



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Sommer 2020



Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	9
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	11
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	21
v Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds	22
vi CONREN's M3 erklärt	23
vii Koordinaten	24
viii Rechtlicher Hinweis	25

i Rückblick



CONREN Fondsmanger 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.

- **Der Beginn des zweiten Quartals 2020 war einerseits geprägt durch die massive Eintrübung der ökonomischen Faktoren und andererseits vom Start einer fulminanten Rallye.** Die Börse hat die Lockerung der Lockdown-Maßnahmen und die sinkende Ansteckungsrate in den westlichen Ländern antizipiert und die **Erholung hat sich im Mai und Juni nochmals akzentuiert.**
- **Diese Gegenbewegung an den Märkten ist ungewöhnlich.** Seit dem Tief im März ist beispielsweise der US-Leitindex S&P 500 um fast 40% gestiegen (bestes Quartal seit Q4 1998. NASDAQ bestes Quartal seit Q4 2001. Globaler Aktienindex bestes Quartal seit Q2 2009). Doch bei den Anlegern fehlt der typische Überschwang. Gemäss einer Umfrage der American Association of Individual Investors (AAII) ist fast die Hälfte der Privatinvestoren skeptisch, ob die Kurse weiter steigen. Im Jahresvergleich überwiegen weiterhin die Kapitalabzüge aus Aktienfonds. Auch viele Fondsmanger zeigen sich gemäß einer Umfrage der Bank of America so besorgt wie noch nie, dass die Aktienmärkte überbewertet sind. Selbst der Internationale Währungsfonds (IMF) warnt in seinem neusten Bericht zur globalen Finanzstabilität: „Gemäß IWF-Modellen ist die Differenz zwischen Marktpreisen und den Fundamentalbewertungen in den meisten Aktien- und Anleihemärkten der Industrieländer nahe einem Rekordhoch.“
- **Selbst während des zweiten Quartals können erneut aufkeimende Spannungen zwischen USA und China und die Bürger-Ausschreitungen in USA die positive Marktdynamik nicht aufhalten. Im Gegenteil, die Kluft zwischen „Wall Street und Main Street“ weitet sich ungebremst weiter aus.**
- **Warum läuft die Börse, wenn die Weltwirtschaft so fragil ist?** Es ist zwar davon auszugehen, dass einerseits viele Unternehmen in den nächsten Monaten trotz Niedrigzinsen mit dem Rotstift unterwegs sein werden und ihre Ausgaben- und Investitionsseite einem generellen Review unterziehen (was ist notwendig, was „nice to have“) und sich andererseits Konsumenten eher zögerlich bei Neuanschaffungen verhalten werden (eine hohe Anzahl an Beschäftigten ist nach wie vor in Kurzarbeit bei niedrigerem Einkommen). Für die Börse wesentlich wichtiger ist aber, wie die Einschätzung der Konjunktur für die nächsten 9 bis 12 Monate ausfällt und wie der Markt die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken einpreist.
- Die **monetären und fiskalischen Maßnahmen** der letzten Monate haben eine **strukturelle Rezession** bisher verhindern können und die Aktienmärkte reflektieren diesen Umstand. Insbesondere die Aufblähung der US-Fed-Bilanz ist der wesentliche Treiber für diese positive „Zukunftsdiskontierung“ in den Aktienpreisen. Mit dem herkömmlichen Verhalten der Börse als Vorlaufindikator für die Konjunktur hat das natürlich wenig zu tun. Ausgehend von den heutigen Werten wird sich die Wirtschaft in den nächsten Monaten zum Teil deutlich erholen, doch ob in den nächsten 3-4 Quartalen das Vorkrisenniveau erreicht werden kann, bleibt nach wie vor offen. Auf den heutigen Niveaus eskomprieren die Börsen wahrscheinlich eher positive Konjunkturdaten von Ende 2021/erste Hälfte 2022 als sonst übliche Zeiträume von 9 bis 12 Monaten.
- **Im Juni kehrte punktweise Nervosität an die Märkte zurück** angesichts steigender Fallzahlen in diversen US-Bundesstaaten und eines lokalen Ausbruchs in Peking. Doch Investoren ließen sich nur kurzzeitig beeindrucken. Dies weist auf zwei Annahmen hin. Erstens werden auch bei steigenden Fallzahlen keine ähnlich drakonische Lockdown-Maßnahmen erwartet und zweitens nehmen die Marktteilnehmer an, dass die Zentralbanken ohnehin bei einem Börsenabsturz rettend einspringen werden.

i Rückblick

- **Unser optimistisches Szenario, welches wir vor drei Monaten (vgl. Frühling Kommentar) an dieser Stelle präsentiert haben, ist schneller als erwartet eingetroffen.** Da in den meisten Ländern trotz Ende des Lockdowns bisher keine neuen Infektionswellen folgten, verringert sich die Angst vor dem Virus zunehmend und lässt auf eine Erholung in den meisten Sektoren der Wirtschaft hoffen. Die Unternehmen überstanden den Nachfrageeinbruch dank großzügiger staatlicher Unterstützung, während die Nachfrage bei den Konsumenten zurückging und für höhere Ersparnisse sorgte. Die Erholung der Wirtschaft hängt davon ab, in welchem Ausmaß die Konsumenten ihre Nachfrage nachholen. Die billigeren Energiekosten und tiefen Zinsen helfen dabei.
- **Zunächst** erwarteten die Marktteilnehmer eine **schleppende Erholung, veranschaulicht durch die Outperformance von Wachstums- und defensiven Werten nach dem Tief im März. Anschließend** machte sich jedoch eine **Sektorenrotation** bemerkbar. Eine verbesserte Anlegerstimmung, die Angst, Kursgewinne zu verpassen (FOMO), und hohe Bewertungsunterschiede verhalfen den zyklischen Werten zu einer imposanten Aufholjagd. **Die Outperformance des deutschen DAX** (welcher stark von der globalen Konjunktur abhängig ist) **gegenüber dem S&P 500 seit Mitte Mai, spiegelt die Erwartungen einer zyklischen Erholung wider.** Zu diesem Muster passt sowohl die Abschwächung des US-Dollars, welchen man als den Barometer der Rotation betrachten kann, als auch eine Erhöhung der langfristigen Zinsen und eine Entspannung am Rohöl- und Kupfermarkt. Die „tisk-On“-These wird durch die jüngsten Kursavancen von kleinen Unternehmen abgerundet. Während die Erholung zuerst von Large-Cap-Unternehmen getrieben wurde, hat sich die Marktbreite wieder erhöht .
- Ein Zeichen einer rascher als erwarteten Erholung der Konjunktur stellen auch die positiven Überraschungen diverser Indikatoren dar, allen voran der **Citigroup Economic Surprise Index** für die USA. Andererseits könnten die Überraschungen lediglich als Ausdruck von zu pessimistischen Erwartungen interpretiert werden. Die Entwicklung der **Einkaufsmanager-Indizes** in den nächsten Wochen dürfte mehr Klarheit darüber verschaffen.
- **Die Wiederbelebung zyklisch sensibler Rohstoffe einschließlich Erdöl hat sich im Juni verstärkt.** Für die Sorte Brent liegt der Kassakurs über den Terminkursen, was auf eine erhöhte Nachfrage zurückzuführen ist. Der Abbau der Lagerbestände in Kombination mit einer Reduktion der Fördermenge unterstützt dabei den Preis.
- In den **letzten drei Handelswochen haben der Euro Stoxx 50, der Dax und der Nikkei** – alle Indizes mit einem hohen Anteil an zyklischen Sektoren – auch deutlich besser abgeschnitten **als der technologielastige Nasdaq 100 und der gesundheitslastige Swiss Market Index.**
- Die Börsen haben ab dem 20. März zwar weltweit zu einer markanten Erholung angesetzt. **Ein Blick unter die Oberfläche und zwischen den Indizes zeigt aber große Unterschiede auf. Die groß kapitalisierten Technologiewerte** zeigten im Abschwung relative Stärke und führen die Erholungsrally an.
- **Die Märkte rechnen mit einem deflationären Aufschwung.** Nach dem Wiederanlaufen der Volkswirtschaften und dem Rückgang der Neuinfektionen sollte die wirtschaftliche Leistung wieder hochgefahren werden. Hohe Arbeitslosigkeit, tiefe Rohstoffpreise und Unsicherheit belasten jedoch die Inflationserwartungen. Eine Deflation ist jedoch gefährlich. Zum einen steigen die Schulden real und zum anderen erhöht eine Deflation die Realzinsen. Dies würde restriktivere geldpolitische Bedingungen sowie einen stärkeren US-Dollar implizieren.

i Rückblick

- **Um die historisch hohe Arbeitslosigkeit zu senken und die Deflation zu bekämpfen, wird bei den Zentralbanken eine aktive Kontrolle der Renditekurve diskutiert (Yield Curve Control).** Grund dafür ist der weltweit gewaltige Finanzierungsbedarf der Staaten. In den USA beträgt das diesjährige Haushaltsdefizit 118% des BIP und ist somit auf dem höchsten Stand seit 1945. Zudem hat die US-Fed Zinserhöhungen ausgeschlossen, bis ihr Ziel der Vollbeschäftigung erreicht ist („lower for longer“). Die Prognosen zeigen aber, dass eine V-förmige Erholung im Jahr 2020 ausgeschlossen ist und die Output-Lücke nicht vor Ende 2022 geschlossen sein wird. Zentral dabei ist die Entschlossenheit der **US-Fed** „[...] to do whatever we can, for as long as it takes“, **ungeachtet des Einflusses auf die Asset-Preise.** Die zahlreichen Zentralbankinterventionen haben jedoch zur **Folge, dass der Bondmarkt seine Funktion als Indikator für Zukunftsaussichten nicht in dem Maß erfüllen kann, wie das Investoren normalerweise annehmen.**
- **Die Zentralbanken bleiben also die wichtigste Stütze der Investoren.** Die kumulierte Bilanz der US-Fed, der EZB und der Bank of Japan haben sich in den letzten drei Monaten um mehr als USD 4 Bio. vergrößert. Dies übertrifft die Liquiditätsspritzen von 2008 bei Weitem.
- Der **sino-amerikanische Konflikt** spitzt sich angesichts der politischen Entwicklungen in Hong Kong weiter zu. Trotz einer erwarteten harten Linie gegenüber China bleiben konkrete Sanktionen der Amerikaner aber aus. In Kombination mit einer Abwertung des Yuan könnte das Verhältnis zwischen den beiden Ländern die Börsen jedoch belasten.
- **Aktuellste Indikatoren** gegen Ende des zweiten Quartals anhand von **Optionsmärkten und der Abflüsse aus Geldmarktfonds** (kurzfristige, liquide Anlagen) weisen zwar auf **zunehmenden Optimismus hin.** Gleichzeitig unterstrichen aber die **hohen Bargeldbestände** von aktiv gemanagten Fonds die anhaltende Skepsis gegenüber der positiven Entwicklungen im zweiten Quartal. **Dies deckt sich auch mit den Antworten der eingangs erwähnten Investoren-Befragungen.**
- Die **Erholung des US-Volatilitätsindex (VIX)**, welcher von einem Allzeithoch von 80 bis auf eine Bandbreite von 24-26 gesunken ist, konnte sich **ab Mitte Juni nicht weiter fortsetzen.** Das **neue Niveau (35-40) signalisiert eine hohe Unsicherheit,** welche mit der aktuellen Marktstabilität jedoch inkompatibel ist.
- Durch die expansive EZB-Politik und umfangreiche fiskalische Stimuli, und insbesondere auch durch das positive Signal eines Wiederaufbauprogramms(-fonds), **ist die Gefahr eines unmittelbaren Zerfall Europas beziehungsweise der Europäischen Union (EU) deutlich geschrumpft.** Dadurch werden deutsche Bundesanleihen weniger nachgefragt und die Risikoaufschläge sinken.

i Ausblick

- Wir gehen in den nächsten Wochen trotz höherer COVID-19-Fallzahlen von **keinem ähnlichen Einbruch an den Börsen wie im ersten Quartal** aus. Die Stützungsprogramme der Regierungen, der Notenbanken und die tiefere Wahrscheinlichkeit von erneuten flächendeckenden Lockdowns sprechen vom Trend her für ein weiterhin vorherrschendes „Risk On“-Klima.
- Festigt sich in den kommenden Monaten die Erwartung einer robusten Erholung, so dürften die langfristigen Zinsen, welche sich in den letzten drei Monaten zwischen 60 und 80 Basispunkten bewegten, wieder etwas steigen. Die große Frage ist aber nicht ob, sondern wie weit die US-Zentralbank die Verzinsung langfristiger Papiere steigen lässt. Denn angesichts des hohen Budgetdefizits der USA (2020: 15% des BIP) und der bereits hohen Staatsverschuldung wird nicht nur in den USA zu weiteren finanziellen Repressionsmaßnahmen gegriffen werden müssen (nominelle Verzinsung unter Inflation). Das Szenario einer Erholung der Volkswirtschaften und einer Kontrolle der Renditekurve ist also wahrscheinlich. Unter der Annahme von vorübergehend höherer Inflation würde dadurch die Schuldenlast der Regierungen sinken.
- In der mittleren Frist könnten sich die Inflationserwartungen aufgrund der expansiven Fiskal- und Geldpolitik, der De-globalisierung und steigender Rohstoffpreise erhöhen. Dies würde zu Aufwärtsdruck am längeren Ende der Zinskurve führen.
- **Der konjunkturelle Erholungspfad**, welcher derzeit vielerorts durch positiv überraschende Indikatoren aufgehellert wird, bleibt **jedoch weiterhin unsicher. Kurzfristig rücken die Gewinnerwartungen der Unternehmen in den Fokus.** Angesichts der gesunkenen Gewinnerwartungen und stark gestiegener Börsenkurse sind die aktuellen Aktienbewertungen auf sehr hohem Niveau. Aus diesem Grund ist die Dauerhaftigkeit des aktuellen Aufwärts-Momentums aus unserer Sicht zunehmend von den Gewinnerwartungen abhängig. Im Hinblick auf die vorherrschenden Risiken (zweite Ansteckungswelle, geopolitische Unsicherheit, extreme Bewertungen) bleiben Aktienbewertungen weltweit sehr fragil und lassen im kommenden Quartal wenig Raum für Enttäuschungen.
- Nichtsdestotrotz darf nicht unterschätzt werden, dass auch ein **weiterer Treiber außerhalb von realökonomischen Gegebenheiten mittelfristig für eine Fortsetzung der Börsenerholung spricht.** Die heutige Zinslandschaft macht es für Anleger zunehmend unmöglich, in **(Staats-)Anleihen** zu investieren. Wenn zum Beispiel zehnjährige deutsche Bundesanleihen mit zwischen -0,3% und -0,8% rentieren, dann weisen sie ein völlig **asymmetrisches Chancen-Risiko-Profil** auf. Das hat auch die jüngste Marktverwerfung gezeigt, als die Renditen der üblichen „safe haven assets“ nicht mehr fielen, sondern sogar noch stiegen. Anleger können mit solchen Anlagen auf Jahre hinaus nur noch verlieren und werden daher vermehrt Aktien bevorzugen. Selbst in den USA ist die (noch positive) Rendite langfristiger Staatsanleihen kaum noch interessant. **Bei Aktien besteht langfristig die Chance, dass die Unternehmen sich an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen und ihre Erträge über den Zyklus steigern können.**
- **Die Ansteckungszahlen haben sich in den letzten Wochen auf weltweiter Basis beschleunigt.** In Europa scheint die Situation auch einen Monat nach der Aufhebung der Lockdowns mehr oder weniger unter Kontrolle zu sein, im Gegensatz zu den USA, wo sich die Lage weiter verschlechtert. Es bleibt jedoch fraglich, ob es in den USA zu erneuten großflächigen Lockdown-Maßnahmen kommt, da Präsident Trump hinsichtlich der Wahlen ein starkes Interesse an einem Wirtschaftsaufschwung hat.

i Ausblick

Aber auch in anderen Teilen der Welt (inkl. Europa) gehen wir nicht mehr von ähnlich drakonischen Lockdowns aus, wie sie noch vor einigen Wochen vorherrschten. **Angesichts der bereits massiven volkswirtschaftlichen Kosten und der bisherigen Erfahrungen im Umgang mit dem Virus wird man künftig mit hoher Wahrscheinlichkeit nur noch punktuelle Beschränkungen und Maßnahmen treffen.** Für die weitere Börsenentwicklung werden unseres Erachtens also primär konjunkturelle Faktoren sowie unternehmensspezifische Fundamentaldaten (Gewinnentwicklungen) und weniger die Höhe der COVID-19-Fallzahlen eine entscheidende Rolle spielen.

- **Kurzfristig beflügelt die Aussicht, dass Europa schneller aus der Krise kommt, die Risikotitel (Aktien) des alten Kontinents.** Aktuell gibt die Erwartung, wie stark die Corona-Krise die einzelnen Volkswirtschaften trifft, den Takt an den Märkten vor. **Europäische Aktien dürften in nächster Zeit ihre Pendants aus den USA weiter „outperformen“,** auch deshalb, weil Europa als „zyklische“ Region von einer Erholung der Weltwirtschaft stärker profitiert.
- **Eine langfristige Outperformance europäischer Aktien ist aber weniger wahrscheinlich,** zumal COVID-19 am Fundament der europäischen Wirtschaft rüttelt. Der Trend zur Deglobalisierung, welcher schon lange vor der jüngsten Krise begonnen hat, wurde in diesem Jahr immens beschleunigt. Dies führt dazu, dass weitläufige Wertschöpfungsketten aufgelöst werden, um sie künftig widerstandsfähiger zu machen. Aus „just-in-time“ wird „just-in-case“. Zudem profitiert Europa weit weniger stark von der Digitalisierung als die USA mit ihrem dominanten Technologiesektor. Dieser strukturelle Deglobalisierungstrend dürfte in den nächsten Jahren auch in den Schwellenländern seine Spuren hinterlassen. Emerging Markets haben dank der Globalisierung in den letzten 40 Jahren einen enormen wirtschaftlichen Aufstieg erlebt. Ihre Rolle als Werkbank des Westens und Chinas ist nun in Gefahr.
- Dass Zentralbanken für die kommenden zwei Jahre und evtl. darüber hinaus keine Zinserhöhungen in Aussicht stellen, wirkt **sich positiv auf den Goldpreis aus. Da wir nun zunächst eher eine Phase der Disinflation erwarten,** sehen wir den **Goldpreis kurzfristig eher in einer Seitwärtsbewegung oder leicht fallend,** bis die Deflationsgefahr zu groß wird und die Wirtschaft zu träge wächst oder Aktienkurse fallen. **Danach ist es nicht unrealistisch, dass der Goldpreis als Folge weiterer Interventionen der Zentralbank in den kommenden Jahren auf weit über USD 2.000 pro Unze steigen wird.**
- Nicht steigende Leitzinsen bedeuten aber nicht, dass sich private Haushalte und Unternehmen weiterhin billig Geld leihen können. Diese Kosten könnten aufgrund steigender Risikoaufschläge trotzdem in die Höhe gehen. Die Risikoaufschläge für Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen, welche im April und Mai deutlich gefallen sind, dürften ohne weitere umfangreiche Fiskal- und geldpolitische Impulse wieder steigen.
- Sollte die Unsicherheit über den Sommer wieder zunehmen, würden erneut defensive Sektoren nachgefragt. Der wahrscheinlichste Fall wäre dann eine Seitwärtskonsolidierung für US-amerikanische sowie europäische Aktienmärkte. Dabei ist aber das Abwärtsrisiko durch den FOMO-Faktor limitiert: Seit Ende März waren Rückschläge an den Märkten kurzlebig, zum einen durch positive Signale der Zentralbanken und zum anderen durch zahlreiche Investoren an der Seitenlinie, welche bereit waren, bei fallenden Kursen Aktien zu kaufen.

i Ausblick

Ausgewählte Marktindikatoren, die für den weiteren Verlauf an den Finanzmärkten wichtig sind:

- **Anlegerstimmung und wirtschaftliche Datenlage**

Eine globale Fortsetzung der positiven Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes auf einen Wert über 50 (ähnlich wie in China) wird benötigt, um die Sektorenrotation hin zu Zyklikern, welche kürzlich etwas an Fahrt verloren hat, zu rechtfertigen.

- **Entspannung an den Anleihe- und Kreditmärkten**

Solange sich die Anspannung an den Bondmärkten nicht nachhaltig legt, wird es für den Aktienmarkt schwierig, sich von diesen zu entkoppeln und sich damit zu erholen. Bondmärkte müssen sich zuerst stabilisieren. Zentralbanken sollten durch ihre Zinspolitik (Yield Curve Control) unterstützend wirken.

- **Rückgang der Volatilitäten**

Der VIX-Index sollte (in Kopplung mit den Risikoaufschlägen an den Bondmärkten) auf seinen langfristigen, gleitenden Durchschnitt von 23-25 zurückgehen.

- **Weitere Dollarschwäche**

Ein schwächerer US-Dollar wäre gleichbedeutend mit einem weltweiten Liquiditätszuschuss. Hinzu kommt, dass die Schuldenlast (in USD) vieler Schwellenländer und damit ihre Währungen wieder weniger unter Druck stünden. Damit wären Rohstoffe ebenfalls günstiger, was einerseits den Inflationsdruck verringert, andererseits aber den Konsum anregt.

- **Einzelhandelsumsätze und Handelsströme**

Eine positive Entwicklung der Einzelhandelsumsätze und Handelsströme stellt einen guten Indikator für die Widerstandsfähigkeit der Konsumenten dar. Sollte sich der starke Rückgang hier nicht fortsetzen, so würde das intakte Erwartungen bedeuten.

- **Arbeitslosigkeit**

Die aktuell hohe Arbeitslosigkeit in den USA (2020: 13% vs. 2019: 3.3%) bzw. hohe Anzahl an Arbeitnehmern in Kurzarbeit in Europa muss wieder deutlich sinken. Eine anhaltend hohe Arbeitslosigkeit würde die Wirtschaft in vielerlei Hinsicht belasten.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Zusammenfassung Basisszenario

- **Kurzfristig besteht durchaus noch Rückenwind für die Börsen** - auch weil die Anlegerstimmung nach wie vor nicht euphorisch ist. Nach dem Kursfeuer im zweiten Quartal wird die Luft nun aber immer dünner und das **Rücksetzungs-potential in den nächsten Wochen steigt**. Die Diskrepanz zwischen fundamentalen Faktoren und den Preisen an den Börsen ist aktuell äußerst hoch. Auf diesen Niveaus braucht es relativ wenig, um die Kurse nach unten korrigieren zu lassen.
- **Neue Tiefpunkte bei den Indizes sehen wir derzeit aber nicht.**
- Die immensen monetären und fiskalischen Stützungsmaßnahmen werden sich weiterhin entfalten und die **Wirtschaft wird in der zweiten Jahreshälfte an Dynamik gewinnen**. Die konjunkturelle Erholung wird sich in steigenden Unternehmensgewinnen niederschlagen. **Zyklische und in der Regel günstiger bewertete Märkte (wie beispielsweise Europa) sollten kurzfristig weiter profitieren.**
- Die **Inflation bleibt insgesamt tief**, weshalb die Zentralbanken expansiv bleiben.
- **Aktien werden im zweiten Halbjahr** - trotz hoher Bewertungen und kurzzeitiger Rücksetzer – **die bevorzugte Asset-Klasse sein. Zwischenzeitliche Korrekturen möchten wir dazu nutzen, um die Aktien-Nettoexposition auszubauen.**
- Es braucht aber noch eine Weile, bis die ökonomischen Schäden der Lockdowns behoben sein werden. Daher verlagern sich **Investorenpräferenzen auf Regionen, welche die Virus-Pandemie halbwegs gut im Griff haben, und auf Sektoren und Titel, welche in einem Umfeld tiefen Wachstums, tiefer Zinsen und tiefer Inflation profitieren können.**
- **Konjunktursensitive „Value“-Aktien werden wir weiterhin vor allem in Europa und gegebenenfalls in rohstoffsensitiven Regionen suchen und unter Umständen neu in die Portfolios aufnehmen. Der Fokus im Bereich wachstumsstarke IT-Unternehmen bleibt in USA und Asien (China). Cashflow- und dividendenstarke, defensive Werte im Pharma- und Konsumgüterbereich werden sich weiter auf global ausgerichtete Unternehmen in den USA und Europa konzentrieren. In den Emerging Markets bevorzugen wir Asien.**

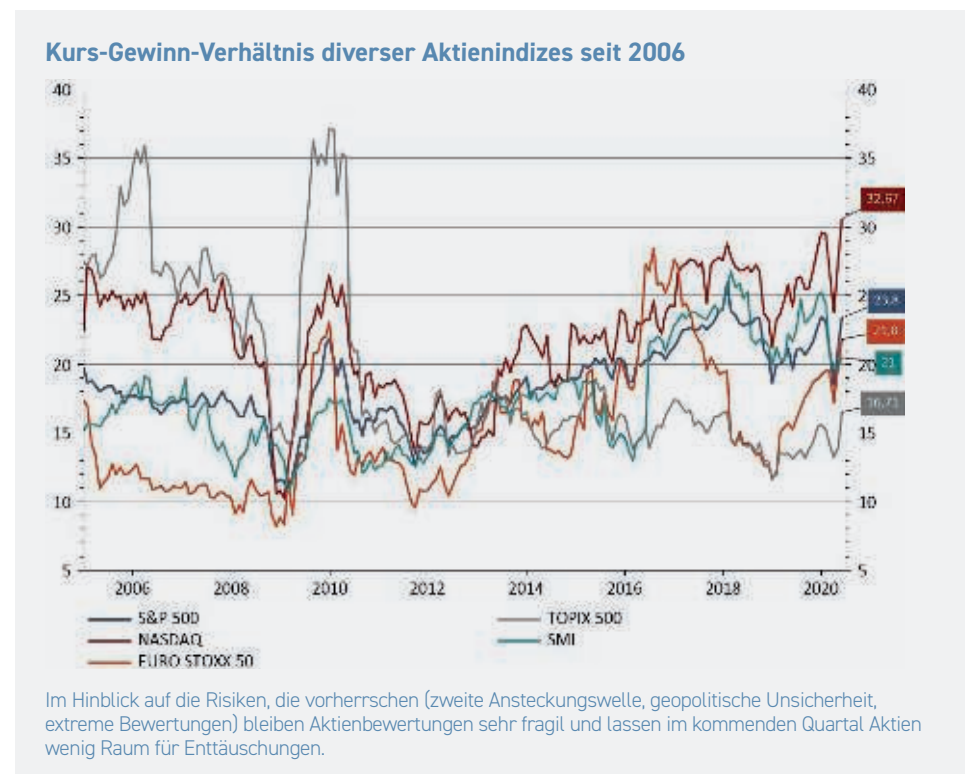
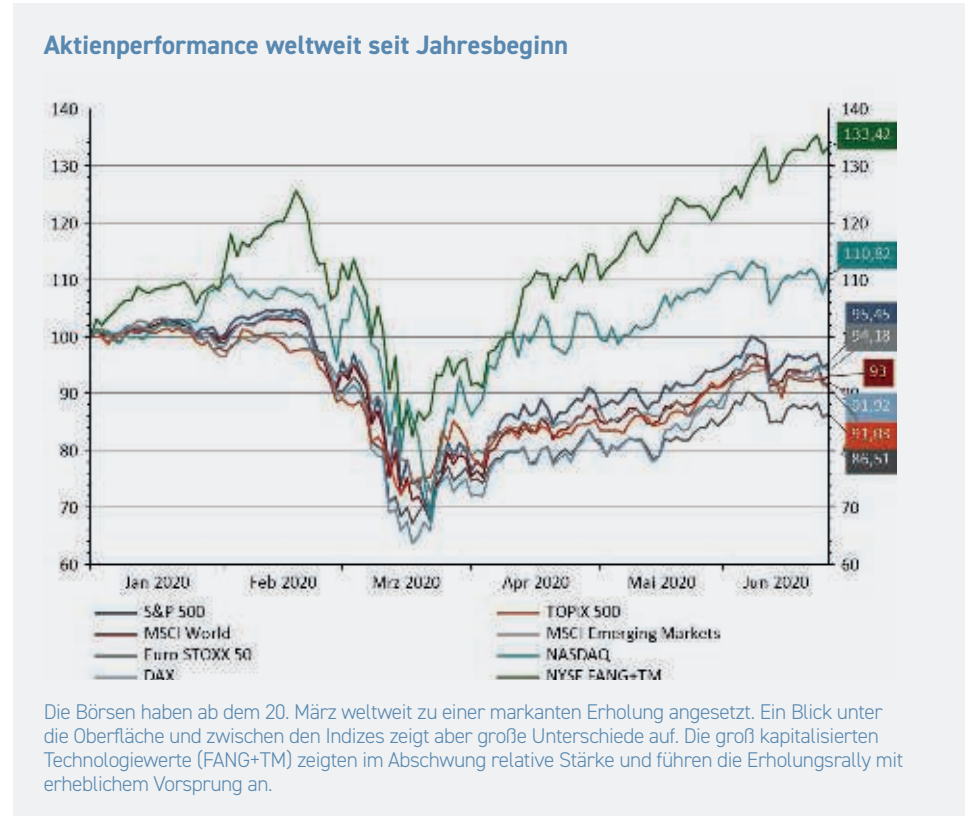
ii Zusammenfassung Basisszenario

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

1. Die Entwicklung der **Angebotsstruktur und des Nachfrageverhaltens** nach den COVID-19-Lockdowns
2. Die **konjunkturelle Lage** muss sich im Q3 und Q4 2020 deutlich erholen, damit die bisherigen Aktiennotierungen fundamental untermauert werden (Gewinnentwicklungen der Unternehmen!)
3. **Neue Erkrankungswellen**, welche das schrittweise Hochfahren der Wirtschaft unterbinden könnten
4. Erneute politisch und wirtschaftlich bedingte **Spannungen zwischen den USA und China**
5. **Die Vorbereitungsphase auf die US-Präsidentenwahlen im Spätherbst**
Im dritten Quartal rückt die Unsicherheit rund um den US-Wahlkampf in den Vordergrund. Dieser kann die Märkte in vielerlei Hinsicht beeinflussen. Aufgrund schwindender Zustimmungsraten dürfte Donald Trump mit allen Mitteln versuchen, die US-Wirtschaft in Schwung zu bringen (Ankündigung weiterer fiskalpolitischer Unterstützungsimpulse). Im Gegensatz dazu könnte eine harte Linie gegenüber China die Börsen belasten. Sollten die Demokraten (unter Joe Biden) in den Umfragen vorne liegen, dann werden sich die Finanzmärkte auf mögliche Interventionen in Branchen wie Technologie, Pharma und Energie sowie auf höhere Steuern einstellen. Das kann durchaus zu beträchtlichen Sektorenrotationen führen. Die bisherigen „high flyers“ wie US-Tech und Gesundheitsaktien könnten dann durchaus stark unter Druck geraten.

iii Rückblick & Ausblick

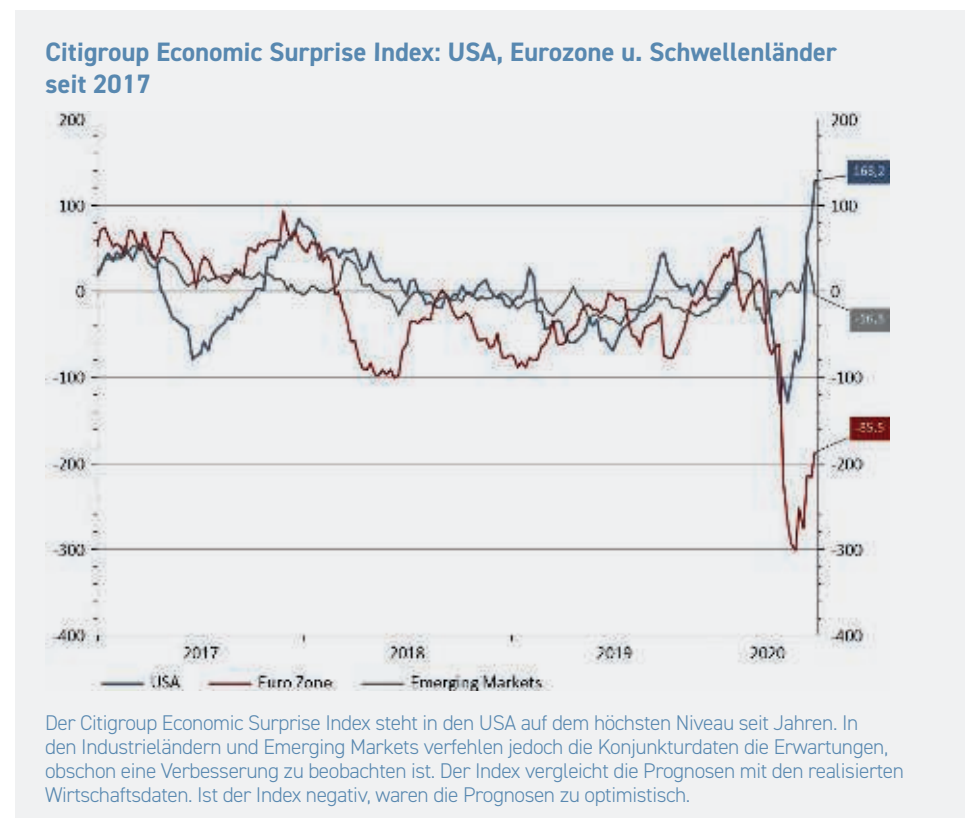
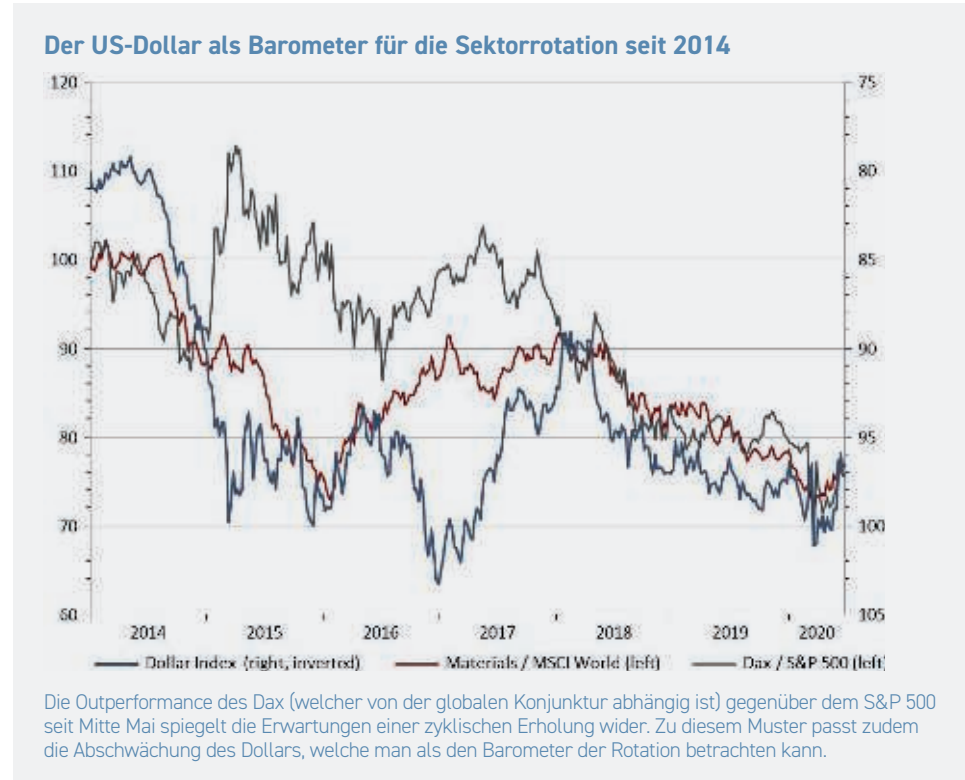
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

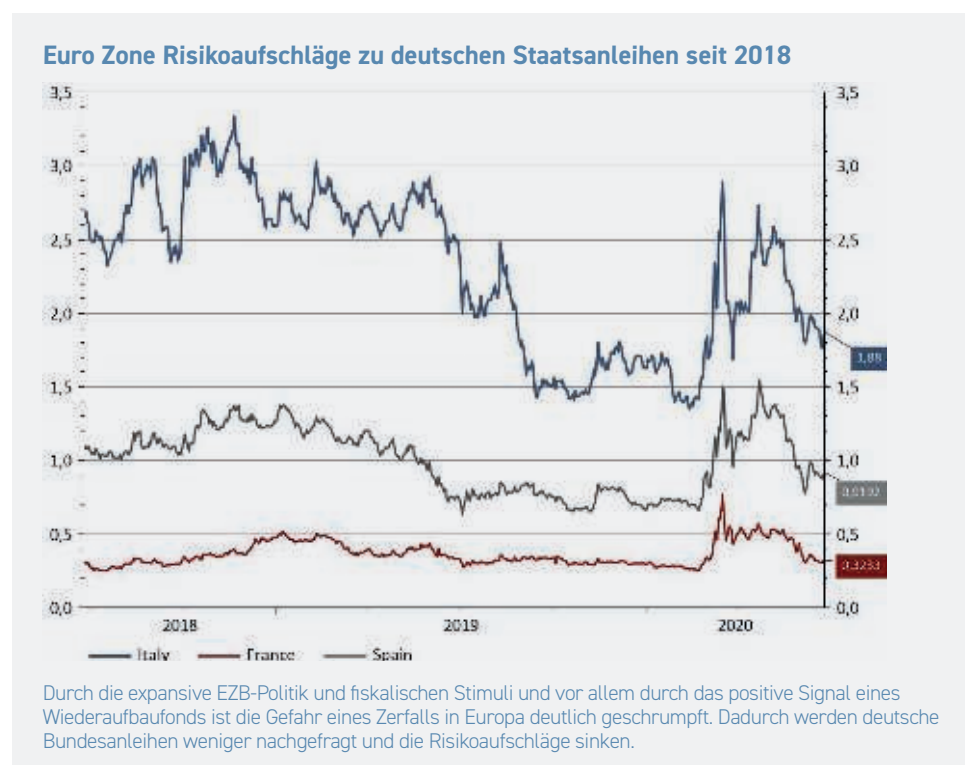
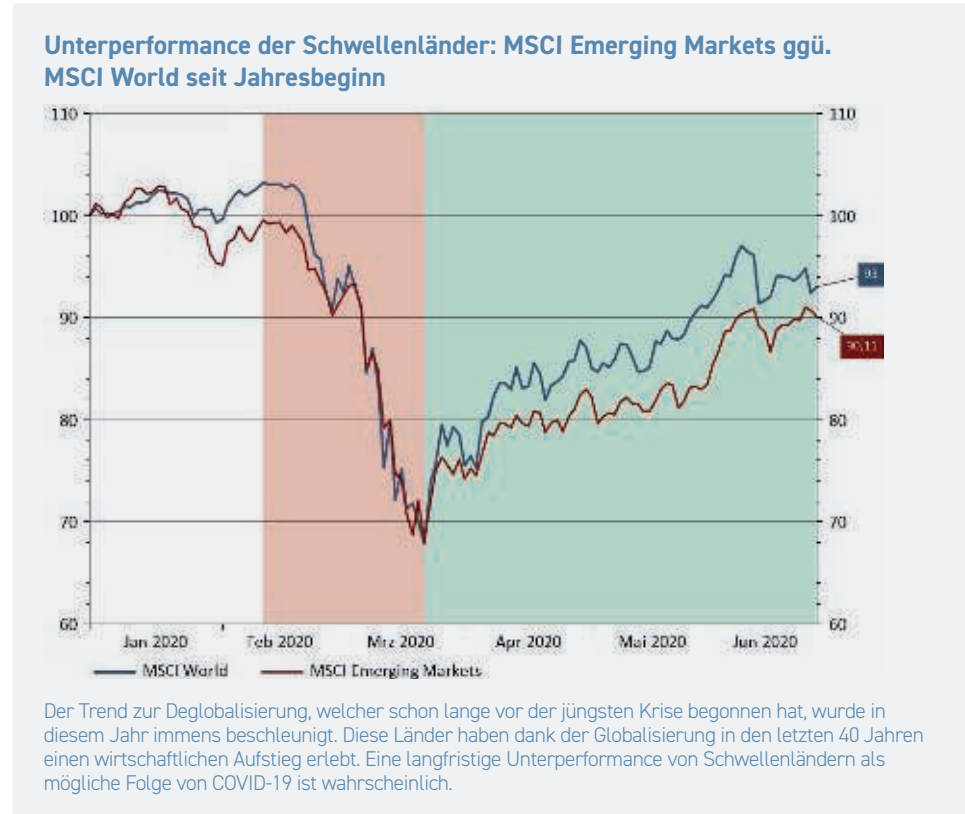
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

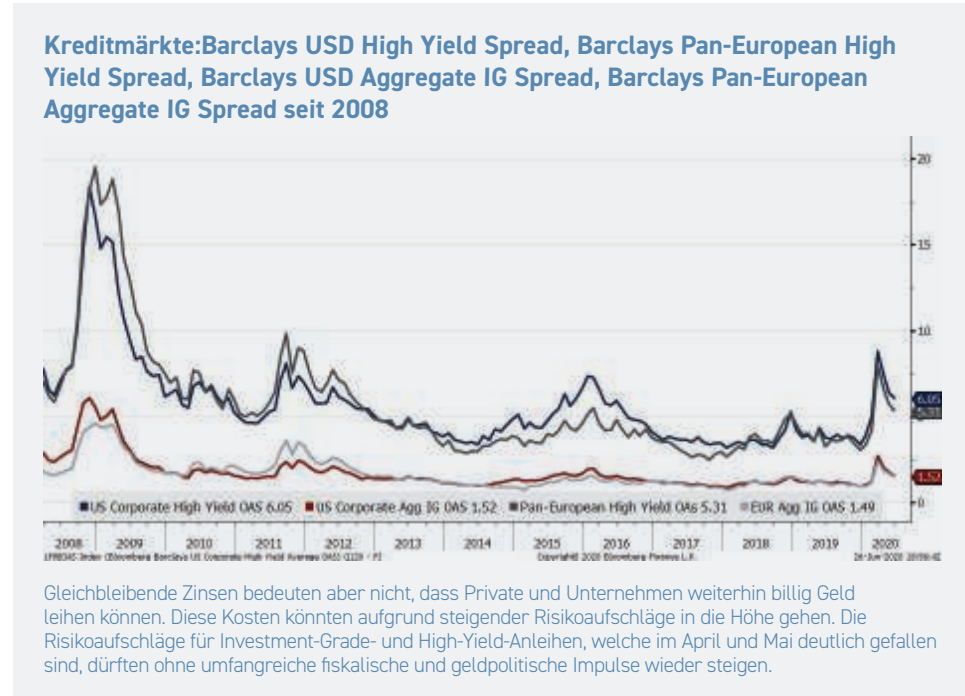
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin, Bloomberg

iii Rückblick & Ausblick

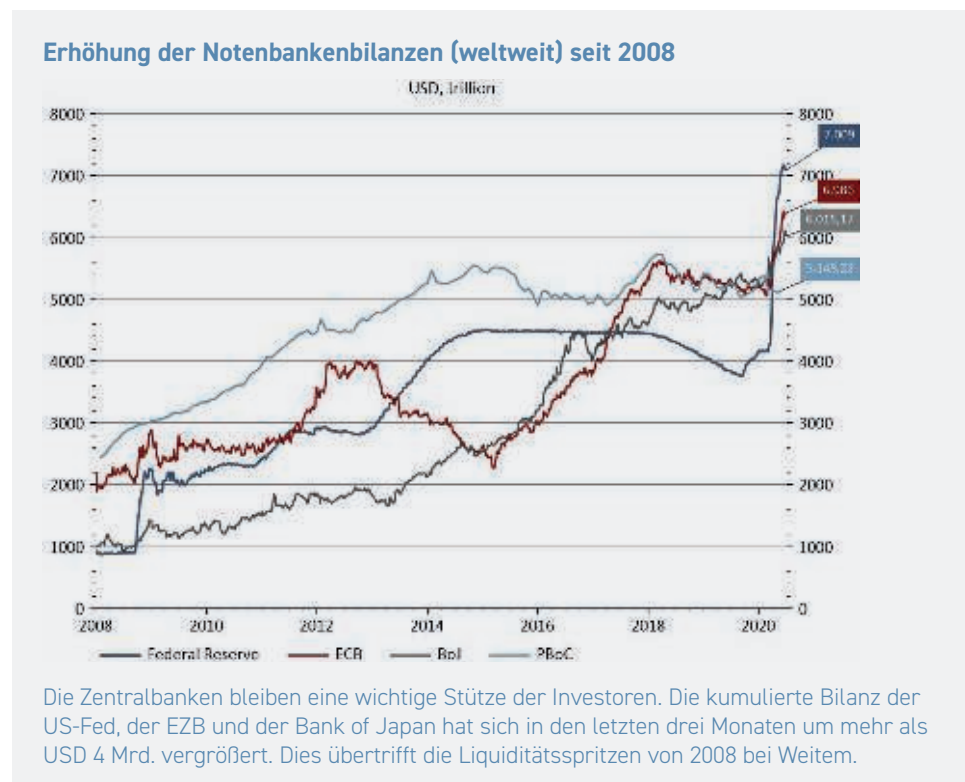
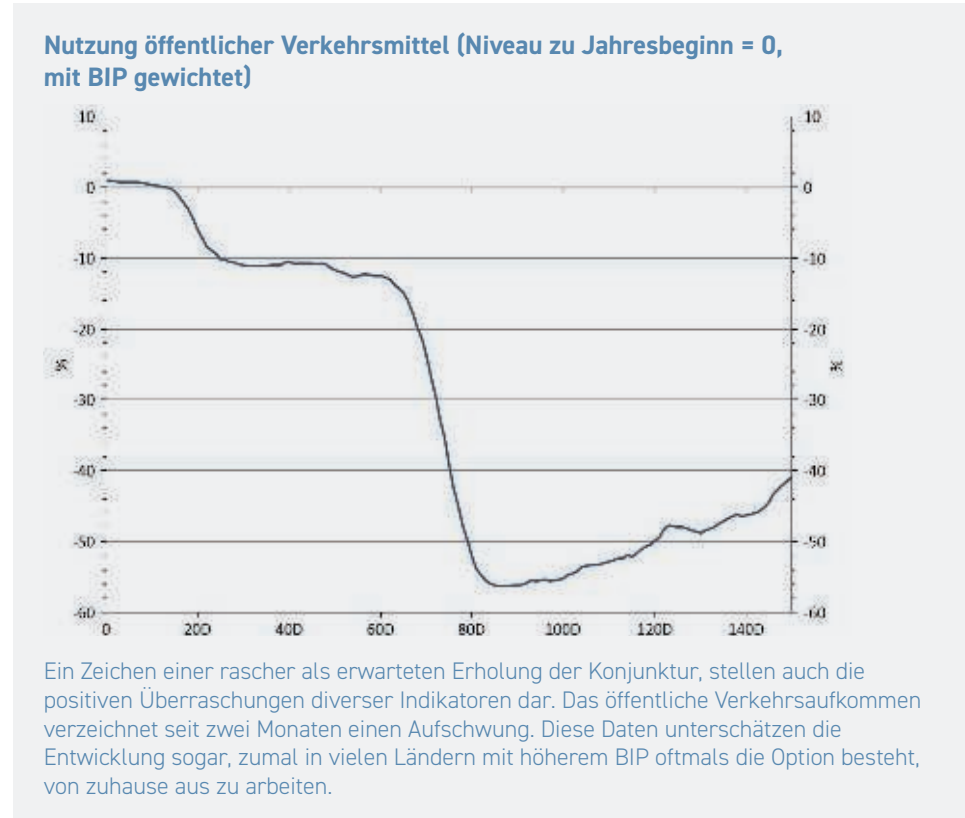
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin, Bloomberg

iii Rückblick & Ausblick

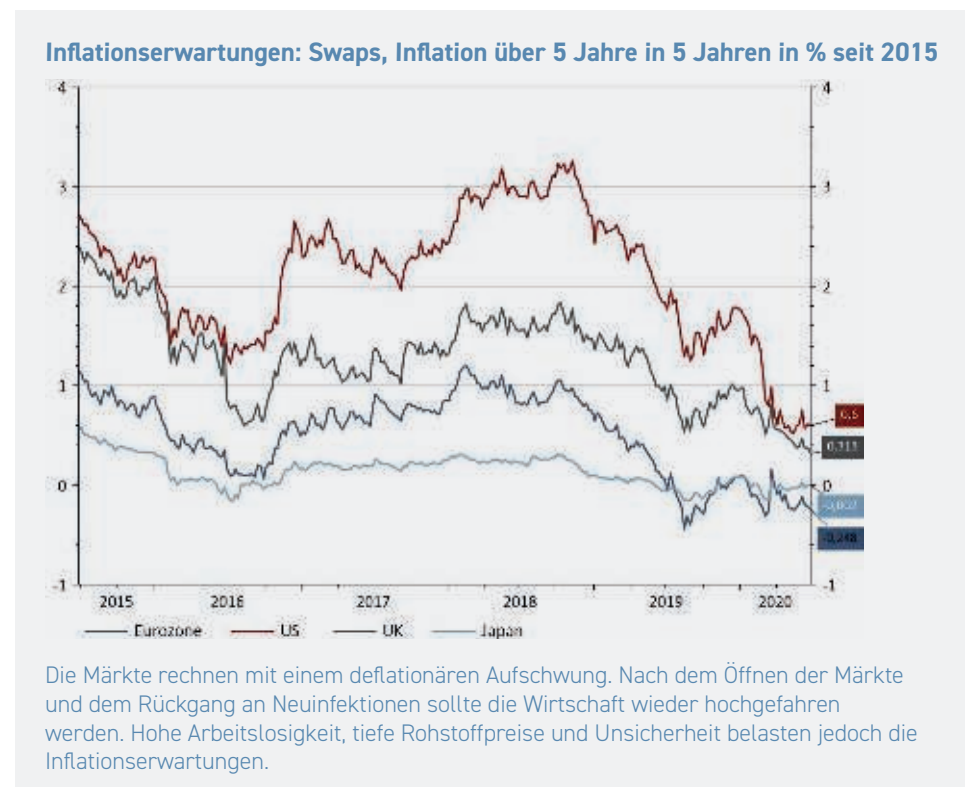
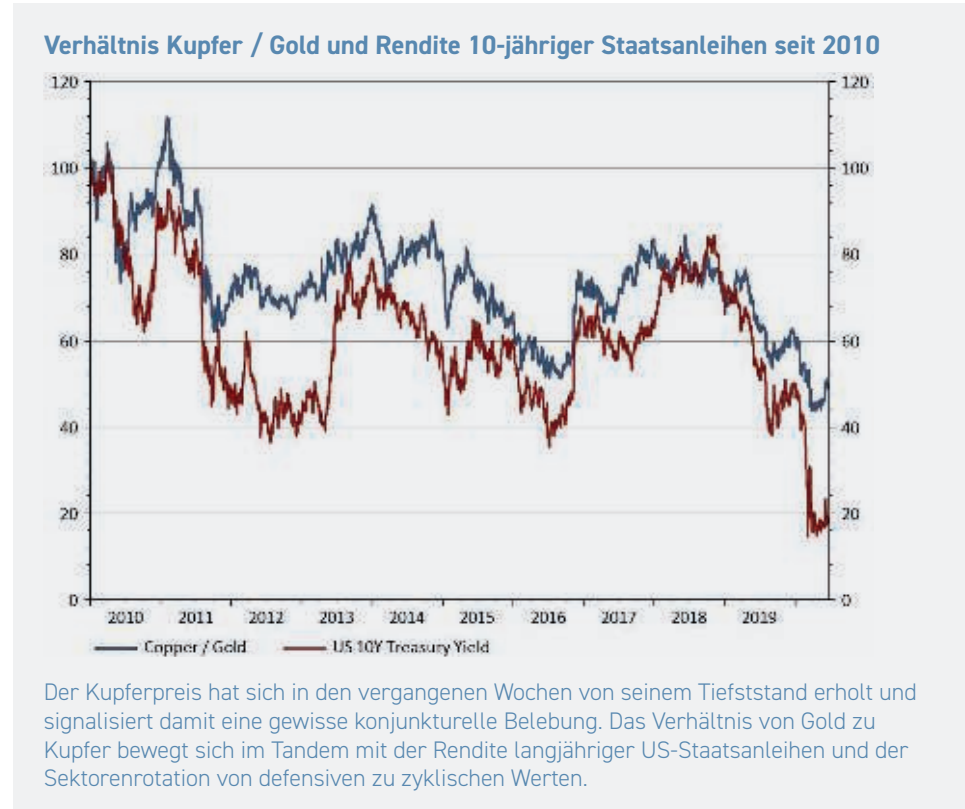
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

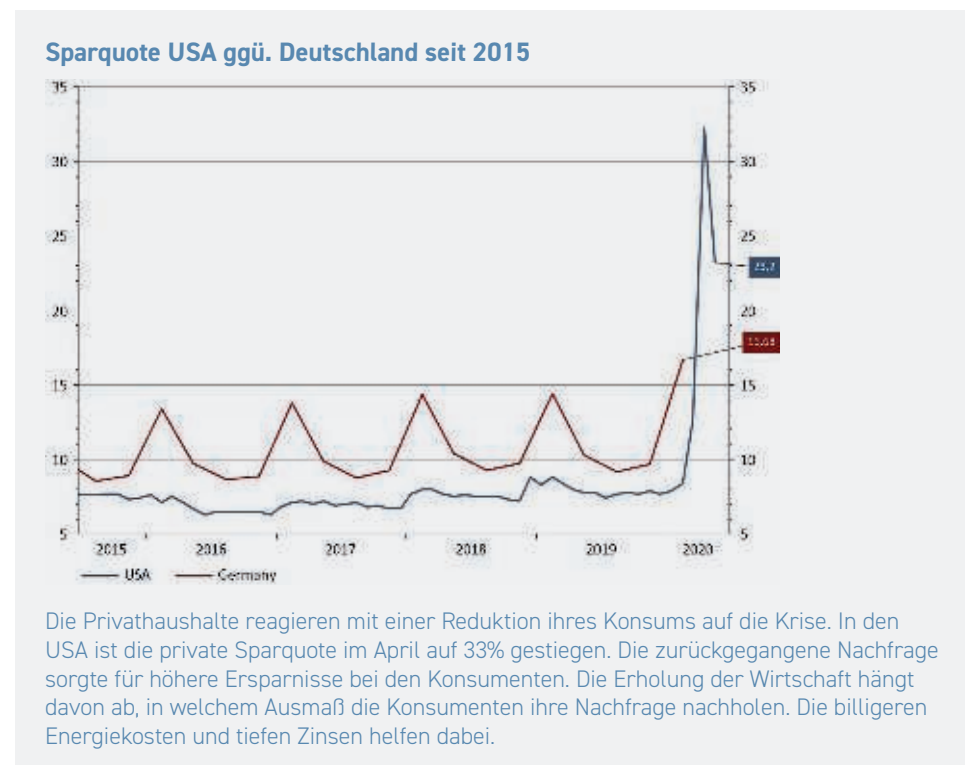
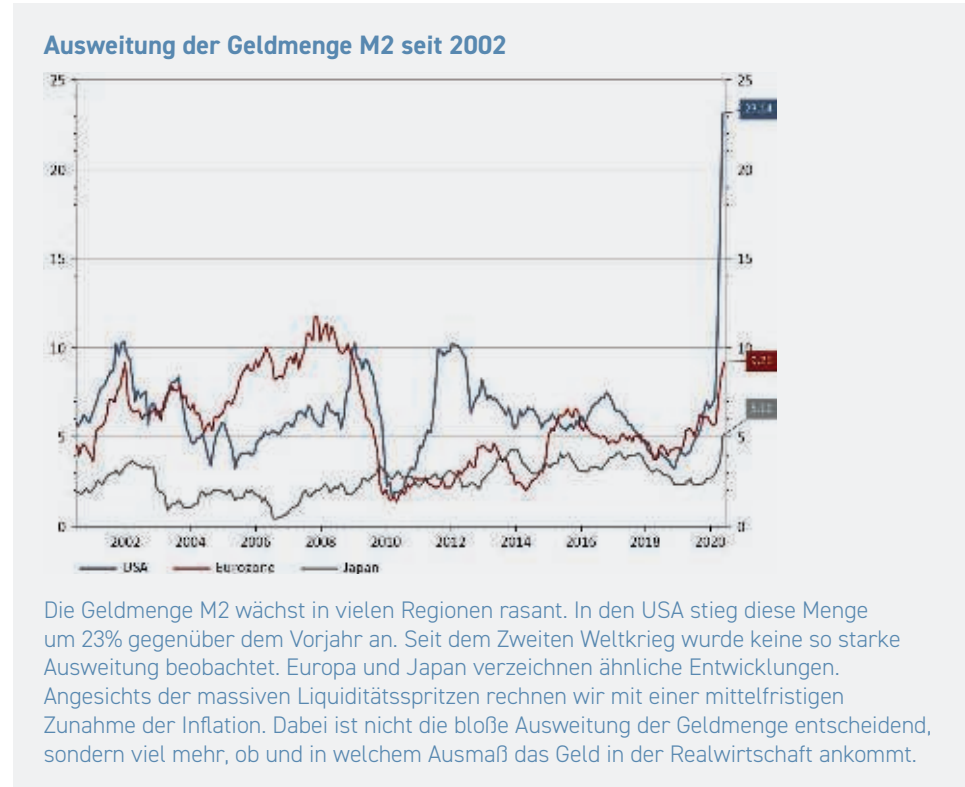
(in Charts)



Quelle: Altrafin, Refinitiv Datastream

iii Rückblick & Ausblick

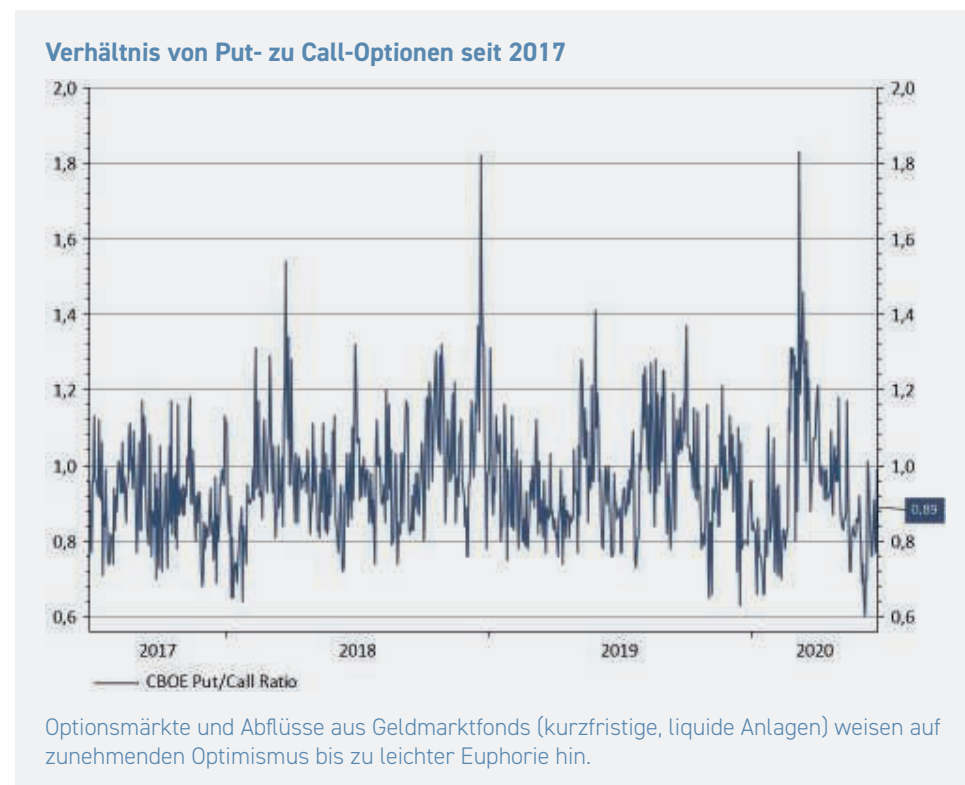
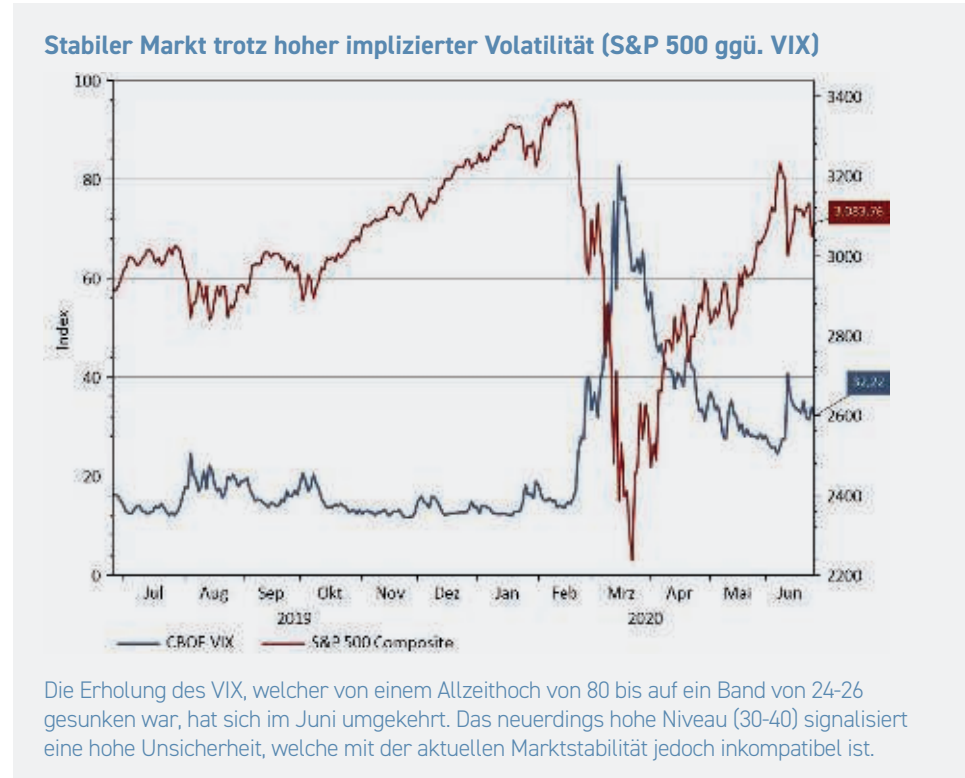
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

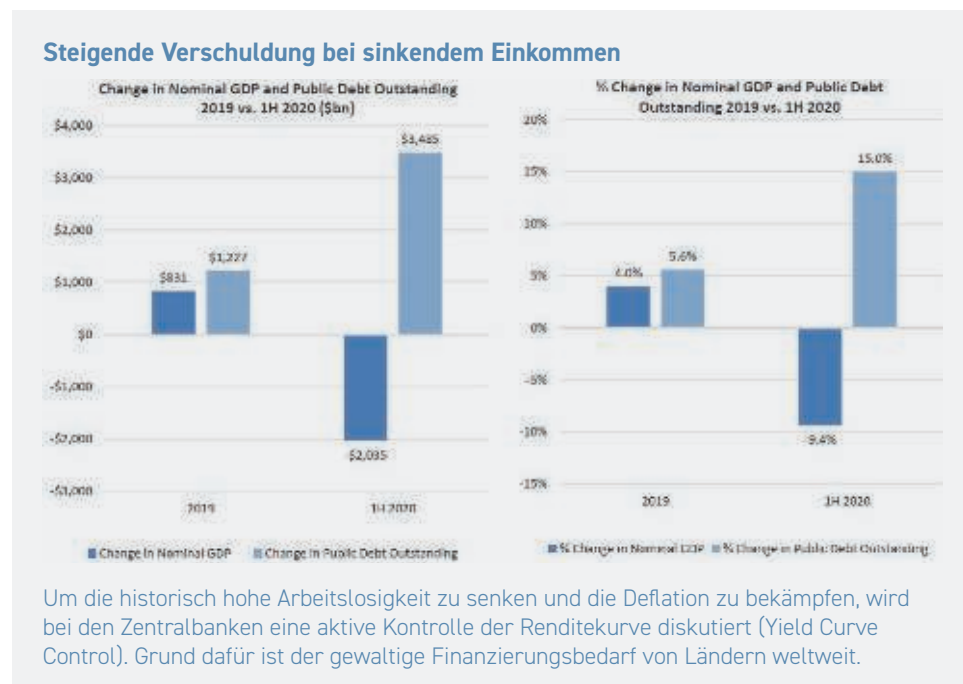
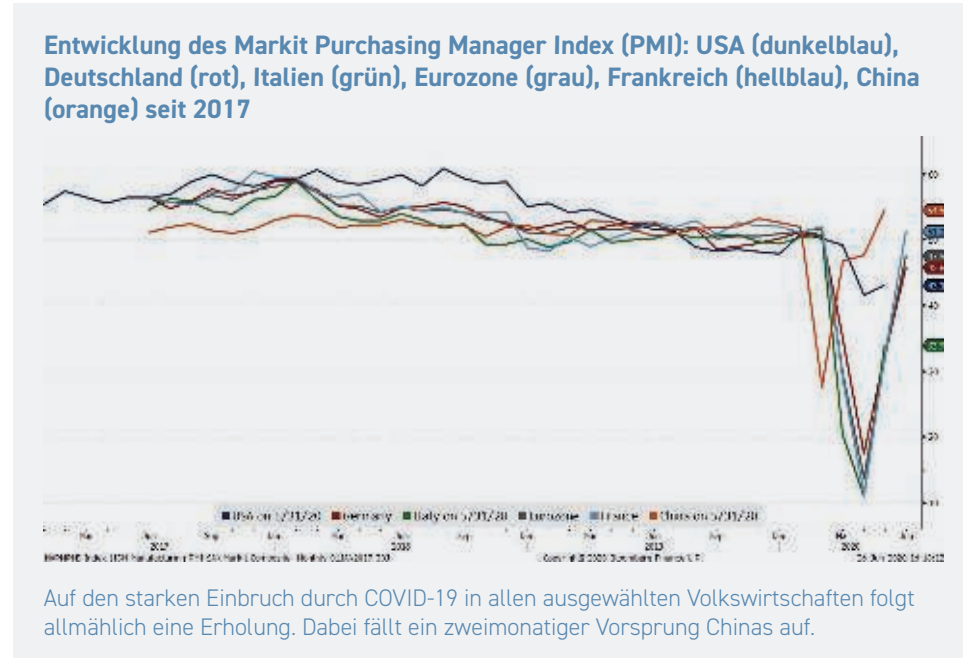
(in Charts)



Quelle: Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

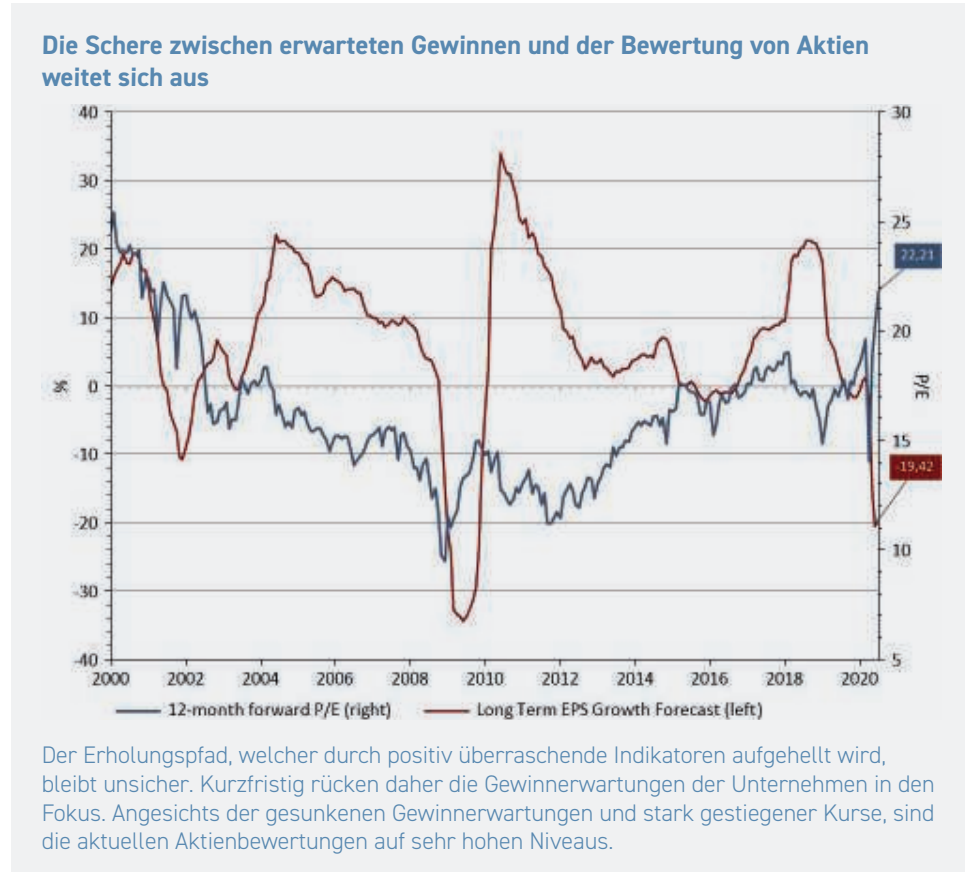
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, US GDP and Debt Data, Refinitiv Datastream, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

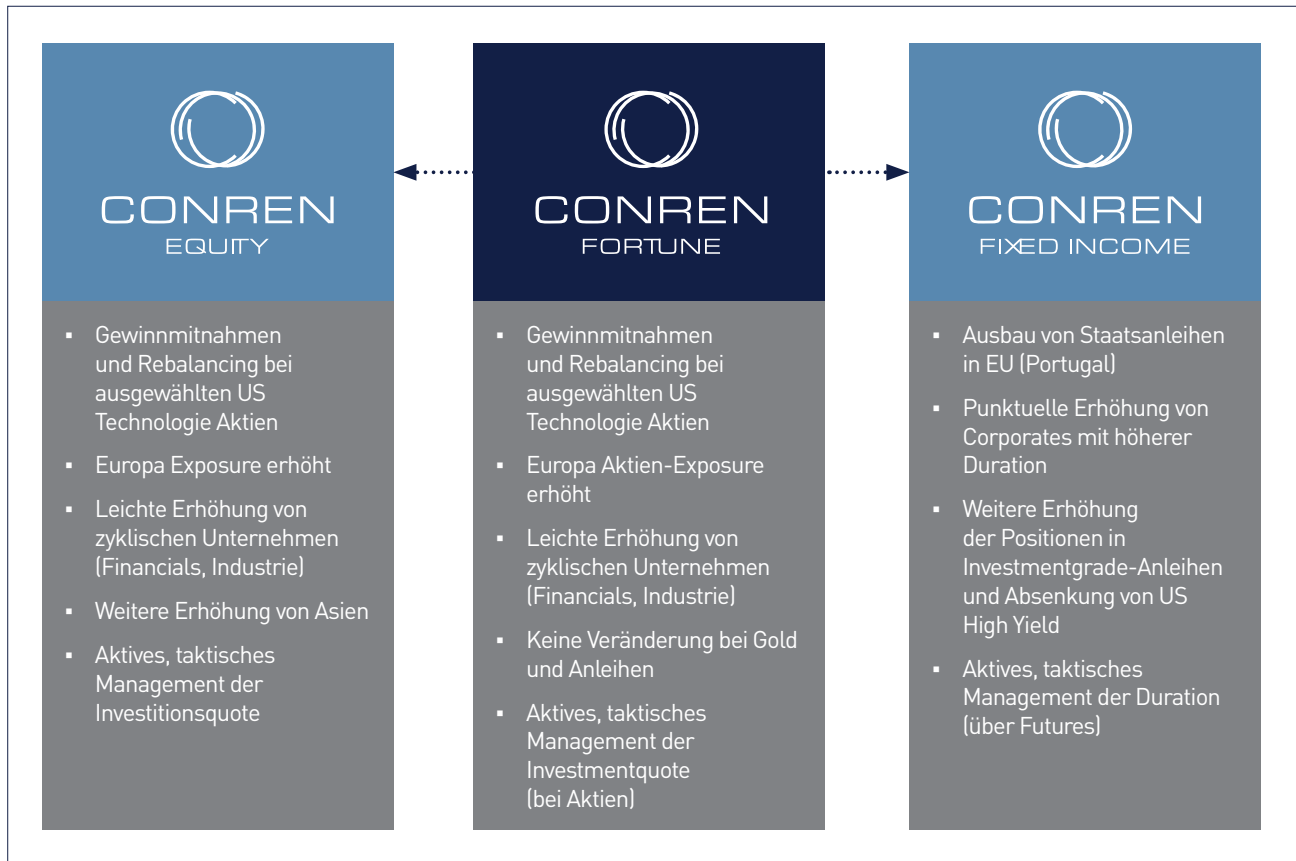


Quelle: Bloomberg, US GDP and Debt Data, Refinitiv Datastream, Altrafin

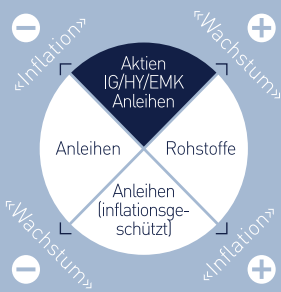
Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Makroumfeld: Die Ansteckungszahlen haben sich auf weltweiter Basis beschleunigt. In Europa scheint die Situation auch einen Monat nach der Aufhebung der Lockdowns unter Kontrolle zu sein, im Gegensatz zu den USA, wo sich noch keine klare Trendwende zeigt. Es bleibt fraglich, ob es zu erneuten Lockdown-Maßnahmen kommt, da Präsident Trump hinsichtlich der Wahlen ein starkes Interesse an einem Wirtschaftsaufschwung hat. ▪ Fiskalischer Stimulus: Um den wirtschaftlichen Schaden zu begrenzen werden immer größere Hilfspakete zusammengeschnürt (in USA sind weitere USD 3 Bio. geplant und auch Europa plant einen „Recovery Fund“ von knapp unter EUR 1.9 Bio.). ▪ Inflationserwartungen sinken kurzfristig: Hohe Arbeitslosigkeit, tiefe Rohstoffpreise und die allgemeine Unsicherheit belasten die Inflationserwartungen. ▪ Festigt sich in den kommenden Monaten die Erwartung einer robusten Erholung, dürften die langfristigen Zinsen, welche sich in den letzten drei Monaten in USA zwischen 60 und 80 Basispunkten bewegten, wieder etwas steigen. Die große Frage bleibt aber, wie weit die US Fed die Verzinsung langfristiger Papiere steigen lässt. ▪ Um die historisch hohe Arbeitslosigkeit zu drücken und die Deflation zu bekämpfen, wird bei den Zentralbanken eine aktive Kontrolle der Renditekurve diskutiert (Yield Curve Control). Zudem hat die US Fed Zinserhöhungen auf absehbare Zeit praktisch ausgeschlossen und zwar solange bis ihr Ziel der Vollbeschäftigung erreicht ist. Die Prognosen zeigen, dass eine V-Förmige Erholung im Jahr 2020 höchst unwahrscheinlich ist und der Output-Gap frühestens Ende 2022 geschlossen sein wird. ▪ Alle Notenbanken (inkl. EM) äußerst expansiv. Die zentrale Frage bleibt: kommt nach dem deflationären Schock mittelfristig dann doch noch ein Inflations-Schock? Dies wäre entscheidend für die Schuldenlast der Regierungen und für die weitere Entwicklung an den Börsen (Vermögenspreisinflation). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bemerkenswerte Börsen-Erholung hält an. US-Leitindex S&P 500 im Q2 um fast 40% gestiegen (bestes Quartal seit Q4 1998. NASDAQ bestes Quartal seit Q4 2001. Globaler Aktienindex bestes Quartal seit Q2 2009). ▪ Sämtliche Bewertungsparameter (KGVs, PB, etc.) für Aktien sind nach wie vor höchst unsicher, da keiner weiß, wie sich die Gewinne in den nächsten Monaten entwickeln werden. Trotzdem, aufgrund der 12Mt Gewinnschätzungen ist z.B. der S&P 500 historisch betrachtet, teuer (KGV > 21). ▪ Rohstoffe: Parallel zur Sektorenrotation hat sich dank verbesserter Konjunkturaussichten die positive Entwicklung der Industriemetalle im Juni fortgesetzt. ▪ Unternehmensanleihen: hohe Verschuldung bei US- und EM-Unternehmen. Aber Zentralbanken «Put» stützt die Anlageklasse. ▪ EM hoffen auf höheres Wachstum. Der strukturelle Schaden von COVID-19 (Trend zur De-Globalisierung) dürfte in den Schwellenländern jedoch zu weniger Wachstum führen. Emerging Market Aktien unterperformen derzeit. ▪ US-Staatsanleihen sind nach wie vor pessimistisch was die Wachstumsaussichten betrifft. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aktien vs. Renten: Zins 2j. US-Staatsanleihen (0,2%) < Dividendenrenditen (2,0%). Europa (ex-UK) D-Rendite: 3,1%. Aber auch hier: es ist derzeit noch völlig unklar, ob die Dividenden gehalten werden können. ▪ „Value vs. Growth“: Eine verbesserte Anlegerstimmung und hohe Bewertungsunterschiede verhalfen den zyklischen Werten zu einer imposanten Aufholjagd. Konjunkturaussichten verbessern sich, Anleihenrenditen steigen aber (noch) nicht. Letzteres wäre für die Fortschreitung dieses «Styles»/Sektorentrends aber wichtig. ▪ China: Trotz Anzeichen einer weltweiten Erholung des Handels, könnten die erneuten Spannungen mit den USA belastend wirken. ▪ Europa: Risikoauflschläge verengen sich als Antwort auf den Wiederaufbau Fonds. Europa als zyklische Region profitiert von einer Erholung der Weltwirtschaft relativ stärker und sollte in den kommenden Wochen und Monaten ihre Pendanten in USA outperformen. ▪ Credit Spreads halten sich auf hohem Niveau: US-HY: 6,15% (Tief in 2018: 3,2%)/US-IG: 1,53% (Tief in 2018: 1,0%). Die Illiquidität im Kreditmarkt trifft auch große Teile des Investment Grade Marktes. Keine wirklich nachhaltige Entspannung sichtbar. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ In den letzten 3 Wochen des Junis teilweise Rückkehr der Nervosität an den Märkten angesichts steigender Virus-Fallzahlen in diversen US-Bundesstaaten und einem lokalen Ausbruch in Peking. Doch Investoren lassen sich insgesamt nur kurzzeitig beeindrucken. Dies weist auf zwei Annahmen hin. Erstens werden auch bei steigenden Fallzahlen keine ähnlich drakonischen Lockdown Maßnahmen mehr erwartet und zweitens erwarten die Marktteilnehmer, dass die Zentralbanken bei einem Börsenabsturz ohnehin wieder rettend einspringen werden. ▪ Angesichts der gesunkenen Gewinn-erwartungen und stark gestiegener Kurse, sind die aktuellen Aktien-bewertungen auf sehr hohen Niveaus. Im Hinblick auf die Risiken, die vorherrschen (zweite Ansteckungswelle, geopolitische Unsicherheit, extreme Bewertungen) bleiben Aktienbewertungen sehr fragil und lassen im kommenden Quartal wenig Raum für Enttäuschungen. ▪ Die Kursentwicklung von Rohstoffen und Devisen spiegelt mittlerweile einen weniger deutlichen, deflationären Schock für die Weltwirtschaft wider. ▪ VIX = S&P 500 – Erneuter Anstieg auf ein Niveau über 30. ▪ US-Tech/ NASDAQ: FAANG+M Titel machen immer noch über 20% des S&P 500 aus. Dieser Anteil vergrößert sich weiter und trägt wesentlich zur Outperformance des S&P 500 gegenüber anderen Indizes bei. Zudem: deutliche Underperformance des gleichgewichteten S&P 500 vs. dem kapitalgewichteten Index. ▪ EUR/USD: Zum aktuellen Risk-On Sentiment passt die Abschwächung des Dollars, welchen man als den Barometer der Sektorenrotation betrachten kann. ▪ Gold: Die signifikante Ausweitung der Fed-Bilanz spricht zusammen mit der Aussicht auf steigende Staatsverschuldung und deren Monetisierung durch die Notenbanken für weiterhin steigende Kurse. Kurzfristig denken wir, dass sich der Goldpreis eher etwas konsolidiert, dies in Anbetracht geringerer Inflationserwartungen. ▪ Öl: Verdopplung des Preises seit dem Tief im April dank besseren Konjunkturaussichten, dabei aber immer noch 33% tiefer als zu Jahresbeginn.

v Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds



vi 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	
	«Absolut»	«Relativ»
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zinsen, Inflationsraten ▪ Geldmenge, Kreditschöpfung ▪ Währungsrelationen ▪ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ KGV ▪ P/B ▪ ROE ▪ Dividenden-Renditen ▪ Gewinn-Renditen ▪ YTM ▪ Duration ▪ Kreditbonität ▪ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen ▪ «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen) ▪ Gold/Aktien/ Anleihen-Relation ▪ Korrelationen zw. Vermögensklassen ▪ ...
<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"> 1. Wachstum, 2. Inflation (Zinsen) und 3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation). 	<p>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).</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 & volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

vii 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 (Deutschland) GmbH, Heidelberg



Director - Head of Sales DACH
Martin Weiß
+49 157 / 830 22129
weiss@conren.de

viii 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.

viii Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

CONREN bietet eine Strategie, die sich in der Verwaltung langfristig ausgerichteter Familienvermögen bewährt hat: Ein aktives, vermögensverwaltendes und unabhängiges Management auf Basis eines themenbasierten Top-Down-Ansatzes. Es gibt keine Stichtags- oder Benchmarkbetrachtung (u.a. wird das Aktienexposure flexibel gesteuert). So bietet CONREN eine langfristige Absolute Return Strategie, um in jedem Umfeld langfristig Verlustrisiken zu minimieren und Kapitalzuwachs zu ermöglichen.

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

© Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.

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

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

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

CONREN Generations Family Business Equity	I Institutional	R Retail
ISIN:	LU1910292835	LU2084871321
WKN:	A2N9SD	A2PVZ8
Ertragsverwendung:	thesaurierend	ausschüttend