



CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar Sommer 2021

Besuchen Sie uns auf www.conrenfonds.com



Inhalt

	Seite
i Rückblick & Ausblick	3
ii Zusammenfassung Basisszenario	11
iii Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts	13
iv CONREN's M3 Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	17
v CONREN's M3 erklärt	18
vi Koordinaten	19
vii Rechtlicher Hinweis	20

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.

Auch während des 2. Quartals prägten aus makroökonomischer Perspektive vor allem Inflationsbefürchtungen das Marktgeschehen. Auf Stufe der Unternehmen standen die zum Teil hervorragend ausgefallenen Ergebnisse und die sich weiterhin deutlich verbessernden Aussichten für die nächsten Quartale im Vordergrund. Die Börsenentwicklung fiel dementsprechend überwiegend positiv aus. Gleichzeitig trübte sich gegen Mitte Juni, nachdem die US-Zentralbank auf ihrer zweitägigen Sitzung ihre Rhetorik hinsichtlich Inflationseinschätzung und künftiger Zinspolitik gegenüber früheren Aussagen aktualisiert hatte, die Lage auf den Märkten etwas ein.

Einer der derzeit **zentralsten Sorgen für viele Anleger ist die Rückkehr höherer Inflationsraten**. So verzeichneten beispielsweise die USA im Mai eine Preissteigerungsrate von 5,0 % im Jahresvergleich und auch in Europa stiegen die Inflationsraten im Vergleich zu 2020 zum Teil deutlich (so betrug in Deutschland die Preissteigerungsrate 2,5 %. Allerdings sind diese Zuwächse insofern etwas zu relativieren, als dass wir uns letztes Jahr in einer Deflation befanden, was jegliche Steigerung in 2021 hoch aussehen lässt). Wie in unserem Q1-Bericht detailliert geschildert, zählt derzeit zu den wesentlichen Treibern der höheren Inflationsraten **neben Basiseffekten** (aufgrund steigender Rohstoffpreise) auch die **Erholung der Wirtschaft** (Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage und damit Güterpreissteigerungen aufgrund von Engpässen bei vielen Lieferketten).

Die Sorge steigender Inflationsraten ist für Investoren deshalb relevant, **weil sich unterschiedliche Assetklassen in einem Umfeld steigender Güterpreise unterschiedlich entwickeln**. Letztlich geht es um die Frage, welche Anlageformen einen Inflationsschutz bieten. Verspricht die Anlage in Realwerte wie Gold oder Immobilien wirklich einen Schutz vor Inflation, und wie schneiden klassische Anlageklassen wie Aktien (Sachwerte) oder Anleihen und Cash (beide Nominalwerte) ab? Empirische Untersuchungen zeigen auf, dass ein Vermögenswert mit geeignetem Inflationsschutz eine gleichlaufende Bewegung von Realrendite und Inflationsrate aufweisen sollte. Diesbezügliche historische Auswertungen machen dabei deutlich, dass es in **Zeiten hoher struktureller Inflation ratsam ist**, Edelmetalle, Rohstoffe und Aktien von Rohstoffproduzenten zu halten. Diese Assetklassen verbuchten in der historischen Betrachtung kräftige reale Wertzuwächse. **In Phasen geringer Inflation (unter 2 %)** versprechen hingegen Anlagen in Aktien, Immobilienaktien und REITs oder in Anleihen höhere Realrenditen. **Während in einer moderaten Inflationsstruktur (2 % - 5 % Inflationsraten) schließlich** vor allem Nominalpapiere Wertrückgänge erleiden, kann die Situation bei Aktien jedoch sehr heterogen ausfallen. Je nach Preissetzungsmacht (Abwälzung steigender Inputgüterpreise auf die Abnehmer) einzelner Branchen und Unternehmen ist die Entwicklung sehr unterschiedlich, d. h., es ist ein differenziertes Auswahlvorgehen bei der Branchen- und Aktienselektion notwendig.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob wir **uns in 2021 bereits am Beginn eines Wendepunktes**, d. h. weg von einer über 10-jährigen Niedriginflationsphase hin zu einem Umfeld mit moderater Inflation, befinden. Angesichts der in den vergangenen Monaten kräftig anziehenden Daten sehen einige **Beobachter bereits eine Zeitenwende bei der Preisentwicklung** eingeläutet. **Wir hingegen** haben bereits seit längerem den Standpunkt vertreten, dass der allgemeine **Preisanstieg temporär** ist und noch keine neue, langfristige Inflationsstruktur eingeläutet wird. **Höhere Inflation ja, aber noch nicht so hoch, dass man sich insbesondere bei Aktien und Teilssegmenten des Anleihenmarktes (wegen dann auch steigenden Zinsen und damit Kapitalkosten) Sorge machen muss**. Ein Blick auf ausgewählte Indikatoren und aktuelle Entwicklungen scheint unsere Einschätzung derzeit zu bestätigen:

i Rückblick

- Der **Übertragungseffekt der lockeren Geldpolitik auf die Realwirtschaft ist nach wie vor stark beeinträchtigt**. Zwar hat sich die Geldmenge M0 (Bargeld und Einlagen der Geschäftsbanken bei der US Fed, aber auch bei der EZB) sowie M1 stark erhöht, jedoch verbleibt die Liquidität größtenteils im ersten „Geld-Kreislauf“ zwischen Notenbank und Geschäftsbanken und erreicht nicht den Kreislauf zwischen Geschäftsbanken und Realwirtschaft – approximiert durch die Geldmenge M3. **Außerdem spricht die Verflachung der Phillips-Kurve in den USA sowie auch im Euroraum (negativer Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation) gegen eine strukturelle Erhöhung der Inflationsrate aufgrund eines wirtschaftlichen Aufschwungs.**
- Im Unterschied zu den 1970/1980er Jahren ist auch **keine Lohn-Preis-Spirale zu erwarten**, denn sowohl in den **USA als auch in der Eurozone ist die Arbeitslosigkeit immer noch höher als vor Ausbruch der COVID-19 Pandemie**. In den USA wird der Inflationshöhepunkt im Sommer erreicht werden. In der Eurozone sowie auch zum Beispiel in Deutschland sorgt ein weiterer Basiseffekt (die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung vom 1. Juli 2020 mit anschließender Erhöhung im Q1 2021) dafür, dass die Preise noch bis in den Spätherbst hinein ansteigen. Im November sollte dann aber das Maximum mit knapp vier Prozent in Deutschland und knapp drei Prozent in der Eurozone erreicht sein.
- Die **Hauptinflationstreiber der letzten Monate** (Rohstoffe: von Holz bis zu den Industriemetallen und Schmierstoffen, aber auch Edelmetalle) **bestätigen keinen weiteren Anstieg der Preise**. Sowohl die **Tages-(Spot)-Preise** als auch die Entwicklung der **Terminkurven** zeigen deutlich, dass dieser erste große Preis-Schub (Entwicklung Q3 bis Q2 2021) **nicht linear fortgeschrieben werden kann**. In der Tat geben viele Rohstoffpreise (Spot) nach. Selbst Kupfer, als Barometer der konjunkturellen Gesamtgemengelage, hat im Juni das historische Hoch abgeben müssen. Viele Rohstoffmärkte befinden sich zudem in „**Backwardation**“, d.h. die **zukünftigen Preise liegen unter den aktuellen Preisen, was auf sinkende Preiserwartungen** schließen lässt.
- Im Q1-Bericht haben wir Folgendes festgehalten: *Der Anleihenmarkt wird dabei den Seismografen darstellen, der die seismischen Wellen der Inflationserwartungen registriert. Er wird uns als Kompass für die Ausrichtung der Asset-Allokation im weiteren Verlauf des Jahres dienen (Regionen, Branchen, zyklische vs. defensive Übergewichtung etc.).* Ein Blick auf das Geschehen auf dem Anleihenmarkt der letzten Monate zeigt auf, dass die **Bondmärkte ebenfalls recht entspannt sind**, was die **langfristige Entwicklung an der Wachstums- und Inflationsfront** betrifft. Die **Renditen 10-jähriger Anleihen (in den USA sowie auch im Euroraum) sind wieder gefallen (in den USA von über 1,75 % in Q1 auf im Juni unter 1,38 %)**. Da die aktuellen Inflationszahlen aber nach wie vor steigen, führt dies zudem dazu, dass die **Realrenditen** nochmals **deutlich nach unten abgesenkt** wurden.
- Selbst der **Vergleich der Inflations-Breakeven-Swap-Sätze zwischen 2y2y vs. 5y5y** in den USA (d. h. die Gegenüberstellung der Inflationserwartung „in zwei Jahren für die zwei folgenden Jahre“ vs. „in fünf Jahren für die fünf folgenden Jahre“) zeigt auf, dass der **Druck auf steigende Inflationserwartung vor allem im kurzfristigen Bereich vorherrscht, die längerfristigen Swap-Sätze** deuten hingegen darauf hin, dass der **Höhepunkt der Inflationserwartungen wahrscheinlich bereits überschritten** ist.

i Rückblick

- Die wichtigsten **Notenbanken der Welt** anerkennen zwar die steigenden Inflationsdaten und haben Ihre Prognosen entsprechend angepasst, **gehen jedoch derzeit ebenfalls nicht von einer strukturell höheren Inflationsphase aus und behalten ihre lockere Geldpolitik bis auf Weiteres bei**. So ließ **das FOMC** in den **USA das Zielband für den Leitzins im Juni unverändert bei 0 % - 0,25 %** und die Ankaufspolitik für (Anleihen-) Vermögenswerte blieb ebenfalls unverändert. Konkret sieht die US-Notenbank die Inflation in diesem Jahr nun bei 3,4 % und damit über ihrer bisherigen Schätzung von 2,4 %. Sie hob auch ihre PCE-Inflationsschätzungen für 2022 und 2023 leicht an. Die PCE-Kerninflation wird für 2021 mit 3,0 % erwartet, nach 2,2 % im März. Die PCE-Kerninflation für 2022 liegt nun bei 2,1 %. Auch was die Konjunkturerwartung betrifft, erwartet die US Fed nun ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 7 % im Jahr 2021, verglichen mit ihrer Prognose von 6,5 % in der März-Sitzung. Außerdem hob sie ihre Prognose für das reale Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2023 auf 2,4 % an, verglichen mit ihrer vorherigen Erwartung von 2,2 %. Der Median der Arbeitslosenprognose für 2021 lag jedoch unverändert bei 4,5 %. Der Median der Arbeitslosenquote 2022 liegt derzeit bei 3,8 %.

Die Anpassung dieser Prognosen geht zwar mehrheitlich auf die hier bereits geschilderten temporären Basiseffekten zurück, **trotzdem hat die Fed gleichzeitig angedeutet, dass es bis 2023 zwei Zinserhöhungen geben könnte**. Zuvor deutete ihr Konsens darauf hin, dass es erst nach 2023 zu Zinserhöhungen kommen würde. Nur fünf der achtzehn FOMC-Teilnehmer erwarten die erste Zinserhöhung nach 2023 (gegenüber elf zuvor), während sieben der achtzehn Teilnehmer mindestens eine Zinserhöhung im Jahr 2022 erwarten (gegenüber vier zuvor). **Diese leichte Kehrtwende, was vielerorts als erstes „Tapering“-Zeichen interpretiert wurde, führte aber dazu, dass die Märkte per Mitte Juni unter Druck gerieten und sich der USD aufwertete.**

- Bezüglich der **Zinspolitik der EZB** hat Präsidentin Christine Lagarde im Juni bereits signalisiert, dass sie einen temporären Anstieg der Inflation über der Zielinflationsrate von knapp unter 2 % ohne Zinssteigerungen toleriert. Ferner ist die **EZB vor dem Hintergrund der gestiegenen Staatsverschuldung** ihrer Mitgliedsländer daran interessiert, **anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen** im Euroraum **aufrechtzuerhalten** und die wirtschaftliche Erholung nicht durch kräftige Zinsanstiege abzuwürgen. Von **daher gehen wir davon aus**, dass sich das Niedrigzinsumfeld, in dem sich die Eurozone seit Ausbruch der globalen Finanzkrise befinden, **noch lange fortsetzt**.
- **Lediglich China bremst derzeit**. Um Überhitzungstendenzen entgegenzuwirken, verfolgt die chinesische Notenbank, die PBoC, zusammen mit der Regierung seit einigen Monaten einen **restriktiven Kurs**. Dies ist auch ein wesentlicher Grund dafür, dass die dortigen Börsen seit Mitte Februar 2021 nicht mehr steigen, sondern leicht sinken. China scheint im Zyklus deutlich weiter als der Westen zu sein. Das hat auch damit zu tun, dass das Land ökonomisch (sowie auch gesundheitlich) nicht nur deutlich besser durch die Pandemie kam, sondern sich auch deutlich schneller erholt hat (keine wirtschaftliche Kontraktion in 2020).
- Schließlich wird auch der hohe **Sparüberhang (USA und Europa) nicht komplett verschwinden** und auch der **deflationär wirkende Schuldenberg (weltweit) und die nach wie vor recht hohe Arbeitslosigkeit** wirken hier eher als **Gegenwind für persistent höhere Inflationsraten**.

i Rückblick

- **bleibt die Frage, ob am Ende die aufgelegten USD- und EUR-Billionen-Fiskalprogramme vielleicht zu höheren Preisgefügen und damit Zinslandschaften führen.** Historisch betrachtet haben Konjunkturprogramme zwar in der Regel einen direkten (positiven) Einfluss auf die Güterpreise und damit auf die Entwicklung der Inflation, **Direktzahlungen an Haushalte**, wie dies aktuell in den USA geschieht, werden jedoch sicherlich zu einem erheblichen Anteil für Konsumausgaben verwendet werden (Konsumboom ja, aber wie lange dieser anhält, ist derzeit schwer abzuschätzen), einiges davon wird aber voraussichtlich weiter gespart oder fließt in den Kapitalmarkt (Aktienkäufe). **D. h. ein nicht unwesentlicher Anteil der aktuellen Regierungsprogramme zur Unterstützung der Wirtschaft hat ebenfalls einen (großen) Einmaleffekt und wird zumindest bis Ende 2021 kaum zu nachhaltig und damit strukturell hoher Inflation führen.** Die Inflation wird mittelfristig nur dann steigen, wenn die aggregierte Nachfrage strukturell, d. h. langfristig wächst (raus aus der sogenannten Stagnation hin zu einer neuen Struktur), das Angebot jedoch nicht im selben Schritt mithalten kann.

Zusammengefasst denken wir also nach wie vor, dass viele (wichtige) Marktindikatoren noch keine Signale auf langfristig, strukturell höhere Inflationsraten abgeben. **Selbst das Argument einiger Marktteilnehmer, wonach ein hohes Wirtschaftswachstum früher oder später immer zu höherer Inflation geführt hat, ist empirisch nicht belegt.** Gegen einen dauerhaften Preisanstieg spricht vor dem Hintergrund aktueller Gegebenheiten auch folgende Tatsache: **Die Kapazitätsauslastung ist mit rund 75 Prozent in den USA und 80 Prozent in der Eurozone noch niedrig.** Da die Unternehmen in diesem und im nächsten Jahr viel investieren werden (Capex-Investitionen steigen schon seit Monaten stark), entstehen sogar weitere Kapazitäten. Die Signal- und Lenkungsfunction der hohen Preise wird automatisch dafür sorgen, dass gerade dort mehr Produktionskapazitäten entstehen, wo derzeit die größten Knappheiten vorhanden sind. Und dies führt in der Regel nicht zu steigenden, sondern kann durchaus auch zu sinkenden Preisen führen. **Auch ein Blick auf die Frühindikatoren wie Einkaufsmanager-Indizes (PMI)** lässt den Schluss zu, dass sich die aktuell mehrheitlich sehr hohen Werte (Quelle, Bloomberg und IHS Markit: Globaler PMI über 56, USA über 61, Eurozone über 63, Vereinigtes Königreich über 65, China jedoch lediglich 51,5) mit hoher Wahrscheinlichkeit eher nahe an einem Hochpunkt befinden und der weitere Pfad (Grenzveränderung) des Zyklus von hier aus eher nach unten drehen wird. Aus diesem Blickwinkel heraus betrachtet wird auch der Druck auf die Notenbanken sinken.

Insofern ist kein Gegenwind an der **Zinsfront zu erwarten** (zumindest nicht schon in der zweiten Jahreshälfte 2021). Die **Anleiherenditen werden unseres Erachtens künftig nicht wegen noch höheren Inflationserwartungen oder noch besseren Konjunkturaussichten**, sondern wahrscheinlich eher **wegen der Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf künftige Zinserhöhungen** (v. a. in den USA) **steigen**. Daher werden sie eher am kurzen Ende (kurze Laufzeiten bis 2-3 Jahre), aber weniger bei längeren Anleihen nach oben tendieren.

i Ausblick

- Wir gehen davon aus, dass sich die **wirtschaftliche Aktivität und das Gewinnwachstum** bei den Unternehmen in den **nächsten Wochen und Monaten fortsetzen werden**, auch wenn sich die **Veränderungsraten**, wie in den meisten Zyklen nach einem starken Einbruch, **wahrscheinlich verlangsamen**.
- Im **bisherigen Jahresverlauf** haben wir auf der **Aktienseite** ein ziemlich **typisches Muster gesehen**, als die Erholung, die auf den Märkten zunehmend gut eingepreist war, begann, Realität zu werden: **zyklische, konjunktursensitive Branchen und Einzelunternehmen** konnten insbesondere im zweiten Quartal ihre Outperformance weiter ausbauen. Dies spiegelte sich auch in der **Rotation der Marktführerschaft** hin zu operativ gehebelten Branchen wider, d. h. zu solchen mit dem höchsten Beta zum globalen Wachstum. Ein weiterer wichtiger Faktor war der Anstieg der Inflationserwartungen. Zyklische Werte haben sich im Zuge höherer Inflationserwartungen besser entwickelt als klassische Wachstumswerte (IT) oder defensive Werte (Basiskonsumgüter oder Gesundheitswesen/Pharma).
- **Es ist vor dem Hintergrund der eingangs genannten Punkte (vgl. Rückblick) nun wahrscheinlich, dass es in den nächsten Monate wiederum zu einer erneuten Verschiebung des Börsen-Leadership kommen kann.** Dies sehen wir im Juni zum Teil bereits in der Entwicklung einzelner Sektoren und Unternehmen, die in der ersten Jahreshälfte underperformed haben. Sollte sich die sehr positive Wachstumsrate der konjunkturellen Lage im Q3 und Q4 etwas verlangsamen, wovon wir ausgehen, dann wird es für zyklische Sektoren etwas schwieriger, ihren bisherigen Aufschwung linear fortzusetzen. **Finanzwerte, Halbleiter, Automobilhersteller, Grundstoffe und Energieaktien könnten in einem solchen Umfeld am meisten gefährdet sein.** Das Bild wird lediglich dann ein anderes, wenn die PMI zwar leicht rückläufig sind, die langfristigen Anleiherenditen jedoch gleichzeitig steigen. In einem solchen Szenario haben sich Energie-, Transport- und Finanzwerte historisch gesehen viel besser verhalten, und auch defensivere Sektoren haben ebenfalls gute Renditen erzielt. Insofern müssen wir für **etwaige Asset-Allokation-Rotationen bei Aktien** in der zweiten Jahreshälfte die Indikatoren von der Anleiherseite her in Kombination mit höchstwahrscheinlich leicht rückläufigen PMI-Daten im Auge behalten. **Die Sektor- und Einzeltitel-Performance-Dispersion und damit deren Beitrag zur Portfoliogesamtpformance können daher sehr hoch ausfallen.**
- Im Zuge der **zunehmenden Mobilität**, der hohen Sparquote und der Lust der Menschen, wieder reisen zu wollen, wird – und zwar völlig unabhängig von PMI bzw. Anleiherenditeentwicklungsüberlegungen - der gesamte **Konsumgüterbereich** weiterhin interessant bleiben. Insbesondere die **Mobilität ist ein wichtiger Treiber für den Konsumgütersektor**, da physische Geschäfte immer noch einen großen Teil des Umsatzes ausmachen. Das zweite Quartal war durch einen starken Anstieg der Mobilität in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gekennzeichnet, während die Schwellenländer und die Welt im Allgemeinen litten. Die USA und die EU sind die beiden Regionen, die in den letzten Monaten trotz der anhaltenden Restriktionen in Europa eine höhere Mobilität verzeichneten (gegen Ende des 2. Quartals hat die EU zudem das Einreisen für US-Staatsbürger wieder ermöglicht, was voraussichtlich in Kürze auch in die andere Richtung erfolgen wird). Die **effiziente Einführung von Impfstoffen sollte diesen Trend auch in Q3 weiterhin unterstützen und könnte einen deutlichen Rückenwind für den Einzelhandel und den Umsatz in physischen Einrichtungen (Museen, Restaurants, Freizeitparks) und Geschäften** bedeuten.

i Ausblick

- Was die **regionale Ausrichtung** betrifft, denken wir, dass aufgrund nach wie vor **niedriger Bewertungen** insbesondere **Europa und der Emerging Market interessant sind**. Der US-Markt wird in vielen Bereichen trotz höheren 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**.
- Obwohl viele **Aktienindizes** historisch betrachtet heute mehrheitlich **nicht mehrgünstig und kurzfristige Rücksetzer jederzeit möglich sind**, bleiben **wir für die Asset-Klasse nach wie vor recht positiv**. Die hier an verschiedenen Stellen aufgeführten **Makro-Indikatoren müssen aber ständig kritisch hinterfragt** und anhand von sich ändernden Fakten validiert werden. Eine **aktive Allokation der Gewichtungen (Branchen & Sektoren, Regionen etc.) drängt sich** dabei auch für die **zweite Jahreshälfte 2021 auf**. Gleichzeitig muss man den **langfristigen Blick auf die wichtigsten Treiber zukünftiger Megatrends** beibehalten. Wir sind der Meinung, dass der Innovationsschub, den die Welt in den letzten Monaten und Jahren (im Bereich der Medizin mit Pharma und Medtech, IT, Robotik & Logistik, Erneuerbare Energie etc.) erfahren hat, **noch lange nicht zu Ende ist**. Im Gegenteil, es ist nicht unwahrscheinlich, dass er sich **in diesem Jahrzehnt nochmals deutlich beschleunigt**. Daraus ergeben sich viele interessante Anlageopportunitäten.
- **Die weltweiten Anleihenmärkte** werden (von kurzfristigen Avancen abgesehen) in den nächsten Monaten voraussichtlich **weiter unter Druck geraten**. Für Anleihen bleiben die **Perspektiven somit zunächst unerfreulich**, auch wenn die US-Notenbank und die EZB dieses und nächstes Jahr die Leitzinsen nicht erhöhen werden. Wir gehen aufgrund der oben (vgl. Rückblick) genannten Punkte **nicht davon aus, dass die Anleiherenditen ausgehend von den aktuellen Niveaus deutlich steigen werden** (vor allem am langen Ende der Kurve nicht). Wenn sie steigen, dann voraussichtlich eher bei Kurzläufern bis 2 Jahre (**eine Verflachung der Zinskurve wäre die Folge**), weil Marktteilnehmer denken, dass die Notenbank das Tapering eher früher als später beginnen wird. **Dies kann taktisch durchaus zu interessanten Anlageopportunitäten führen**. Mittel- bis langfristig ist es aber kaum sinnvoll, Anleihen in großen Mengen, wie dies institutionelle Investoren regulatorisch bedingt tun müssen, zu halten. **Die erwartete Rendite wird nicht ausreichen, die Kaufkraft real zu erhalten**. Das Ende des nun 40-jährigen Bullenmarktes in dieser Assetklasse wurde in den letzten Jahren zwar schon oft verkündet, doch eingetreten ist es bisher noch nicht. Trotzdem denken wir, dass das inflationsbereinigte Rendite-Risiko-Profil derzeit nicht wirklich attraktiv ist.
- Bei **Credits** (Unternehmensanleihen) sind wir 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) **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 besseren Konjunktur schwerer als der negative Einfluss der Inflation. Solange die Inflation und insbesondere die Inflationserwartungen ansteigen und die Zinsen nicht erhöht werden beziehungsweise die Erwartungen einer Erhöhung nicht steigen, können Anleger auch mit **inflationsexponierten Anleihen** (sogenannten Linkern) Geld verdienen...

i Ausblick

- **Edelmetalle** haben insbesondere während des ersten Quartals wegen der steigenden Realrenditen (nominale Anleiherendite minus aktuelle Inflation) Kursrückgänge erleiden müssen. Es besteht historisch betrachtet eine **hohe Korrelation zwischen der Höhe der Realrenditen und der Wertentwicklung zinsloser Anlagen wie zum Beispiel Gold. Nach den Tiefs (unter USD 1.700 pro Unze) von März-April konnte Gold im Zuge fallender Anleiherenditen und steigender Inflationsraten wieder kräftig zulegen und die Marke von USD 1.900 durchbrechen.** Obwohl die langfristigen Anleiherenditen kaum gestiegen und die aktuellen Inflationsraten weiterhin höher ausfallen, hat das Edelmetall (wie andere Edelmetalle auch) im Juni wieder deutlich an Wert eingebüßt. Die **Rhetorik der US Fed** und der implizite Druck auf die Erwartung höherer kurzfristiger Zinsen scheinen derzeit der **wesentliche Treiber der Abwärtsbewegung** zu sein. Das ist **gekoppelt** mit einem **Aufwertungsdruck auf den USD**. Auch diesbezüglich gibt es einen empirischen Zusammenhang: Ein **steigender Dollar** kommt einem **Liquiditätsentzug** an den weltweiten Finanzmärkten gleich. **Gleichzeitig bedeutet ein stärkerer USD eine „implizite“ Zinserhöhung für die US-Wirtschaft.** Steigende Zinsen machen zins- oder cashflow-lose Assetklassen unattraktiver und damit werden Anlagegelder verschoben. In unserem Q1-Bericht hielten wir das Folgende fest: „Was Währungen betrifft, halten wir an unserer mittelfristigen Einschätzung eines sich abschwächenden USD fest. Aus einem kurzfristigen technischen Blickwinkel heraus betrachtet, kann die derzeitige Gegenbewegung (ausgehend von den Zwischenhochs ggü. dem EUR von 1,23 zu Beginn des Jahres) jedoch noch etwas weitergehen. Die hohen Short-Positionen, die sich ausweitenden Zinsdifferenzen am langen Ende der EUR-/USD-Zinskurven und die besseren Wachstumsaussichten in den USA sind derzeit die treibenden Kräfte dieser USD-Aufwärtsbewegung“. Wir glauben, dass der **kurzfristige USD-Aufwärtstrend noch nicht zu Ende ist.** Daher ist es durchaus möglich – vielleicht in **Kombination mit einem weiteren Rücksetzer an den Aktienmärkten,** dass hier noch etwas **Gegenwind** für die kurzfristige Goldpreisentwicklung besteht. Nichtsdestotrotz sind wir der Meinung, dass weitere **Korrekturen für Zukäufe genutzt werden sollten.** Dies gilt umso mehr für **Goldminenaktien.** **Mittelfristig** wird sich der **USD höchstwahrscheinlich wieder abwerten** und beim Vorliegen negativer **Realrenditen wird Gold erneut glänzen.** Daher werden wir an unserer Goldquote (Kombination aus Gold-ETFs und Goldminenaktien) weiterhin festhalten. Aber auch **andere Edelmetalle** (wie **Silber** oder **Palladium**) werden bei sinkenden Notierungen immer interessanter.
- **Rohstoffe** (mit Ausnahmen von Öl) kommen nach der Hausse der letzten Monate derzeit etwas unter Druck. Hinzu kommt, dass Spekulanten an den Derivatmärkten Long-Positionen abbauen bzw. abbauen müssen. Bis sich hier neue Gleichgewichte auf etwas tieferen Niveaus finden, ist es ratsam, vorsichtig zu agieren (auch auf der Aktienseite: Rohstoff-Produzenten etc.). Trotzdem **glauben wir, dass der Aufwärtstrend vor dem Hintergrund einer positiven konjunkturellen Makrolage in diesem Bereich durchaus weitergehen kann (inkl. Öl).** Einzelne Rohstoffe sind darüber hinaus auch völlig unabhängig von diesen kurzfristigen Überlegungen interessant. Man denke hier zum Beispiel an den **Megatrend von „Erneuerbaren Energien, Clean Energy“.** Die **Nachfrage nach Kupfer** wird mit der zunehmenden Fokussierung auf die Technologie der erneuerbaren Energien explodieren (andere Rohstoffe wie **Cobalt und Nickel** gehören natürlich auch dazu). Doch selbst wenn die **Preise für das Metall steigen, drohen die Vorräte aufgrund jahrelanger Unterinvestitionen knapp zu werden.** Was den Versuch angeht, die Welt von fossilen Brennstoffen zu entkoppeln, wird es unumgänglich, dass auf Kupfer zurückzugreifen. Nach Aussagen verschiedener Experten gibt es praktisch keinen Rohstoff, der Elektrizität so gut leiten

i Ausblick

kann (Aluminium wäre zwar eine Alternative, aber die Leistung ist dabei niedriger). **Der Ausblick für den Kupfermarkt ist daher relativ positiv.** Dieser müsste sich bis 2040 verdoppeln, wenn die Welt die Ziele des Pariser Klimaabkommens erreichen will. Die Urbanisierung Chinas in den 2000er Jahren war für Kupfer von großer Bedeutung. Aber es ist klar, dass die grüne Megatrend-Investitionsstory durchaus größer sein kann.

ii Zusammenfassung Basisszenario

▪ Sommermonate

Gestiegener Optimismus (Unternehmen und Konsumenten), niedrigere Kassenquoten (Investoren), höhere Bewertungen (spekulative Exzesse) und Impfstoffe machen mittlerweile vielerorts einen echten Unterschied. Die Mobilität steigt, Volkswirtschaften und Unternehmensgewinne wachsen stark. Erste Anzeichen, dass Aktienrückkäufe wieder anziehen. Langfristige Anleiherenditen sinken und der USD wertet sich weiter auf (Angst vor weiterer, restriktiver US-Fed-Politik). Zyklische Investmentthemen und Sektoren („reflation trades“) kommen etwas unter Druck. Defensive Werte (Pharma, Consumer Staples) und etablierte Werte, der Cashflow starker IT-Unternehmen schneiden relativ besser ab. Volatile Seitwärtsbewegung mit Zwischenkorrekturen sind wahrscheinlich. Zwischenhochs an den Börsen aus der ersten Jahreshälfte werden nicht durchbrochen.

▪ Zweite Jahreshälfte 2021 – hinein ins Jahr 2022

Zinsen bleiben niedrig, Kreditexpansion wird fortgesetzt. Fiskalpakete wie Infrastrukturausgaben, Green Deal (in den USA) oder Recovery Fund (in der EU) und sinkende Arbeitslosigkeit (USA und Eurozone). Anhaltende Dynamik in Asien bzw. auf den Emerging Markets treibt das globale Wachstum an, unterstützt den wiederaufgenommenen Welthandel inkl. des globalen Tourismus, wobei sich die Inflationsbefürchtungen aus der ersten Jahreshälfte als übertrieben herausstellen. Die USD-Abwertung nimmt wieder an Fahrt auf. Rohstoffpreise inkl. Edelmetalle steigen wieder. Abgestrafte Wachstumswerte, Momentum-Strategien und defensive Qualitäts- und Dividendenaktien rücken weiter in den Fokus der Anleger. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass Europa als Aktienmarkt weiterhin nach oben überrascht. Anleiherenditen können wieder ansteigen, was zu erneuten negativen Performancephasen bei Anleihen führt.

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

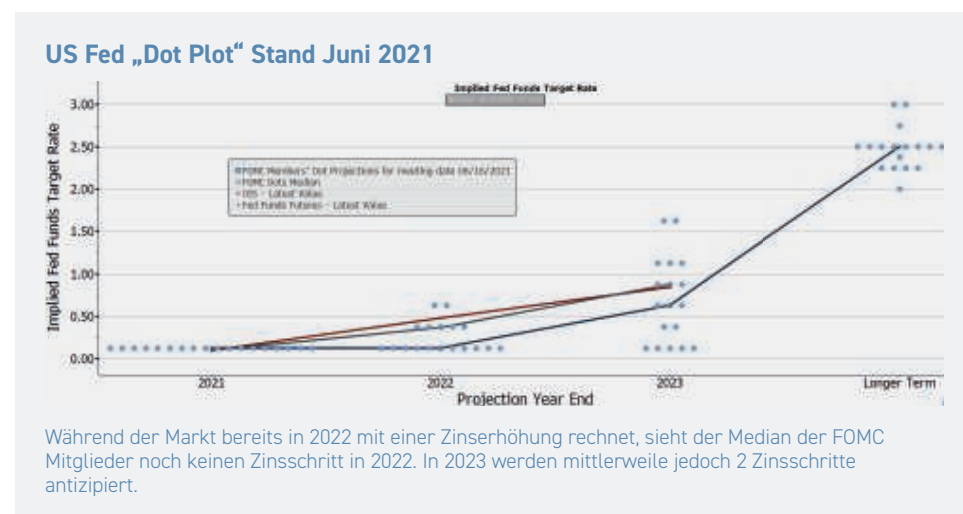
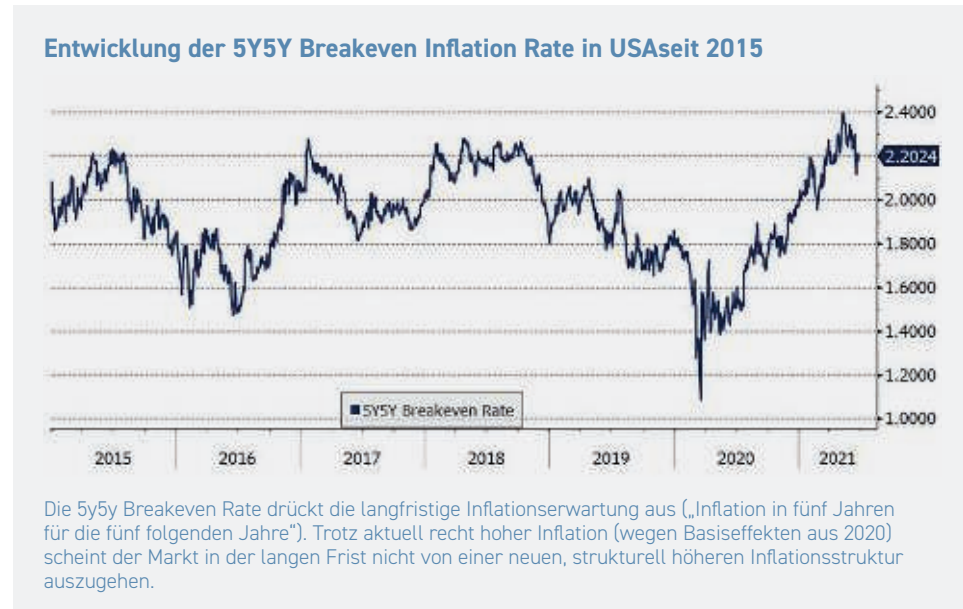
1. Steigende Steuern und zunehmender regulatorischer Druck und damit Margendruck auf Unternehmen. Der von US-Präsident Biden vorgeschlagene Mindeststeuersatz für Unternehmen (15 %) ist jedoch noch kein wirkliches Problem. Eine konkrete Umsetzung auf globaler Basis ist äußerst schwierig und dauert in der Regel sehr lange. Trotzdem werden solche Themen in Zukunft eher zu- als abnehmen.
2. Enttäuschungen beim Wirtschaftswachstum (in der zweiten Jahreshälfte).
3. Nachhaltig steigende Inflation über die zweite Jahreshälfte hinaus – darauf werden Notenbanken ab einem gewissen Punkt reagieren müssen.
4. Meldung einer Reduktion der Fiskalimpulse/Gespräche über einen ausgeglichenen Staatshaushalt, weil politische Kräfte, die immer und ewig gegen Staatsausgaben sind, sich durchsetzen. Das ist aber derzeit ein weniger wahrscheinliches Szenario, weil politisch nicht durchsetzbar (weder in den USA noch in der Eurozone).
5. Akzentuierung der Situation „China und Taiwan“ mit potenziell globalen Spillover-Effekten (politisch wie ökonomisch).

ii Zusammenfassung Basisszenario

6. Neue Handelskriege (USA-China) oder Drohungen mit einem Handelskrieg könnten zu einem Anstieg der globalen Handelsunsicherheit führen. Trotz einiger Differenzen und eines Mangels an Details zu entscheidenden politischen Initiativen scheint das G7-Treffen in Cornwall bestätigt zu haben, dass die transatlantische Zusammenarbeit wieder auf der Tagesordnung steht. Das Risiko eines Handelskriegs zwischen den USA und der EU ist praktisch verschwunden. Aber auch die Lage zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich scheint sich deutlich entspannt zu haben. Stattdessen könnte eine bessere Koordination zwischen der EU/dem Vereinigten Königreich und den USA dazu beitragen, China mit der Zeit zu zwingen, einige seiner handelsverzerrenden Praktiken zu mäßigen.
7. Unvorhergesehene Entwicklungen rund um COVID-(Delta)Mutationen.

iii Rückblick & Ausblick

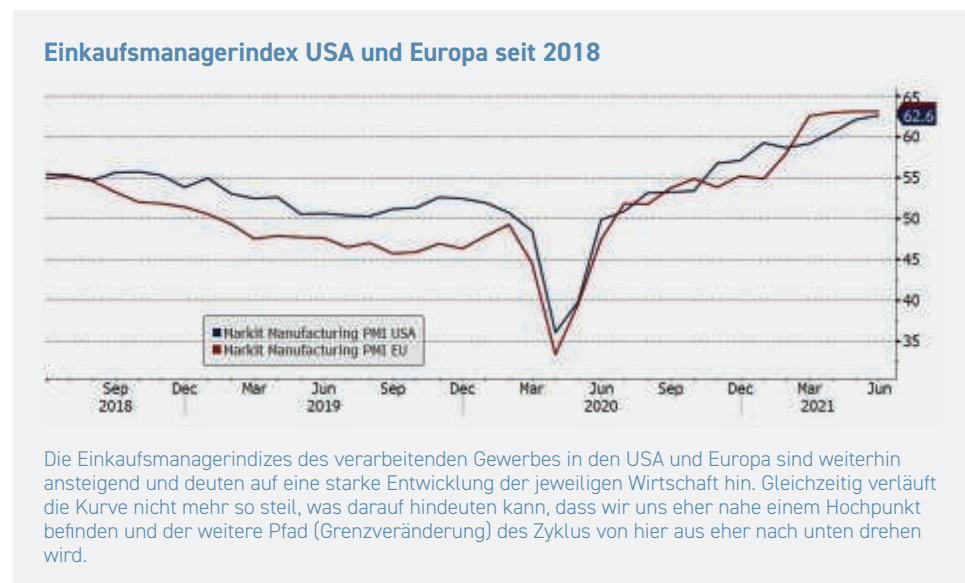
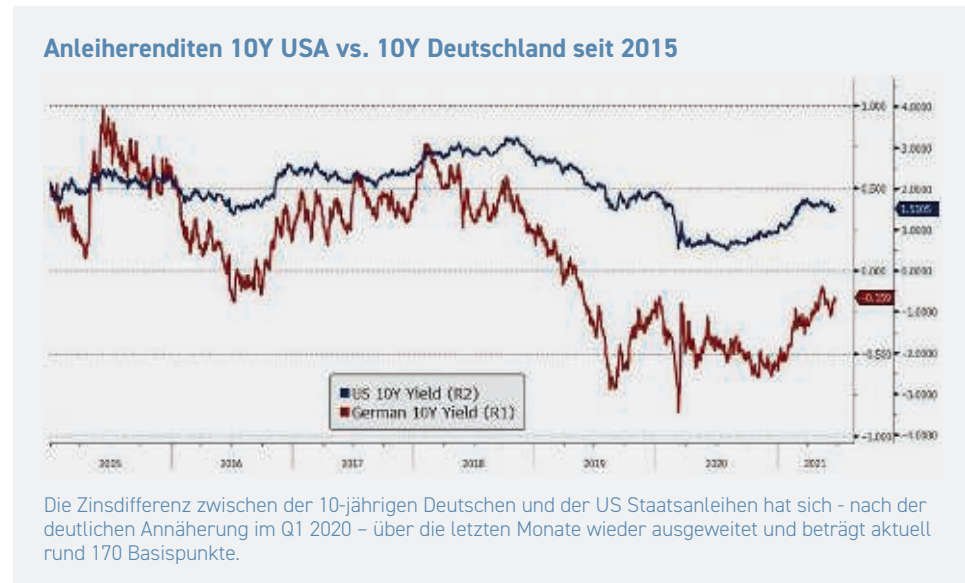
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

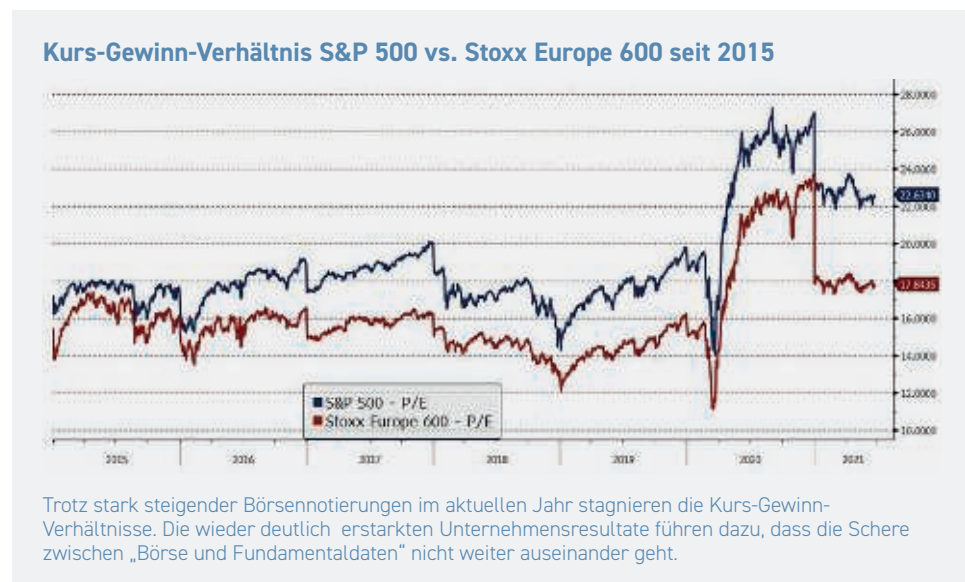
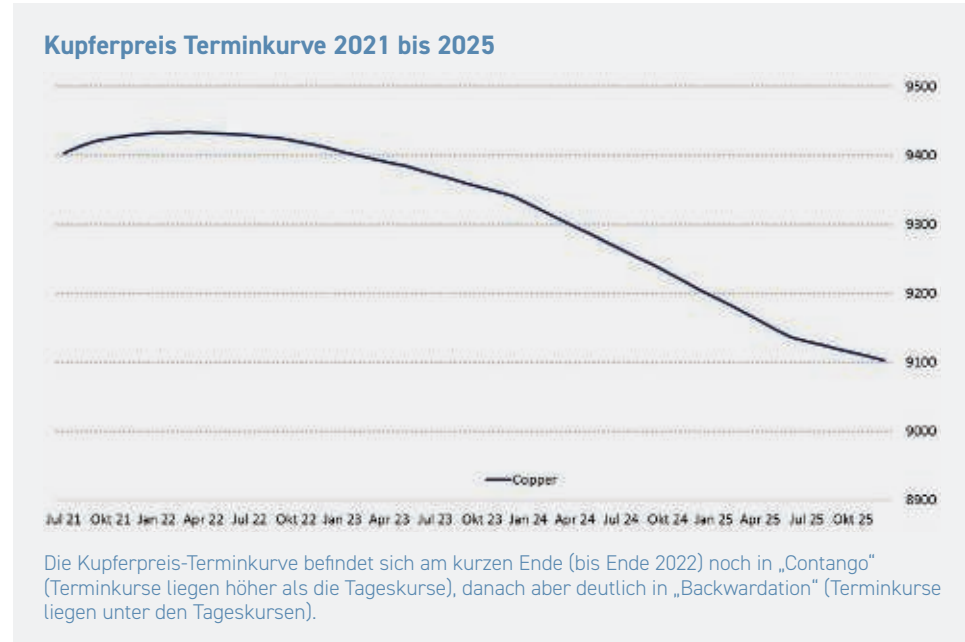
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

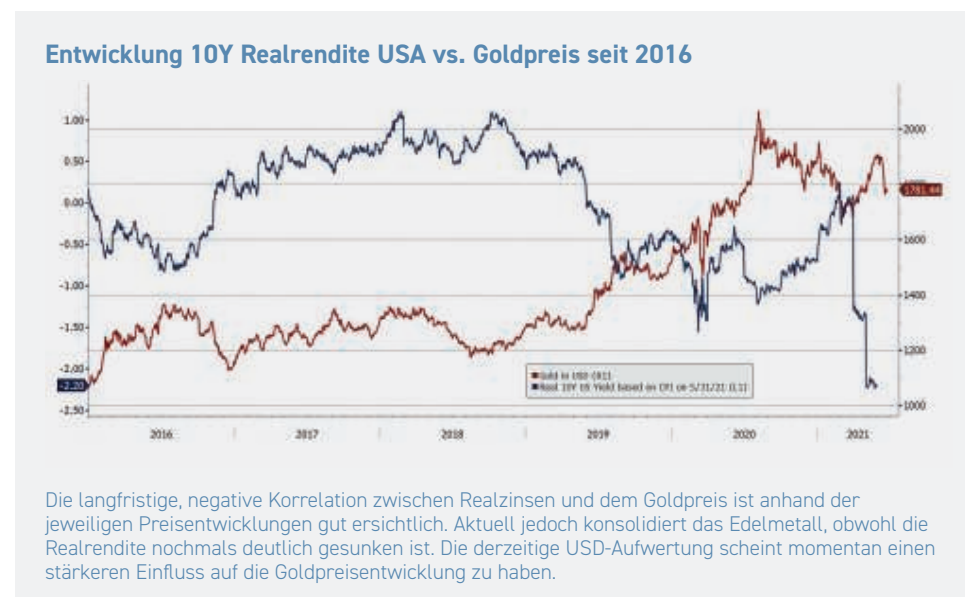
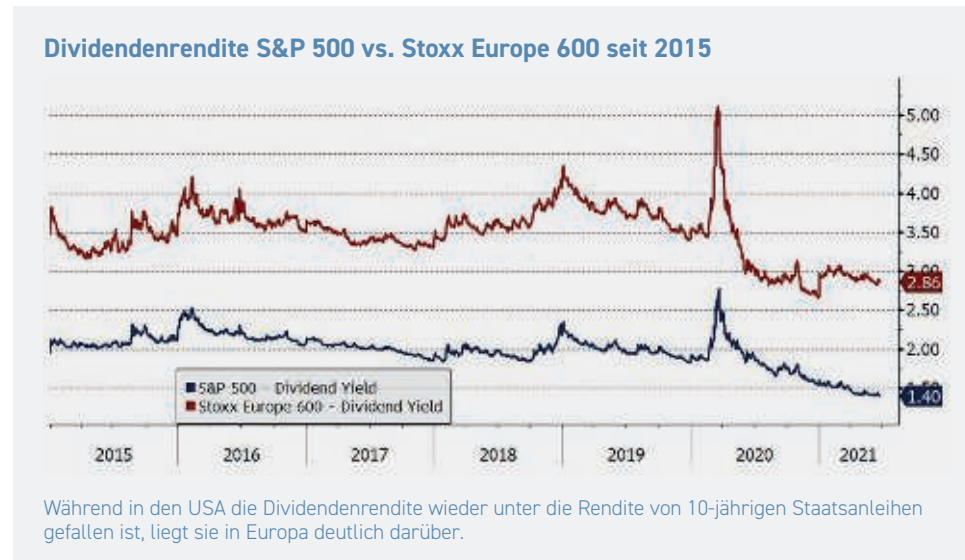
(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



Quelle: Bloomberg, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»	«Mikro»		«Markt»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Die US-Fiskalpolitik bleibt expansiv und ein neuer Infrastrukturplan wurde im Juni von US-Präsident Biden vorgestellt, jedoch im reduzierten Umfang im Vergleich zur ursprünglichen Form. ■ Die Geldpolitik bleibt insgesamt „locker“, obwohl eine weitere Verbesserung bestimmter Indikatoren (von Markt in USA und ZEW in D) auf erste Anzeichen einer möglichen Wende hingedeutet haben. Tatsächlich trübte sich gegen Mitte Juni, nachdem die US-Zentralbank an ihrer zweitägigen Sitzung ihre Rhetorik hinsichtlich Inflationseinschätzung und künftiger Zinspolitik gegenüber früheren Aussagen aktualisiert hatte, die Lage auf den Märkten vorübergehend etwas ein. ■ Die Hauptinflationstreiber der letzten Monate (Rohstoffe: von Holz bis zu den Industriemetallen und Schmierstoffen, aber auch Edelmetalle) bestätigen derzeit keinen weiteren Anstieg der Preise. Sowohl die Tages-(Spot) Preise als auch die Entwicklung der Terminkurven zeigen deutlich, dass dieser erste große Preis-Schub (Entwicklung Q3 bis Q2 2021) nicht linear fortgeschrieben werden kann. In der Tat geben viele Rohstoffpreise (Spot) nach. Auch die längerfristigen Swap-Sätze deuten darauf hin, dass der Höhepunkt der Inflationserwartungen wahrscheinlich bereits über-schritten ist. ■ An der COVID-Front verbessert sich die Situation in den westlichen Volkswirtschaften zwar weiter, doch die Ausbreitung der Delta-Mutation bereitet etwas Sorge. ■ Fazit: Die Grundvoraussetzungen sind weiterhin positiv, allerdings ein Blick auf die Frühindikatoren wie die Einkaufsmanager-Indizes (PMI) lässt den Schluss zu, dass sich die aktuell mehrheitlich sehr hohen Werte mit hoher Wahrscheinlichkeit eher nahe an einem Höhepunkt befinden und der weitere Pfad (Grenzveränderung) des Zyklus von hier aus eher nach unten drehen wird. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die meisten Börsenindizes in der westlichen Welt sind nahe eines Allzeithochs. Ab Mitte Mai fand in den USA eine neue Gegenrotation zugunsten Technologie-Mega Caps statt. Dies betraf zunächst etablierte Branchenleaders (im NASDAQ) und anschließend auch spekulativere Sub-Segmente des IT-Sektors. Dieser Trend akzentuierte sich im Juni nochmals deutlich. Auch Europa und Teile der Emerging Markets haben ihren Hausse-Trend fortgesetzt. ■ Die Berichtssaison ist hinter uns und die meistens niedrig ange-setzten Erwartungen wurden allge-mein übertroffen. ■ Rohstoffe: Rohstoffe haben die wirtschaftliche Erholung bereits vorweggenommen. Sie wider-spiegeln derzeit die negativen Effekte aus den nach wie vor unter-brochenen Lieferketten. Trotzdem befinden sich viele Rohstoffmärkte wieder in „backwardation“. ■ Staatsanleihen: Übertriebene Inflationserwartungen haben Staatsan-leihen im ersten Quartal verbilligt (rascher Renditeanstieg). Die Situa-tion hat sich im zweiten Quartal normalisiert und die Renditen haben sich in einem Bereich von 1.4% bis 1.6% (in USA) und -0.2% und -0.1% (in D) eingependelt. Die Rendite-differenz zwischen USA und D beträgt derzeit rund 170 Basis-punkte. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aktien vs. Renten: Relativer Vorteil von Aktien vs. Staatsanleihen reduziert sich mit dem Anstieg der Aktienkursnotierungen. ■ Während in den USA die Dividen-denrendite wieder unter die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen gefallen ist, liegt sie in Europa deutlich darüber. ■ Die erwarteten Gewinnrenditen von Aktien (Umkehrung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) sind aktuell nach wie vor höher als die (realen) Anleihenrenditen. Die Differenz davon ist ein zukunftsorientiertes Mass für die Aktienrisikoprämie, d.h. die sog. „Überrendite“ für das Halten von Aktien. Dies trifft vor allem für Europa, UK und Japan zu. ■ Credit Spreads (USA/EU) bleiben auf Allzeit-Tiefst und profitieren vom positiven Aktienzyklus. Aus Investorensicht werden hoch-verzinsliche Anleihen jedoch immer weniger interessant. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Märkte sind allgemein hoch bewertet und anfällig für Korrekturen. Bei unverändert bleibenden Marktbedingungen (lockere / expansive Fiskalpolitik) werden Korrekturen einfach dies bleiben: Korrekturen eines Bullen-Marktes. Diese werden als Kaufgelegen-heiten wahrgenommen („buy the dip“). ■ Übertreibungen und Verwerfungen in spekulative Assets/ Sektoren wie Crypto-Währungen können jederzeit „Kollateralschäden“ im Aktienmarkt verursachen. Oftmals müssen gehebelte Investoren ihre Verluste mit dem Verkauf von liquiden Aktienanlagen abdecken. ■ Die vielerorts antizipierte Inflationsbeschleunigung ist bisher ausgeblieben und die Preiserhöhungen sind vielmehr auf noch nicht gelöste Störungen der weltweiten Lieferketten zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund stellen insbesondere US-Staatsanleihen, unter Berücksichtigung ihrer Sicherheit und Liquidität, eine valide Alternative dar - dies selbst für ausländische Investoren, welche die USD Bestände absichern möchten oder müssen. Es gibt genug Nachfrage nach sicheren Staatspapieren und dies wird den Bonds-Markt, zur Überraschung vieler Marktteilnehmern, stützen. ■ Fundamental (Bewertungen) und technisch (Nachholbedarf) spricht alles für Aktien in Europa und Emerging Markets. ■ Gold unterliegt derzeit hohen Schwankungen: Aktuell konsolidiert das Edelmetall, obwohl die Realrendite nochmals deutlich gesunken ist. Die derzeitige USD-Aufwertung scheint momentan einen stärkeren Einfluss auf die Goldpreisentwicklung zu haben. ■ Die derzeitige USD-Gegenrally könnte noch etwas andauern. Mittelfristig bleiben dennoch die Grund-voraussetzungen, insbesondere das chronische Handelsbilanzdefizit, für die Währung negativ.

v CONREN's M³ erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten		«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik	
1 «Makro»	2 «Mikro»	3 «Markt»	
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter	Angebots - / Nachfrageverhalten, Markttechnische Parameter und Markt - «Sentiment»	
	«Absolut»	«Relativ»	
<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 ... 	<ul style="list-style-type: none"> Angebots- und Nachfrageverhalten (Anleihen, Aktien, Rohstoffe) Preis- und Volumenbewegungen Technische Faktoren (inkl. Trendrichtung) Marktstimmung («sentiment») Marktpositionierung (z.B. «put/call ratio» bestimmter Aktienindizes, Entwicklung der Volatilitäten) ...
<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"> Wachstum, Inflation (Zinsen) und 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>	

vi 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

CONREN (Deutschland) GmbH, Heidelberg



Director - Head of Sales DACH

Martin Weiß

+49 157 / 830 22129

weiss@conren.de

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)

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