CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Sommer 2019

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

CONREN EQUITY CONREN FORTUNE CONREN FIXED INCOME

Inhalt

		Seite
i	**Rückblick & Ausblick**	3
ii 8	**Zusammenfassung Basisszenario**	
iii	**Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts**	9
iv	**CONREN's M3** I Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	19
v	**CONREN's M3-Ampeln** I Makro, Mikro, Markt	20
vi	**Ausgewählte Maßnahmen** I CONREN Fonds	23
vii	**CONREN's M3 erklärt**	24
viii	**Koordinaten**	25
ix	**Rechtlicher Hinweis**	26

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.

- **Der Spätzyklus bereitet Anlegern ein Wechselbad der Gefühle.** Dabei hat sich an den fundamentalen Wirtschaftsaussichten – außer einer weltweiten Abflachung der Dynamik – nicht viel geändert. „Lediglich“ die Fed wird von Märkten und Politik vor sich hergetrieben:
  - **Januar 2018:** euphorische Stimmung treibt die Märkte – „Wachstum & Goldilocks für immer“ (neue Hochs im S&P und NASDAQ)
  - **Februar/März 2018:** Angst vor höheren Zinsen lässt Märkte deutlich korrigieren
  - **April bis September 2018:** Vertrauen in Goldilocks, Wachstum und Tech-Riesen kehrt nach und nach zurück (neue Hochs im S&P und NASDAQ)
  - **September bis Dezember 2018:** Panik lässt Aktienmärkte abstürzen (US-Fed auf Zinserhöhungskurs)
  - **Januar bis April 2019:** die Fed-Wende (keine Zinserhöhungen, sondern eher Zinssenkungen) lässt die Panik schwinden. Märkte in massiver technischer Gegenbewegung. Die Zuversicht wächst. Politische und wirtschaftliche Gefahren gelten als überwunden; (neue Hochs im S&P und NASDAQ)
  - **Mai 2019:** Aktienmärkte korrigieren (S&P 500 -6,6%, NASDAQ -8,4%, DAX -5,0%), Anleihenrenditen sinken deutlich (10-jährige US-Staatsanleihe bei 2,1%, deutsche bei -0,2%). Die Volatilität an den Aktienmärkten bleibt für eine Korrektur dieser Größenordnung verhältnismäßig niedrig – das Vertrauen in die US-Fed als sicherer Retter in der Not („Powell-Put“) wirkt beruhigend.
  - **Im Juni 2019** bekräftigen die US-Fed und EZB den Markt hinsichtlich Zinsentwicklungen und potenzieller monetärer Lockerungen. Märkte drehen deutlich nach oben. Alle Vermögensklassen werden erfasst: Aktien, Anleihen, Gold, Öl … und auch Bitcoin.
- **Rentenmärkte sehen langsameres Wachstum,** weniger Lohnanstieg und Abwärtsdruck bei Inflationserwartungen. Die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen rutschen zum ersten Mal seit 2016 unter die 2-Prozent-Marke.
- **Warum ist das Wachstum zurückgefallen?** Warum sehen wir einen Einbruch in der Industrieproduktion? Mit dem Finger auf den viel zitierten Handelskrieg und die damit einhergehende Unsicherheit zu zeigen, würde nur einen Teil der Wahrheit herausstellen… Wir dürfen nicht vergessen: Die US-Fed hat die Zinsen nicht nur 9 Mal seit 2016 angehoben, sondern auch ihre Bilanz maßgeblich verkürzt. Der Gesamteffekt ist eher mit Zinssteigerungen von über 5% oder mehr als 20 Schritten von 25 Basispunkten gleichzusetzen. Die Wirkung beider Maßnahmen entfaltet sich zeitlich stark verzögert. Dazu sind die Löhne gestiegen, die Effekte der US-Steuerreform lassen nach und wir befinden uns in einer späten Zyklusphase.
- Sehr bezeichnend ist: Die Rettung sehen Marktteilnehmer wiederum nicht in einem sich selbst tragenden, auf Investitionen basierenden Aufschwung. Nein, **Rettung wird in wieder sinkenden Zinsen** (wo möglich), **erneutem Quantitative Easing und Fiskalprogrammen sowie Aktienrückkäufen gesehen.**

i Ausblick

- **So lange Notenbanken auf Seite der Anleger sind, sehen wir erst einmal steigende Märkte,** wenn
  - die Inflation unterdrückt bleibt (sollte die Inflation allerdings nach oben drehen, sagen wir für einen längeren Zeitraum über 3%, wird den Notenbanken nichts übrigbleiben als die Zinsen deutlich zu erhöhen. Hohe Verschuldung von Staaten und Unternehmen hin oder her).
  - die Politik nicht verrücktspielt.
- Wir dürfen allerdings nicht vergessen, dass **expansive Notenbankpolitik stark verzögert auf das Wirtschaftswachstum wirkt. Märkte nehmen also sehr viel vorweg.** Doch wie viel können wieder sinkende Zinsen ausgehend vom aktuellen ohnehin schon niedrigen Zinsniveau bewirken? Schließlich ist die Höhe der Zinsen nicht das zentrale, wachstumshemmende Problem für die Realwirtschaft. Wie sehr können Notenbanken nach 10 Jahren billigen Geldes noch stimulieren? Gebraucht werden eigentlich vor allem Zuversicht in die Zukunft und eben Investitionen. Nehmen wir Europa: Ca. 80% der Kredite werden über Banken gewährt (in den USA sind es tatsächlich nur 20%). In Europa bleiben Banken aber angeschlagen: immer noch hohe Volumen an faulen Krediten aus der Finanzkrise in den Büchern, zu wenig Eigenkapital, strengere Regulierung und nicht zuletzt eben niedrige bis negative Zinsen, die Gewinne belasten und Geschäftsmodelle in Frage stellen.
- Das weitere, seit der Finanzkrise neue, **Waffenarsenal der Notenbanken ist nun bekannt: 1) Stopp von Quantitative Tightening 2) Wiederaufnahme von Quantiative Easing und 3) Klarstellung, dass die Zinsen lange nicht angehoben werden.** Da die europäische Notenbank EZB kaum Spielraum bei den Zinsen hat, wird sie bei nicht verbesserter Großwetterlage (und weiter unterdrückter Inflation) wohl als erste wieder mit dem Quantiative Easing beginnen (und auch wieder Unternehmensanleihen kaufen).
- Die **Macht der Notenbanken ist** aber trotz alledem **begrenzt.** Vor allem Europa braucht politische Reformen. Dazu sehnt sich der Markt nach weiteren fiskalischen Impulsen: In den USA wird auf ein großes Infrastruktur-Programm gesetzt, das Republikaner und Demokraten gleichermaßen befürworten. China stimuliert ebenfalls fiskalisch. Nur in Europa wird es wohl noch eine Weile dauen, bis der entsprechende Druck – insbesondere auch auf Deutschland, welches in dieser Hinsicht stark bremst – hoch genug ist.
- **Notenbanken können den Zyklus** aber natürlich **wesentlich verlängern** – was sie in den letzten Jahren in beindruckender Weise gezeigt haben. Die Futures-Preise implizieren, dass die US-Fed die Zinsen Ende Juli senkt; mit 30% Wahrscheinlichkeit, gar um 50 Basispunkte (und um 75 Basispunkte bis zum 1. Quartal 2020). Wir sind wohl an einem Punkt, an dem die US-Fed nur noch enttäuschen kann. Die diesbezüglichen Erwartungen sind sehr (zu) hoch.

i Ausblick

- **Die Inflation bleibt unterdrückt** (in den USA bei 1,8% und in Europa bei knapp 1%). Warum soll sich das plötzlich ändern? Der technologische Fortschritt geht weiter, der globale Handel und damit die globale Arbeitsteilung wird nicht abgeschafft und die demographischen Entwicklungen (Veralterung der Gesellschaft) ändert sich nicht über Nacht. Dazu sehen wir nun schwächeres Wachstum, damit keine stark ansteigenden Rohstoffpreise, und in den USA haben wir nun gar eine Steigerung der Produktivität. Allerdings: Zölle wirken inflationär, es gibt weniger Handel und mehr ökonomischen Nationalismus in der Welt, der USD wird wohl tendenziell eher schwächer (inflationär für die USA), in vielen Ländern (allen voran den USA) haben wir eine (historisch) geringe Arbeitslosigkeit – was über kurz oder lang zu steigenden Löhnen führen sollte. Robert Kaplan, Präsident der Dallas Fed hat jüngst noch einmal darauf hingewiesen, dass Geldpolitik die zyklischen, aber nicht die strukturellen Inflationstreiber beeinflussen kann.

- **Natürlich ist das System, wie wir seit geraumer Zeit wissen, in einer Sackgasse und damit auf niedrige Zinsen und immer mehr Stimuli angewiesen.** Märkte und Wirtschaft sind für eine behutsame Entziehungskur schon zu süchtig. Sie haben sich in den letzten 10 Jahren zu sehr an das „New Normal“ gewöhnt. Anleihen mit einem Volumen von weltweit über USD 10 Billionen weisen nun wieder negative Zinsen auf. Länder im Negativzins-Club sind aktuell: Deutschland, Frankreich, Österreich, Japan, Schweiz, Niederlande, Finnland, Schweden. Eine große Gefahr ist die Selbstzufriedenheit und Trägheit in Bezug auf das New Normal. Wir dürfen es, als Investoren, nicht als „Normal“ akzeptieren. Das ist nichts Neues, und die Lage kann noch eine ganze Weile (für viele Jahre) prekär bleiben. Als Investoren müssen wir das im Hinterkopf haben und weiterhin die sich bietenden Chancen mit verschiedenen Zeithorizonten nutzen.

- **Gold ist wieder in.** Wir haben unsere Position in 2016 erhöht und werden jetzt dafür belohnt. Gold hat nunmehr sein Fünfjahreshoch durchbrochen. Expansive Notenbankpolitik, niedrigere Zinsen, ein schwächerer US-Dollar, politische Unsicherheit sind allesamt positiv für Gold.

- **Vieles spricht aus konträrer Sicht derzeit für einen zunächst schwächeren USD.** Die Zinsdifferenz nimmt ab – wohin sollen die Zinsen in Europa noch fallen? Die Wachstumsaussichten bleiben in Europa allerdings niedriger (können aber eher nach oben überraschen, Handelskrieg hat für Europa mehr Gewicht). Dazu kommt: Die Stimmung für den Euro ist nach wie vor sehr negativ.

- **Die Aktienbewertungen sind in den USA, im historischen Vergleich, nach wie vor recht hoch.** Analysten rechnen für alle S&P 500-Unternehmen im Gesamtjahr 2019 mit einem Gewinnwachstum von ca. 3%. Das 12-Monats-Forward-KGV ist damit insgesamt in diesem Jahr bei ca. 18 recht stabil geblieben. Andere Bewertungsmaßstäbe (Kurs-Buch-Verhältnis, Buffett-Indikator, Tobins Q) weisen aus historischer Sicht immer noch ziemlich hohe Niveaus aus. **Der Rest der Welt ist** da wesentlich günstiger: Europa, Japan, Emerging Markets weisen 12-Monats-KGVs von um die 12–14 auf.

i Ausblick

- **Wie wichtig ist der Brexit?** Das UK macht nur noch ca. 3% des weltweiten Bruttosozialproduktes aus. Dazu ist schon viel bereits in den Kursen und GBP-Notierungen eskomptiert. Die Welt und vor allem Europa konnte sich lange mit dem Brexit abfinden, ist ein wenig genervt vom ewigen Hin und Her in Westminster. Auch im (wahrscheinlichen) Fall, dass Boris Johnson Premierminister wird, ist ein zeitnaher Brexit keinesfalls sicher, und das gilt erst recht für einen Hard Brexit. Auch er hat keine Mehrheit dafür im Parlament, und die EU will nicht nachverhandeln. Neuwahlen oder ein 2. Referendum sind damit wahrscheinlich. Sicher ist: Der Brexit hat bisher vor allem erreicht, das Land tief zu spalten.

- **Für Emerging Markets sind ein schwächerer USD, niedrigere US-Zinsen, mehr US-Liquidität sehr relevant und von der Tendenz her positiv zu werten.** Die Aussichten für die Emerging Markets (natürlich mit regionalen Unterschieden) sehen wir insbesondere auch aus dem Blickwinkel „relative Wachstumsaussichten gegenüber Bewertungsparametern im Verhältnis zu vielen westlichen Märkten“ daher recht positiv.

- Der **Handelskrieg wird in China und den USA vor allem durch Innenpolitik getrieben.** Es zeigt sich wie eng verbunden die Weltwirtschaft ist – was auch schon der Brexit aufgezeigt hat. Es gibt keine einfachen Lösungen und keine klaren Gewinner. Beispiele sind chinesische Währungsreserven investiert in US-Anleihen, kein US-Militär ohne chinesische „Seltene Erden“-Produktion, China kann als autoritärer Staat direkter steuern, der Yuan-Wechselkurs ist möglicherweise eine weitere Waffe.

- Wir denken, dass **Märkte in dieser späten Marktphase weiter maßgeblich durch das Sentiment getrieben** werden. Die Stimmung ist derzeit – trotz bereits sehr gut gelaufener Börsen YTD – nicht positiv und schon gar nicht euphorisch – eine gute Ausgangslage für steigende Kurse. Wir sehen nun wieder eine eher positive Markttechnik: Umschichtung in Anleihen, Branchenmix (defensive > zyklisch), Put/Call Ratios für S&P and Dax.

- Auf der negativen Seite sehen wir als möglichen **Brandbeschleuniger** von Marktkorrekturen, dass Markteilnehmer sich, auch aufgrund von Regulierungen, immer mehr auf **volatilitätsgetriebene Anlage- und Risikomanagementkonzepte** stützen. Die Volatilität wird gerade dadurch aber künstlich niedrig gehalten, was wiederum Risikobudgets anschwellen lässt. Solange sich die Volatilität in gemäßigten Bandbreiten bewegt, funktioniert diese Wechselwirkung. Sie funktioniert aber nicht, wenn gewisse Bandbreiten durchbrochen werden. Im Gegenteil, dann wirkt sie sogar schwankungsverschärfend.

i Ausblick

- **Insgesamt sind wir für die nächsten Wochen und Monate recht positiv,** was die weitere Aktienmarktentwicklung angeht. Sicherlich wird es auch wieder zwischenzeitliche Rücksetzer geben, doch die Makro-Aussichten sind vor allem aufgrund der Kehrtwende der US-Fed und der Fortsetzung des Goldilocks-Umfeldes insgesamt doch positiv. Das US-Wachstum ist schwächer, aber immer noch hoch. Ein gewisses Maß an politischer Unsicherheit können die Märkte damit verkraften. Niedrigere Wachstumsaussichten weltweit führen dazu nunmehr wieder zur Hoffnung, dass die Notenbanken künftig noch massiver eingreifen. Bewertungen sind, mit Ausnahme der USA, historisch betrachtet nicht zu hoch. Ein Aufholen eines Teils der Bewertungslücke bei Emerging Markets-Aktien und auch bei Aktien des stark gebeutelten Europas ist wahrscheinlich. Allerdings bleiben „Big-Tech“ und die massiven Aktienrückkäufe zentrale Argumente für den US-Aktienmarkt. Auch die Anlegerstimmung ist noch recht verhalten und keinesfalls zu positiv. Also sehen wir für Makro-, Mikro- und Sentiment-Indikatoren erst einmal grün.

- Mit der **Performance unserer Portfolios** – trotz vorsichtiger und damit moderater Aktienquoten – im bisherigen Jahr sind wir recht zu frieden. Diese ist vor allem auf **die zum Ende 2018 angepassten Branchengewichtungen (Reduktion zyklischer Werte zugunsten defensiver Sektoren und innerhalb der Zykliker Konzentration auf IT/Technologie), die Einzeltitelauswahl und letzthin auf das im 1. HJ 2019 vorgenommene taktische Hedging (Steuerung der Aktienquote)** zurückzuführen.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zusammenfassung Basisszenario

- **„Goldilocks-Makroumfeld“** (jedoch mit weniger Momentum) besteht für alle Vermögensklassen fort.
- **Mai-Korrektur nicht ausreichend für eine angemessene Anpassung der Erwartungen** (vor allem in den USA sind Bewertungen nach wie vor hoch; in RoW vernünftiger): keine ausreichende Panik (=Volatilität). Die Gegenbewegung im Juni fiel stark aus und ist allein auf die Notenbankpolitik zurückzuführen (Aussagen der US-Fed und der EZB hinsichtlich Zinsentwicklungen und potenzielle monetäre Lockerungen). Ohne diesen Rückenwind hätte ein „Wash-out“ wahrscheinlich im Juni stattgefunden. So kann er noch eine Weile auf sich warten lassen.
- **Das globale Makro-Bild ist insgesamt betrachtet nun wieder deutlich positiver,** auch wenn sich das Wirtschafts- und Gewinnwachstum abschwächt. So lange der Handelskrieg nicht weiter eskaliert, die Inflation niedrig bleibt und Notenbanken Markterwartungen (aktuelle ggf. etwas überzogen) in Bezug auf Zinsen und Liquidität nicht (zu sehr) enttäuschen, bleibt das voraussichtlich so.

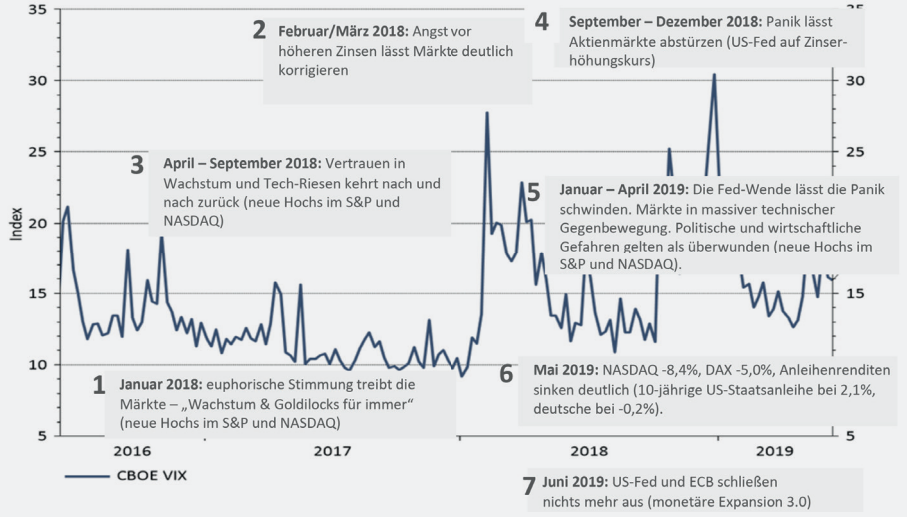
Welche Faktoren sind aktuell die größten absehbaren Gefahren für die Märkte?

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** (nur bei merklich langsamerem Wirtschaftswachstum wahrscheinlich)
3. **Platzen des Kreditbooms in China** (bleibt allein aus innenpolitischen Gründen in den nächsten 6 Monaten unwahrscheinlich)
4. **Handels-/Währungskrieg** (eine Einigung zwischen den USA und China in den nächsten Monaten bleibt das wahrscheinlichste Szenario in Bezug auf die aktuellen Spannungen)
5. **Politische Risiken:** USA (Trump), Brexit, Frankreich, Italien, Syrien, Iran. Mehrheitlich an den Börsen eskomptiert. Kurzfristige Ausschläge jederzeit möglich, doch i.d.R. haben „politische Börsen kurze Beine“.
6. **Schuldenberg an Unternehmensanleihen,** die zwischen 2019 und 2021 fällig werden, und die Gefahr einer Herabstufungswelle bei Investmentgrade-Anleihen. Diese Refinanzierungswelle ist beim aktuellen Zinsniveau, Goldilocks-Umfeld und der wiederbelebten Jagd nach Rendite sowie einer expansiven US-Fed schaffbar.

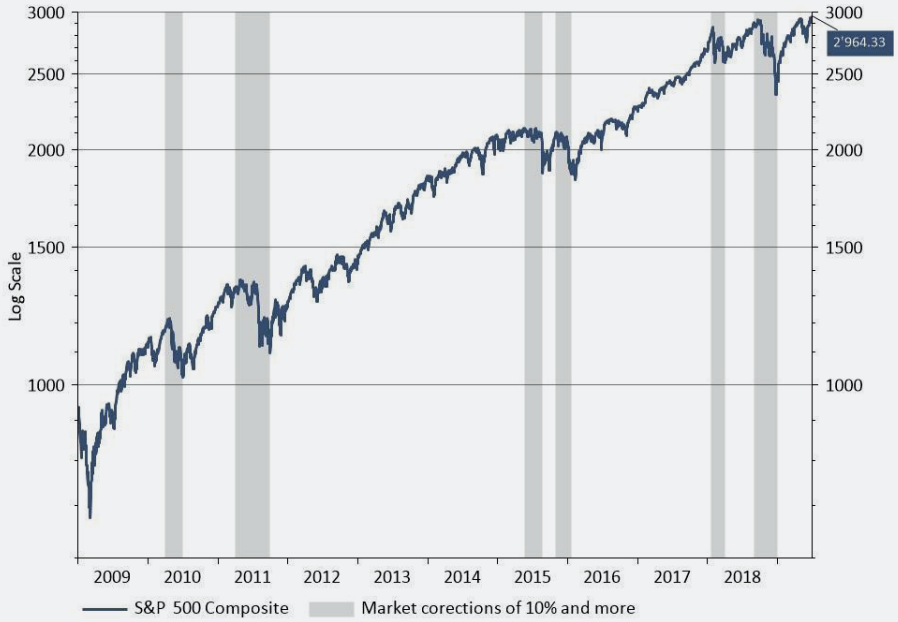
iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Der Spätzyklus bereitet Anlegern spätestens seit Anfang 2018 ein Wechselbad der Gefühle.



Entwicklung des US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 (blau) mit Korrekturen von über 10% in grau



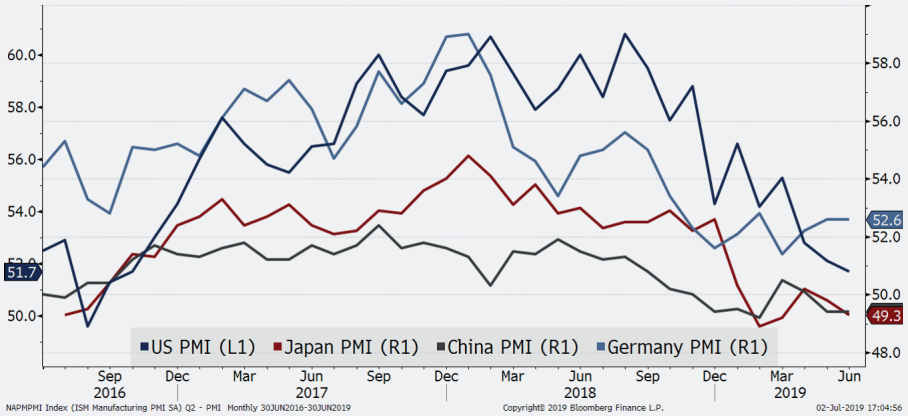
Seit 2008 hat es sich immer ausgezahlt, bei Kursrückschlägen zuzukaufen. Wie lange kann und wird das so noch weiter gehen?

Quelle: ECR Research, Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung des Einkaufsmanager-Index PMI für die USA (blau), Japan (rot), China (grau) und Deutschland (grau) seit 2016



Die Zuversicht in die Zukunft trübt sich auch bei den Einkaufsmanagern deutlich ein. Der PMI liegt in den USA und in China allerdings nach wie vor über der 50er-Marke.

Entwicklung Inflationserwartungen für die nächsten 5 Jahre seit 2014

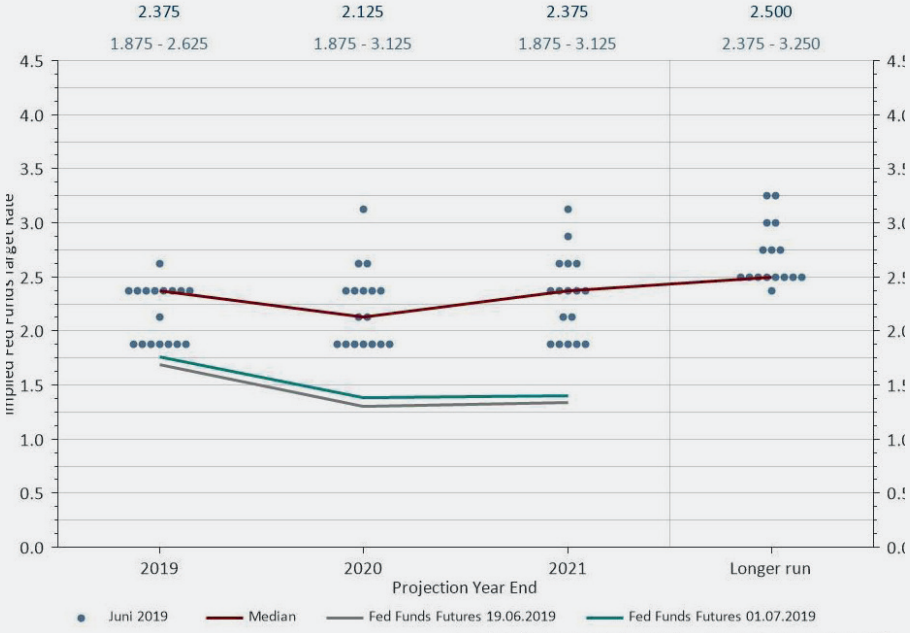
Die Inflation bleibt unterdrückt (in den USA bei 1,8% und in Europa bei knapp 1%). Die Inflationserwartung fällt, einhergehend mit niedrigeren Wachstumsaussichten, in den letzten Monaten auf das Niveau von 2016.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Die Punkte auf der Dot-Plot-Grafik der US-Zentralbank Fed zeigen die Zinsempfehlungen der einzelnen Open Market Committee-Mitglieder auf



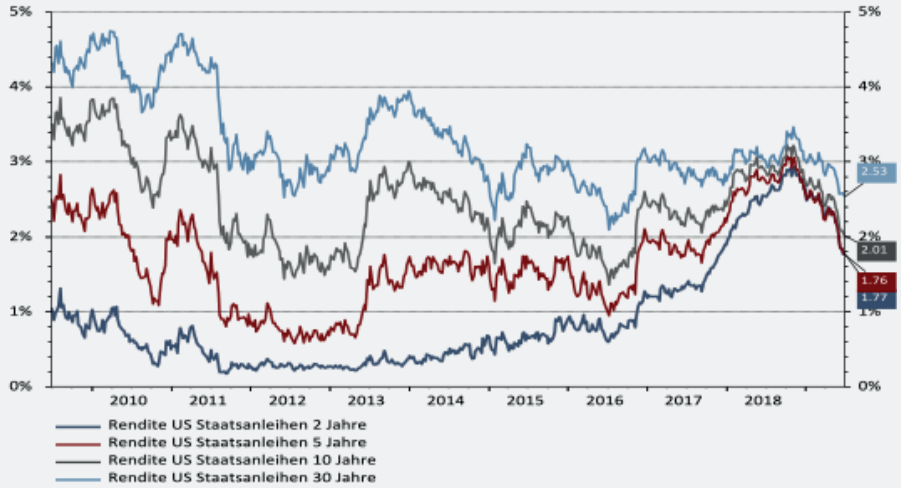
Die US-Zentralbank Fed hat ihre Kehrtwende zum Anfang des Jahres (im Dezember hatte sie noch von Zinserhöhungen und automatischem Quantitative Tightening gesprochen) im Juni noch einmal bekräftigt. Die Futures-Preise implizieren, dass die US-Fed die Zinsen Ende Juli senkt; mit 30% Wahrscheinlichkeit, gar um 50 Basispunkte (und um 75 Basispunkte bis zum 1. Quartal 2020). Wir sind wohl an einen Punkt, an dem die US-Fed nur noch enttäuschen kann. Die diesbezüglichen Erwartungen sind sehr (zu) hoch.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

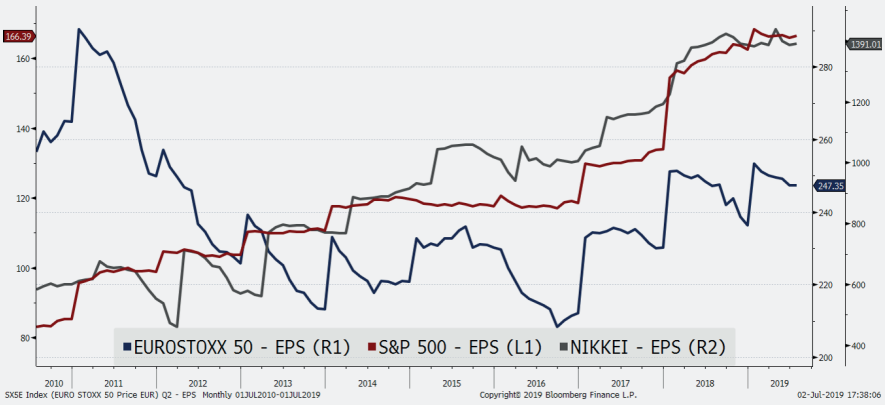
(in Charts)

Entwicklung der Renditen von US-Staatsanleihen: 2 Jahre (hellblau), 5 Jahre (rot), 10 Jahre (grau), 30 Jahre (dunkelbau) seit 2009



Rentenmärkte sehen langsameres Wachstum, weniger Lohnanstieg und Abwärtsdruck bei Inflationserwartungen. Die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen rutschen zum ersten Mal seit 2016 unter die 2-Prozent-Marke.

Entwicklung der Gewinne pro Aktie in Europa (EUROSTOXX50 blau), USA (S&P 500 rot), Japan (NIKKEI grau) seit 2010



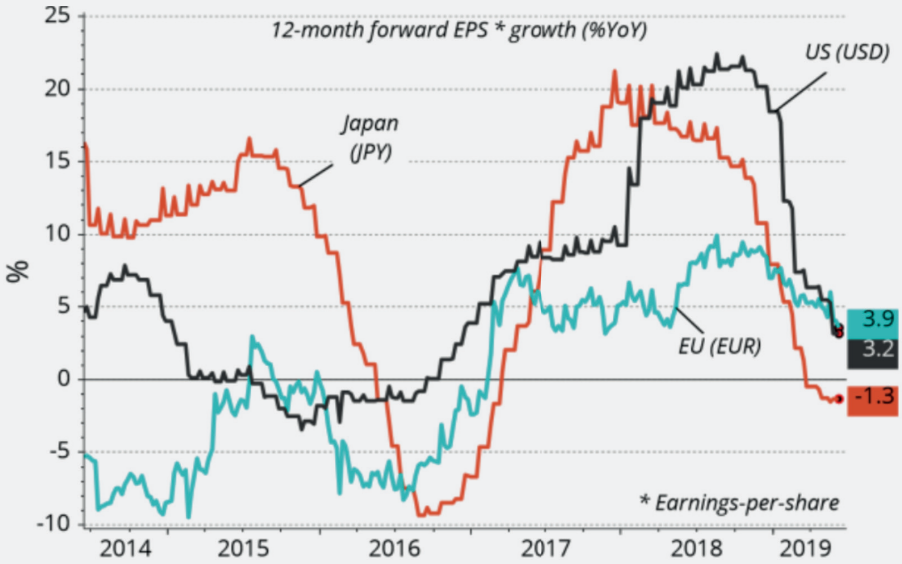
Das Gewinnwachstum flacht sich erwartungsgemäß ab. Zu Berücksichtigen sind, vor allem in den USA, Aktienrückkäufe, die die Anzahl von Aktien verringern und die Gewinne pro Aktie damit erhöhen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung der Erwartungen in Bezug auf die Gewinne pro Aktie für die nächsten 12 Monate in % für Japan (rot), die USA (schwarz), Europa (türkis) seit 2014 (in Landeswährung)



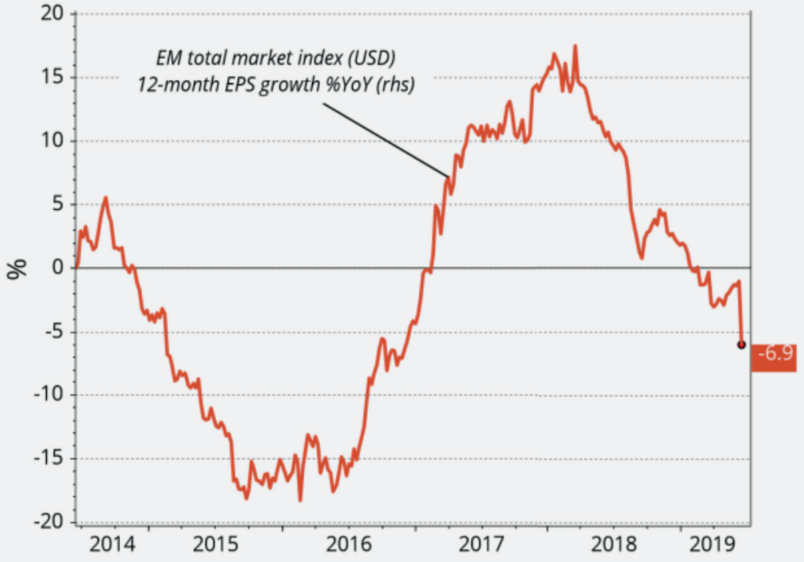
Den Hochpunkt im Wirtschafts- und Unternehmensgewinnzyklus haben wir höchstwahrscheinlich nun überschritten. Analysten rechnen für alle S&P 500-Unternehmen im Gesamtjahr 2019 mit einem Gewinnwachstum von ca. 3%. Das 12-Monats-KGV ist damit insgesamt in diesem Jahr bei 17+ recht stabil geblieben. Überraschungsindex" der Citigroup liegt im roten Bereich.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung der Erwartungen in Bezug auf die Gewinne pro Aktie für die nächsten 12 Monate in den Emerging Markets seit 2014 (in USD)



Das Gewinnwachstum wird vom Markt vor allem in den Emerging Markets (in USD) recht negativ eskomptiert.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

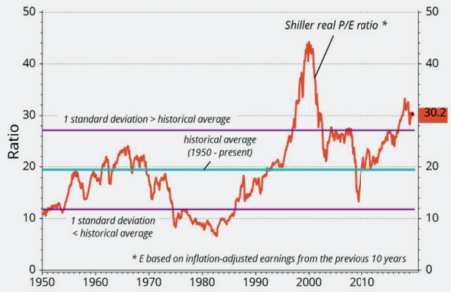
iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

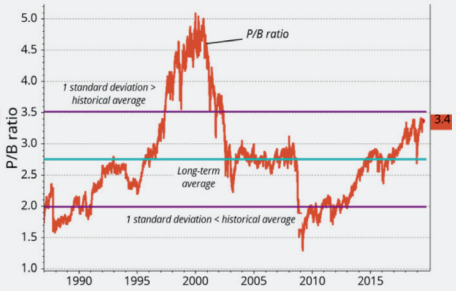
Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses: US-Tech-Aktienindex NASDAQ (rot), US-Aktienindex S&P 500 (blau), europäischer Aktienindex EURO STOXX 50 (orange), japanischer Aktienindex TOPIX (grau), Hongkonger Aktienindex HANG SENG (türkis) seit 2016

Die Aktienbewertungen sind in den USA, im historischen Vergleich, nach wie vor recht hoch. Der Rest der Welt ist da wesentlich günstiger: Europa, Japan, Emerging Markets weisen deutlich niedrigere Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf.

Entwicklung des Shiller-KGV für den US-Aktienmarktseit 1950



Entwicklung des Preis-Buch-Verhältnisses für den US-Aktienmarktseit 1985



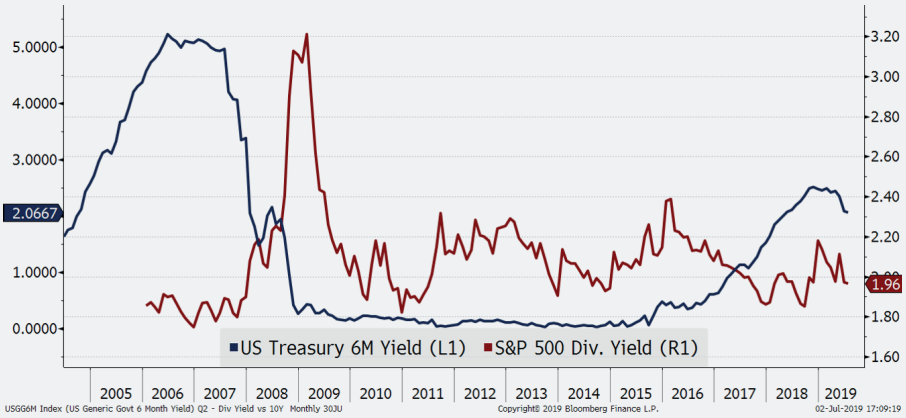
Der US-Aktienmarkt ist, zieht man Bewertungsmaßstäbe wie das Kurs-Buch-Verhältnis, den Buffett-Indikator, Tobins Q oder Shiller-KGVs heran, aus historischer Sicht immer noch immer ziemlich hoch bewertet. wichtigsten Zugpferde. Defensivere Sektoren profitieren vom niedrigeren Zinsniveau.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

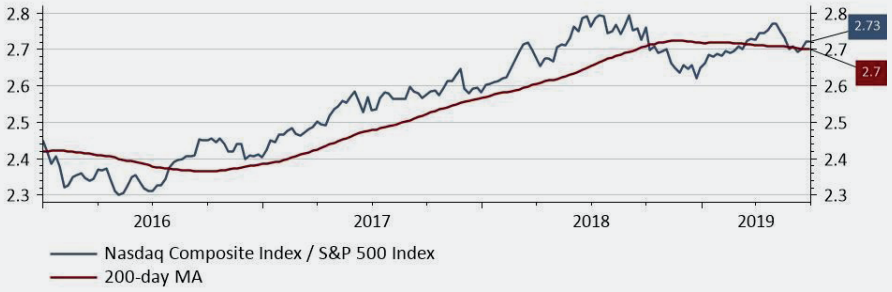
(in Charts)

Entwicklung der Rendite von US-Staatsanleihen mit 6 Monaten Laufzeit vs des US-Aktienindex S&P 500 seit 2005



Relative Bewertung – Aktien vs. Renten: die Rendite auf 6-Monats-Staatsanleihen liegt weiter über den Dividendenrenditen des US-Aktienindex S&P 500.

Entwicklung US-Tech-Aktienindex NASDAQ vs. US-Aktienindex S&P 500seit 2016



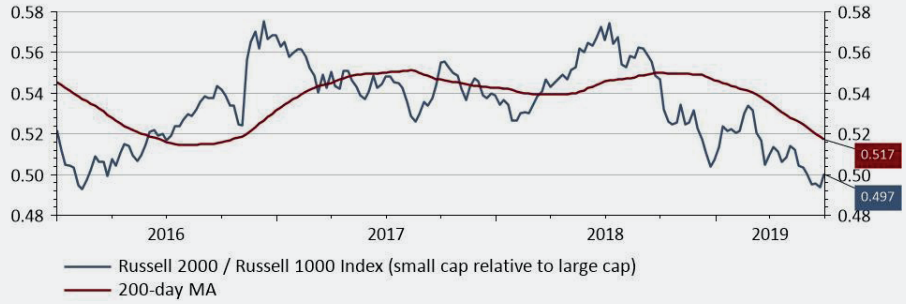
Volatilität nun wieder unter 15; damit über dem sehr ruhigen Level von 2017 und unter dem Panik-Level von 2018 sowie unter dem Bärenmarktlevel von 16 - 17.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung des US-Small-Cap-Aktienindex Russell 2000 vs. Large-Cap-Index Russell 1000 seit 2016



Seit Anfang 2018 entwickeln sich Small-Caps wesentlich schlechter als Large-Caps.

Entwicklung der defensiven S&P 500-Sektoren Gesundheitswesen (hellblau) und Basiskonsumgüter (rot) vs. die zyklischen Sektoren Banken (grau) und Autos (dunkelblau)

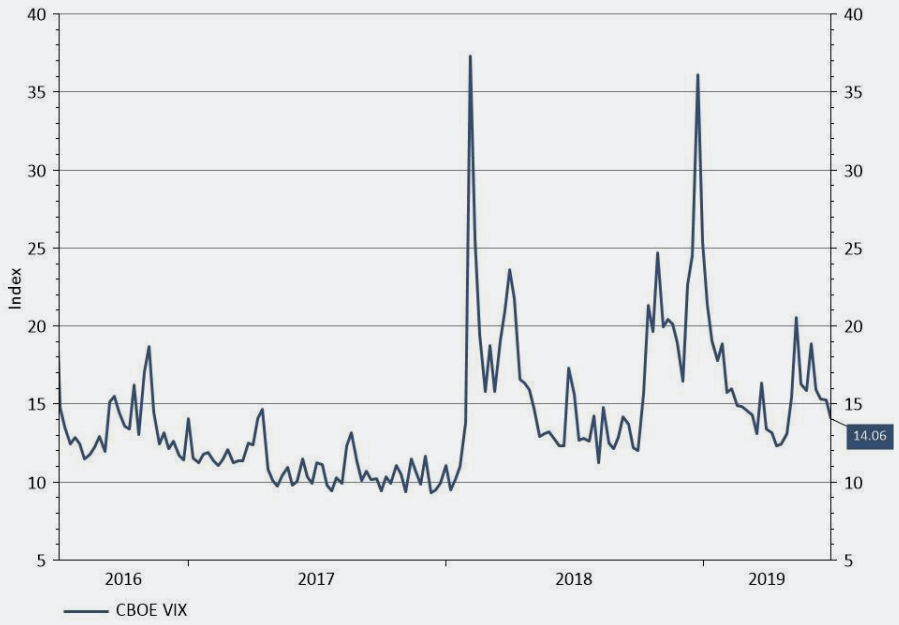
Seit Beginn 2018 ist eine Sektorrotation von zyklischen in defensive Werte zu beobachten.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Entwicklung des US-Volatiltitätsindex VIX, der die Schwankungsbreite des US-Aktienindex S&P 500 misst seit 2016



Wir haben in 2017 eine stark unterdrückte Volatilität beobachten können. Volatilitäts-Hedging und volatilitätsgetriebene Risikomodelle spielen hierbei eine Rolle. Im Februar, März und in der zweiten Jahreshälfte ließ der fallende Aktienmarkt die Volatilität in die Höhe schnellen – auf über 35. Der Volatilitätsanstieg der Juni-Korrektur diesen Jahres blieb dagegen mit ca. 20 recht überschaubar.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Altrafin

Investment Monitor Altrafin

«Makro»

- Ideales **Goldilocks-Makroumfeld** für alle Vermögensklassen **herrscht erst einmal weiter vor** (auf niedrigerem Niveau): globales Wachstum, niedrige Zinsen, niedrige Inflation, expansive Geldpolitik.
- ABER: **Hochpunkt im Wirtschafts- und Unternehmensgewinnzyklus absehbar. Allerdings: globale Rezession für 2019 – 2020 unwahrscheinlich. Hohe Verschuldung bei Staaten & Unternehmen nach 10+ Jahren billigen Geldes.**
- Auch das US-Wachstum (bei ca. 1,8%) trübt sich ein: Spätzyklus, nachlassende fiskalische Impulse, politische Unsicherheit/ Handelskrieg. Stimmung/Frühindikatoren fallen : PMIs nur noch knapp über 50 (von 60 kommend). In Europa und Japan bereits unter 50 – Wachstum bei ca. 1%. ABER: Arbeitslosigkeit extrem niedrig (allerdings niedrige Partizipation) und Konsumentenvertrauen hoch
- **Wirtschaftsstimulation in China** (Zentralbank und Staatsausgaben) bisher in gemäßigtem Ausmaß, aber flexibel. Wachstum 2019 wird unter dem von 2018 liegen (6–6,5%) – es wird jedoch (vor allem in absoluten Zahlen) auf einem sehr hohen Niveau bleiben. In Europa wächst der Druck fiskalpolitisch auch mehr zu machen.
- Politik bleibt Gefahrenherd und unübersichtlich; der Handelskrieg spitzt sich zu – aber: **Trump/GOP und Xi Jinping brauchen starke Wirtschaft (in 2020)**
- **Liquidität in den USA und China verschlechtert sich weiter.**
- **US-Zinskurve in weiten Teilen invers; Bondmarkt nimmt wesentlich schwächeres Wachstum vorweg**
- **US-Staatsanleihen: 3% am kurzen und 4% am längeren Ende bleiben in den nächsten 18 bis 24 Monaten möglich.**
- **Notenbanken haben fast alle eine recht abrupte Pause und nun Wende eingelegt – Märkte sehen einen globalen Zentralbank-Put …**

«Mikro»

«Absolut»

- **USA: Historisch vs. RoW insg. nach wie vor teuer.** S&P PE von 18,0 (12M-Forward) – Nasdaq 21,9.
- **RoW auch im historischen Vergleich wesentlich günstiger:** KGVs (12M-Forward) Europa 14,4, Japan 12,8 und EM 13,0.
- **Earnings und Margin Pe**ak in den USA; Unternehmen passen Aussichten entsprechend mehr und mehr an
- **Rohstoffe leiden** unter Zöllen und schwächerem Wachstum.
- **Unternehmensanleihen:** hohe Verschuldung bei US- und EM-Unternehmen. Immer schlechtere Konditionen & Liquidität. Verknüpfung von Kreditrisiken durch Garantien in China. Refinanzierungswelle bei diesem Zinsniveau/Goldilocks/ hunt for yield realistisch.
- **US-Staatsanleihen** stark gefallen – 10J: 2,0% (2017-Low: 2%) / 2J: <1,8% (2017-Low: 1,2%) – sehr positives Sentiment sollte weitere Kursanstiege drosseln
- **US-Staat macht aufgrund von Trumponomics mehr Schulden** – das Angebot an Staatsanleihen steigt weiter.

«Relativ»

- **Aktien vs. Renten:** Zins 2j. US-Staatsanleihen (1,7%) wieder unter Dividendenrenditen (1,9%).
- **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. Wenige große Tech-Werte & autolastig. Banken (mit europäischen Staatsanleihen in den Bilanzen), Politik und Exportabhängigkeit bleiben Achillesverse.
- **Höhere Aktien-Bewertungen in den USA** historisch „normal" – allerdings nicht in diesem Ausmaß.
- Credit Spreads erholen sich nach Weitung in der Risk-Off-Bewegung. US-HY: wieder mehr Emissionen.
- Spread 2j. US- vs. deutsche Staatsanleihen niedriger: 1,8% vs. -0,7% (nach 2,3% vs. -0,6%)

«Markt»

- So stark die Korrektur im 4. Quartal 2018 ausgefallen ist, so markant war die technische Aufwärtsreaktion in den ersten 4 Monaten des Jahres: S&P 500 und NASDAQ konnten neue Hochs feiern – RoW meist nicht.
- **Wachstums- und Handelskriegsangst hat die Aufwärtsbewegung im Mai nur kurz unterbrechen können. EZB und US-Fed (monetäre Expansion 3.0) sowie Entspannung in der Handelskriegsrhetorik (USA und China) lassen Märkte steigen – neue Hochs in den USA**
- **Bond- und Rohstoffmärkte bleiben pessimistischer als Aktienmärkte.**
- **Vix = Volatilität bleibt auch im Mai unter 20** – niedriger als in vorangegangenen Korrekturen.
- Aktien: Nachdem Großunternehmen und US-Tech Kurstreiber waren, entwickeln sich nun defensive Werte besser als wachstumssensitive Titel und Small-Caps. Märkte nach wie vor vorsichtig. **Massive US-Aktienrückkäufe stützen US-Aktien weiter.** Etwa gleiches Volumen wie in 2018. In Europa quasi Null.
- Die **Stimmung ist trotz neuer Hochs keinesfalls zu optimistisch oder gar euphorisch.** Bisherige, zweistellige %-Pluspunkte bei Aktien für das Gesamtjahr 2019 – trotz möglicher Zwischenrücksetzer in der 2. Jahreshälfte – können gehalten werden. Anleihenmärkte mehrheitlich ausgereizt. Zentralbankenpolitik (insb. US-Fed) = wichtigste Variabel.
- **EUR/USD -** Zinsdifferential engt sich wieder ein; aber nach wie vor gilt: schwächere Wachstumsaussichten in Europa (Fiskalpaket in den USA wahrscheinlicher, Fed hat mehr Spielraum, weniger handelsabhängig). Aktuell extrem negatives Sentiment für den Euro. Trump will schwächeren USD.
- **Gold:** Dovishe Fed, politische Unsicherheit, schwächerer USD positiv für Gold. Zentralbanken sind wieder Netto-Käufer.
- **Öl:** erholt sich auf USD 66 / WTI USD 58: expansive Fed. vs. Wachstumsängste, Venezuela, Iran, Opec/Russland. US-Alternative-Oil hat den globalen Ölmarkt & die Preisfindung grundlegend verändert.

v M3-Ampeln
MAKRO

(Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)

Fazit

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

Aktien USA
Aktien Europa
Aktien Japan
Aktien Emerging Markets (Asien)
Credit
Gold

Inflationsgeschützte Anleihen

Globales Wachstum schwächer, aber intakt (in den USA nach wie vor hoch). Nach Kehrtwende der US-Fed erwartet der Markt wieder volle monetäre Expansion. Effekt der US-Steuererleichterung lässt nach, aber die massive US-Ausgabenerweiterung wirkt (auf verschiedenen Ebenen) nach wie vor stimulierend. Notenbankpolitik überdeckt erst einmal politische Gefahren und wieder einmal die Rezessionsgefahr in den USA.

v M3-Ampeln
MIKRO

(Bewertungsparameter)

Fazit

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

Aktien Europa
Aktien Japan
Aktien Emerging Markets (Asien)
(ausgewählte) Aktien USA

Schwellenländeranleihen
Credit (USA)
Staatsanleihen USA

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

Bewertungen in den USA im historischen Vergleich und im Vergleich zum RoW hoch. In Europa, Japan und EM aber in weiten Teilen in Ordnung. Hohe Divergenz zwischen verschiedenen Regionen und Sektoren bleibt bestehen. Sehr starker Unternehmensgewinntrend in den USA wird in den nächsten beiden Quartalen weiter abebben.

v M3-Ampeln
MARKT

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

Fazit

- Markttechnik kurzfristig: etwas überkauft, aber positiv für die nächsten Wochen
- Leverage in den USA hoch (-), Rekord-Aktienrückkäufe auch 2019 angekündigt (+), ETF-Flüsse wichtiger, volatilitätsgetriebene Modelle akzentuieren Korrekturen

Aktien Europa
Aktien Emerging Markets
Aktien Japan
EM-Währungen
JPY
EUR

Aktien USA
Credit-Märkte USA
USD
Gold

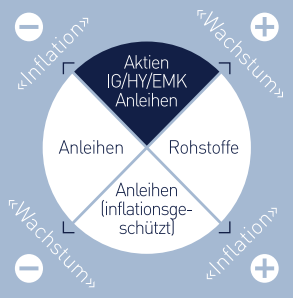
Staatsanleihen USA
Staatsanleihen Europa

Kurzfristig: Märkte sind etwas überkauft. Insgesamt aber, trotz gestiegener Kurse und neuer Hochs in den USA, keine zu optimistische oder gar euphorische Stimmung.

vi Ausgewählte Maßnahmen
CONREN Fonds

CONREN EQUITY	CONREN FORTUNE	CONREN FIXED INCOME
▪ Atkives taktisches Hedging des Aktienexposures über short EuroStoxx50 und NASDAQ Futures ▪ Ausbau Emerging Market Exposure	▪ Aktives taktisches Hedging des Aktienexposures über short EuroStoxx50 und NASDAQ Futures	▪ Aufbau ausgesuchter Unternehmens-anleihen ▪ Abbau inflationsgeschützte Anleihen
Aktien	Aktien, Anleihen	Anleihen
Cash + Absicherungen	Cash + Absicherungen	Cash + Absicherungen
Aktienquote: 50%-100% **Zielrendite:** CPI + 5%	**Aktienquote:** 0%-100% **Zielrendite:** CPI + 3%	**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 fle-xibel 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