CONREN
FONDS

CONREN Marktkommentar
Ausblick 2023

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

CONREN EQUITY | CONREN FORTUNE | CONREN FIXED INCOME | CONREN GENERATIONS

Inhalt

		Seite
i	**Rückblick & Ausblick**	3
ii	**Zusammenfassung Basisszenario**	11
iii	**Chart-Sammlung: Rückblick & Ausblick in Charts**	12
iv	**CONREN's M3** I Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	19
v	**CONREN's M3 erklärt**	19
vi	**Koordinaten**	20
vii	**Rechtlicher Hinweis**	21

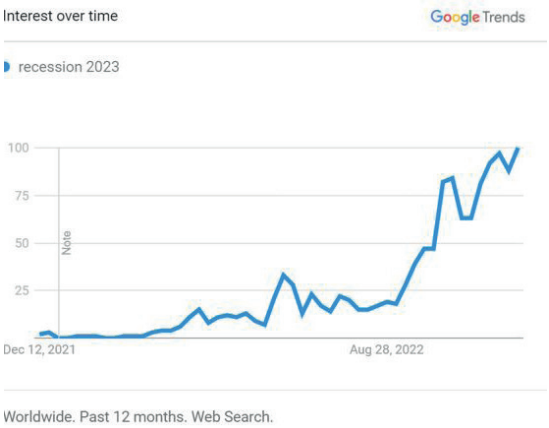
i Rückblick

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

Das "Leit-Motiv" im letzten Quartal 2022 war geprägt von den wachsenden Rezessionsängsten. Während "Inflation" und Zinsängste die Schlagzeilen während des grössten Teils des Jahres dominierten, veranlasste die unvermindert aggressive Zinspolitik der Zentralbanken in den USA, Grossbritannien und der EU angesichts spürbarer und zunehmender Anzeichen einer Verlangsamung der Inflation die Marktteilnehmer dazu, für 2023 eine Rezession zu prognostizieren. Was dies bedeutet und welche Auswirkungen es auf die Vermögenspreise nach einem abträglichen Jahr hat, ist Teil der nächsten Überlegungen.

Makrobild: Wachstum, Inflation, Geld- und Fiskalpolitik

Ein Quartal – Welche Veränderung! Während sich im ersten Halbjahr 2022 alles um die starke Konjunktur, den boomenden Tourismus, Angebotsengpässe, Arbeitskräftemangel und Lohndruck drehte, hat sich die Stimmung im 4. Quartal deutlich verändert. Das Wort "Rezession 2023" hat in den letzten Monaten die Marke 100 in der Suchleiste von Google Trends erreicht.



Während das aktuelle Wachstum noch nicht in eine Rezession abgeglitten ist - die weltweite Wachstumsrate für 2022 wird laut dem Ausblick des IWF vom Oktober 2022 voraussichtlich 3,2% für die Weltwirtschaft und 2,4% in den Industrieländern betragen - hat sich die Stimmung in Bezug auf die unmittelbare Zukunft als Folge von 1) hohen Inflationszahlen, 2) der aggressiven Reaktion der Zentralbanken zu ihrer Bekämpfung und 3) der Verlangsamung der Fiskalströme im Vergleich zu den während der Covid-Zeit erfolgten riesigen "Finanzspritzen" verschlechtert.

Unserer Meinung nach haben wir nach einer Superbeschleunigung der globalen Nachfrage als Reaktion auf die Covid-Stimuli eine Phase der **Normalisierung** durchlaufen. Wir haben argumentiert, dass die Inflation ein Problem des "Angebot entspricht nicht der Nachfrage" infolge der angeführten Nachfragebeschleunigung war. Die Realität war, dass die Inflation über das Ziel hinausschoss und länger anhielt als erwartet, was die Zentralbanken dazu veranlasste, aggressiv zu handeln.

In gleicher Weise durchlaufen wir jetzt den Normalisierungsprozess, bei dem die **fiskalischen** Impulse auf das (normale) Niveau von vor der Pandemie zurückgekehrt sind, wenn wir von bestimmten Sektoren wie der Rüstungs- und Waffenindustrie absehen. In gleicher Weise, wie das Überschiessen der Inflation durch eine aggressive Geldpolitik bekämpft wurde, besteht die Gefahr, dass die gleiche Politik jetzt bei der Bewältigung eines Schritts zur Normalisierung bei den Staatsausgaben **über das Ziel hinausschiesst.** Mit anderen Worten, das Risiko einer Übertreibung des Nachfragerückgangs (d. h. eines rückläufigen BIP-Wachstums) steigt, je länger die straffe Geldpolitik trotz dieses Normalisierungsprozesses

i Rückblick

(Reduktion) bei den Fiskalströmen im Vergleich zu 2020-21 in Kraft bleibt.

Die jüngsten **Inflationszahlen** zeigen, dass sich die Situation **verbessert.** Die VPI-Zahlen in den USA fielen im Oktober besser aus als im Vormonat (7,75% gegenüber 8,2%) und in der EU zeigten die Novemberzahlen beim VP-Index der Eurozone ebenfalls ein langsameres Preissteigerungstempo (10% gegenüber 10,6% im Oktober). Es gab eine Reihe von Anzeichen die darauf hindeuten, dass sich in den letzten Monaten ein sich verlangsamendes Inflationsbild entwickelt haben könnte: fallender Ölpreis seit April, fallende Preise für Industrie- und Agrarrohstoffe, Höchststand und Rückgang dessen, was der Wegweiser für die Inflation im Jahr 2021 war, d. h. Gebrauchtwagenpreise ("Mannheim Used Vehicle Index"), sinkende Frachtsätze, stagnierende Immobilienmärkte und sinkende Hausverkäufe etc. Was sich bis vor kurzem hartnäckig erhöhte, war das, was die FED neben der Kerninflation der privaten Konsumausgaben (kurz "PCE", Personal Consumption Expenditure) in erster Linie für die Festlegung ihrer Politik betrachtet, d. h. Arbeitsmarktentwicklung und Stundenlohnniveau. Der Stellenzuwachs im November lag bei sehr respektablen 263'000 zusätzlichen Stellen. Das ist ein Rückgang von durchschnittlich 444'000 pro Monat in der ersten Jahreshälfte, liegt jedoch deutlich im normalen Bereich für nicht rezessive Zeiträume. Die Überraschung kam aus dem Teil "durchschnittlicher Stundenlohn" des Berichts, der darauf hindeutete, dass die Löhne im November um 0,6% gestiegen sind. Laut dem Forecast Survey von Bloomberg war das doppelt so schnell wie von Ökonomen erwartet.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir ein **gemischtes Bild** vorfinden, **beschleunigtes** Lohnwachstum und rückgängige **Kerninflation der privaten Konsumausgaben**, was es für die FED schwieriger macht, die richtigen Massnahmen zu ergreifen.

Was ist falsch an Lohnanstieg und warum stört er die Zentralbanken? Normalerweise sind steigende Löhne eine gute Sache, doch wenn die Inflation zu hoch ist, kann dies ein Problem darstellen. Die Inflation wird durch **Ausgaben** verursacht, die die Fähigkeit der Wirtschaft, Waren und Dienstleistungen **zu liefern, übersteigen**. Die Verbraucher können ihr Ausgabenniveau nicht weiter erhöhen, wenn sie nicht mehr Geld zum Ausgeben haben. Für die überwiegende Mehrheit der Haushalte ist das Lohneinkommen die Hauptquelle der ausgegebenen Gelder. Wenn wir also ein Wiederaufleben des Lohnanstiegs sehen, könnte ein erneuter Inflationsdruck folgen. Das Problem mit Daten aus den Arbeitsmärkten ist ihre Tendenz, rückwärtsgewandt zu sein, d.h. sie stammen aus Beschäftigungsentscheidungen von Unternehmen, die nicht ständig geändert werden. Nach den Angebotsproblemen aufgrund der Pandemie und des Arbeitskräftemangels werden Unternehmen, die eingestellt und die Löhne erhöht haben, um ihre Mitarbeiter zu halten, wahrscheinlich nicht beim ersten Anzeichen einer Verlangsamung der Preise oder der Nachfrage, diese entlassen. Daher sind Daten aus diesem Markt wie im **Rückspiegel** zu betrachten.

Vor diesem Hintergrund werden die Risiken, mit denen wir konfrontiert sind, jetzt deutlich: Durch eine **zu starke und zu lange** Verschärfung der monetären Bedingungen könnte die Wirtschaft blockiert und eine Rezession verursacht werden.

i Rückblick

Mikro- und Marktbild: Märkte und Bewertungen

Rezession ist derzeit wahrscheinlich das am meisten gefürchtete Wort. Die relevante Frage für Anleger ist, **ob eine Rezession auf den Aktien- und Anleihemärkten bereits eingepreist ist oder nicht.**

Erstens prognostiziert fast die Hälfte der Befragten der Philadelphia-FED-US-Umfrage unter Finanzprognostikern in den USA eine technische Rezession im Jahr 2023. Das ist der mit Abstand höchste Prozentsatz der Befragten, die ein negatives BIP-Wachstum seit über 50 Jahren erwarten. In Europa (EZB-Umfrage unter professionellen Prognostikern) prognostizieren 86% der Befragten eine sogenannte "technische Rezession" – zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativem Wachstum – in diesem Zeitraum.

Geht der **Aktienmarkt** bereits von einer eigentlichen Rezession aus?

Eine durchschnittliche Rezession hat in der Welt nach dem Zweiten Weltkrieg zu Einkommensrückgängen von ca. 35% über Zeiträume von 1-1/2 Jahren geführt. Die Multiplikatoren fallen normalerweise, bevor die Gewinne zu schrumpfen beginnen (dies geschah im Jahr 2022, als das KGV schrumpfte, der Gewinn pro Aktie jedoch stabil war). Daher tendieren Multiplikatoren dazu, vor den Gewinnen den Tiefpunkt zu erreichen. Wenn die Gewinne in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig wären (eine technische Rezession), ist die Wirtschaft schwach, und es wird erwartet, dass die Zentralbanken die Zinsen senken. Wenn dies der Fall ist, neigen Multiplikatoren dazu, einen Schub zu bekommen, selbst wenn die Wirtschaft schrumpft. Wenn also der Markt eine Rezession erwartet und die Zentralbanken die Zinsen senken, könnten wir bei langlaufenden Anleihen (US-T-Note) bei 1% - 1,5% enden. Zusammen mit einer Aktienrisikoprämie von mindestens 5% in einer Rezession erhalten wir eine erforderliche Ertragsrendite von 6,5% - 7%, was ein KGV von ca. 15 % impliziert. Derzeit notiert der US-Aktienmarkt über diesem Niveau (S&P500 18.5x). Zumindest für den wichtigsten Aktienmarkt der Welt sieht es nicht sonderlich unterbewertet aus. Vor allem, wenn die Renditen im Fall einer Rezession nicht wie erwartet sinken sollten.

Und die **Anleihen?**

Der US-Anleihenmarkt preist eine Rezession, jedoch keine ernsthafte Rezession, ein. Sagen wir eine leichte Rezession. Warum? In der Vergangenheit hat die FED die Zinsen in den 12 Monaten bis 18 Monaten, nachdem die Wirtschaft in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negative Gewinne erreicht hatte, um 300 bis 400 Basispunkte gesenkt. Wenn wir der genannten Umfrage unter professionellen Prognostikern folgen, könnten wir den Beginn der Rezession 2023 im Juli verzeichnen.

Betrachten wir jetzt den Markt. Die FED Fund Futures preisen einen Endzins von ca. 5% bis Juni 2023 und nur eine Senkung von 50 Basispunkten bis Januar 2024 bzw. 150 Basispunkte bis Juni 2024 ein. Mit anderen Worten preist der Anleihenmarkt definitiv eine Rezession ein, jedoch keine harte Rezession (was eine sehr viel aggressivere Zinssenkung bedeuten würde). Auch hier erwarten die Anleihenmärkte keine **harte/eigentliche Rezession** in den nächsten 18 Monaten.

i Ausblick

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

Wir haben gezeigt, wie die Indikatoren in den USA unterschiedliche Signale senden, d.h. niedrigere PCE-Zahlen für November und gleichzeitig ein sich beschleunigendes Lohnwachstum. In der EU beobachten wir ein ähnliches Bild. Wie ist diese Situation zu interpretieren? Im ersten Halbjahr 2022 stieg die Gesamtbeschäftigung in den USA um durchschnittlich 444'000 Stellen pro Monat. Der Novemberwert von +263'000 entspricht einem Rückgang von 41%. Die Zahl der offenen Stellen lag Anfang des Jahres bei 11,9 Millionen, ist jedoch seitdem auf 10,3 Millionen gesunken, was einem Rückgang von 13,5% entspricht. Die angekündigten Entlassungen von US-Unternehmen beliefen sich im ersten Halbjahr 2022 auf durchschnittlich 22'000 pro Monat. Im November waren es knapp unter 77'000.

Wenn wir viel Zeit damit verbringen, makroökonomische Daten zu analysieren, stellen wir schnell fest, dass keine Statistik alles sagen kann. Jede Messung hat bestimmte Mängel, die gelegentlich dazu führen können, einen falschen Eindruck zu erwecken. Der Weg, dies zu umgehen, besteht darin, verschiedene Indikatoren zu betrachten und zu sehen, ob sie gemeinsam eine zusammenhängende Geschichte erzählen. In diesem Fall deutet die Kombination verschiedener Indikatoren darauf hin, dass sich der Arbeitsmarkt etwas lockert. Der plötzliche Lohnsprung im November sieht im Vergleich zu allen anderen Daten wie eine Anomalie aus. Kurzfristig ist das Wichtigste, worauf die Märkte hoffen, eine **langsamere Inflation**, die weniger schnelle FED-Zinserhöhungen ermöglicht. Wir sehen zwei wichtige Trends, die beides unterstützen könnten: Verlangsamung der tatsächlichen Inflationsschätzungen und Lockerung auf dem Arbeitsmarkt. Die VPI-Zahlen vom November bestätigten erneut, dass die Inflation in den USA ihren Höhepunkt erreicht haben könnte.

Der andere zu berücksichtigende Aspekt ist die fiskale Unterstützung. Die Fiskalströme in den USA sind nach wie vor gut, jedoch nicht mit dem Stand der Pandemie vergleichbar. Wie bereits gesagt, befinden wir uns jetzt wieder auf einem normalisierten Niveau, bei dem Abflüsse – wie die letzte Steuerzahlung am 15. Dezember in den USA – auf Ausgabenzeiträume folgen und umgekehrt. Insgesamt sind die Nettofiskalströme nach wie vor positiv und stützend.

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

Aktien

Für 2023 erwarten wir weiterhin Enttäuschungen an der Konjunktur- und Unternehmensgewinnfront. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte enttäuschend ausfallen, da Verbraucher und Unternehmen diskretionäre Ausgaben und Kapitalanlagen deutlicher kürzen. Mit einer schwächeren Nachfrage und Preissetzungsmacht, einer weiteren Margenkompression und einer geringeren Rückkaufaktivität könnten wir einen Rückgang der S&P-Gewinne auf unter 200 USD pro Aktie im Vergleich zum Konsens von 232 USD pro Aktie erleben (der Medianwert betrug Mitte Dezember 2022 232.53 USD).

In der ersten Jahreshälfte 2023 würden wir eine Handelsspanne im S&P-Index zwischen 3700 und 4200 als Basisszenario sehen. Da der S&P-Index derzeit bei etwa 3840 liegt (per 30. Dezember 2022), übersteigt das Aufwärtspotential von Aktien das Abwärtsrisiko um den Faktor 3 zu 2.

i Ausblick

Während wir nicht ausschliessen, dass die Tiefs von 2022 in der ersten Hälfte des neuen Jahres getestet werden, sind Anfang 2023 flache bis niedrigere Aktienkurse zu erwarten. Viel wird davon abhängen, ob oder in welchem Umfang die FED zu stark inmitten von schwächelnder Fundamentaldaten, steigender Arbeitslosigkeit und sich verschlechternder Verbraucher-/Unternehmensstimmung die Zinsen anzieht und ob stattdessen ein FED-"Pivot" stattfindet.

Während die Inflationskräfte nachgelassen haben (wie wir erwartet haben, zugegebenermassen zu früh, im Spätsommer und Frühherbst) und die Märkte gut darauf reagiert haben, bleibt der Arbeitsmarkt angespannt, da die Arbeitgeber zögern, sich von "schwer zu bekommenden" Arbeitskräften zu trennen. Die FED versucht, den Arbeitsmarkt mit der Zange der Geldpolitik zu lockern, sodass Fortschritte bei der Kontrolle der Lohninflation schwieriger sein könnten, als die meisten erwarten.

FED-Pivots fallen in der Regel mit schwächelnden Unternehmensgewinnen und erhöhten Bewertungen zusammen. Darüber hinaus ist es, wenn die FED die Zinssätze senkt, historisch gesehen nicht mit dem Ende eines Bärenmarkts verbunden – es liegt eher irgendwo in der Mitte des Bärenmarkts, da der Grund für eine politische Wende mit der Erkenntnis einhergeht, dass etwas entweder wirtschaftlich (d. h. eine "Rezession") oder finanziell (d. h. ein „Kreditereignis“, ein wichtiger „Verzug") zerbrochen ist. Wenn eines dieser Ereignisse eintritt und die FED anfänglich Massnahmen ergreift, wird der Markt für niedrigere Wirtschafts- und Gewinnwachstumsraten neu bewertet.

Im Hinblick auf die positiven Aspekte, was allzu oft unbemerkt bleibt, wenn man sich nur auf monetaristische Aspekte konzentriert (FED-Politik) ist, dass sich das fiskalische Bild voraussichtlich nicht wesentlich ändert und unterstützend bleibt. Darüber hinaus dürften wir einen Anstieg der Einnahmen aus höheren Zinssätzen erzielen (zusätzliche Einnahmen aus der T-Bill-Abzinsung und der Abzinsung auf neuere Emissionen). Diese Ströme sind Einkommen direkt für den Verbraucher (nicht nur ein Zusatz zum öffentlichen Defizit). Daher ein unterstützender fiskalischer Faktor.

Fazit: Die Aussichten für Aktien sind gemischt. 2022 hat den Anteil **"Zinserhöhung"** der Überbewertungen zu Jahresbeginn und wahrscheinlich auch eine leichte Rezession abdiskontiert. Wenn es eine leichte Rezession gibt, fallen die Aktienkurse möglicherweise überhaupt nicht. Auf der anderen Seite scheint – wie gezeigt – eine normale/harte Rezession in den Aktienkursen noch **nicht diskontiert zu sein.** Auf diese Situation vorbereitet zu sein, ist leichter gesagt als getan. Im ersten Fall könnten die Aktien erheblich ansteigen. Dies ist das andere Risiko, das Portfolio zu "schützen", indem die Positionen in Aktien reduziert werden. Die Zeit nach einem Bärenmarkt führt tendenziell **zu massiven Aufwärtsrenditen**. Das Verpassen dieser signifikanten Marktsprünge kann sich nachteilig auf die langfristigen Ergebnisse auswirken. Im anderen Fall (harte Rezession) sind Aktien immer noch überbewertet und Positionen sollten reduziert werden.

Die Anleger stecken in einer **Zwickmühle**. In diesen Situationen versuchen wir an unseren Positionen festzuhalten und Abwärtsbewegungen zu mildern, indem wir uns auf Unternehmen mit hohen Gewinnmargen, zuverlässigen Geschäften, geringer Gewinnvolatilität und kleiner Schuldenlast konzentrieren. Vor allem der letzte Punkt wird der Bilanz zahlreicher Unternehmen ab 2023 schaden. Es wird erwartet, dass höhere Zinsen die Gewinne stark fremdfinanzierter Unternehmen zum Nachteil der Aktienanleger schmälern werden.

i Ausblick

Staatsanleihen, Anleihenrenditen

Die schlimmste **Fehleinschätzung** in diesem Jahr bestand darin, die Auswirkungen der aggressiven Inflationsbekämpfung der Zentralbank **auf die langfristigen Renditen** zu unterschätzen. Nach den ersten Zinserhöhungsrunden im Juni gingen wir davon aus, dass weitere Zinserhöhungen negative Auswirkungen auf die Wachstumserwartungen haben und damit die langfristigen Renditen negativ belasten würden. Dementsprechend haben wir das Durations-Risiko in den Portfolios nicht ausreichend reduziert. Es gab Hinweise darauf, dass wir mit dieser Annahme **verfrüht** waren. Die starken Zahlen auf dem Arbeitsmarkt in den USA veranlassten FED-Vertreter - ab August bei der Sitzung in Jackson Hole und später mehrfach - ihr Festhalten an einer harten Linie bei Zinserhöhungen zu bestätigen. Die Märkte für Anleihen (und Aktien) reagierten entsprechend mit einem Anstieg der Renditen entlang der gesamten Zinsstrukturkurve, einschliesslich des Long-Ends.

Zum Zeitpunkt dieses Schreibens zinst der Markt – gemessen an den FED Fund Futures – jetzt einen Endzins von 4,9-5% bis Juni 2023 ab, d. h. weitere 0,75% vom aktuellen Niveau (4,25% bis 4,50%). Während sich die FED hauptsächlich auf die Stärke des inländischen Arbeitsmarkts und seine Auswirkungen auf das Lohnwachstum konzentriert, um die harte Zinspolitik zu rechtfertigen, gab es in den letzten Monaten vielfältige Anzeichen für einen Höhepunkt der Inflation: Preisverfall bei Industrierohstoffen (Kupfer), Öl, Immobilien, Gebrauchtwagen, Konsumgütern und – später – Abfallen der Verbraucherstimmung. In der EU erhöhte die EZB die Zinsen im Dezember auf 2% und sie äussert sich sehr restriktiv in Bezug auf ihre Absichten für 2023. Der Kampf gegen die Inflation (derzeit bei etwa 10% in der EU-Zone) scheint unabhängig vom aktuellen Stand und den Aussichten für das Wirtschaftswachstum von grösster Bedeutung zu sein. Die restriktive Haltung erhöht die Wahrscheinlichkeit und Erwartung einer zentralbankinduzierten Rezession auch in der Eurozone.

Aus diesen Gründen halten wir an unserer Einschätzung fest, dass Staatsanleihen am **langen Ende** – falls die besprochene rezessive Option eintritt – auch am **kurzen** Ende **attraktiv** sind.

"Credits"/Unternehmensanleihen

Die Panikkorrektur im September und die Ausweitung der Kreditdifferentiale haben Unternehmensanleihen, insbesondere im Bereich Investment Grade (IG), attraktiv gemacht. Auf dem Höhepunkt im Oktober erreichten die Spreads ein Niveau von mehr als 200 Basispunkten gegenüber den jeweiligen Staatsanleihen. In Grossbritannien hatte die selbstverschuldete "zusätzliche Belastung" durch die Truss-Regierung – auf ihrem Höhepunkt – einen noch grösseren Effekt auf die Spreads. In der Zwischenzeit hat die Rallye vom November die Renditen bereits reduziert, Spreads sind im Vergleich zu Staatsanleihen aus risikoadjustierter Sicht jedoch weiterhin attraktiv.

Obwohl wir IG-Anleihen und Staatsanleihen für attraktiv halten, zögern wir immer noch, uns auf ein höheres Risiko bei Krediten (hochverzinslich) einzustellen, insbesondere weil die Auswirkungen der Hochzinsbelastung auf dem Leveraged-Loans-Markt zusammen mit der Möglichkeit einer Rezession ein Engagement nicht rechtfertigen, es sei denn, die Spreads überschreiten wieder 500 Basispunkte. Die Grafik im Anhang zeigt die Ausweitung der Kreditdifferentiale in den USA und der EU. Der durchschnittliche Spread von US-Hochzinsanleihen weitete sich von 289 Basispunkten per Ende September 2021 auf 552 Basispunkte per Ende September 2022 aus, der Spread von EU-Hochzinsanleihen von 300 auf 631 Punkte. Sie sind inzwischen auf 448 bzw. 526 Basispunkte im November und auf 458 bzw. 526 per Dez. 20 zurückgegangen.

i Ausblick

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir bullisch sind. Wir gehen davon aus, dass sich Anleihen – insbesondere US-Staatsanleihen – in den kommenden Monaten gut entwickeln werden. Anleihen aller Art dürften sich gut entwickeln, denn selbst wenn wir eine leichte Spreads-Ausweitung bekommen, dürfte die Gesamtperformance gut sein. Warum sind wir bei Anleihen so optimistisch?

- **Inflation:** Wir haben argumentiert, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat und sinkt. Aktuelle Daten aus den USA bestätigen diese Ansicht. Das Risiko besteht darin, dass zu viele, die in Bargeld investiert haben, den Druck spüren, auf dem Markt wieder einzusteigen und die Renditen nach unten drücken.
- **Öl** ist gesunken, was gut für die (Dis-)Inflationsgeschichte ist.
- In den USA ist der **Immobilienmarktindex** der National Association of Home Builders, der in der Regel voreingenommen und allgemein optimistisch ist, von einem Höchststand von 84 im Dezember 2021 auf ein Tief von 38 Mitte November gesunken. Der Wohnungsbau ist eine wichtige Branche und hat grosse Auswirkungen auf den Wohlstand, sodass dies die Inflation nach unten zieht.
- Die **FED** klingt restriktiv, doch die Daten werden ihr wahrscheinlich untreu.
- Das Bild des **Arbeitsmarkts** ist immer noch stark. Wir suchen jedoch nach den im Fundament erscheinenden **Rissen**. Wegen all der Schwierigkeiten, die Unternehmen bei der Personaleinstellung hatten, lassen sie Mitarbeiter nur zögerlich gehen. Kürzungen finden zuerst im Dienstleistungssektor und im IT-Bereich statt. Was steigen wird, ist der Durchschnittslohn der Mitarbeiter, die ausscheiden.

USD-Entwicklung

Der jüngste Rückgang der Renditen ist mit einer Umkehr beim USD einhergegangen, wie es zu erwarten war. Der US-Dollar-Index (DXY), der an der ICE-Börse gehandelt wird, pendelt sich in etwa 90% der Fälle in entgegengesetzter Richtung der S&P 500-, Nasdaq-, Dow-Jones- und 10-jährigen Treasury-Note-Futures ein. Ob es der USD ist, der die Renditen (und Aktien- oder Edelmetallpreise) beeinflusst, oder umgekehrt, ist fraglich. Tatsache ist, dass die **negative Korrelation** signifikant ist. Extrem disziplinierte Korrelationen sind wahrscheinlich ein Nebenprodukt algorithmischer Trading-Programme, übereifriger Absicherung und Momentum Spekulation – nicht von "Angebot/Nachfrage" oder wirtschaftlicher Fundamentaldaten der zugrundeliegenden Vermögenswerte. Damit war der DXY aus **technischer** Sicht auf einem extremen Niveau, das zuletzt im März 2020 auf dem Höhepunkt der Panik nach Ausbruch der Covid-19-Pandemie festzustellen war.

Im Hinblick auf die **Fundamentalen** des USD wird der Inflationsdruck in den USA schneller nachlassen als anderswo, ebenso der Zinsdruck, wenn auch nicht vollständig, da die FED entschlossen ist, den Fehler zu vermeiden, das geldpolitische Bremspedal zu früh loszulassen und erneute Inflation zu bewirken. Mit anderen Worten wird der USD, solange die USA die Inflation bekämpfen und Realzinsen zunächst weniger negativ und später positiv werden, und solange dieser Prozess im Vergleich zu anderen Ländern fortgeschritten ist, von der **fundamentalen** Nachfrage (positive Ströme) **gestützt.** Kurzfristig (technisch) muss jedoch die zu Beginn des 4. Quartals vorhandene extreme Situation wieder absorbiert werden, und es sieht so aus, als wären wir gerade auf halbem Weg dazu (der DXY hat im Zeitpunkt des Verfassens die 200-MA-Linien durchbrochen und könnte bald den 97-98-Stand erreichen, wo er zu Beginn des Ukraine-Krieges im vergangenen Februar von «bearish zu bullisch» wechselte).

i Ausblick

Edelmetalle, Rohstoffe

Wenn wir auf das Jahr 2022 zurückblicken, ist festzustellen, dass Gold Ende Februar (Ausbruch der russischen Invasion in der Ukraine) die Erwartungen als Absicherung gegen geopolitische Risiken, als Gold kurz auf 2060 USD/Unze stieg, erfüllte. Seitdem steht das Metall durch den steigenden USD (siehe oben) und die straffe Geldpolitik zur Bekämpfung der steigenden Inflation unter Druck. Die Negativität der Realrenditen hat im Laufe des Jahres abgenommen, was Gold unter Druck setzte. Erst als wir im November Anzeichen eines nachlassenden Inflationswachstums verzeichneten und die Erwartung «höherer Zinsen für immer» nachliess, konnte Gold die Wertminderungen von Q2 und Q3 schnell wieder wettmachen. Angesichts des Gegenwinds von 2022 ist eine moderate negative Performance seit Jahresbeginn (ca. -0.28% in USD) erstaunlich gut. Wie oben erläutert, verheissen die Aussichten auf steigende Realrenditen, die sichere USD-Anlagen zunehmend attraktiv machen werden (US-Staatsanleihen), nichts Gutes für Gold, es sei denn, die FED schiesst mit ihrer Politik wirklich über das Ziel hinaus, schickt die Wirtschaft in eine harte Rezession, die die Erwartungen auf zukünftige Zinssenkungen schnell erhöhen und den Goldpreis stützen wird.

Markttechnik und -stimmung

Die Märkte haben sich nach der Rallye im November verschlechtert. Ungeachtet der nachgelassenen überkauften Bedingungen Ende November bleibt die Stimmung unter den Anlegern schlecht, die Aktienpreisstärke sinkt, die Put-/Call-Verhältnisse steigen wieder, die Prognose für 2023 ist «bearish» und "Angst" ist grösser als "Gier".

Eine Verbesserung der technischen Daten ist möglich, falls wir ein weiteres Anzeichen für einen Höhepunkt bei der Inflation und einen besser als prognostizierten Q4-Gewinnzeitraum im Jahr 2023 verzeichnen. Dies wird wahrscheinlich zu sinkenden Erwartungen bei den Renditen, beim USD und einer Verbesserung der Liquiditätsbedingungen führen.

ii Zusammenfassung Basisszenario

Quartal 2023

Wir halten Prognosen für das nächste Jahr für eine **nutzlose** Übung (9 von 10 Prognosen renommierter Analysten und Banken erweisen sich in der Regel als falsch).

Was wir jedoch erwarten können, sind **Enttäuschungen** an der Wirtschafts- und Unternehmensgewinnfront im Jahr 2023. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte enttäuschend ausfallen, da Verbraucher und Unternehmen diskretionäre Ausgaben und Kapitalanlagen deutlicher kürzen. Wie bereits gesagt, könnten die Gewinne des S&P bei schwächerer Nachfrage und Preissetzungsmacht, weiterer Margenkompression und geringerer Rückkaufaktivität auf unter 200 USD pro Aktie im Vergleich zum Konsens von 230 USD pro Aktie fallen. Für das erste Halbjahr 2023 erwarten wir eine Handelsspanne im S&P-Index von 3700 bis 4200.

Wir glauben, dass die Tiefs von 2022 in der ersten Hälfte des neuen Jahres **getestet werden dürften** und wir erwarten für Anfang 2023 flache bis niedrigere Aktienkurse. Viel wird davon abhängen, ob (oder in welchem Umfang) die Zentralbanken zu stark inmitten von schwächelnder Fundamentaldaten, steigender Arbeitslosigkeit und sich verschlechternder Verbraucher-/Unternehmensstimmung anziehen und ob ein FED-Pivot stattfindet.

Wir möchten darauf hinweisen, dass die Inflationskräfte zwar nachgelassen haben, der Arbeitsmarkt jedoch angespannt bleibt, da die Arbeitgeber zögern sich von "schwer zu bekommenden" Arbeitnehmern zu trennen.

Ein "Pivot" der Zentralbanken fällt in der Regel mit schwächelnden Unternehmensgewinnen und erhöhten Bewertungen zusammen. Wenn sie die Zinsen senken, ist dies nicht mit dem Ende eines Bärenmarkts verbunden – es liegt eher irgendwo in der Mitte des Bärenmarkts, da der Grund für eine Wende der Zinspolitik mit der Erkenntnis einhergeht, dass etwas entweder wirtschaftlich ("Rezession") oder finanziell ("Kreditereignis") zerbrochen ist. Wenn eines dieser Ereignisse eintritt und die FED anfänglich Massnahmen ergreift, wird der Markt auf niedrigeren Wirtschafts- und Gewinnwachstumsraten neu bewertet.

All dies betrachtet sind wir **optimistisch** bei den Aussichten für Anleihen (Staats- und Qualitätsunternehmensanleihen). Staatsanleiherenditen bei 4-4,5% (USD), 2,2-2,5% (EUR) bzw. 5,5%-6,5%(USD), 3,5%-4,2% (EUR) bei Qualitätsunternehmensanleihen haben eine magnetische Wirkung auf vom früheren "Es gibt keine Alternative zu Aktien – TINA" motivierte Anleger, da es heute eine Alternative mit niedriger Volatilität gibt. Beim riskanteren Teil von Unternehmensanleihen (High Yield) sind wir aufgrund ihres aktienähnlichen Charakters immer noch zurückhaltend, falls eine harte Rezession eintreten sollte.

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

1. Ein **Überschiessen** der FED scheint das grösste Risiko einer harten Rezession und der Folgen für die Gewinne zu sein. Die aktuellen Aktienindexstände diskontieren diese Möglichkeit noch nicht ab.

2. Ein **„Kreditereignis"** eines relevanten Instituts mit erheblichen Rückwirkungen/ Kettenreaktionen auf die Vermögenspreise (ein grosser Pensionsfonds, eine Bank, ein weiterer Rückgang von Bitcoin).

3. Eine **fiskalpolitische Kehrtwende** in den USA (eine Wende hin zum "ausgeglichenen Haushalt" vs. Defizitausgaben), die die Fiskalströme genau dann reduziert, wenn die Nachfrage aufgrund der restriktiven Geldpolitik schwächer wird.

4. Die Entwicklungen rund um die zahlreichen **politischen Versäumnisse** bei der Bekämpfung von COVID in China (Null-Covid-Politik vs. "unkontrollierte Ausbreitung des Virus" und das Potenzial für soziale Unruhen).

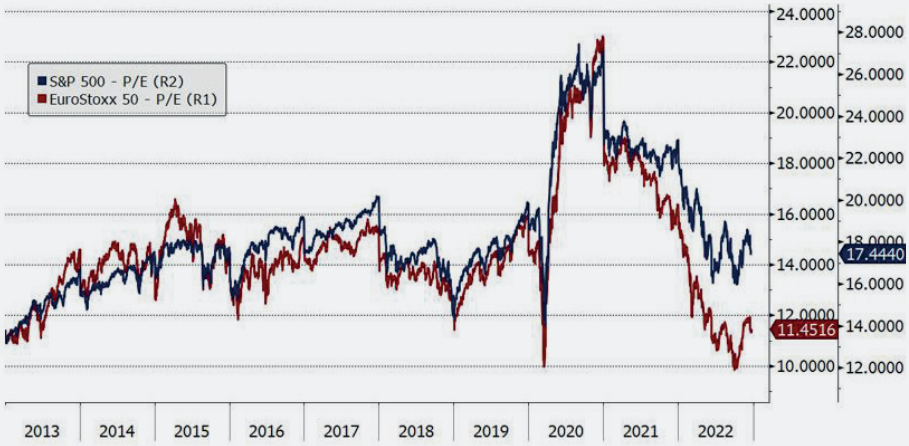
iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)

Anleiherenditen 2Y und 10Y USA, seit 2018

Die Anleiherenditen in den USA sind in 2022 auf den höchsten Stand seit Jahren gestiegen. Die Anleiherenditen im kurzfristigen Bereich sind dabei deutlich stärker gestiegen als die 10-jährigen, was auch damit zu tun hat, dass das kurze Ende deutlich sensitiver auf Markterwartungen hinsichtlich möglichen Zinserhöhungen reagiert.

Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500 und EuroStoxx 50, seit 2013



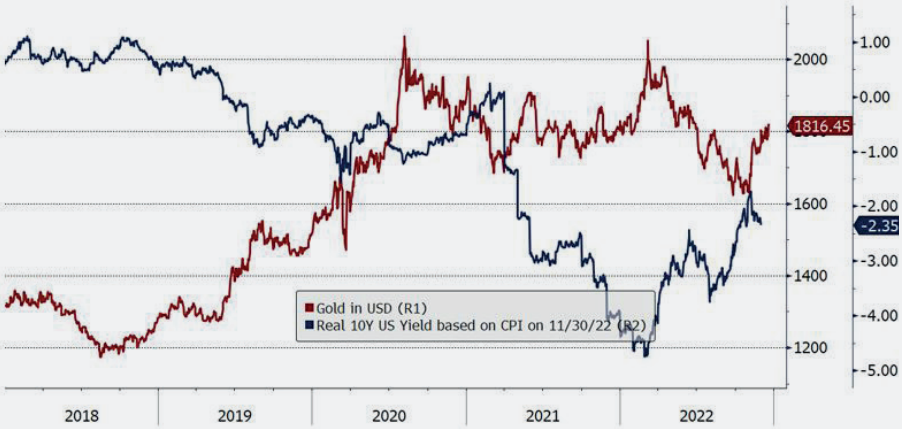
Die Korrektur an den Aktienmärkten, ausgelöst durch die Russland/Ukraine Krise, die restriktive Geldpolitik der Notenbanken und Rezessionsängste, haben die Bewertungen stark zurückfallen lassen. Der amerikanische Aktienmarkt handelt weiterhin mit einem deutlichen Aufschlag beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Vergleich zu Europa.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

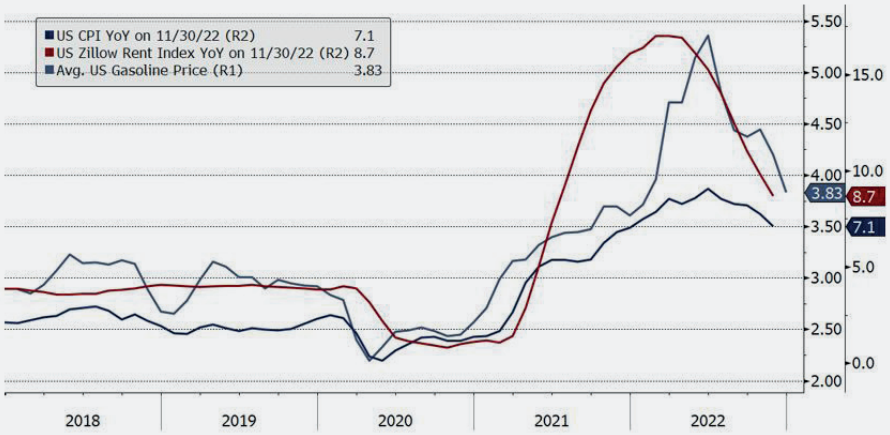
(in Charts)

Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018



Die hohen Inflationszahlen in den USA drücken die Realzinsen deutlich in den negativen Bereich. Die Realzinsen und der Goldpreis weisen historisch gesehen eine hohe negative Korrelation auf. Dies hat sich erneut bewiesen, wie der Anstieg der Realzinsen seit Ende des 1. Quartals 2022 bei gleichzeitiger Abschwächung des Goldpreises aufzeigt.

US Inflation, Miet- und Benzinpreisentwicklung, seit 2018



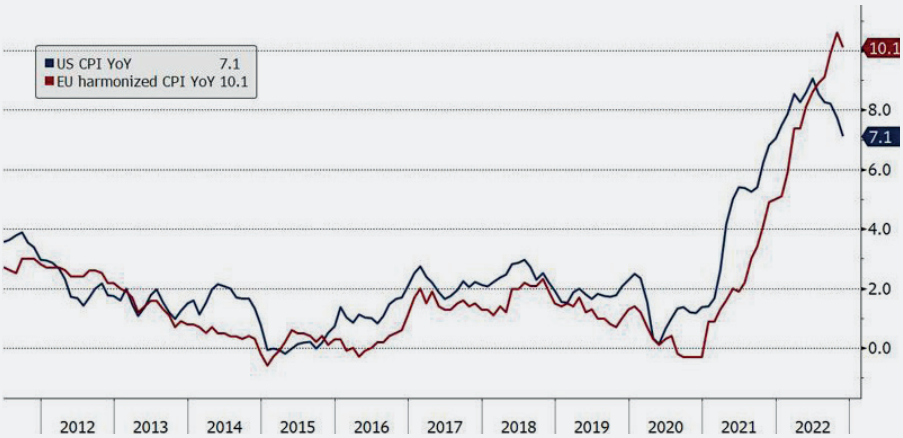
Die US-Inflation liegt im Jahresvergleich immer noch bei sehr hohen 7.1%. Einzelne Bestandteile wie z.B. die Benzinpreise (Mischpreis aus Diesel/Regular/Mixed-Grade/Premium), welche im Hoch bei fast USD 5.50 pro Gallone notierten oder die Mieten befinden sich weiterhin auf hohem Niveau. Die aktuelle Preisentwicklung ist jedoch weiter rückläufig, was sich positiv auf die zukünftige Inflationsentwicklung auswirken sollte.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

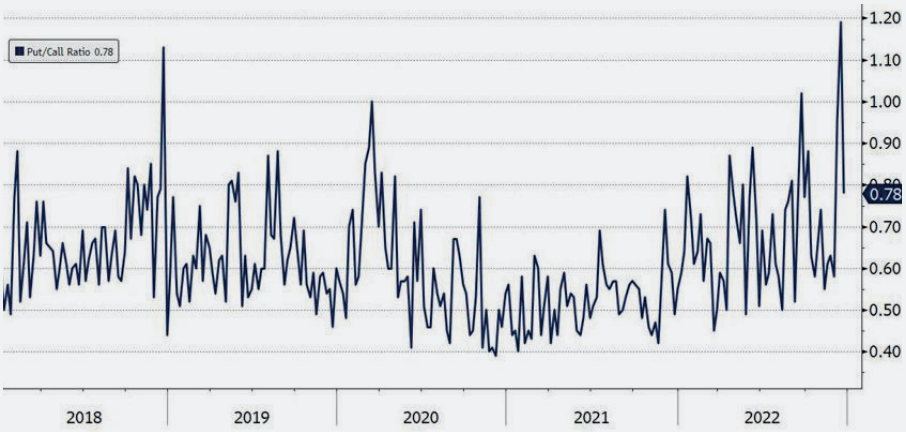
(in Charts)

Kurs-Gewinn-Verhältnis & Dividendenrendite des deutschen DAX Index, seit 2013



Das KGV von deutschen Aktien (anhand des DAX Index) ist im Zuge der Korrektur stark gesunken und notiert per Ende des dritten Quartals auf einem Tiefststand, welcher letztmals während der COVID-19 Krise erreicht wurde. Trotz stark gestiegener Anleiherenditen in Deutschland (10-jährige Bundesanleihen mittlerweile bei rund 1.90%) liegt die Dividendenrendite beim DAX immer noch deutlich über den Bondrenditen.

Goldpreis vs. Realzinsen, seit 2018



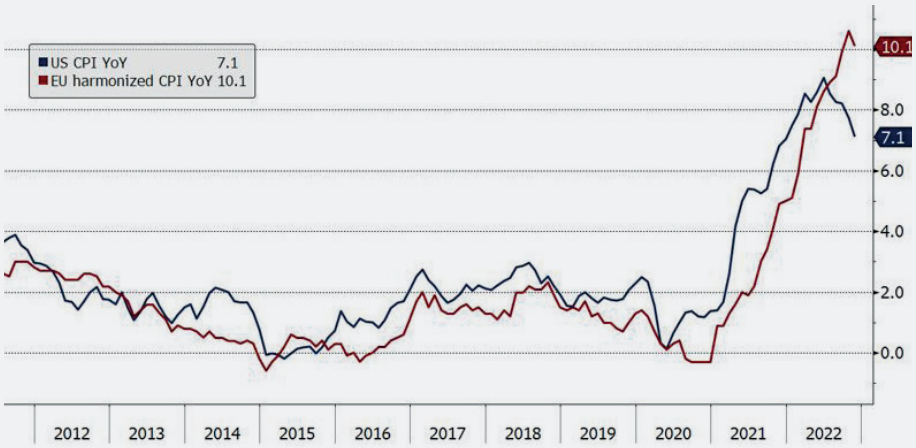
Die hohen Inflationszahlen in den USA drücken die Realzinsen deutlich ins Negative. Realzinsen und der Goldpreis weisen historisch betrachtet eine hohe negative Korrelation auf. Dies kann auch in diesem Jahr beobachtet werden, denn seit dem Anstieg der Realzinsen ab Ende des ersten Quartals 2022 hat der Goldpreis deutlich nachgegeben.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

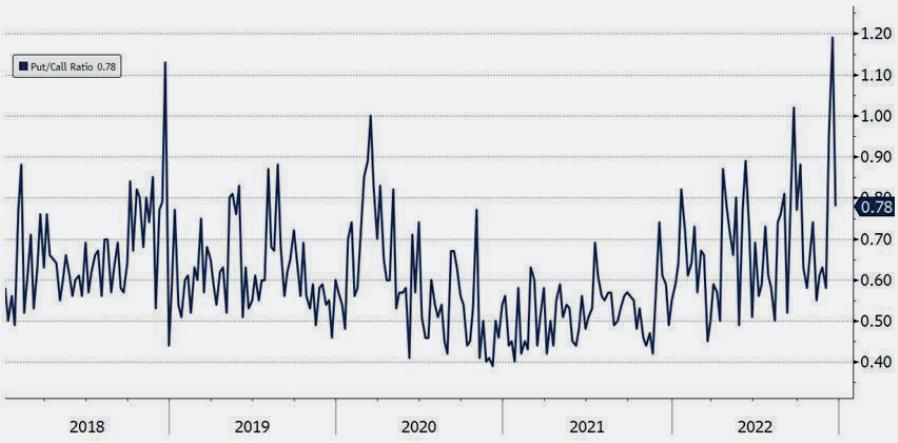
(in Charts)

Inflation USA und Europe, seit Juni 2011



Nachdem sich die Inflation über Jahre auf relativ tiefem Niveau bewegt hat, erleben wir aktuell Inflationsraten, welche seit Jahrzenten nicht mehr gesehen wurden. Während die Inflation in der USA wohl ihren Höchstpunkt bereits überschritten hat, scheint Europa nun ebenfalls am Wendepunkt zu sein. Das Inflationsproblem in Europa ist vor allem ein Angebotsthema (Energiepreise, Lieferketten, etc.), was man nur sehr schwer über traditionelle geldpolitische Massnahmen (Zinserhöhungen, Tapering) lösen kann.

Put/Call Ratio, seit 2018



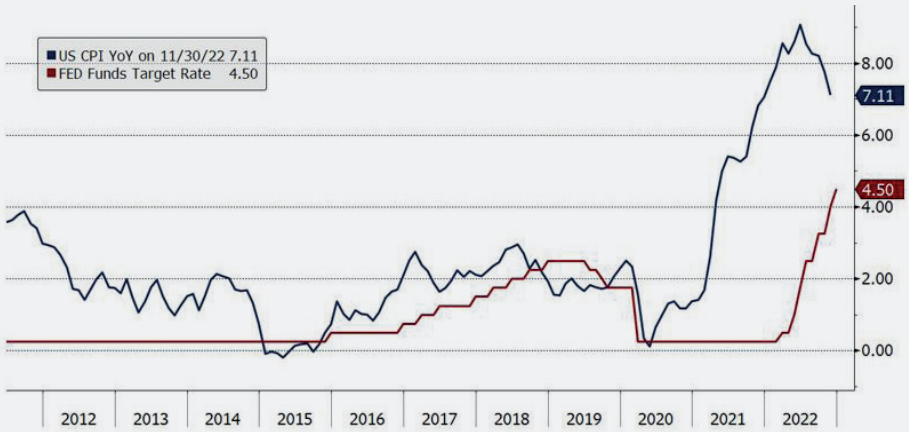
Investoren-Sentiment gemessen am CBOE Put/Call Ratio zeigte Ende September ein grosses Bedürfnis der Marktteilnehmer auf sich gegen Rückschläge abzusichern. Das Ratio notierte auf einem mehrjährigen Hoch (vergleichbar mit der Periode nach dem Ausbruch der COVID-19 Krise). Oftmals dient dieses Verhältnis als Gegenindikator für die kurzfristige Entwicklung an den Börsen. Im Zuge der Markterholung seit den Tiefstständen Mitte Oktober hat sich die Positionierung der Investoren wieder etwas ausgeglichener gestaltet, zeigt jedoch weiterhin eine eher vorsichtige Positionierung auf.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

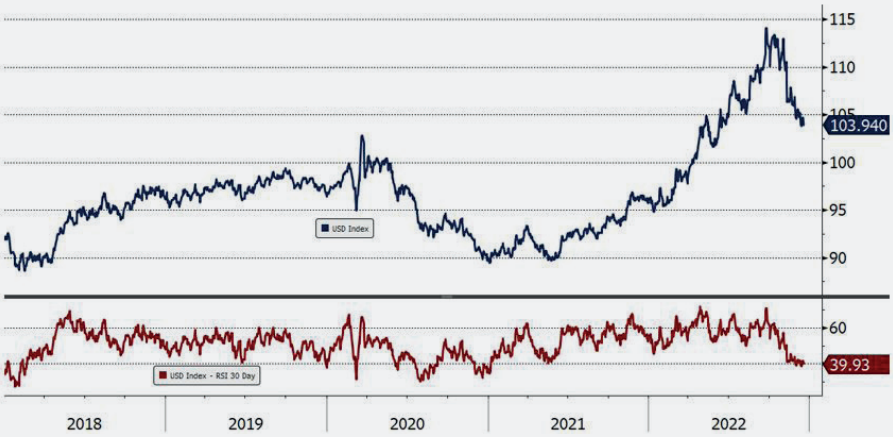
(in Charts)

US Inflation vs. FED Funds Target Rate, seit Juni 2012



Während die Inflation in den USA ihren Höhepunkt bereits überschritten haben könnte, steigt die Federal Funds Rate durch die Zinserhöhungen der FED immer noch an.

USD Index, seit 2018



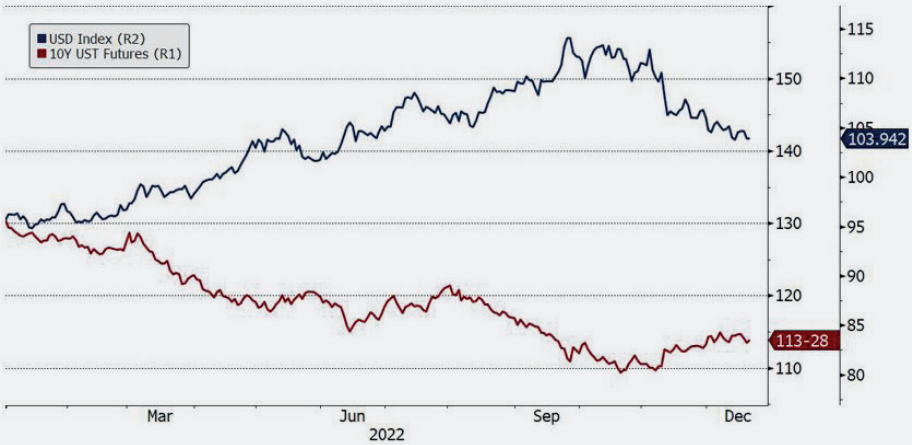
Der USD Index ist ein Devisenindex, welcher das Verhältnis des USD zu einem Währungskorb (u.a. EUR, JPY, GBP) darstellt. Der Index gibt Aufschluss darüber, ob der USD stark oder schwach ist gegenüber dem Währungskorb. Obwohl sich der USD Index in den letzten Wochen stark abgeschwächt hat, ist dieser aber anhand des RSI noch nicht überverkauft.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

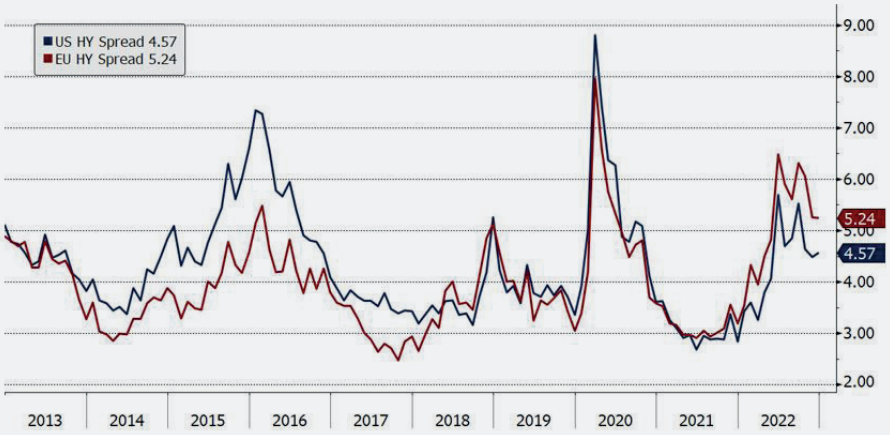
(in Charts)

USD Index vs. 10Y UST Futures, seit 2022



Der USD Index hat historisch betrachetet eine negative Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkte. Dies kann auch in diesem Jahr gut beobachtet werden, wenn man die Entwicklung des USD Index mit der Preisentwicklung des 10Y UST Futures vergleicht.

High Yield Spreads USA & EU, seit 2013

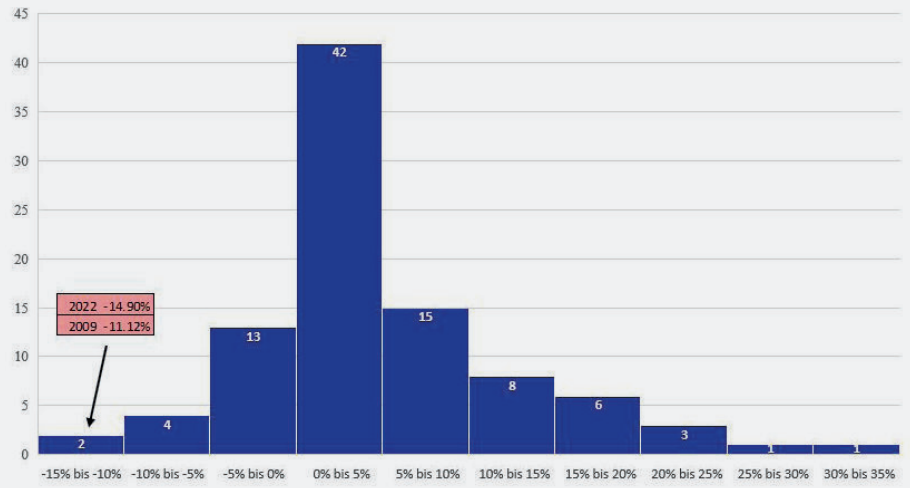


High-Yield-Spreads (Zinsaufschläge vs. die jeweiligen Staatsanleihen) haben sich im Laufe des Jahres 2022 von sehr tiefen Startlevels stark ausgeweitet. In der Spitze musste in Europa über 600 Basispunkte und in den USA deutlich über 500 Basispunkte Aufschlag bezahlt werden, was abgesehen von der Covid-19 Krise einem mehrjährigen Hoch entspricht.

Quelle: Bloomberg, Altrafin

iii Rückblick & Ausblick

(in Charts)



2022 war für 10jährige US-Staatsanleihen das schlechteste Jahr in den letzten knapp 100 Jahren.

Quelle: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html, Altrafin

Anlagemonitor

«Makro»

- Die offiziellen Inflationsdaten in den USA haben sich im November erneut verbessert (7,1% gegenüber 7,7% im Oktober), während in Europa die November Zahlen 10,1% gegenüber 10,6% für Oktober betrugen.
- Trotz der sich verbessernden Daten und der vielen Anzeichen für einen Höhepunkt der Güter-Inflation zeigt der Dienstleistungssektor immer noch Stärke und Arbeitskräftemangel. Der daraus resultierende Lohndruck veranlasst die Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks ihre harte und aggressive Rhetorik bezüglich ihrer Geldpolitik beizubehalten. Die Mitte Dezember in den USA veröffentlichte Aufwärtskorrektur des BIP hat die FED in ihrer Überzeugung bestärkt die harte Linie beizubehalten. Der Markt scheint jedoch noch nicht völlig überzeugt zu sein und der „Endsatz" für Juni liegt, wie der Preis der "Fed-Fund"-Futures zeigt, immer noch bei etwa 5% und damit nur 50 Basispunkte über der derzeitigen Spanne (4,25-4,5%).
- Unter diesen Umständen steigt die Wahrscheinlichkeit eines "Überschiessens" und einer Rezession von Tag zu Tag.
- Inzwischen gibt es erste Anzeichen dafür, dass die Anzahl an Bezugsnehmer von Arbeitslosengeldern in den USA steigt. Immer mehr Menschen werden entlassen. Die durchschnittlichen täglichen Arbeitslosenzahlen im Dezember sind auf dem höchsten Stand seit Oktober 2018.
- Die Fiskalzahlungen haben sich etwas abgeschwächt, bleiben aber positiv.
- **Fazit:** Die Geldpolitik orientiert sich stark an Daten der jüngsten Vergangenheit, während zukunftsgerichtete Indikatoren eine sich stabilisierende Inflation, ein sich verschlechterndes makroökonomisches Bild sowie Verbraucherstimmung in vielen Ländern anzeigen. Ohne einen grossen fiskalischen Impuls, der die Nachfrage und die Beschäftigung stützen würde, steigt das Risiko eines geldpolitischen Überschiessens, je länger die Zentralbank auf ihrer harten Linie beharrt.

«Mikro»

«Absolut»

- Die Bewertungsunterschiede zwischen der Eurozone / dem Vereinigten Königreich und den USA bleiben bestehen. Dies gilt auch für die Performance, wobei erstere den US-Markt, welcher unter der „Technologie-Lastigkeit" leidet, übertrifft. Mit dem etwa 18-fachen der künftigen Gewinne ist der S&P500 nicht billig, wenn wir eine "normale" Rezession abdiskontieren, bei der der Abzinsungsfaktor für Aktien zwischen 6,5 und 7% liegen dürfte, läge ein vernünftigerer Multiplikator bei etwa 15 und damit unter dem aktuellen Gewinnmultiplikator. In der EU (Euro Stoxx50 und FTSE 1000 mit dem 11,85-fachen bzw. 9,6 -fachen) sind die Bewertungen angemessener. Die obigen Überlegungen müssten selbstverständlich revidiert werden, wenn eine schwere Rezession eintritt, wobei die Gewinnerwartungen deutlich nach unten korrigiert werden müssten.
- **Staatsanleihen:** Die Mitte Dezember erfolgte Aufwärtskorrektur des BIP für November in den USA hat den Rückgang der langfristigen Renditen gestoppt. Seit Mitte Dezember haben die langfristigen Anleiherenditen eine Kehrtwende vollzogen, und die Kurve ist steiler geworden. Die „Fed-Funds-Futures" preisen einen Endsatz von ca. 5% bis Juni 2023 und eine Senkung um nur 50 Basispunkte bis Januar 2024 bzw. 150 Basispunkte bis Juni 2024 ein. Senkungen um 150 Basispunkte über 18 Monate sind nicht mit einer schweren Rezession vereinbar. Mit anderen Worten: Der Anleihe-markt ist attraktiv, aber nicht massiv unterbewertet.

«Relativ»

- **Aktien vs. Anleihen:** Die jüngste Verschlechterung an den Aktienmärkten angesichts des Renditeanstiegs und der Anhebung der Diskontsätze durch die Zentralbanken in den USA, EU und UK haben festverzinsliche Einlagen und kurzfristige Anleihen als Alternative zu Aktien attraktiv gemacht. "Staatsanleihen sind eine Alternative" (vs. „es gibt keine Alternative zu Aktien") ist der Spruch, der die Stimmung der Anleger derzeit am besten beschreibt.
- **Unternehmensanleihen:** Trotz des Teilrückgangs der Kredit-differenzialen nach den Tiefstständen im September, stellen Investment-Grade-Anleihen, insbesondere aus den Sektoren, die eine etwaige Rezession überstehen können, immer noch eine attraktive Alternative dar. Wir sind optimistisch für dieses Segment der Unternehmensanleihen.

«Markt»

- Der jüngste Wiederanstieg der Renditen aufgrund der Revision der BIP-Zahlen vom November in den USA zusammen mit den sehr scharfen Kommentaren des EZB-Vorsitzenden und mehrerer regionaler FED-Vertreter hat zu einer Abwärtsbewegung an den Aktien- und Anleihemärkten gleichermaßen geführt. Die Stimmung hat sich erneut rasch verschlechtert und die Ankündigung der BOJ vom 20. Dezember, die Bandbreite der 10-jährigen Renditen, um bis zu 50 Basispunkte zu erweitern, war ein weiterer Riss unter der Oberfläche. In der Zwischenzeit hat die jüngste Korrektur, die überkaufte Situation bei Aktien fast wieder aufgefangen.
- Die derzeitige straffe Geldpolitik in Verbindung mit den rekordhohen Steuereinnahmen der US-Bundesregierung (Fiskalabfluss) stellt das Rezept für die Dauer der Baisse dar. Je länger die restriktive Geldpolitik anhält, desto grösser wird das Rezessionsrisiko. Entgegen der allgemeinen Weisheit halten wir an einer „bullishen" Haltung gegenüber Qualitätsanleihen und Duration (5 bis 7 Jahre) fest.
- In der Zwischenzeit (28. Dezember) ist das Put/Call-Verhältnis des S&P500 Indexes in die Höhe geschnellt. Das Verhältnis von 1,91 ist ein historischer Höchststand. Der gleitende 10-Tage-Durchschnitt lag sogar beim Höchststand von Covid 19 (März 2020).
- Steigende Realrenditen aufgrund niedrigerer Inflationserwartungen scheinen sich kurzfristig nicht negativ auf Gold auszuwirken. Die Anleger blicken bereits über die aktuelle Situation hinaus und erwarten niedrigere Nominal- und Realrenditen inmitten einer Rezession, was Gold als sichere Anlage begünstigen würde.
- Im letzten Bericht erwähnten wir, dass die "fiskalische Situation in den USA den derzeitigen Aufschwung zunichtemachen könnte". In der Tat erleben wir nach zwei expansiven Monaten einen Dämpfer, da die rekordhohen Steuereinnahmen nicht durch ausreichende Ausgaben kompensiert werden.
- **Fazit:** Die Stimmung ist schlecht, die Aktienmärkte sind nicht mehr überkauft, die Inflation erreichte einen Höhepunkt, und die Zinserhöhungen in den USA könnten nächstes Jahr bei 5% ein Ende finden. Die Zutaten für einen kurzfristigen Aufschwung Anfang 2023 sind vorhanden. Ausserdem würde jede Andeutung einer Zinspause durch die Zentralbanken eine Anleihenrallye auslösen.

vi Koordinaten

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

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

vii Rechtlicher Hinweis

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

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

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

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

vii Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken. Sie ist 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. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, fachlich kompetente Beratung hinzuzuziehen. 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 AG der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Holdings und Allokationen von Portfolios können sich jederzeit 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. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr. 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.

© 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.