



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar** Ausblick 2022

Besuchen Sie uns auf [www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)



# Inhalt

	<b>Seite</b>
i <b>Rückblick &amp; Ausblick</b>	3
ii <b>Zusammenfassung Basisszenario</b>	12
iii <b>Chart-Sammlung: Rückblick &amp; Ausblick in Charts</b>	13
iv <b>CONREN's M3   Makro, Mikro, Markt auf einen Blick</b>	20
v <b>CONREN's M3 erklärt</b>	21
vi <b>Koordinaten</b>	22
vii <b>Rechtlicher Hinweis</b>	23

## i Rückblick



CONREN Fondsmanager Patrick Piconi (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 Kapitalzuwachs zu ermöglichen. Kunden sind vor allem Unternehmerfamilien, Family Offices und Stiftungen in Deutschland, England, Israel und der Schweiz.

**2021 war ein Jahr des Aufschwungs und der Erholung, und wir erwarten, dass 2022 dagegen ein Jahr der Mässigung sein wird - vor allem, was Wachstum, Inflation und Anlagerenditen anbelangt. Die entwickelten Volkswirtschaften verfügen über Kapazitätsreserven, die Haushalte sitzen auf angesammelten Ersparnissen aus der Pandemieabwehr und die Zentralbanken werden ihre expansive Geldpolitik nur zögerlich zurückführen. Insgesamt scheint die Weltwirtschaft für ein zweites Jahr mit überdurchschnittlichem Wachstum bereit zu sein, allerdings mit einer geringeren Dynamik als 2021. Die Unternehmensaussichten und -gewinne werden weiterhin positiv ausfallen. Vor diesem Hintergrund sollten Aktien unserer Meinung nach erneut besser abschneiden als Anleihen. Darüber hinaus hat die Inflation ihren Höhepunkt zwar noch nicht erreicht, sie wird aber unserer Meinung nach im Laufe des Jahres zurückgehen. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Straffung durch die Zentralbanken im Jahr 2022 bescheidener ausfallen wird als derzeit von vielen Marktteilnehmern angenommen. Dies wiederum hat weitreichende Konsequenzen auf die weitere Entwicklung des USD und damit auf Anlageklassen und -märkte, die insbesondere in diesem Jahr, aufgrund der allgemeinen USD-Aufwertung, gelitten haben.**

### Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sehen in der gesamten fortgeschrittenen Welt nach wie vor solide aus. Nachdem die Wachstumsraten im Q3 gegenüber Q1-Q2 nachgaben, hat sich die Lage im Q4 auf hohem Niveau stabilisiert. Die Fundamentaldaten der Unternehmen untermauern diesen Trend, so sind die Q3-Unternehmensgewinne in den USA und in Europa weiter gestiegen und die Aussichten für die nächsten 1-2 Quartale bleiben trotz erneutem Anstieg der COVID-Wellen positiv. Während des abgelaufenen Quartals standen jedoch weniger die Wachstums- als vielmehr die Inflationszahlen sowie die Reaktion der Notenbanken im Vordergrund. Die US-Inflation ist jetzt so hoch wie seit 1982 nicht mehr. Aber auch in Europa steigen die Preise, insbesondere getrieben durch deutlich gestiegene Energiepreise, weiter an. In Europa spitzt sich die Energiekrise derzeit auch aufgrund von internen, lenkungspolitischen Fehlern zu (in gewissen Ländern wie zum Beispiel Deutschland): überhasteter Fokus auf alternative Energiequellen, ohne gleichzeitig für die Übergangszeit eine ununterbrochene Energieversorgung auf strategisch sinnvolle Weise zu gewährleisten.

Die Preisstabilität (eines der zwei Hauptziele der Zentralbanken) ist aktuell zur dringlicheren Sorge geworden, was sich darin widerspiegelt, dass der US-Fed-Vorsitzende Powell die Belege dafür anerkennt, dass sich der Preisdruck nicht als so "vorübergehend" erwiesen hat, wie ursprünglich erwartet, und daher eine beschleunigte Anpassung der Geldpolitik an die "neue Realität" befürwortet. Die US-Inflation erreichte im November 6.8% gegenüber dem Vorjahr (in der wichtigsten Volkswirtschaft Europas, Deutschland, erreichte der Wert 5.2%). Sie entsprach damit den Konsenserwartungen (gegenüber 6.2% im Vormonat) und erreichte den höchsten Stand seit 1982. Der Kernverbraucherpreisindex (d. h. ohne Energie und Lebensmittel) stieg im November ebenfalls weiter an und erreichte 4.9% gegenüber 4.6% im Oktober. Das von der Fed bevorzugte Inflationsmass, die Kern-PCE-Inflationskennzahl, ist ebenfalls auf 4.1% angestiegen. Es ist klar, dass die Fed ein derart hohes Inflationsniveau sowohl bei der Gesamt- als auch bei der Kerninflation nicht länger als vorübergehend abtun kann (während dieses Thema auch politisch zu werden droht, da die US-Zwischenwahlen 2022 am Horizont erscheinen).

Aus diesem Grund hat die US-Notenbank Mitte Dezember nicht nur ihre Rhetorik, sondern auch ihre Aktionen deutlich angepasst: Diesbezüglich wies sie mehrfach darauf

## i Rückblick

hin, dass ihre seit Beginn der Covid-Pandemie verfolgte ultralockere Politik zu Ende geht, und sie reagierte mit entsprechenden Massnahmen auf die steigende Inflation. Zum einen erklärte die Zentralbank, dass sie die Reduzierung ihrer monatlichen Anleihekäufe beschleunigen wird. Die Fed wird ab Januar jeden Monat Anleihen im Wert von USD 60 Milliarden erwerben, halb so viel wie vor dem Tapering im November und USD 30 Milliarden weniger als im Dezember. Im November hatte die Fed ihre Anleihekäufe um USD 15 Milliarden pro Monat reduziert, im Dezember verdoppelte sie diese Summe und sie wird die Käufe im Jahr 2022 weiter reduzieren. Damit würde das QE-Programm im Frühjahr enden und die Zentralbank könnte die Zinsen jederzeit danach anheben. Die Fed hat erklärt, dass sie wahrscheinlich nicht gleichzeitig die Zinsen anheben und weiterhin Anleihen kaufen würde, da die beiden Massnahmen sich gegenseitig behindern. Insofern wird sie voraussichtlich im späten Winter oder zu Beginn des Frühjahrs mit der Anhebung der Zinssätze beginnen. Die Prognosen auf dem Terminmarkt deuteten per Mitte Dezember darauf hin, dass die Fed-Beamten bis zu drei Zinserhöhungen im Jahr 2022 durchführen könnten.

Der Ausschuss hob seine Inflationsprognose für 2021 deutlich an, und zwar von 4.2% auf 5.3% für die Gesamtinflation und von 3.7% auf 4.4% für die Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie. Für 2022 werden nun eine Gesamtinflationsrate von 2.6% und eine Kerninflationsrate von 2.7% erwartet, beides Anhebungen gegenüber den Prognosen per Ende Q3'21. Gleichzeitig wurde die Prognose der Arbeitslosenquote für 2021 von 4.8% im September auf 4.3% gesenkt. Schliesslich hat der Ausschuss seine Prognose für das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr gesenkt und er rechnet für 2021 mit einem Anstieg des BIP um 5.5% gegenüber den im September angegebenen 5.9%. Die US-Fed-Ökonomen revidierten auch ihre Prognosen für das Folgejahr, indem sie das Wachstum für 2022 von 3.8% auf 4% anhoben und für 2023 von 2.5% auf 2.2% senkten.

All diese Prognosen sind jedoch gerade in der heutigen Zeit mit grosser Vorsicht zu interpretieren, denn wenn wir etwas aus den letzten 2 Jahren gelernt haben, dann dies: die vorhersehbare Unvorhersehbarkeit wird die neue Realität. Das Muster für den Rest der 2020er Jahre ist mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht die gewohnte Routine der Jahre vor COVID. Und damit kommt nach dem Jahr des Aufschwungs und der Erholung die etwas unberechenbarere Zeit der Mässigung.

### **Mikro- und Marktbild: Märkte, Bewertungen und Markttechnik**

Trotz eines erneuten Rücksetzers im November haben die internationalen Börsen ihren Aufwärtstrend im Dezember fortgesetzt. Der wichtigste Börseneinflussfaktor, Zinsen, und vor allen Dingen Liquidität sorgten im Jahr 2021 insgesamt für einen äusserst starken Börsenrückenwind (mit Ausnahmen wie zum Beispiel China). Die US-Börse gehörte einmal mehr zu den Spitzenreitern (3. Bestes Jahresergebnis seit 2000!). Allerdings spiegeln hier die Aktienindizes oft die tatsächliche Entwicklung sehr schlecht bis gar nicht wider. So ist im Jahr 2021 der Anstieg des NASDAQ-Index zu rund 70% auf nur fünf Aktien zurückzuführen (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia und Tesla) und beim breiten S&P 500 sieht es auch nicht viel anders aus. Im Zuge stetig gestiegener Unternehmensgewinne, gekoppelt mit zunehmenden Aktienrückkaufprogrammen, ist die KGV-Expansion jedoch zum Teil deutlich zurückgegangen. Laut einem Bericht von FactSet (Dezember 2021), einem Finanz-Research und – Informationshaus, sind die Kurs/Gewinn-Verhältnisse auf dem Aktienmarkt in diesem Jahr in allen Ländern nicht wie in den letzten Jahren gestiegen, sondern geschrumpft. Natürlich trifft dies für gewisse Branchen und

## i Rückblick

Unternehmen, insbesondere im Bereich der Wachstumstitel, so nicht zu. Hier haben sich gewisse spekulative Exzesse trotz Zwischenkorrekturen noch nicht wirklich abgebaut. Die Markttechnik hat sich im Verlauf des 4. Quartals weiter verbessert, insbesondere auch deshalb, weil die Investorenpositionierung auf den Märkten ziemlich pessimistisch wurde. Dies als Folge steigender Inflationsängste, der restriktiveren Zentralbankpolitik und des (zu) pessimistischen Omikron-Narrativ.

## i Ausblick

### Makro-Optik: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

#### USA

Die amerikanischen Wachstumszahlen für 2021 sind beachtlich. Das Bruttoinlandsprodukt wird um fast 6% wachsen, nachdem es 2020 um 3.5% geschrumpft war - der stärkste Anstieg von der Talsohle bis zum Spitzenwert seit mehr als einem halben Jahrhundert. Doch einige Aspekte dieser Entwicklung sind eher beunruhigend. Die Inflation ist sprunghaft angestiegen, die Unternehmen haben Schwierigkeiten, willige Arbeitskräfte zu finden, und alles, von Haushaltsgeräten bis zu Autos, ist knapp geworden. Das Jahr 2022 wird die Dinge umkehren: Die Schlagzeilen werden weniger beeindruckend sein, aber inhaltlich wird Amerikas Wirtschaftsmotor nachhaltiger sein. Nach dem starken Aufschwung im Jahr 2021 wird das Wachstum im Jahr 2022 mit ziemlicher Sicherheit geringer ausfallen. Die meisten Analysten (Bloomberg Estimate) prognostizieren ein Wachstum von etwa 4%. Und die Dynamik wird im Laufe der Monate stetig abnehmen, einfach weil die Vergleiche mit dem Vorjahr ("yoy"-Vergleich) immer weniger spektakulär ausfallen werden. Dies sollte jedoch die allgemeine Leistung nicht schmälern. Ein Wachstum von 4% wäre nach den Massstäben der letzten Jahrzehnte immer noch robust und über dem langfristigen Trend. Erstaunlicherweise wäre das Gesamtvolumen der amerikanischen Wirtschaft dann am Ende des Jahres 2022 fast genau so gross wie der Konsens der Analysten dies im Jahr 2019 für nächstes Jahr vorhergesagt hatte.

Für die Finanzpolitik wird das Jahr 2022 ein wichtiger Wendepunkt für Amerika. Mit dem Auslaufen der riesigen Haushaltsentlastungspakete der letzten beiden Jahre wird das Bundesdefizit von 13% des BIP auf 5% schrumpfen. Normalerweise würde dies eine plötzliche fiskalische Straffung bedeuten. Aber die Haushalte verfügen über mehr als USD 2 Billionen an überschüssigen Ersparnissen, was zum Teil auf die erhaltenen Konjunkturpakete zurückzuführen ist. Der Konsum dürfte also solide bleiben.

#### Europa

Auch in Europa zeigt sich für 2022 ein positives konjunkturelles Gesamtbild.

Die wirtschaftliche Erholung in Europa war stark, und wir erwarten, dass das BIP des Euroraums im nächsten Quartal wieder das Niveau von vor der Pandemie erreichen wird. Allerdings wird sich das Wachstum, wie auch weltweit nach einer so starken Erholung, wahrscheinlich abschwächen, wenn die Impulse der Wiedereröffnung abklingen und wir uns weiterhin gegen die "Nachbeben" der nachfolgenden Covid-19-Schübe wehren müssen. Dementsprechend kann davon ausgegangen werden, dass sich das Wachstum im Euroraum in den kommenden Quartalen abschwächt, bevor die COVID-Winterbeschränkungen aufgehoben werden und der Druck auf die Energiepreise (Gas) im Frühjahr nachlässt. Der Median der Analysten-Schätzungen für das BIP-Wachstum der Eurozone im Jahr 2022 liegt aktuell bei rund 4.1% und damit mehr oder weniger auf dem gleichen Niveau wie in den USA. Zu bedenken ist auch, dass sowohl die Bilanzen der Verbraucher als auch die der Unternehmen nach wie vor solide sind (mit Nachholbedarf bei den Dienstleistungen), während die geldpolitischen Bedingungen der EZB im Gegensatz zu USA weitgehend äusserst expansiv bleiben und auf nationaler Ebene fiskalische Unterstützungsinitiativen nicht ausbleiben werden. Schliesslich kann von einer Reihe von Vorstössen der neuen "grün-gefärbten" Koalition in Deutschland und möglicherweise mehr fiskalpolitischer Unterstützung in Frankreich im Vorfeld der bevorstehenden Wahlen ausgegangen werden. Alles Faktoren, die gegen einen Konjunkturreinbruch und damit eine mögliche Börsen-Baisse sprechen.

## i Ausblick

### China

Die Verlangsamung des Wachstums wird sich auch im Jahr 2022 fortsetzen. Die Immobilienkreditkrise im Privatsektor ist noch längst nicht ausgestanden, was aufgrund des hohen Anteils des Immobilienmarktes am BIP weitreichende Folgen auf den Wachstumsmotor hat. Die Immobilienkrise kann sowohl Konjunktur als auch Börse in China länger belasten als heute allgemein erwartet wird. Angesichts von Rekordbeständen an leerstehenden Wohnungen könnten kommende Preisrückgänge die Nettohaushaltsvermögen (Immobilien mit fast drei Viertel der Spargelder wichtigste Altersvorsorge) empfindlich belasten und damit die Konjunktur – durch einen weiteren Rückgang des Konsums – beeinträchtigen. Je nachdem wie die Zentralregierung dieses Problem angehen wird, sind auch negative globale Auswirkungen nicht auszuschliessen. Zudem ist die Zero-COVID-Politik nicht förderlich für die konjunkturelle Aussicht des Landes. Die Einschränkungen von Mobilität und Arbeitsprozessen führt letztlich zu einem Rückgang der Wachstumsdynamik. Dieses Problem kann auch während 2022 mit globalen Auswirkungen bestehen bleiben. Positiv ist allerdings, dass die chinesische Zentralbank im 4. Quartal zum zweiten Mal die Mindestreserveanforderungen der Banken senkte, was rund USD 200 Mrd. freie Liquidität für die chinesischen Banken bedeutet, die dann (falls möglich) entsprechend grössere Kredite vergeben können. Solche monetären Erleichterungen wirken sich allerdings erst mit Zeitverzögerung auf die Wirtschaft aus, so dass eine kurzfristige Trendumkehr der dortigen Börsen auf sich warten lassen dürfte. Trotzdem darf man mit Blick in die Vergangenheit nicht unterschätzen, wie rasch und entschlossen die dortige Notenbank mit weitreichenden Massnahmen auftrumpfen kann. Die Börsen haben zumindest aus diesem Blickwinkel nicht selten und entgegen allen Prognosen mit Überraschungskursfeuerwerken reagiert.

In den USA und in Europa wird also der Rückenwind der Konjunktur mit niedriger Stärke weiterhin wehen, wohingegen China auch im Jahr 2022 mit einigen Gegenwinden zu rechnen hat. Was die Inflationsentwicklung betrifft kann erwartet werden, dass wir in Q1 die Spitzenwerte dieses Zyklus sehen werden. Danach werden die Zahlen wieder zurückgehen (dies lässt sich sowohl an der Zinsstrukturkurve als auch an den Rohstoffterminkmärkten ablesen). Viele Basiseffekte aus 2020-2021 werden sich in der Jahresbetrachtung demnach wieder normalisieren. Generell kann man festhalten, dass die hohe Inflationsrate, primär selektiv durch knappes Angebot und Lieferkettenprobleme ausgelöst wurde und nicht durch übersteigerte Nachfrage, wie in früheren Konjunkturzyklen. Die politischen Entscheidungsträger stehen daher vor einem akuten Dilemma. Die lehrbuchmässige Antwort auf die durch Versorgungsunterbrechungen verursachte Inflation besteht darin, sie zu ignorieren und von selbst abklingen zu lassen. Warum sollte man die Volkswirtschaften mit höheren Zinssätzen schädigen, also mit einer Zinspolitik, die die Probleme in den Häfen, mit den grossen Energieengpässen oder der Pandemie nicht lösen kann? Klassische, restriktive Geldpolitik wäre damit im Sinne der Inflationsbekämpfung ziemlich wirkungslos. Schwer einzuschätzen ist hingegen die zukünftige US- und Europa-Lohnentwicklung. Leider leiden beide Volkswirtschaften an einem Mangel an Arbeitskräften, die für das Gedeihen insbesondere des Dienstleistungssektors benötigt werden. Die Löhne im Freizeit- und Gastgewerbe steigen derzeit rasant an. Viele Ökonomen hatten gehofft, dass die Arbeitskräfte in den Arbeitskreislauf zurückkehren würden, wenn die Notmassnahmen für die Arbeitsmärkte, wie z.B. die Freistellungsregelungen und die Notversicherung für Arbeitslose, auslaufen. Bislang gibt es dafür jedoch erstaunlich wenig Anzeichen. Damit die Inflation nur vorübergehend ist, muss neben dem allgemeinen Preis- (wovon wir ausgehen) auch der Lohnanstieg (was noch völlig offen ist) zurückgehen. Die Alternativen sind ein unwahrscheinlicher Produktivitätsanstieg oder niedrigere Gewinnspannen, die für Unternehmen wie das Gaststättengewerbe ohnehin schon gering sind.

## i Ausblick

Einige geldpolitische Entscheidungsträger befürchten daher ein Lohnwachstum, das weiter ansteigt, weil die Arbeitnehmer eine höhere Inflation erwarten. In der reichen Welt hat es seit den 1970er Jahren keine Lohn-Preis-Spirale mehr gegeben, daher argumentieren die Skeptiker unter ihnen, dass die Arbeitnehmer in Volkswirtschaften ohne weit verbreitete gewerkschaftliche Organisation kaum höhere Löhne aushandeln werden. Sollten sich die steigenden Inflationserwartungen jedoch in den Köpfen fest verankern, dann kann eine gewisse Lohnpreis-inflation (jedoch nicht mit jener in den 1970er zu vergleichen) nicht ganz ausgeschlossen werden. In diesen Fall würde die Aufgabe der Zentralbanken plötzlich sehr viel schwieriger werden. Sie wären nicht in der Lage, die Inflation auf dem Zielwert zu halten, ohne Arbeitsplätze zu opfern. Wir glauben nicht, dass die Wahrscheinlichkeit einer solchen Lohn-Preis-Spirale im Jahr 2022 hoch ist, denken daher, dass sich die Inflationserwartungen spätestens ab der zweiten Jahreshälfte deutlich entspannen werden. Dies geht einher mit unserer Erwartung, dass die Zinssätze selbst in USA nächstes Jahr nur moderat steigen werden. Sollten die Notenbanken in den USA (wahrscheinlich) und Europa (äusserst wahrscheinlich) auf rigorose Bremsmassnahmen verzichten, dürfte der Realzins weiterhin niedriger bleiben als das reale Bruttosozialproduktwachstum. Ein solches Szenario ist für risikobehaftete Anlagen und insbesondere Sachwerte wie Aktien positiv.

### Mikro- und Marktbild: Märkte (Asset-Klassen), Bewertungen und Markttechnik

- **Grundsätzlich denken wir, dass trotz einiger Belastungsfaktoren höhere Aktiennotierungen und höhere Anleiherenditen für die nächsten Monate wahrscheinlich sind. Den langfristigen Aufwärtstrend auf dem Aktienmarkt (mit Ausgangspunkt 2009) sehen wir noch nicht unmittelbar gefährdet. Die Renditeerwartungen müssen vs. 2021 zwar gedrosselt werden, die Volatilität wird mit hoher Wahrscheinlichkeit steigen und Korrekturen um die 15-20% sind zwar jederzeit möglich, doch von einem langanhaltenden Bärenmarkt gehen wir derzeit (noch) nicht aus. Das Zinsniveau in der westlichen Welt ist real weiter auf einem Rekordtief, was Konjunktur und Börse dauerhaft stark stimulieren sollte. Zudem ist mit Ausnahme gewisser spekulativer Exzesse (Crypto-Währungen, gewisser Subsegmente des IT-Bereichs, des SPAC-Aktien-Booms, der "Meme"-Aktien von Retailinvestoren etc.) noch keine breite Euphorie auf den Märkten feststellbar. Die Markttechnik – trotz sich verschlechternder Marktbreite (-partizipation) – spricht ebenfalls nicht für eine länger andauernde Baisse.**
- **Staatsanleihen:** Powells Erklärungen auf dem Capitol Hill Mitte Dezember haben eine Abflachung der Renditekurve ausgelöst, wie der starke Rückgang der Renditespanne zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen zeigt: Es wird erwartet, dass die 2-jährigen Zinssätze aufgrund der Entscheidung der Fed, die Geldpolitik zu normalisieren, steigen werden, während die längerfristigen Zinssätze beginnen, das Risiko einzupreisen, dass sich diese Politik als Hemmschuh für das langfristige Wachstum und die Inflation erweist. **Obwohl real betrachtet Staatsanleihen nicht attraktiv sind** (Inflation 2022 über 3.5% und langfristige Anleiherenditen nicht über 2.5%), **denken wir, dass sich je nach weiterer Entwicklung der oben geschilderten Marko-Parameter** (Konjunktur, Inflation und Zentralbankenpolitik), **interessante, taktische Investment-Opportunitäten (long wie short) entlang der Durations-Kurve** ergeben können. Wir glauben nicht, dass sich die langfristigen Anleiherenditen deutlich nach oben bewegen werden (10-jährige US-Staatsanleihen werden kaum auf die Marke von 2.5% steigen), eher sehen wir ein Zurückkommen der kurzfristigen Anleiherenditen. Die langfristigen Makro-Trends wie hohe Verschuldungsquote, Überalterung etc. sind nicht verschwunden und wirken nach wie vor desinflationär.



## i Ausblick

- Bei **Credits** (Unternehmensanleihen) sind wir nach wie vor der Meinung, dass die **grossen Einengungen der Spreads** (seit Sommer 2020) bereits **hinter uns liegen** und daher weitere **Kurssprünge** in diesem Segment des Anleihenmarktes (v. a. in den USA und in Europa) auch im Jahr 2022 **bescheiden ausfallen werden**. Trotzdem dürften sich **Unternehmensanleihen besser als Staatsanleihen schlagen**, vor allem diejenigen, die ein **schlechteres Rating aufweisen**. Hier wiegen die geringeren Ausfallwahrscheinlichkeiten aufgrund der nach wie vor guten konjunkturellen Lage schwerer als der negative Einfluss der Inflation. Mit zunehmendem Fortschritt im Wirtschaftszyklus drängt sich ein immer selektiveres Vorgehen bei der Auswahl der Papiere im High-Yield-Bereich auf.
- **Aktien:** wir waren Ende 2020 für die Aktienmärkte optimistisch. Denselben Grad an Optimismus haben wir für 2022 nicht mehr, doch insgesamt glauben wir, dass das positive Momentum – getragen durch Konjunktur und Fundamentaldaten der Unternehmen – durchaus noch weitergehen kann. Nichtsdestotrotz sprechen einige Indikatoren (Zinsentwicklung, fortgeschrittene Erholungsphase seit Q2 2020, regional und sektoral zum Teil sehr hohe CAPE-Aktienbewertungen etc.) für deutlich höhere Volatilität und Dispersion in der künftigen Aktienmarktentwicklung. Entscheidungen bei der Top-down-Asset-Allokation (inkl. taktisch-opportunistischer Positionierungen) sowie Branchen- und Titelauswahl werden im nächsten Jahr noch wichtiger als im abgelaufenen Jahr.
- **Wir sind der Ansicht, dass das Jahr 2022 aus Aktiensicht ein Jahr mit verschiedenen Phasen sein könnte.** Die ersten Monaten gekennzeichnet durch ein stetiges, wenn auch nachlassendes EPS-Wachstum für die entwickelten Märkte, das durch ein unterstützendes Wirtschaftswachstum angetrieben wird. Während jedoch die wirtschaftlichen Frühindikatoren eine Zeit lang stabil bleiben und einige Monate lang höhere Niveaus halten könnten, führt die Aussicht auf Zinserhöhungen mit der Normalisierung des Wachstums bis Ende des ersten Halbjahres zu einer Phase einer gewissen Fragilität, in die Stimmung, die sich dann in den wirtschaftlichen Frühindikatoren wie dem ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe widerspiegelt. Normalerweise wirkt sich die Kombination aus sich verschlechternder Stimmung und steigenden Zinsen nicht positiv auf die Börse aus. Daher ist es möglich, dass Märkte zwischenzeitlich deutliche Korrekturen erleben werden. Sollte sich unser Basisszenario jedoch materialisieren, wonach derzeit antizipierte Zinserhöhungen in den USA zu hoch angesetzt sind, dann könnten TINA-, FOMO-Instinkte der Anleger, gekoppelt mit einer nach wie vor hohen Überschussliquidität (M2-Geldaggregat immer noch stark expansiv), rasch wieder zu höheren Aktienpreisnotieren führen. Höhere Schwankungen in der Performance sind daher zu erwarten (analog Q4 2021, aber für das gesamte Jahr 2022).
- Was die **regionale Ausrichtung** betrifft, denken wir, dass aufgrund nach wie vor niedriger Bewertungen und des zyklischen Wachstumsschubs insbesondere **Europa und die Emerging Markets** (China mit einem Fragezeichen besetzt) **interessant sind**. Der US-Markt wird in vielen Bereichen trotz höherer Notierungen aber weiterhin im Fokus bleiben müssen. Europa ist auch aufgrund seiner hohen Abhängigkeit vom Welthandel und von der globalen Wachstumsdynamik sowie seiner heterogenen Branchenzusammensetzung attraktiv und dies trotz Omricon-Teil-Shutdowns. Die weiterhin lockere Geldpolitik der EZB (niedrige Zinsen und hohe Liquidität) unterstützt ebenfalls. Steigen zudem die Anleiherenditen bei guter Konjunktur etwas an, dann könnte Europa doppelt profitieren (vgl. auch unsere Ausführungen im Q3-Bericht): (1) Europäische Indizes haben eine stärkere Korrelation mit den 10-jährigen US-

## i Ausblick

Renditen und (2) zyklische Werte machen knapp 40% des MSCI Europe aus. Bleibt das Wachstums-Momentum über dem langfristigen Trend, dann profitieren zyklische Märkte überproportional. Aber auch unter Bewertungsgesichtspunkten scheint Europa derzeit attraktiver (KGV um die 16x und eine Dividendenrendite um 3%) als die US-Börse zu sein. Schliesslich dürfte sich das Wachstumsgefälle zwischen Europa und den USA im Jahr 2022 verringern (siehe weiter oben: ähnlich hohe Wachstumsprognosen für 2022), nicht zuletzt aufgrund der Unterstützung durch den EU-Konjunkturfonds New Generation Fund (Fonds Neue Generation), der dem EUR auch gegenüber dem USD in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres Rückenwind verleihen könnte.

- **Was uns – sowohl für die USA als auch für Europa – und bei positiven Aktiennotierungen in den USA seit bereits 3 Jahren in Folge nicht pessimistisch ins neue Anlagejahr schauen lässt, ist der verbesserte bilanz-technische Spielraum vieler Unternehmen.** Die Unternehmen in den USA und der EU waren noch nie so "cash-rich" und das starke Gewinnwachstum seit der Wiedereröffnung hat die Möglichkeiten des finanziellen Managements deutlich verbessert. Nicht nur hat sich die Liquiditätssituation positiv entwickelt, sondern gleichzeitig hat sich auch ihre Schuldendienstfähigkeit verbessert, da die Erträge in den letzten Quartalen stark gestiegen sind, so dass das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA in einem besonders in den USA ausgeprägten Trend auf fast USD 1 EBITDA für USD 1 Nettoverschuldung gesunken ist (Quelle: FactSet, Dezember 2021). US-amerikanische und europäische Unternehmen haben, nachdem sie im Jahr 2020 zum Teil Restriktionen auferlegt bekommen hatten (v. a. Finanzinstitute), daher ihre Aktienrückkaufprogramme bereits intensiviert, wobei der Trend in den USA besonders ausgeprägt ist, wo die Aktienrückkäufe im dritten Quartal 2021 ein Rekordhoch erreichten. Aus historischer Sicht waren die Sektoren Technologie, Finanzwesen und Gesundheitswesen in den letzten zehn Jahren am aktivsten bei Aktienrückkäufen. Dieser Trend hat sich im Q3 2021 fortgesetzt. Erwähnenswert ist auch, dass sowohl in den USA als auch in Europa in den letzten Monaten erhebliche Barmittel für diesen Zweck eingesetzt wurden, die weit über dem historischen Durchschnitt der letzten zehn Jahre lagen. Dieses Financial Engineering (was zu einer Erhöhung des Gewinns pro Aktie führt) sollte die Aktienmärkte ebenfalls unterstützen. In USA könnte diesbezüglich im Jahr 2022 zwar etwas Gegenwind aufkommen, da Präsident Biden in seinem noch umzusetzenden Plan "Build Back Better" unter anderem einen Aufschlag von 1% auf Aktienrückkäufe von Unternehmen vorsieht. Sollte der Gesetzesentwurf wie geplant dann doch noch umgesetzt werden, könnten US-Unternehmen bei der Fortsetzung oder Ankündigung neuer Rückkaufpläne zurückhaltender werden. Trotzdem bleiben der Gesamttrend bei Aktienrückkäufen und damit die Auswirkungen auf die Aktienpreise nach wie vor positiv. **Emerging Markets** sind **bewertungstechnisch weiterhin interessant**, doch für eine Outperformance vs. USA **brauchen** sie einen **zentralen Treiber: einen sinkenden USD**.
- **Sektoren:** von langfristigen Trends und deren Sektorenimplikationen abgesehen, ist auch im Jahr 2022 von hohen Sektorenrotationen auszugehen. Je nach vorherrschender Anlegerstimmung und realwirtschaftlichen Faktoren (Wachstum, Inflation, Stagflation, Zinserwartung etc.) wird es Phasen geben, in denen sich einzelne Sektoren und Unternehmen deutlich besser/schlechter entwickeln werden als andere. **Ein aktives Management gekoppelt mit einer breiten Diversifikation über Themen, Branchen und Titel empfiehlt sich in dieser Phase des Zyklus.**

## i Ausblick

- **Edelmetalle und hier insbesondere Gold** haben im 4. Quartal den Prozess der "Bodenfindung" fortgesetzt. Die **erwarteten Zinserhöhungen in den USA wiegen derzeit stärker** auf den Preis als die steigenden Inflationsraten, was die **erwarteten Realrenditen nach oben drückt**. Auf der anderen Seite scheinen derzeit makroökonomische Faktoren wie schuldenfinanzierte Fiskalausgaben und Handelsbilanzdefizite, die sich positiv auf den Goldpreis auswirken sollten, keine grosse Rolle zu spielen. Das Pendel kann diesbezüglich jedoch wieder schnell in die andere Richtung ausschlagen. **Der USD spielt hier eine wichtige "Schiedsrichter-Rolle"**. Ein stärkerer USD, wie wir ihn 2021 gesehen haben, entspricht einer impliziten Zinserhöhung für die US-Wirtschaft und damit einem Liquiditätsentzug auf den internationalen Kapitalmärkten. **Werden die hohen Zinserhöhungserwartungen im Jahr 2022 nicht erfüllt, dann wird sich der USD rasch wieder abwerten und wir können dann von steigenden Goldpreisen ausgehen**. Wir denken, dieses Szenario ist nicht unwahrscheinlich, und halten daher an unserer Goldquote fest (Kombination aus Gold-ETFs und Goldminenaktien).

**Die Rohstoffpreise haben** – nach einer starken Hausse während Q1 - insbesondere zwischen dem 2. und 3. Quartal zum Teil deutlich nachgegeben. Während Q4 haben sich die Preise grösstenteils wieder stabilisiert. Der **Rohstoffmarkt diskontiert nach wie vor eine niedrigere, künftige Inflationsrate als von vielen derzeit erwartet wird**. Im **Q4** haben wir erstmalig auch beim Öl eine grössere Korrektur erlebt. Für einige Beobachter, die sich in Bezug auf Inflationsentwicklung stark an den Bewegungen des Öls orientieren, war dies ein "wake-up call". Die zum Teil immer einseitigere Inflationsrhetorik wurde dementsprechend vielerorts abgeschwächt. Wir denken nach wie vor, dass "der Markt" letztlich richtig liegt und die Zukunftspreise bei vielen Commodities auf Überkapazitäten hinweisen. Der **Anleihenmarkt scheint auch dieser Meinung zu sein** (deutliche Abflachung der Kurve).

- **Was die Markttechnik und -stimmung betrifft**, lassen sich derzeit folgende Muster erkennen: Viele Marktteilnehmer haben sich gegen Tail-Risiken abgesichert. Einige Marktkommentatoren meinen sogar: "The market is hedged". Der Optimismus ist in den letzten Wochen erneut zurückgegangen (Omicron, US Fed als Auslöser). An der NASDAQ zum Beispiel von in der Spitze knapp 80% auf zuletzt (Ende November) unter 12% Optimisten. Für den Aktienmarkt allgemein liegt der Optimismus noch bei knapp unter 20%. Andere Stimmungsindikatoren (Fear & Fear Indicator, Barbestände und Aktienexposure von Fondsmanagern, Positionieren von Spekulanten auf den Terminmärkten etc.) geben weiterhin ein gemischtes Bild ab. **Von einem breiten, euphorischen Marktumfeld** – was oft ein Gegenargument für weiter steigende Preise ist - **kann nicht die Rede sein**.

## ii Zusammenfassung Basisszenario

### Erste Jahreshälfte 2022

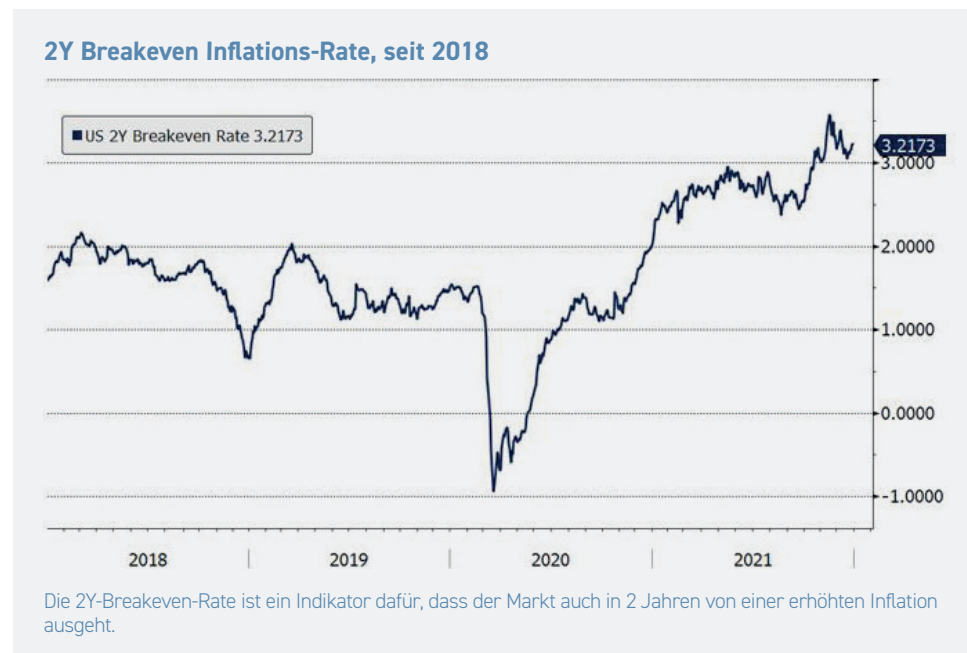
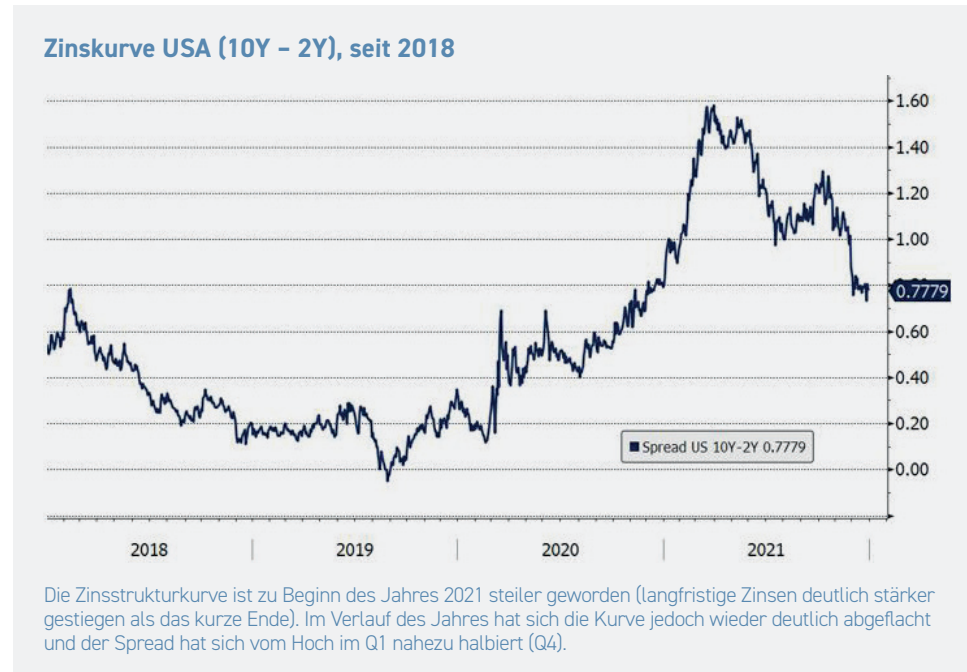
Die Zinsen bleiben weltweit niedrig (selbst in den USA ist keine harte Bremspolitik zu erwarten), die Anleiherenditen steigen leicht an, die Kreditexpansion wird fortgesetzt. Die Fiskalexpansion wird fortgeführt, aber auf niedrigerem Niveau, und sinkende Arbeitslosigkeit (USA und Eurozone). Anhaltende Dynamik auf den Emerging Markets (trotz Interventionismus und Wachstumsrückgang in China) treibt das globale Wachstum an, unterstützt den wiederaufgenommenen Welthandel inkl. des globalen Tourismus, wobei sich die Inflationsbefürchtungen bereits in der ersten Jahreshälfte 2022 wieder legen sollten. Weiteres, kurzfristiges Inflations- und USD-Overshooting in Q1 ist nicht auszuschliessen, mit entsprechenden hohen Cross-Asset-Klassen-Volatilitäten, danach nimmt die Dynamik jedoch wieder an Fahrt ab. Die Rohstoffpreise inkl. Edelmetalle steigen nach einer Schwächephase wieder. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass Europa als Aktienmarkt nach oben überrascht. China dürfte in den nächsten Wochen und Monaten seine restriktive Agenda (Geld-/Fiskalpolitik) weiter lockern und einen neuen Kreditzyklus einleiten, was sich positiv auf das globale Wachstum auswirken kann. Die Probleme auf dem Immobilienmarkt bleiben bestehen und werden punktuell wieder für kurzfristige Stimmungseintrübungen und Börsenrücksetzer (weltweit) führen.

### Welche Faktoren sind aktuell die grössten absehbaren Gefahren für die Märkte?

1. **Hartes Eingreifen der US-Notenbank** (geldpolitischer Fehler, der anschliessend wieder korrigiert werden muss).  
  
Eine dann wahrscheinliche "**inverse Zinskurve**" wird nicht nur die Bond-Märkte, sondern sämtliche Finanzmärkte aufwühlen. Ein solches Szenario ist nicht in den aktuellen Asset-Preisen eskomptiert.
2. **Reduktion der Fiskalausgaben in den USA**
3. **Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum.** Ein solches Szenario ist ebenfalls nicht in den aktuellen Asset-Preisen – vor allem bei Aktienanlagen - eskomptiert.
4. **Deflationärer Effekt wegen China-Wachstumsschwäche infolge Ausweitung der Immobilienkreditkrise.**
5. Akzentuierung der Situation "**China und Taiwan sowie USA und China**" mit potenziell globalen "Spillover"-Effekten (politisch wie ökonomisch).
6. Die Entwicklungen rund um **COVID-(Delta)-Mutationen** (Schliessung von Produktionsstätten, anhaltende Lieferkettenprobleme etc.).

## iii Rückblick & Ausblick

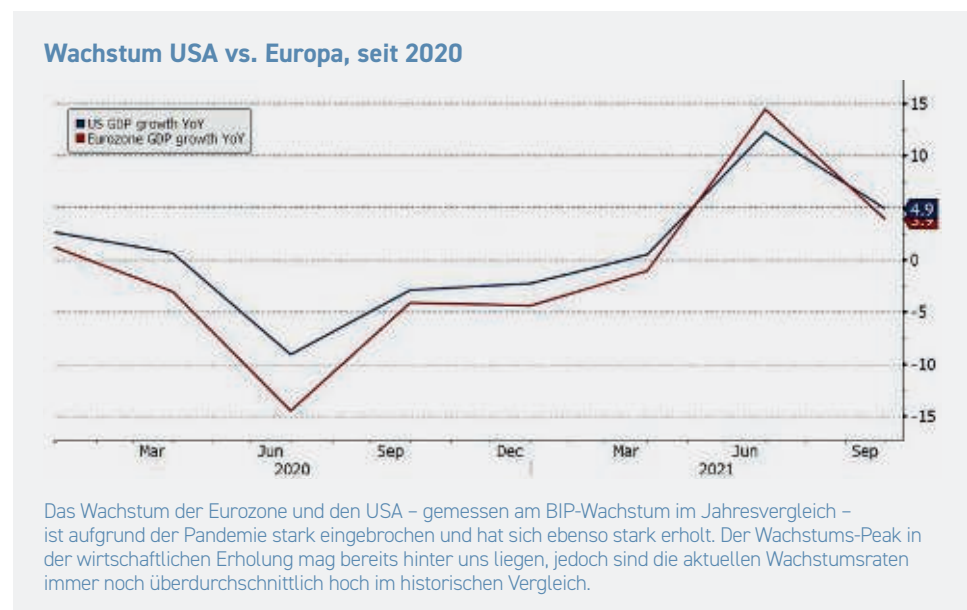
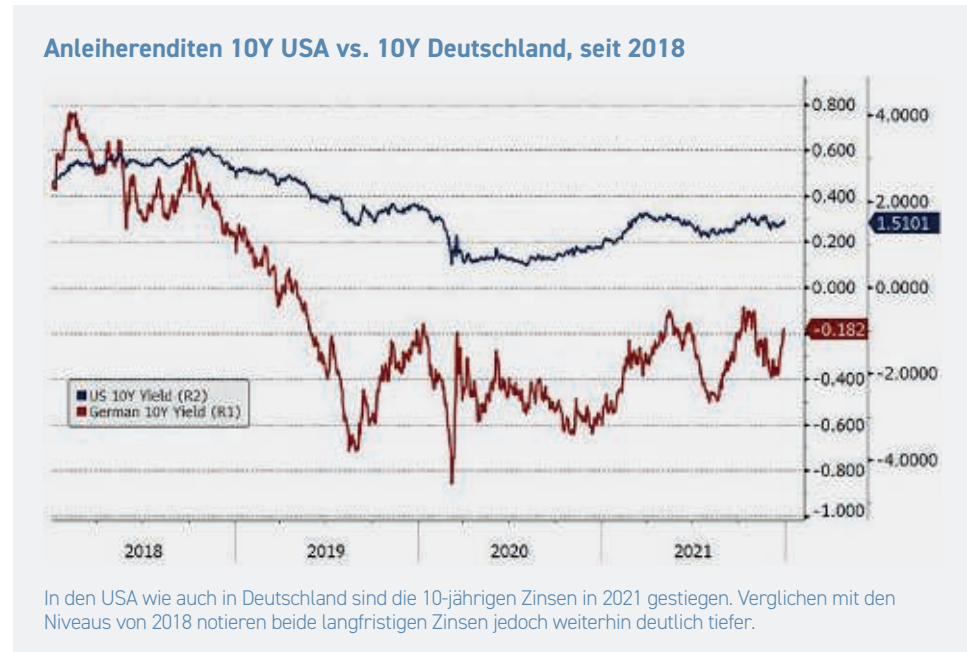
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

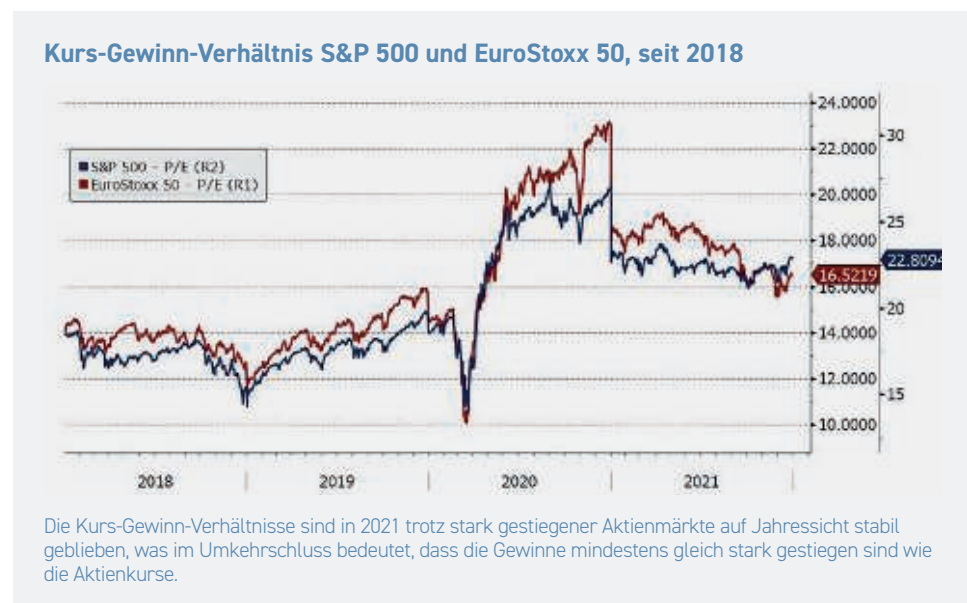
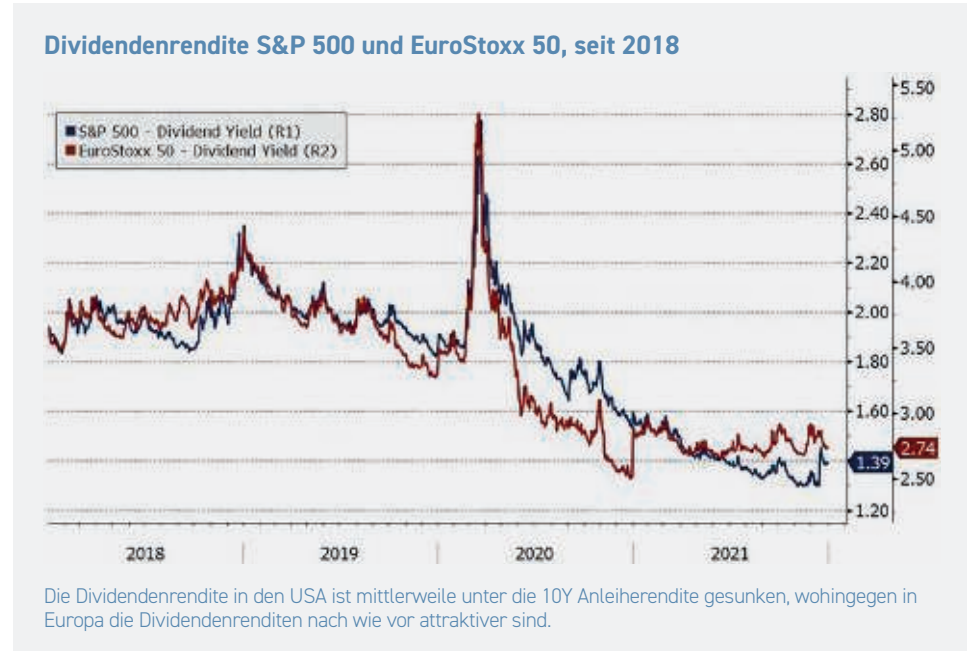
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

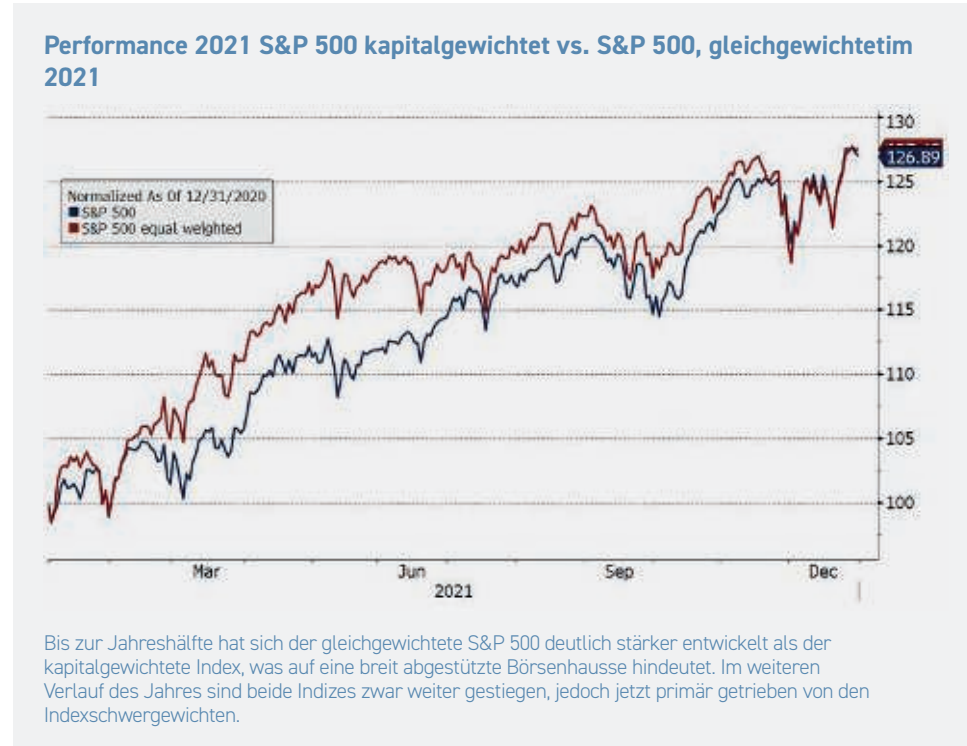
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

## iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

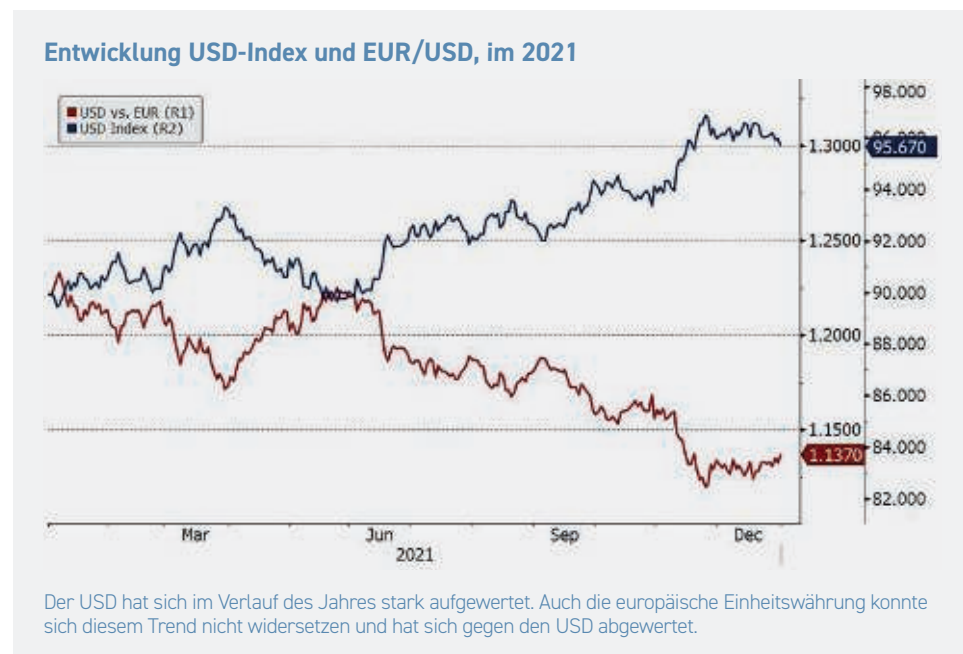
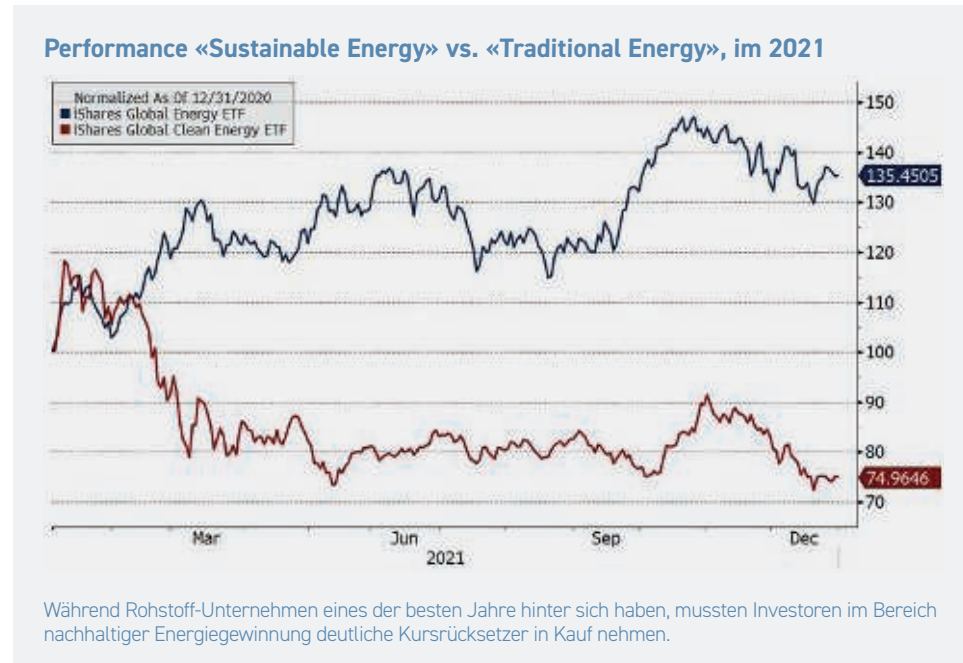


Quelle: Bloomberg, Altrafin



### iii Rückblick & Ausblick

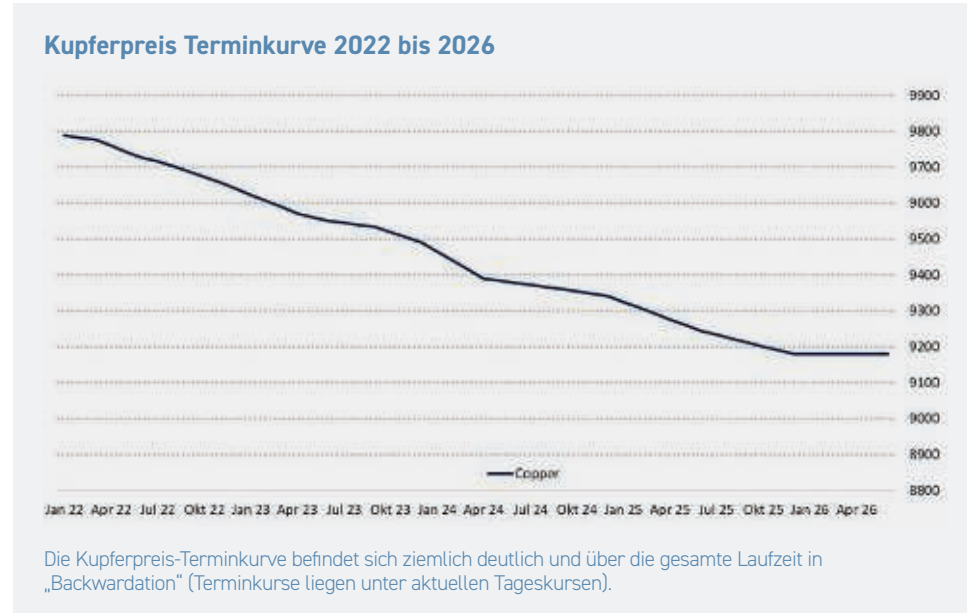
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

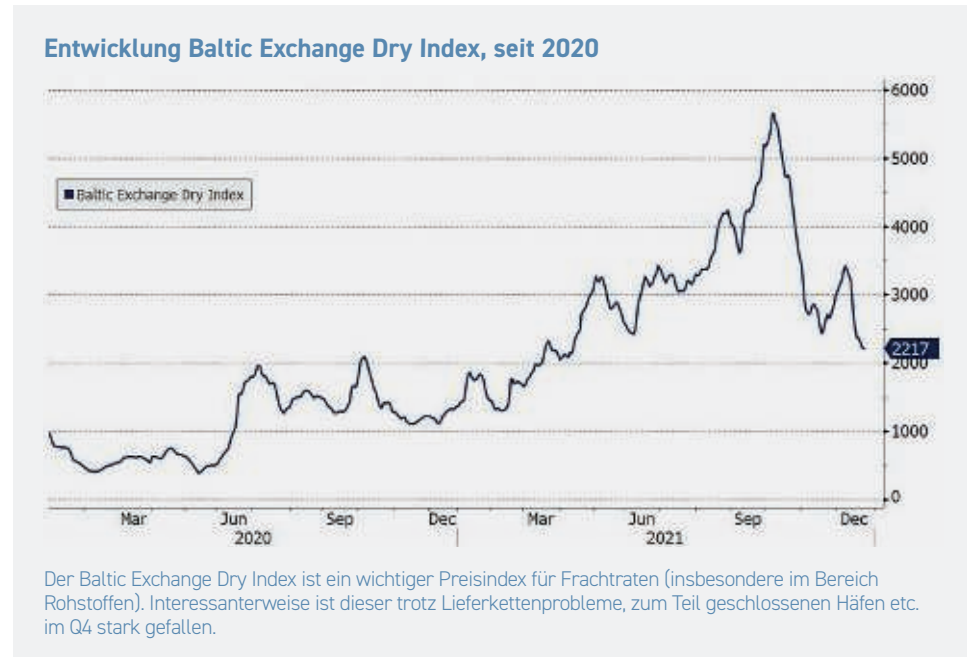
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

### iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Die <b>wirtschaftlichen Fundamentaldaten</b> sehen in der gesamten fortgeschrittenen Welt nach wie vor <b>solide</b> aus. Nachdem die Wachstumsraten im Q3 gegenüber Q1-Q2 nachgaben, hat sich die Lage im <b>Q4 auf hohem Niveau stabilisiert</b>.</li> <li>Die <b>US-Inflation</b> ist jetzt so <b>hoch wie seit 1982</b> nicht mehr. Aber auch in <b>Europa steigen die Preise</b>, insbesondere getrieben durch deutlich gestiegene Energiepreise, weiter an. In Europa spitzt sich die <b>Energiekrise</b> derzeit auch aufgrund von internen, lenkungspolitischen Fehlern zu.</li> <li><b>US Fed Präsident Powell</b> anerkennt die Beweise dafür, dass sich der <b>Preisdruck nicht als so "vorübergehend" erwiesen hat, wie ursprünglich erwartet</b>. Daher befürwortet er nun eine beschleunigte <b>Anpassung der Geldpolitik an die «neue Realität»</b>. Entsprechend werden das Anleiheaufkauf-Programm jetzt schneller zurückgefahren und bis zu drei Zinserhöhungen im 2022 sind nicht mehr auszuschließen. <b>Damit würde das QE-Programm im Frühjahr enden und die Zentralbank könnte die Zinsen jederzeit danach anheben</b>.</li> <li><b>Die US Fed geht nun für 2022 von folgenden Prognosen aus:</b> Gesamtinflationsrate von 2,6%, eine Kerninflationsrate von 2,7%, Arbeitslosenquote von 3.8% und ein Wirtschaftswachstum von 4%. Insgesamt also ein positives Gesamtbild.</li> <li><b>China:</b> Die chinesische Zentralbank hat im 4. Quartal zum zweiten Mal die Mindestreserveanforderungen der Banken gesenkt, was rund USD 200 Mrd. freie Liquidität für die chinesischen Banken bedeutet. Dieser Trend der monetären Lockerung könnte auch im Jahr 2022 fortgesetzt werden.</li> <li><b>FAZIT: Mit Ausnahme der US-Geldpolitik (Ampel auf „orange“) bleibt die Makro-Lage für die Finanzmärkte recht positiv. Wir sehen folgende drei Hauptrisiken für 2022: 1. Hartes Eingreifen der US-Notenbank</b> (geldpolitischer Fehler, der anschließend wieder korrigiert werden muss). Eine dann wahrscheinliche „<b>inverse Zinskurve</b>“ wird nicht nur die Bond-Märkte, sondern sämtliche Finanzmärkte aufwühlen. Ein solches Szenario ist nicht in den aktuellen Asset-Preisen eskomptiert. <b>2. Reduktion der Fiskalausgaben in USA</b> und <b>3. Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum</b>. Ein solches Szenario ist ebenfalls nicht in den aktuellen Asset-Preisen – vor allem bei Aktienanlagen – eskomptiert.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die <b>US-Börse gehörte einmal mehr zu den Spitzenreitern</b> (drittbeste Jahresergebnis seit 2000!). Allerdings widerspiegeln hier die <b>Aktienindizes oft die tatsächliche Entwicklung sehr schlecht bis gar nicht</b>. So ist im Jahr 2021 der Anstieg des NASDAQ-Index zu rund 70% auf nur fünf Aktien zurückzuführen (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia und Tesla) und beim breiten S&amp;P 500 sind es auch nicht viel anders aus.</li> <li><b>Fundamentaldaten:</b> Q4 Unternehmensgewinne in USA und Europa werden weiter steigen und die Aussichten für die nächsten 1-2 Quartale bleiben trotz erneutem Anstieg der COVID-Wellen positiv. Weiterer Rückenwind für Aktien kommt von Buyback-Programmen. Unternehmen in USA und Europa waren noch nie so „cash rich“. So ist z.B. das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA - besonders in den USA in einem ausgeprägten Trend - auf fast USD 1 EBITDA für USD 1 Nettoverschuldung gesunken.</li> <li><b>Staatsanleihen:</b> Powells Erklärungen Mitte Dezember haben eine Abflachung der Renditekurve ausgelöst, wie der starke Rückgang der Renditespanne zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen zeigt: Es wird erwartet, dass die 2-jährigen Zinssätze aufgrund der Entscheidung der Fed, die Geldpolitik zu normalisieren, steigen werden, während die längerfristigen Zinssätze beginnen, das Risiko einzupreisen, dass sich diese Politik als Hemmschuh für das langfristige Wachstum und die Inflation erweist.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Aktien vs. Renten:</b> Relativer Vorteil von Aktien vs. Staatsanleihen hat sich in Regionen wie Europa und Asien nochmals weiter ausgebaut.</li> <li>Was die <b>regionale Ausrichtung</b> betrifft, denken wir, dass aufgrund nach wie vor niedriger Bewertungen und dem zyklischen Wachstumsschub insbesondere <b>Europa („Value Region“)</b> und die <b>Emerging Markets</b> (China mit einem Fragezeichen besetzt) <b>interessant sind</b>.</li> <li><b>Emerging Markets sind bewertungstechnisch weiterhin interessant</b>, doch für eine Outperformance vs. <b>USA brauchen sie einen zentralen Treiber: einen sinkenden USD</b>.</li> <li><b>Die Realrenditen</b> befinden sich (trotz Erwartung eines leichten Anstiegs) in <b>Europa und in USA weiterhin auf sehr tiefem Niveau</b>. Negative (positive) Realrenditen beflügeln (bremsen) i.d.R. Aktien und zinslose Assets, wie z.B. Edelmetalle.</li> <li><b>Credit-Spreads:</b> Die <b>großen Einengungen der Spreads</b> (seit Sommer 2020) liegen höchstwahrscheinlich <b>hinter uns. Daher werden weitere Kurssprünge</b> in diesem Segment des Anleihenmarktes (v. a. in den USA und in Europa) auch im Jahr 2022 <b>bescheiden ausfallen</b>.</li> <li><b>Für 2022 bevorzugen wir:</b> Aktien (trotz hoher erwarteter Volatilität) &gt; Rohstoffe (Edelmetalle) &gt; Credits &gt; Staatsanleihen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Was die Markttechnik und -stimmung betrifft</b>, lassen sich derzeit folgende Muster erkennen: <b>Viele Marktteilnehmer haben sich gegen Tail-Risiken abgesichert</b>. Einige Marktcommentatoren meinen sogar: "The market is hedged". Der <b>Optimismus ist in den letzten Wochen erneut zurückgegangen (Omicron, US Fed als Auslöser)</b>. An der NASDAQ z.B. von in der Spitze knapp 80% auf zuletzt (Ende November) unter 12% Optimisten. Für den Aktienmarkt allgemein liegt der Optimismus noch bei knapp unter 20%. <b>Andere Stimmungskennzeichen</b> (Fear &amp; Fear Indikator, Barbestände und Aktienexposure von Fondsmanagern, Positionieren von Spekulanten auf den Terminmärkten etc.) <b>geben weiterhin ein gemischtes Bild ab. Von einem breiten, euphorischen Marktumfeld</b> – was oft ein Gegenargument für weiter steigende Preise ist – <b>kann nicht die Rede sein</b>.</li> <li><b>USD als wichtiger Indikator für den weiteren markttechnischen Verlauf:</b> Werden die hohen Zinserhöhungserwartungen im Jahr 2022 nicht erfüllt, dann wird sich der USD rasch wieder abwerten (= Erhöhung der Liquiditätslage an den Märkten). Konsequenz: steigende Rohstoff(Gold-)preise, Rückenwind für Emerging Markets und Aktien im Allgemeinen.</li> <li><b>FAZIT: Trotz einiger Belastungsfaktoren sind höhere Aktiennotierungen und höhere Anleiherenditen für die nächsten Monaten wahrscheinlich</b>. Den langfristigen Aufwärtstrend auf dem Aktienmarkt (mit Ausgangspunkt 2009) sehen wir noch nicht unmittelbar gefährdet. <b>Die Renditeerwartungen müssen vs. 2021 zwar gedrosselt werden, die Volatilität wird mit hoher Wahrscheinlichkeit steigen und Korrekturen um die 15-20% sind zwar jederzeit möglich</b>, doch von einem <b>langanhaltenden Bärenmarkt gehen wir derzeit (noch) nicht aus</b>. Das Zinsniveau in der westlichen Welt ist real weiter auf einem Rekordtief, was Konjunktur und Börse dauerhaft stark stimulieren sollte. Zudem ist mit Ausnahme gewisser spekulativer Exzesse (Crypto-Währungen, gewisse Subsegmente des IT-Bereichs, SPAC-Aktien-Boom, "Meme"-Aktien von Retailinvestoren etc.) noch keine breite Euphorie auf den Märkten feststellbar. <b>Die Markttechnik – trotz sich verschlechternder Marktbreite (-partizipation) – spricht ebenfalls nicht für eine länger andauernde Baisse</b>.</li> </ul>

## v CONREN's M<sup>3</sup> 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	
	«Absolut»	«Relativ»
<ul style="list-style-type: none"> <li>Zinsen, Inflationsraten</li> <li>Geldmenge, Kreditschöpfung</li> <li>Währungsrelationen</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KGV</li> <li>P/B</li> <li>ROE</li> <li>Dividenden-Renditen</li> <li>Gewinn-Renditen</li> <li>YTM</li> <li>Duration</li> <li>Kreditbonität</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen</li> <li>«Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen)</li> <li>Gold/Aktien/ Anleihen-Relation</li> <li>Korrelationen zw. Vermögensklassen</li> <li>...</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe)</li> <li>Preis- und Volumenbewegungen</li> <li>Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung)</li> <li>Marktstimmung («sentiment»)</li> <li>Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten)</li> <li>...</li> </ul>		
<p>Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomische Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Wachstum,</li> <li>Inflation (Zinsen) und</li> <li>monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).</li> </ol>	<p>Hier werden sowohl «relative» wie «absolute» Bewertungsparameter herangezogen. Unterschiedliche Vermögensklassen 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).</p>	<p>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 &amp; volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

## vi Koordinaten

Für Deutschland: **info@conren.de**

Für die Schweiz (nur für qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3ter des KAG): **info@conrenfonds.com**

CONREN-Blog: <https://conrenfonds.com/conren-blog/>

CONREN Newsletter: <https://conrenfonds.com/kontakt/>

## vii 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.

## vii Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

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](http://www.ipconcept.com)) oder unter der E-Mail: [info@ipconcept.com](mailto: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.