen
  - immer weniger Covenants
  - Refinanzierungswelle in 2019–21
  - Ende von QE
  - Großer Anteil von passiven ETF-Investoren (Rendite-Tourismus)
  - Belastung von Unternehmensgewinnen (gemischte Berichtssaison, höhere Zinsen in den USA)
  - Verwendung von Leverage: Dividenden und Aktienrückkäufe statt Investitionen (vor allem in den USA)
  - Plus Verknüpfung von Kreditrisiken durch gegenseitige Garantien von Schuldner-Unternehmen in China
  - Allerdings: wieder mehr Neuemissionen nach dem Einfrieren einiger Kreditmärkte Ende 2018.
- **Was ist bereits eskomptiert?** Was kann Märkten neue Impulse geben? Der positive Ausgang des US-chinesischen Handelskrieges scheint weitgehend eskomptiert. So auch die Fed-Wende. Europa könnte, aufgrund der extrem negativen Stimmung, dagegen ggf. positiv überraschen (aber nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau).

Wir sind mit kurzfristigem Optimismus und mittelfristigem Pessimismus ins Jahr gestartet. Die Rallye hat länger gedauert, als wir gedacht haben, und die Stimmung ist nach wie vor nicht überhitzt. Wir haben bei CONREN, trotz vorsichtigerer Positionierung, wiederum vor allem aufgrund unserer Sektorallokation profitieren könnnen. Unsere Bedenken bleiben aber bestehen (siehe auch Q4-Report). Wir halten negative Überraschungen in Bezug auf Wachstum und Unternehmensgewinne in Q2, Q3 für wahrscheinlich. Die Erwartungen sind aktuell nach wie vor zu hoch und damit weitgehend auch die Bewertungen.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zusammenfassung Basisszenario

- **„Goldilocks-Makroumfeld“** (jedoch mit sinkendem Momentum) für alle Vermögensklassen **besteht fort.**
- **Konsolidierung der Aktienkurse in den Sommer hinein, nach bisheriger Erholung, wahrscheinlich.**
- **Im Fall einer technischen Korrektur schnelle Erholung wahrscheinlich.** Das globale Makro-Bild ist insgesamt betrachtet nach wie vor positiv.
- **Mögliche Fortsetzung des langfristigen Bullenmarktes (gestartet im März 2009) im zweiten Halbjahr 2019:** wesentlich vernünftigere Bewertungsniveaus und realistischere Zukunftsaussichten bei voraussichtlich wieder anziehendem Momentum der Wirtschaftswachstumszahlen, v.a. in China.

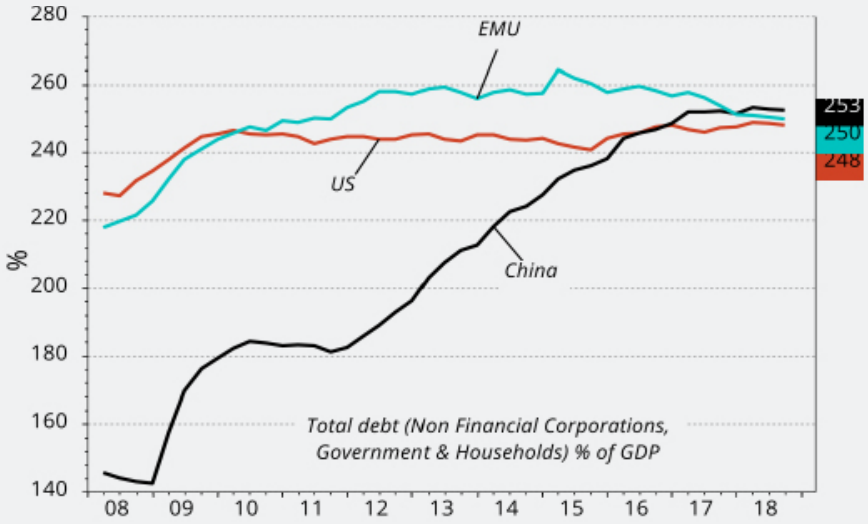
Welche Faktoren sind aktuell die größten absehbaren Gefahren für die Märkte?

1. **Geldpolitische Fehler**, also eine zu rasche Straffung (Geldmenge & Kreditverknappung), sind jedoch aktuell nicht mal mehr in den USA eine Gefahr.
2. **HY Spreads Explosion** (derzeit eher unwahrscheinlich)
3. **Platzen des Kreditbooms in China**
4. **Handels-/Währungskrieg**
5. **Politische Risiken:** USA (Trump), Brexit, Frankreich, Italien, Syrien, Iran .... Diese Risiken sind mehrheitlich in den Marktpreisen bereits eskomptiert
6. **Schuldenberg an Unternehmensanleihen, die zwischen 2019 und 2021 fällig werden,** und die Gefahr einer Herabstufungswelle bei Investmentgrade-Anleihen.

iii Rückblick & Ausblick

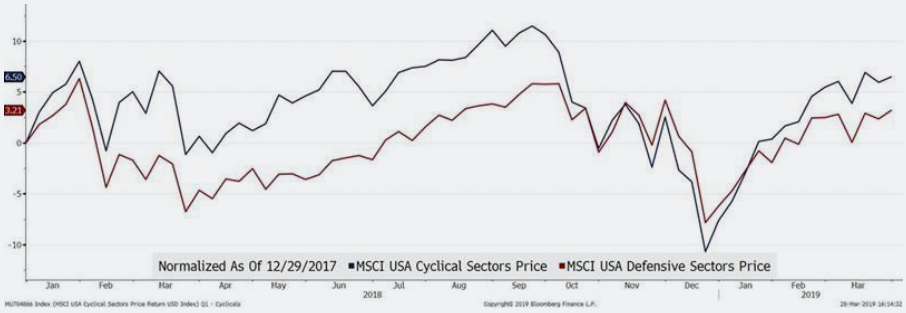
(in Charts)

Entwicklung der Gesamtverschuldung von Unternehmen (ohne Finanzunternehmen), Staat und Haushalten in % vom Bruttoinlandsprodukt: USA (rot), Eurozone (türkis), China (schwarz)



Die chinesische Verschuldung ist seit der Finanzkrise auf westliches Niveau gestiegen; allerdings bei wesentlich höheren Wachstumsraten.

Entwicklung US-Aktien: zyklische Sektoren (blau) vs. defensive Sektoren (rot) seit 2018 (in Landeswährung)



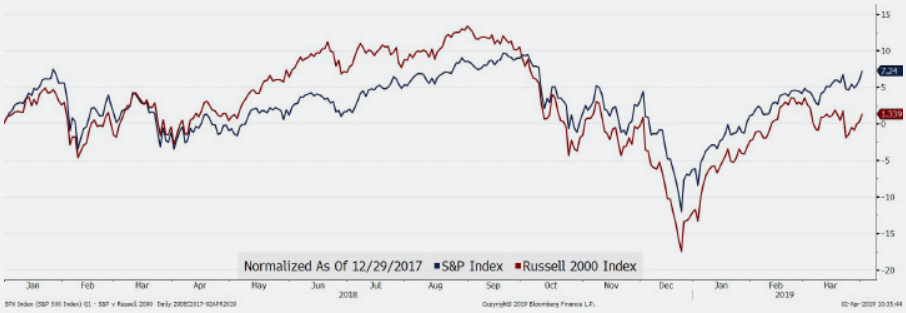
Der Aktienmarkt ist noch etwas zögerlich: Zyklische Werte haben sich nicht wie im früheren Ausmaß besser entwickelt als defensive Werte. US-Tech-Aktien sind jedoch nach wie vor die wichtigsten Zugpferden, während auch defensivere Werte vom niedrigeren Zinsniveau profitieren.

Quelle: ECR Research, Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

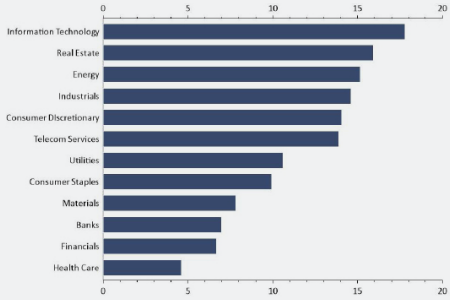
Entwicklung US-Aktienindex S&P 500 (blau) vs. US-Aktienindex für Small Caps Russell 2000 seit 2018 (in Landeswährung)



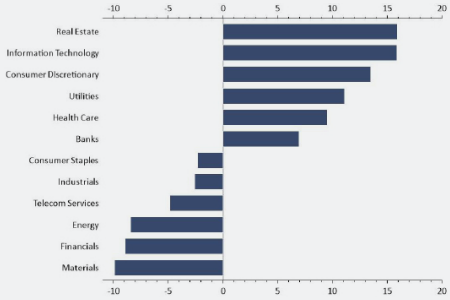
Der Aktienmarkt ist noch etwas zögerlich: Die alten Leader sind nicht mehr die Zugpferde mit der unbändigen Kraft der letzten Jahre. Small-Cap-Aktien entwickeln sich z.B. wesentlich schlechter als Werte mit höherer Marktkapitalisierung. Der US-Aktienindex für Small Caps Russell 2000 ist beispielsweise noch weit von seinem Hoch im letzten Jahr entfernt.

Entwicklung der Sektoren des US-Aktienindex S&P 500 (in Landeswährung)

2019



Seit 2018



Der Aktienmarkt ist noch etwas zögerlich. US-Tech-Aktien sind aber nach wie vor die wichtigsten Zugpferde. Defensivere Sektoren profitieren vom niedrigeren Zinsniveau.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

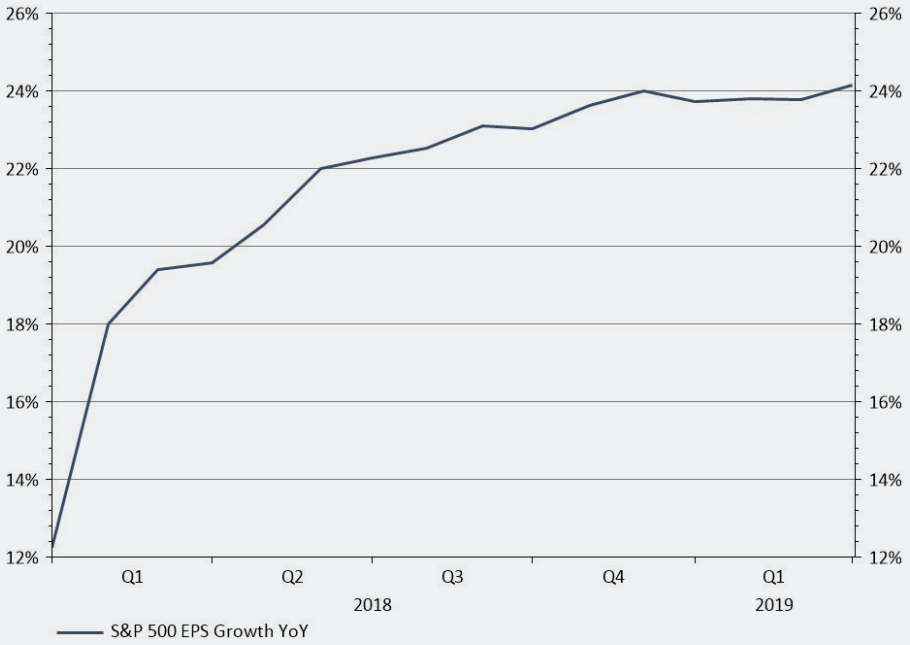
(in Charts)

Entwicklung ausgewählter Aktienindizes (in Landeswährungen)

Index	High 2018	Date	Low 2018	Date	28/3/19	% of High	% of Low
S&P 500 Index	2930.75	20/9/18	2351.10	24/12/18	2805.37	-4.28%	19.32%
NASDAQ 100	7660.18	29/8/18	5899.35	24/12/18	7308.20	-4.59%	23.88%
EURO Stoxx 600	402.81	23/1/18	329.58	27/12/18	378.67	5.99%	14.89%
DAX 30	13559.60	23/1/18	10381.51	27/12/18	11487.36	-15.28%	10.65%
MSCI Emerging Markets	1273.07	26/1/18	934.80	29/12/18	1044.10	-17.99%	11.69%
TOPIX	1911.07	23/1/18	1415.55	25/12/18	1582.85	-17.17%	11.82%

Wir nähern uns in einigen Märkten den 2018er Hochs.

Entwicklung Gewinn pro Aktie des US-Aktienindex S&P 500 seit 2018



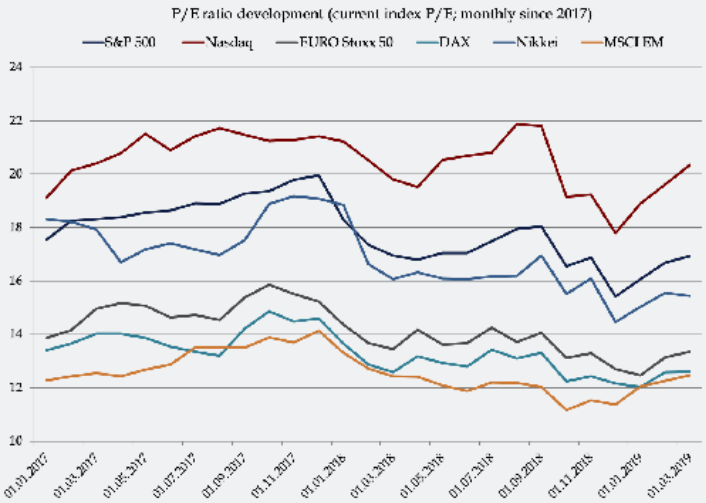
Zukunftserwartungen: In den USA werden 4–5% Gewinnwachstum in 2019 und über 10% in 2020 erwartet.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

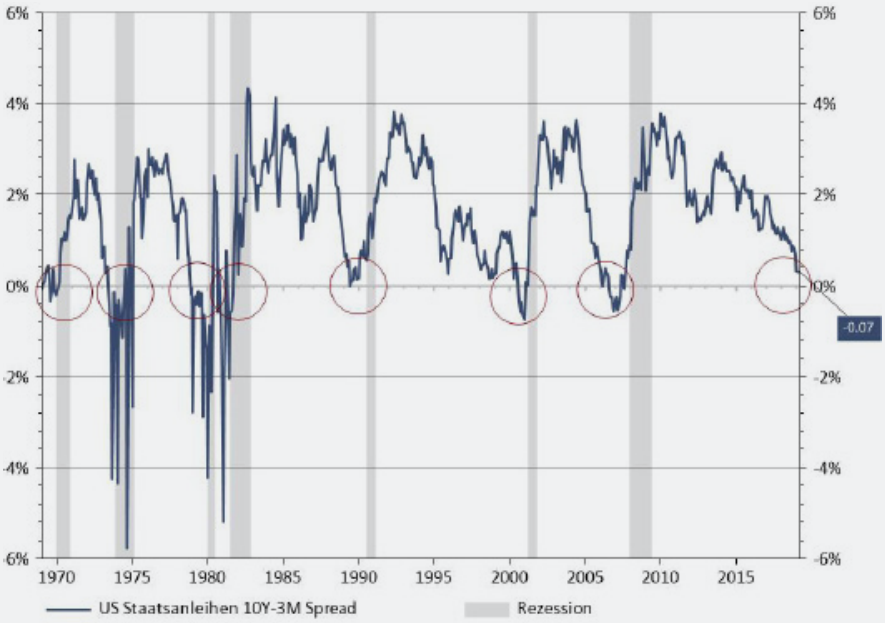
(in Charts)

Entwicklung des Bewertungsparameters Kurs-Gewinn-Verhältnis (Price-Earnings-Ratio = P/E ratio) seit 2017



Bewertungsniveaus sind wieder erheblich gestiegen– aufgrund steigender Aktienkurse und aufgrund von teilweise erheblichen Revisionen der Gewinnerwartungen.

Entwicklung der US-Zinsstrukturkurve (10 Jahre – 2 Jahre) vs. Rezessionsphasen Seit 1970



Der Bondmarkt glaubt nicht an eine nahtlose Rückkehr zum hohen Wirtschaftswachstum; im Gegenteil. Während der ersten 10 Wochen des Jahres blieb es bei einer unverändert sehr flachen Zinskurve. Gegen Ende der 3. Woche im März wurde die Kurve (3 Monate vs. 10 Jahre) in den USA erstmals seit 2007 invers.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

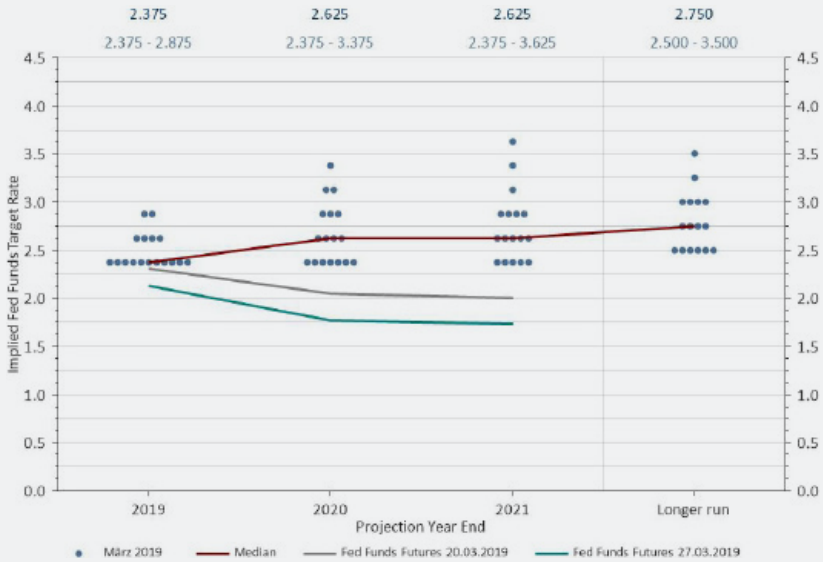
iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung des Citi Economic Surprise Index: USA (blau), Eurozone (rot), Emerging Markets (orange) Seit 2016

Insgesamt haben globale Wirtschaftsdaten in letzter Zeit enttäuscht. Der „wirtschaftliche Überraschungsindex" der Citigroup liegt im roten Bereich.

Dot-Plot der US-Zentralbank Fed März 2019



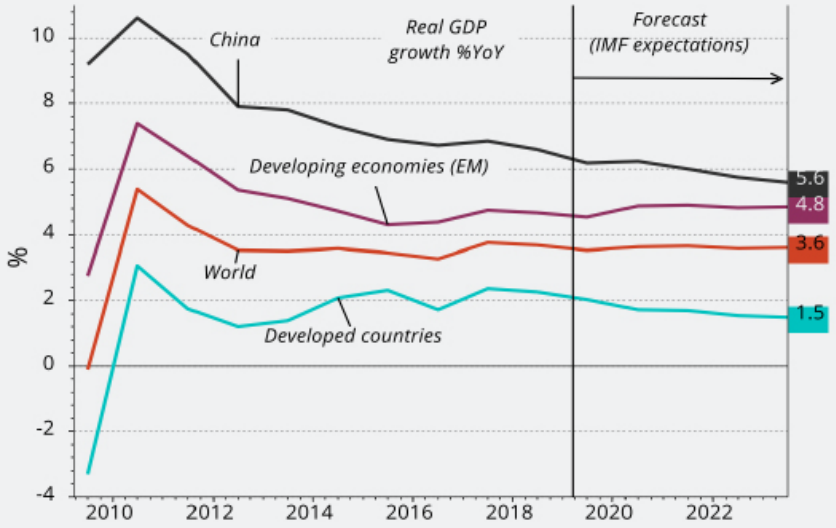
Der Markt erwartet keine Zinserhöhung in 2019 und sinkende Zinsen in 2020-2021.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

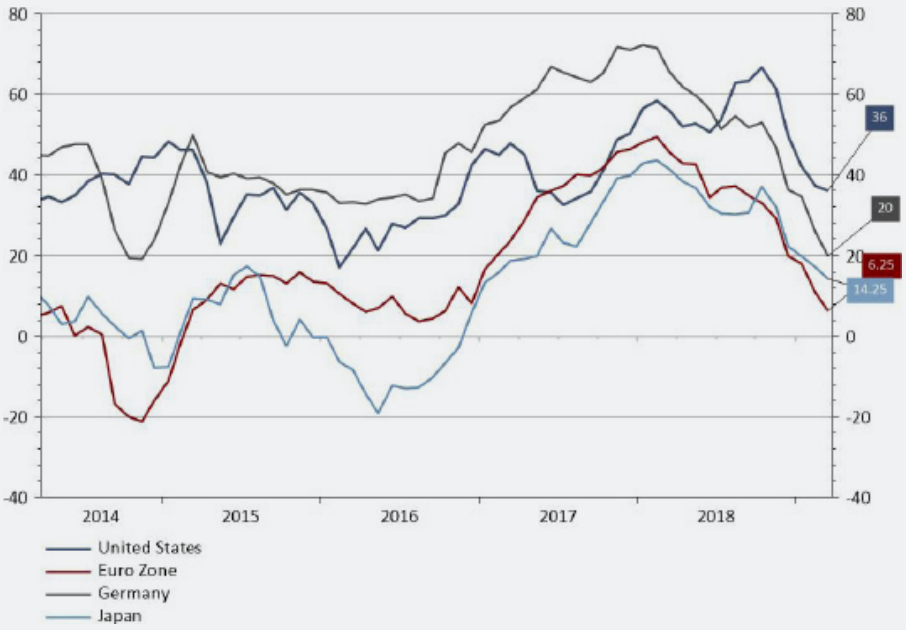
(in Charts)

Wachstumsprognosen des Internationalen Währungsfonds (IMF): China (schwarz), Emerging Markets (lila), Welt (rot), Industrieländer (türkis) in 2010



Das Wirtschaftswachstum schwächt sich merklich ab.

Entwicklung des Sentix Economic Sentiment Index: USA (dunkelblau), Eurozone (rot), Deutschland (grau), Japan (hellblau) Seit 2014



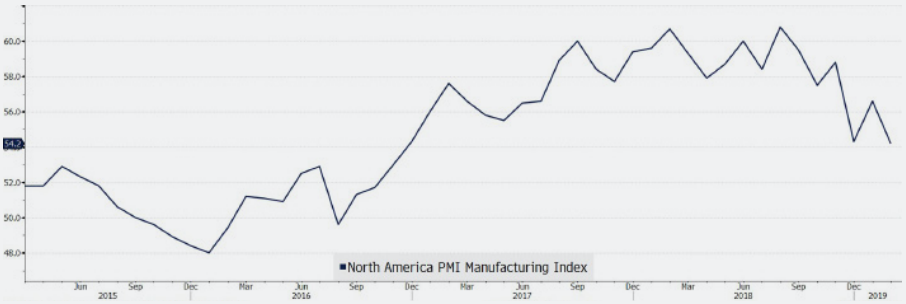
Die Stimmung schwächt sich merklich ab.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

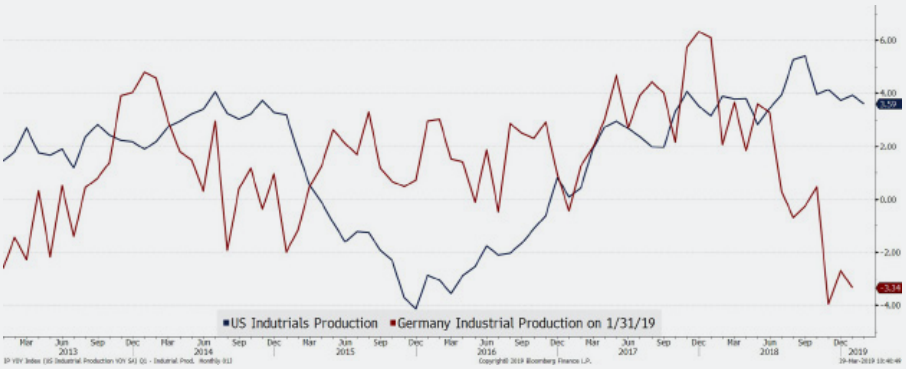
(in Charts)

Entwicklung des Purchasing Manager Index (=ISM-Einkaufsmanagerindex) für Produktion in den USA seit 2015



Der wirtschaftliche Abschwung ist nicht allein mit Brexit, Einmaleffekten (Chinesisches Neujahr, perfekter Sturm in der Automobilindustrie, schwächelnde deutsche Wirtschaft…) oder Handelskrieg zu begründen.

Entwicklung US-Industrieproduktion (blau) und deutsche Industrieproduktion (rot) seit 2013



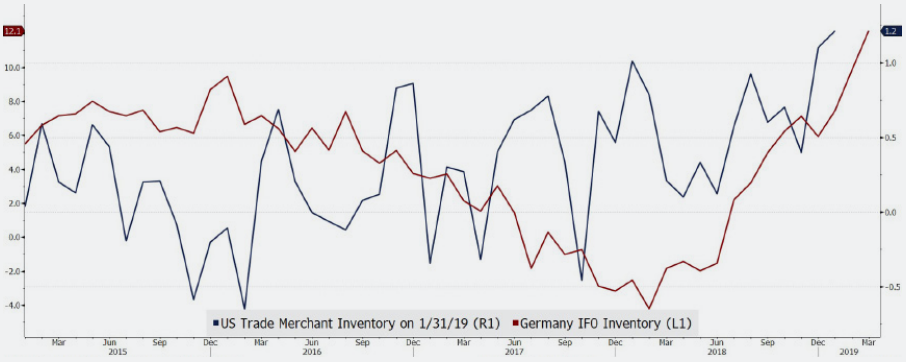
Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab. Die deutsche Industrieproduktion befindet sich in einer Rezession.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

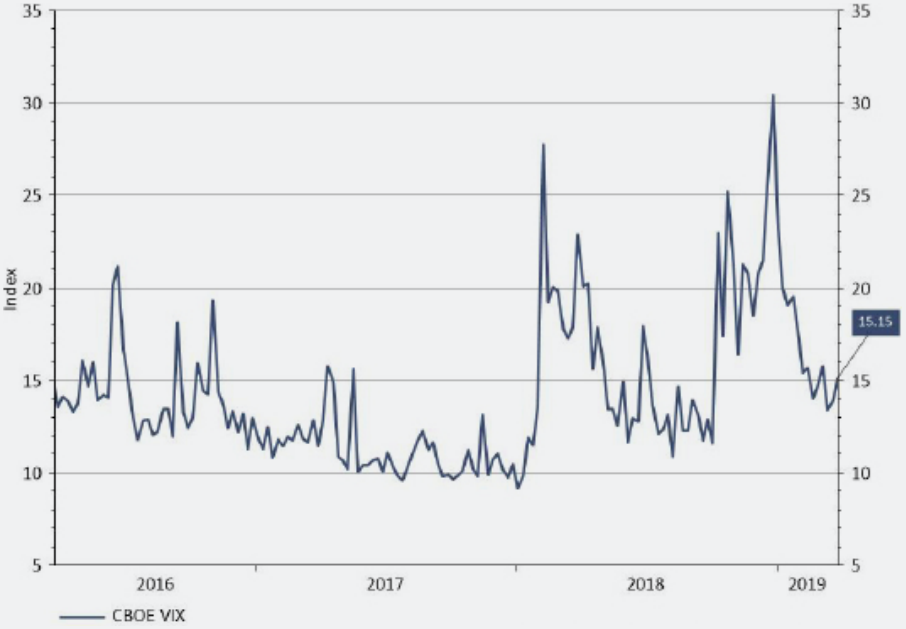
(in Charts)

Entwicklung der Lagerbestände in den USA (blau) und in Deutschland (rot) Seit 2015



Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab und Lager füllen sich; allerdings auch wegen Einmaleffekten wie Brexit und möglichem Handelskrieg.

Entwicklung des US-Volatilitätsindex VIX seit 2016



Volatilität nun wieder unter 15; damit über dem sehr ruhigen Level von 2017 und unter dem Panik-Level von 2018 sowie unter dem Bärenmarktlevel von 16 - 17.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

Investment Monitor Altrafin

«Makro»

- Ideales **Goldilocks-Makroumfeld** für alle Vermögensklassen **herrscht erst einmal weiter vor** (auf einem etwas niedrigerem Niveau): synchrones, globales Wachstum, niedrige Zinsen, niedrige Inflation, expansive Geldpolitik.
- ABER: **Hochpunkt im Wirtschafts- und Unternehmensgewinnzyklus absehbar. Wirtschaftlicher Abschwung in nächsten 12 - 24 Monaten wahrscheinlich. Hohe Verschuldung bei Staaten & Unternehmen nach 10+ Jahren billigen Geldes.**
- Viel wird von der US-Fed abhängen (und damit indirekt von der weiteren Inflationserwartung). Sie schlug im Januar gemäßigtere Töne an.
- **Löhne steigen: USA ›3%, EMU ›2%, J ›1%; + billigeres Öl bedeutet mehr Geld für Konsumenten.**
- Im Gegensatz zu den USA (Wachstum von über 2,5% für 2019, extrem niedrige Arbeitslosigkeit, PMIs über 50 etc.) **enttäuschende Wachstumszahlen in Europa (EWU Q4-Wachstum: 0,2%, Schätzung 2019: ‹1%) und China**. Stärkere Wirtschaftsstimulation in China für 2019 bestätigt (Zentralbank und Staatsausgaben); hohes Konsumentenvertrauen, aber schwache Zahlen in Q1: Wachstum 2019 wird aber unter dem von 2018 liegen (6–6,5%) – es wird jedoch nach wie vor (vor allem in absoluten Zahlen) auf einem sehr hohen Niveau bleiben. In Europa wächst der Druck fiskalpolitisch auch mehr zu machen.
- Liquidität in USA verschlechtert: 3M-LIBOR von 1,0% Ende 2016 auf 1,5 Ende 2017 auf heute 2,6%.
- **USA: 3% am kurzen und 4% am längeren Ende bleiben in nächsten 18 bis 24 Monaten möglich.**
- **Notenbanken haben fast alle eine recht abrupte Pause eingelegt von ihrem Weg vom „New Normal" hin zum „Old Normal"** … Marktkorrekturen und niedrigere Wachstumserwartungen eröffnen Spielräume ... solange keine nachhaltig steigende Inflation
- US-Zinskurve als Rezessionssignal: (3M vs. 10J) erstmals seit 2007 invers. 5J vs. 10 J seit 2018 invers / 2J vs. 10J nicht invers.

«Mikro»

«Absolut»

- **USA: Historisch vs. RoW insg. nach wie vor teuer.** S&P PE von 17,2 (12M-Forward) – Nasdaq 20,8. Shiller PE von 27 und 35.
- RoW auch im historischen Vergleich wesentlich günstiger: KGVs (12M-Forward) Europa 13,5, Japan 12,5 und EM 12,5.
- **Earnings und Margins Peak** in den USA –Analysten erwarten niedrigere Gewinne in 2019 (4–5%) und wieder 10+% in 2020.
- **Rohstoffe leiden** unter stärkerem USD, Zöllen und schwächerem Wachstum. Erholen sich bisher in 2019.
- **US-Staat macht aufgrund von Trumponomics mehr Schulden**, während die US-Fed als Käufer bis auf weiteres ausfällt und China als Käufer wackelt.
- **Unternehmensanleihen zusammen mit Aktien in 2019 gestiegen:** hohe Verschuldung bei US- und EM-Unternehmen. Immer schlechtere Kondi-tionen & Liquidität. Verknüpfung von Kreditrisiken durch Garantien in China. Plus Refinanzierungswelle in 2019–21 und erwartete Downgrades. Wieder mehr Neuemissionen nach Freeze Ende 2018.
- **US-Staatsanleihen** Mitte März unter 2,5% gerutscht – der Bondmarkt zweifelt Wachstum an und geht bis auf weiteres von keiner Inflation aus. 10j. Bund: Zinsen unter 0% zum 1. Mal seit 2016.

«Relativ»

- **Aktien vs. Renten:** Zins 2j. US-Staatsanleihen (2,3%) > Dividendenrendite (2%). Anleihen und Cash eine Anlagealternative in den USA – nicht in Europa oder Japan.
- **Staatsanleihen Europa:** Spreads in 2019 enger
- **Japan:** Strukturreformen, Fiskalprogramm, monetäre Lockerung bei niedrigen Aktienbewertungen, gutem Wachstum & geringer Inflation. Japan verliert im Handelskrieg doppelt: hohe Exporte nach USA und China & Safe-Haven-Währung.
- **Europa:** abschwächender zyklischer Aufschwung (u.a. negativer China-Effekt), niedrigere Bewertungen, weiterer monetärer Rückenwind. Wenige große Tech-Werte & autolastig. Banken (mit E-Staatsanleihen in den Bilanzen), Politik und Exportabhängigkeit bleiben Achillesverse.
- **Höhere Aktien-Bewertungen in den USA** historisch „normal" – allerdings nicht in diesem Ausmaß.
- **Investment Grade und High Yield Spreads** – besseres Marktsentiment, moderatere Haltung der Fed hilft. Spreads und Aktienmarktbewertungen spiegeln positivere Zukunft als Staatsanleihen wider.

«Markt»

- **So stark die Korrektur im 4. Quartal 2018 ausgefallen ist, so markant war die technische Aufwärtsreaktion im 1. Quartal 2019.**
- **Vix = Volatility wieder unter 15**; nach Wochen unter 16 (in Bärenmärkten idR nicht unter 16)
- Aktien: zyklische Werte haben sich nicht wie im früheren Ausmaß besser entwickelt als defensive Werte (das gilt auch für Small Caps vs Large Caps). US-Tech bleibt zentrales Zugpferd.
- **Zentrale Frage: Korrektur/Bärenmarkt schon zu Ende?** Zyklischer Bärenmarkt wahrscheinlich. Dies führt u.E. aber nicht zu einer erneuten Finanzkrise wie 2008 oder einer globalen Rezession; eher „Asset Price"-Korrektur an den Märkten"(KGVs kommen zurück und passen sich einem neuen Gleichgewicht an. Die Höhe der Anpassung wird stark von den weiteren geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen abhängen.)
- **Massive US-Aktienrückkäufe haben US-Aktien gestützt.** Wie geht es weiter? Verschuldung von US-Unternehmen gestiegen, Finanzierungskonditionen schlechter (Zinsen steigen). Für 2019 etwa gleiches Volumen wie in 2018 erwartet. In Europa quasi Null.
- Die **Stimmung hat sich seit Dez. erheblich aufgehellt, ist aber noch fern von Euphorie. Markttechnik ist neutral. Abflüsse in Aktien-ETFs**. IPO-Aktivität & Pricing zeigt Spätzyklus-Euphorie. Fast alle großen Indizes wieder über 50 & 200 MOV – außer Small/ Mid-Caps & Japan.
- **EUR/USD:** USD: antagonistische Kräfte: Hoch beim Zinsdifferential erst einmal erreicht (Fed pausiert) vs. wesentlich schwächeres Wachstum in Europa als in den USA. Bandbreite von 1,12 bis 1,15 für nächsten Monate am wahrscheinlichsten.
- **Gold:** Unsicherheit in Politik und an Märkten lässt nach. Steigende Löhne bei dovisher Fed positiv für Gold. Zentralbanken sind wieder Netto-Käufer. Stärkerer USD belastet.
- **Öl:** Brent USD 70 / WTI USD 63: Zurückhaltende Fed, Venezuela, Opec/Russland. US-Alternative-Oil hat den globalen Ölmarkt & die Preisfindung grundlegend verändert. Prognosen werden schwieriger.

v M3-Ampeln
MAKRO

(Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)

Fazit

- Wachstum (+) & Inflation (-) (Goldilocks herrscht erst einmal auf niedrigerem Niveau weiter vor)
- Kreditzyklus (+/-), Geld- (+) & Fiskalpolitik (+)

Aktien Japan

Aktien Emerging Markets (Asien))

Aktien USA

Aktien Europa

Inflationsgeschützte Anleihen

Credit

Gold

Globales Wachstum schwächer, aber intakt. Monetäre Expansion global geringer, aber weiter vorhanden. Effekt der US-Steuererleichterung lässt nach, aber die massive US-Ausgabenerweiterung wirkt (auf verschiedenen Ebenen) nach wie vor stimulierend. Rezession in den USA und Europa in den nächsten 12 -24 Monaten wahrscheinlich. Allerdings: US-Notenbank Fed nach 180-Grad-Schwenk wieder auf Seiten der Aktienmärkte.

v M3-Ampeln
MIKRO

(Bewertungsparameter)

Fazit

- Gewinndynamik (-) & -spannen (-)
- Relativ: Bewertungen Aktien (+) vs. Anleihen (-)

Aktien Europa
Aktien Japan
Aktien Emerging Markets (Asien)

Aktien USA
Credit (USA)
Schwellenländeranleihen
Staatsanleihen USA

Staatsanleihen (v. a. Europa und Japan)
Credit Europa

Sehr starker Unternehmensgewinntrend in den USA wird in den nächsten beiden Quartalen weiter abebben. Bewertungen haben im 1. Quartal wieder nachhaltig angezogen (steigende Kurse bei sinkenden Gewinnen), sind aber noch recht weit von den Hochs in 2018 entfernt. Bewertungen in den USA im historischen Vergleich und im Vergleich zum RoW hoch. Hohe Divergenz zwischen verschiedenen Regionen und Sektoren bleibt bestehen.

v M3-Ampeln
MARKT

(Angebot-/Nachfrageverhalten, Markttechnik, Markt-«Sentiment»)

Fazit

- Markttechnik kurzfristig: nach Panik im Dezember (=klares Kaufsignale), nun neutral für Aktien
- Leverage in den USA hoch (-), Rekord-Aktienrückkäufe auch 2019 angekündigt (+), ETF-Flüsse wichtiger, volatilitätsgetriebene Modelle akzentuieren Korrekturen

Gold
Aktien Europa
Aktien Emerging Markets

Aktien USA, Japan
Credit-Märkte USA
JPY, EM-Währungen
Staatsanleihen USA, Europa
USD
EUR

Kurzfristig: Märkte sind kurzfristig etwas überkauft.

vi Ausgewählte Maßnahmen
CONREN Fonds

CONREN EQUITY

- Abbau zyklischer Werte
- USD-Exposure angepasst

Aktien

Cash + Absicherungen

Aktienquote:
50%-100%

Zielrendite:
CPI + 5%

CONREN FORTUNE

- Abbau Investmentquote
- Abbau zyklischer Werte
- USD-Exposure angepasst
- Ausbau Emerging Market Exposure

Aktien, Anleihen

Cash + Absicherungen

Aktienquote:
0%-100%

Zielrendite:
CPI + 3%

CONREN FIXED INCOME

- Weitere Reduzierung von Anleihen mit höherem Risiko: niedriges Rating, hohe Duration, Ausgestaltung...
- Abbau inflationsgeschützten Anleihen

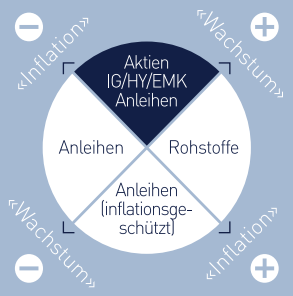
Anleihen

Cash + Absicherungen

Aktienquote:
51%-100%

Zielrendite:
CPI + 1%

vii CONREN's M³ Erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten			«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik
1 «Makro»	2 «Mikro»		3 «Markt»
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter		Angebots - / Nachfrageverhalten, Markttechnische Parameter und Markt - «Sentiment»
	«Absolut»	«Relativ»	
▪ Zinsen, Inflationsraten ▪ Geldmenge, Kreditschöpfung ▪ Währungsrelationen ▪ ... 	▪ KGV ▪ P/B ▪ ROE ▪ Dividenden-Renditen ▪ Gewinn-Renditen ▪ YTM ▪ Duration ▪ Kreditbonität ▪ ...	▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen ▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen) ▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation ▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen ▪ ...	▪ Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe) ▪ Preis- und Volumenbewegungen ▪ Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung) ▪ Marktstimmung («sentiment») ▪ Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten) ▪ ...
Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomische Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben: 1. Wachstum, 2. Inflation (Zinsen) und 3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).	Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögens-klassen werden sowohl einzeln (absolut) als auch im relativen Verhältnis zueinander analysiert, um insbesondere auch im historischen Zusammenhang Über-/ Unterbewertungen zu eruieren. Auf aggregierter Basis werden Parameter wie Dividendenrenditen, Verhältnis von Gewinn-(«earnings yield») zu Anleihenrenditen, KGVs, zyklisch adjustierte KGVs («CAPE»), etc. ausgewertet. Gleichzeitig erfolgen in einem zweiten Schritt die unternehmensspezifischen Analysen für die Wertpapierselektion anhand verschiedener Kriterien (Indices).		Die Ereignisse an den Anlagemärkten zeigen deutlich auf, dass sich Wertpapierpreise langfristig zwar durchaus rational im Sinne der unterliegenden ökonomischen Struktur (zum Beispiel die Gewinnentwicklungen von Unternehmen bei Aktienpreisen) entwickeln, kurz- und mittelfristig jedoch weit weniger von rationalen Entscheidungen, sondern vielmehr von nicht-rationalen Verhaltensmustern der breiten Anlegergemeinde abhängen. Diese akzentuieren Haussen und Baissen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit wesentlich die Risiken und Chancen an den Märkten. Daher werden in diesem Bereich unterschiedliche markttechnische Faktoren analysiert, welche für die Richtung der Märkte relevant sein können («price & volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).

viii Koordinaten

info@conrenfonds.com
www.conrenfonds.com

CONREN-Blog: https://conrenfonds.com/conren-blog/
CONREN Newsletter: https://conrenfonds.com/kontakt/

CONREN Research GmbH, Zürich

Christian von Veltheim
veltheim@conrenresearch.com

Andreas Lesniewicz
lesniewicz@conrenresearch.com

CONREN Vertriebsmannschaft in Deutschland
AAB Asset Services

Geschäftsführer
Marco Schmitz
+49 821 319 515 207
m.schmitz@aab-as.de

Senior Sales Consultant
Martin Huhn
+49 221 888 777 834 / +49 160 9483 8539
m.huhn@aab-as.de

Senior Sales Consultant
Klaus Täte
+49 6172 8087550 / +49 170 210 4504
k.taete@aab-as.de

Senior Sales Consultant
Franz Xaver Jahrstorfer
+49 8124 4444 949 / +49 151 1763 5202
f.jahrstorfer@aab-as.de

ix Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes, des KID, des Verwaltungsreglement bzw. der Satzung sowie den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichte des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Chancen, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung und den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichten sorgfältig durch und konsultieren Sie Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den im Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrundeliegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen, definieren sich grundsätzlich als langfristiges Anlageinstrument. Anleger sollten langjährige Wertpapiererfahrung haben und über einen langfristigen Anlagehorizont verfügen. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, die Informationen in diesem Dokument und die Informationen aus dem Verkaufsprospekt unter Hinzuziehung fachlich kompetenter Beratung zu verwenden.

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; der Herausgeber und/oder dessen verbundene Unternehmen und Vertragspartner übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Jede Haftung für die angeführten Informationen und Angaben für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung wird ausdrücklich ausgeschlossen. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht und die Ansicht der Altrafin Advisory AG, dem Fondsmanager der CONREN Fonds der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Holdings und Allokationen von Fonds können sich ändern. Gemachte Aussagen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Die Meinungen dienen dem Verständnis des Anlageprozesses und sind nicht als Anlageempfehlung gedacht. Die in diesem Dokument diskutierten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Anleger je nach deren speziellen Anlagezielen und je nach deren finanzieller Situation ungeeignet sein. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

Die in dieser Publikation beschriebenen Produkte, Wertpapiere und Fonds sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Diese Unterlage kann nur verteilt werden, soweit nach dem anwendbaren Recht zulässig. Insbesondere richtet sich diese Publikation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA. In der Schweiz richtet sich die Unterlage ausschließlich an qualifizierte Anleger gemäß KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

ix Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

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 langfristige Absolute Return Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen.

Der Verkaufsprospekt, das KID, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung, den jeweiligen Jahres- und Halbjahresbericht der CONREN Fonds können bei der IPConcept (Luxemburg) S.A. (Postanschrift: 4, rue Thomas Edison, L-1445 Luxemburg-Strassen oder im Internet: www.ipconcept.com) oder unter der E-Mail: info@ipconcept.com sowie bei der Vertreterin in der Schweiz kostenlos in deutscher Sprache angefordert werden. Vertreterin in der Schweiz ist IPConcept (Schweiz) AG, Münsterhof 12, 8022 Zürich. In Bezug auf die in der Schweiz vertriebenen Anteile an qualifizierte Anleger ist der Erfüllungsort sowie Gerichtsstand der Sitz der Vertreterin in der Schweiz. Zahlstelle ist die DZPRIVATBANK (Schweiz) AG , Münsterhof 12 , CH-8022 Zürich. Als Vermittler für die CONREN Fonds in Deutschland tritt die CONREN (Deutschland) GmbH auf.

© 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.

CONREN Fortune	I Institutional	R Retail	R A Retail Ausschüttend
ISIN:	LU1144074538	LU0430796895	LU1295763327
WKN:	A12FPK	A0RN0S	A140AC
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend

CONREN Equity	I Institutional	R Retail	R A Retail Ausschüttend
ISIN:	LU0955859060	LU0955859144	LU1295765371
WKN:	A1W3DG	A1W3DH	A14Z98
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend

CONREN Fixed Income	I Institutional	R Retail	R A Retail Ausschüttend
ISIN:	LU0955859656	LU0955859730	LU1295768474
WKN:	A1W3DK	A1W3DL	A14Z99
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend