



**CONREN**  
FONDS

## **CONREN Marktkommentar** 2018 Ausblick



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



## Inhalt

	<b>Seite</b>
<b>Rückblick &amp; Ausblick</b>   Zusammenfassung	3
<b>Jahreszusammenfassung 2017</b>	12
<b>CONREN's M<sup>3</sup></b>   Makro, Mikro, Markt auf einen Blick	13
<b>Ausgewählte Maßnahmen</b>   CONREN Fonds	14

### ANHANG

	<b>Seite</b>
A. Überblick: wo befinden wir uns im Zyklus?	16
B. Fundamental-Daten «Wie Märkte sich verhalten sollten»	18
i) Makro (Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)	18
ii) Mikro (Bewertungsparameter)	20
C. Markt-(Dynamik & Momentum) «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»	26
D. CONREN's M <sup>3</sup> erklärt	30
E. Koordinaten	31
F. Rechtlicher Hinweis	32

## Rückblick



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

- Betrachtet man die Kursverläufe der Aktien- und Bondmärkte, die **historisch niedrigen Volatilitäten** oder den **Mangel an auch nur kleinen Korrekturen**, dann war 2017 ein historisch ruhiges Börsenjahr. Gleichzeitig konnten viele Aktienindizes neue Höchststände feiern.
- Doch diese **Ruhe an der Oberfläche** (siehe Grafik auf Seite 8) spiegelt nicht unbedingt die sich **weiter aufbauenden Verzerrungen und Spannungen an den Märkten** wieder.
- **Das Umfeld war für alle Vermögensklassen nach wie vor nahezu ideal:** synchrones, globales Wachstum, niedrige Zinsen, niedrige Inflation, niedriges Lohnwachstum bei stark steigenden Gewinnen (keine Umverteilung von Gewinnen auf Löhne) etc. Siehe hierzu auch die entsprechenden Charts in unserem Q317-Bericht. Ein nie endendes „Goldilocks“-Umfeld ist aber zu schön, um wahr zu sein. Das ist auf die Dauer nicht realistisch.
- Insbesondere der **Leitmarkt USA war vom Sentiment und Marktmomentum getrieben.** Fundamentaldaten (Bewertungsfaktoren) und historische Relationen wurden verstärkt in den Hintergrund gedrängt. **In Europa haben die Kursentwicklungen im Vergleich zu den USA und anderen Märkten eher enttäuscht;** trotz stark verbesserter makroökonomischer Daten, eines sich verbessernden Gewinnrends bei Unternehmen und günstigeren Bewertungen. Das Sentiment für das Währungspaar EUR/USD war hierbei für europäische Märkte prägend: zu Beginn des Jahres war der Markt sehr negativ was den EUR angeht (u.a. wegen politischen Unsicherheiten), danach hat das Sentiment gedreht, der EUR ist stark gestiegen...und Europäische Aktien haben gelitten.
- Wir denken, dass 2017 ein Übergangsjahr war, in dem sich die **Bewegungen der letzten Jahre noch einmal akzentuiert** haben. Viele Fehlallokationen und Ungleichgewichte (v.a. wegen der unorthodoxen Geldpolitik) wurden so weiter aufgebaut: Ein expansiver Kreditzyklus erhöht die Verschuldungen von Staaten, Unternehmen und Konsumenten weiter (siehe Grafik auf Seite 9), der Leverage bei Börsentransaktionen steigt weiter, US-Aktienbewertungen sind im Vergleich wesentlich höher als im Rest der Welt (siehe Grafiken auf Seite 10), wenige Werte, vor allem aus dem Sektor IT treiben weiterhin den Markt (Apple, Facebook, Amazon, Netflix und Google sind nun fast doppelt soviel wert wie alle dreißig Dax-Unternehmen zusammen; siehe Tabelle auf Seite 11), immer mehr Geld fließt in passive und quasi-passive Investmentformen (dadurch wird nicht mehr differenziert: Die Indizes und großen Werte steigen überproportional zum Gesamtmarkt und viele Portfolios sind sehr ähnlich ausgerichtet und werden im Krisenfall ähnlich reagieren), Niedrigstzinsen / TINA (There Is No Alternative) treiben Anleger mehr und mehr in Assetklassen, in denen sie wenig Erfahrung (vor allem für/ in Krisenzeiten) haben etc.
- Je weiter man ein Gummiband dehnt, desto größer ist der Widerstand. Dies trifft für die Finanzmärkte jedoch nicht zu. Die Marktpsychologie lässt die Dehnung des Bandes mitunter immer einfacher erscheinen, je mehr dieses bereits gespannt ist: **Die Hausse nährt die Hausse.** D.h. dass steigende Kurse zu weiterem Investieren animieren und das führt wiederum zu steigenden Kursen und so weiter. Fundamentaldaten treten in diesen späteren Marktphasen klassischerweise zunehmend in den Hintergrund. 2017 war diesbezüglich kein Einzelfall.

## Rückblick

- **Viele Märkte befinden sich bereits im Blasenterritorium.** Dieses Mal sind es nicht nur der Technologiesektor (wie bei der „Dotcom-Blase“) oder Hypotheken (v.a. von Privathaushalten wie bei der Finanzkrise), sondern man kann durchaus von **„The Bubble of Everything“** sprechen. Die Zentralbanken trugen mit ihren äußerst expansiven Geldschleusen hierzu maßgeblich bei. In dieser Marktphase ist eine Überbewertung im historischen Vergleich aber nicht unbedingt ausschlaggebend; vor allem nicht kurz- oder mittelfristig. Wichtiger ist eben das Marktsentiment: Bei einigen Werten weicht Skepsis und Vorsicht zunehmend einer Euphorie (mancherorts auch Gier) und einem „Dieses-Mal-ist-alles-anders“-Denken (z.B. bei Kryptowährungen). 10 Jahre nach der Finanzkrise und über 16 Jahre nach dem Platzen der Dot.com-Blase haben viele Marktteilnehmer echte Verlustrisiken vergessen. Entsprechend haben sich Modi Operandi, wie „buy-the-dips“ oder passives Investieren in den Köpfen der Marktteilnehmer verfestigt. Diese Strategien waren nunmehr seit einigen Jahren erfolgreich, weisen jetzt aber mitunter sehr hohe Risiken auf.
- In unserem Report zum Beginn 2017 schrieben wir als ersten Satz: „Hauptszenario: Wir befinden uns nach wie vor in einer recht ausgeglichenen Lage. Die Positivfaktoren scheinen aber weiterhin zu überwiegen.“ Hier lagen wir richtig. Dazu haben wir die USD-Entwicklung sehr gut für unsere Kunden nutzen können (siehe Absicherung des USD-Exposure). Doch haben wir die Wucht der Euphorie und wie weit diese Werte von den Fundamentaldaten in so kurzer Zeit wegtreiben kann unterschätzt (vergleiche unseren USA Aktienmarkt-Hedge). Daher ist unsere Übergewichtung von niedriger bewerteten europäischen Werten bisher noch nicht aufgegangen.

## Ausblick

- **Die meisten Börsenvoraussagen für 2018 sind ausgesprochen positiv.** Das ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass viele Anleger von den positiven Entwicklungen in 2017 überrascht wurden und nun Nachholbedarf sehen. Die Stimmung ist also ausgesprochen gut. Man kann an einigen Märkten (z.B. Kryptowährungen, IT oder teilweise bei Kunst; „Salvator Mundi“ von Leonardo Da Vinci wurde für 450 Millionen Dollar versteigert) von Euphorie sprechen.
- **Viel ist also bereits in den Kursen enthalten („priced for perfection“)** und nicht mehr so viele Investoren sind unterinvestiert, wie das noch Anfang letzten Jahres der Fall war. Auch schließen sich einige positive Szenarien aus: die für Unternehmen und Wirtschaft positiven inflationären Effekte der US-Steuerreform (und damit steigende US-Zinsen) vertragen sich z.B. nicht mit einem weiter anhaltenden Goldilocks-Umfeld.
- **Makroblick:** Wir glauben, dass die Weltwirtschaft nur noch begrenzt Luft nach oben hat. Nach dem durchaus kräftigen zyklischen Aufschwung der letzten 1½ Jahre scheint uns auch aus ökonomischer Sicht der Gipfel nahe zu sein (**die Grenzveränderung der Wachstumsrate steigt 2018 voraussichtlich nicht mehr so stark an** wie dies zwischen Sommer 2016 und Ende 2017 der Fall war). Auch wenn Volkswirtschaften und Unternehmensgewinne, in den USA nicht zuletzt aufgrund der US-Steuerreform und der weiteren Deregulierung durch die Trump-Administration, für eine gewisse Zeit weiterwachsen bzw. steigen sollten.
- **Für Notenbanken** und allen voran für die amerikanische FED (Japan und Europa hinken ca. 4 Jahre hinterher) **bedeutet das** auch für 2018 voraussichtlich **„nicht zu viel Gas und nicht zu wenig“**. Wie wenn man mit seinem Auto am Berg steht und mit Kupplung anfahren muss. Zu viel Gas und wir schießen über den Berg hinaus (Inflation, höhere Zinsen etc.). Zu wenig Gas und wir rollen den Berg wieder herunter.
- **Wir sehen die Rezessionsgefahr in den nächsten 18 Monaten immer noch als sehr niedrig an**, aber die Börsen werden diese vorwegnehmen und vorher korrigieren.
- **In diesem Reifestadium des Zyklus (makroökonomisch und finanzmarkttechnisch) wird kurz- und mittelfristig weiter das Markt sentiment und nicht die Fundamentaldaten eine hohe Relevanz für den weiteren Verlauf an der Börse haben.** Auch hier sehen wir, dass sich eine Überhitzung anbahnt (derzeit keine klaren Kaufsignale mehr, weder bei Aktien noch bei Anleihen) und eine **Konsolidierungskorrektur immer wahrscheinlicher** wird. Die Frage wird dann sein, ob schon ein Bärenmarkt (Korrektur von über 20%) losgetreten wird oder wir darauffolgend noch einmal neue Höchststände sehen. In diesem Zusammenhang **glauben wir nicht, dass sich schon 2018 ein wirklicher Bärenmarkt abzeichnet**. Hierfür läuft die Wirtschaft nach wie vor zu gut und noch wichtiger, die Geldpolitik scheint nach wie vor gewillt zu sein (auch in den USA), die Zügel nicht allzu stark straffen zu wollen. Zudem sehen wir noch nicht, dass die Zinskurven invers werden (auch in den USA nicht).
- **Eine Konsolidierungskorrektur könnte – ausgehend von den jetzigen hohen Niveaus – an den Märkten jedoch durchaus stärker ausfallen (> -10%), als wir dies derzeit antizipieren (3% - 5%).** Was würde in einer solchen Risk-off-Phase passieren: Aktien und ggf. auch Renten (wenn Inflationsangst ausschlaggebend für die Korrektur ist – nicht aber bei enttäuschenden Wirtschaftsdaten) würden korrigieren, der USD, JPY und CHF würden anziehen, Gelder würden aus den Emerging Markets und aus Europa in die USA fließen. Damit würden europäische und japanische Aktien, trotz wesentlich niedrigerem Bewertungsniveau, ähnlich oder (wie in diesem Herbst) sogar stärker korrigieren als US-Werte. Value würde also wohl nur langfristig, aber nicht kurz- oder mittelfristig einen gewissen Schutz bieten.

## Ausblick

- **Ein solches Szenario sehen wir aber für das Q1 2018 noch nicht** (die Unternehmensgewinne für das 4. Quartal 2017 sollten robust sein, die Wirtschaftsleistung im Trend weiterhin positiv ausfallen und die Inflationsdaten werden noch nicht signifikant anspringen). Das sind Themen, die uns wahrscheinlich etwas später im Jahr beschäftigen werden.
- **Kurzfristige Bewegungen der Wechselkursrelationen (insb. ggü. dem USD) werden auch 2018 eine wesentliche Rolle** für das Abschneiden an den Börsen spielen (siehe Grafik auf Seite 11). Wir sehen den EUR kurzfristig durchaus noch positiv, trotz positivem Zinsdifferential zugunsten des USD (EURUSD in Richtung 1.25 oder darüber ist wahrscheinlich). Dafür sprechen aktuell unter anderem die Leistungsbilanzüberschüsse in Europa, die höhere Grenzveränderung der Wachstumsrate in Europa vs. USA, das Sentiment und nicht zuletzt das Marktmomentum. Letztlich werden wir aber diesbezüglich auch dieses Jahr opportunistisch vorgehen müssen, je nachdem wie die Zentralbanken ihren nächsten geldpolitischen Kurs steuern (inkl. „forward guidance“), denn es ist nicht auszuschließen, dass wir durchaus auch wieder EURUSD-Kurse unter 1.10 sehen werden (was gut für unterbewertete europäische Aktien wäre).
- **Wir müssen in dieser späten Zyklusphase also mehr auf Sentiment und weniger auf Fundamentaldaten achten, ohne das oberste Ziel, den Kapitalerhalt, aus den Augen zu verlieren.** Vorsicht und der Schutz des Kapitals unserer Investoren muss in dieser Marktphase einen höheren Stellenwert einnehmen als noch vor zwei, drei Jahren. Gleichzeitig müssen wir flexibel bleiben. Rein konträr zu sein, ist nicht konstruktiv und wir dürfen die Chancen aus den weiteren Übertreibungen der Märkte nicht ungenutzt lassen.
- Unser pragmatischer langfristiger Absolute-Return-Ansatz lässt uns aktuell investiert bleiben, aber u.a. mit niedrigeren Investmentquoten (z.B. in den USA), einer Übergewichtung von niedriger bewerteten Titeln (z.B. in Europa), kürzeren Durationen, weniger High Yield sowie immer mit dem Fuß eher auf der Bremse als auf dem Gas – in dubio pro Risikomanagement.

## Ausblick

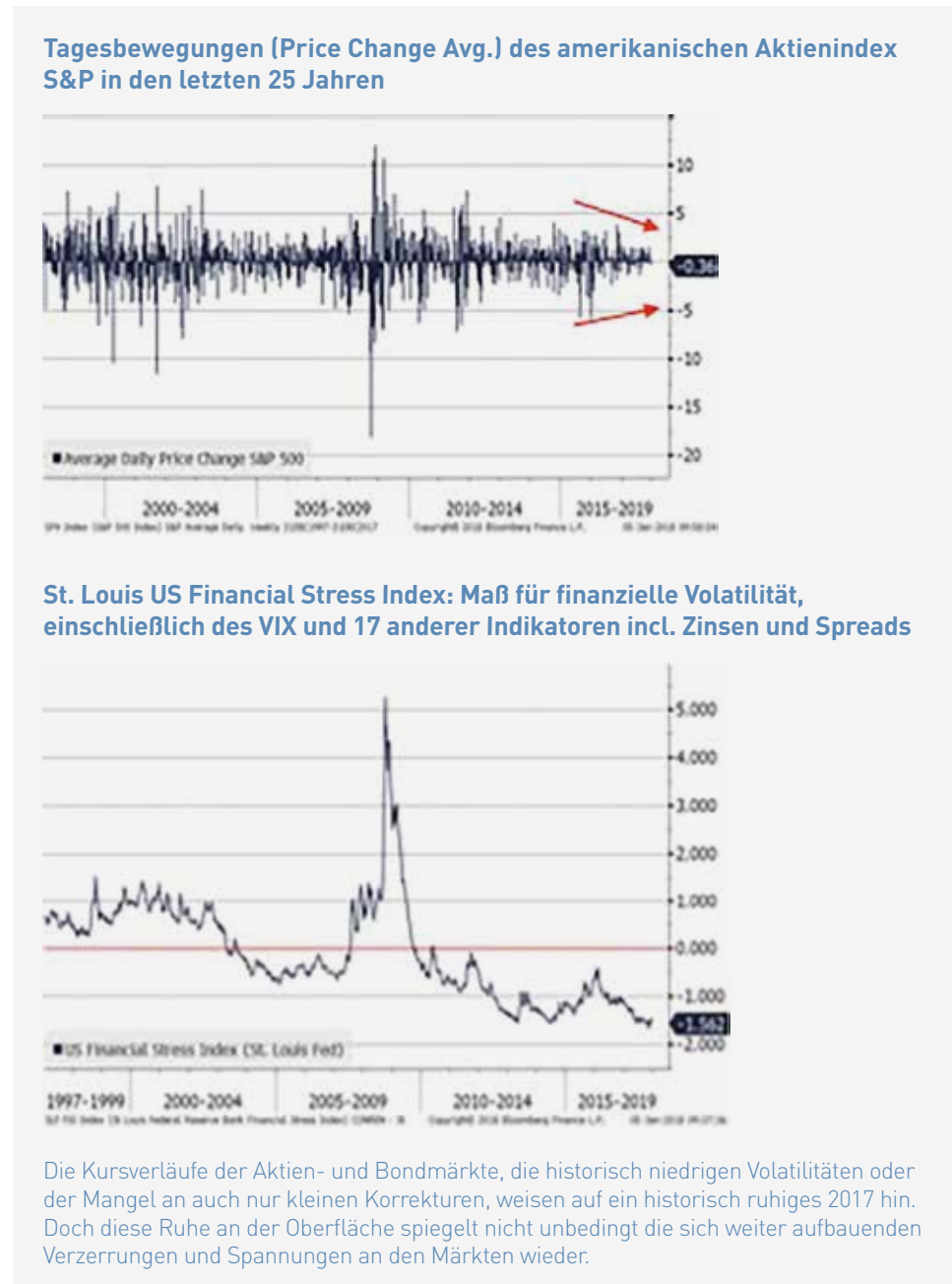
### Welche Faktoren könnten den derzeitigen Zyklus nachhaltig zum Drehen bringen?

1. Geldpolitische Fehler, also eine zu rasche Straffung (Geldmenge & Kreditverknappung), sehen wir aktuell als geringes Risiko an, da Notenbanken die Inflation erst einmal eher über das Ziel hinausschießen lassen werden.
2. Platzen des Kreditbooms in China mit weitreichenden Effekten auf die globale Wirtschaftsaktivität. Das bleibt schwer einzuschätzen. Die chinesische Regierung ist aber in diesen Belangen sehr aktiv und hat die Balance (zwischen notwendigem Wachstum und Überhitzung) in den letzten Jahren sehr erfolgreich gemanagt. Die Gefahr ist hier eher, dass das Chinesische Wachstum durch den Maßnahmenkatalog von Regierung und Notenbank beeinträchtigt wird.
3. Anlegerstimmungswechsel infolge höherer Anleger-Partizipation (bei Aktien: „TINA“, There Is No Alternative) von Optimismus hin zu einer Euphorie, bei gleichzeitig immer höheren Bewertungen. In diese Richtung haben wir uns in den letzten Monaten bewegt, aber es wird wohl noch etwas dauern, bis dies für Märkte bedrohlich wird.
4. Die Wirkung von nur leichten Zinssteigerungen wird weiter unterschätzt. Dies stellt aber weiter die wahrscheinlichste Gefahr für die Märkte dar. Dies kann über Marktreaktionen (nicht unbedingt durch Notenbanken) auch unerwartet und recht schnell passieren („Ketchup-Flaschen-Effekt“).
5. Das größte Risiko für die Märkte ist nach unserem Dafürhalten derzeit mittel- bis langfristig der Schuldenberg von insgesamt USD 24.5 Bill. an Unternehmensanleihen, die 2019-2021 fällig werden. Diese müssen refinanziert werden. Schon leicht höhere Zinsen (2-3%) könnten in Refinanzierungsschwierigkeiten und damit einer Zunahme von Konkursen münden. Zinsen (und Credit-Spreads) sind aktuell sehr niedrig und die Verschuldung von Unternehmen ist hoch. In dieser Situation sind Kreditmärkte extrem empfindlich – auch kleinste Änderungen der Anleiherenditen können große Effekte haben.



## Rückblick & Ausblick

(in Charts)

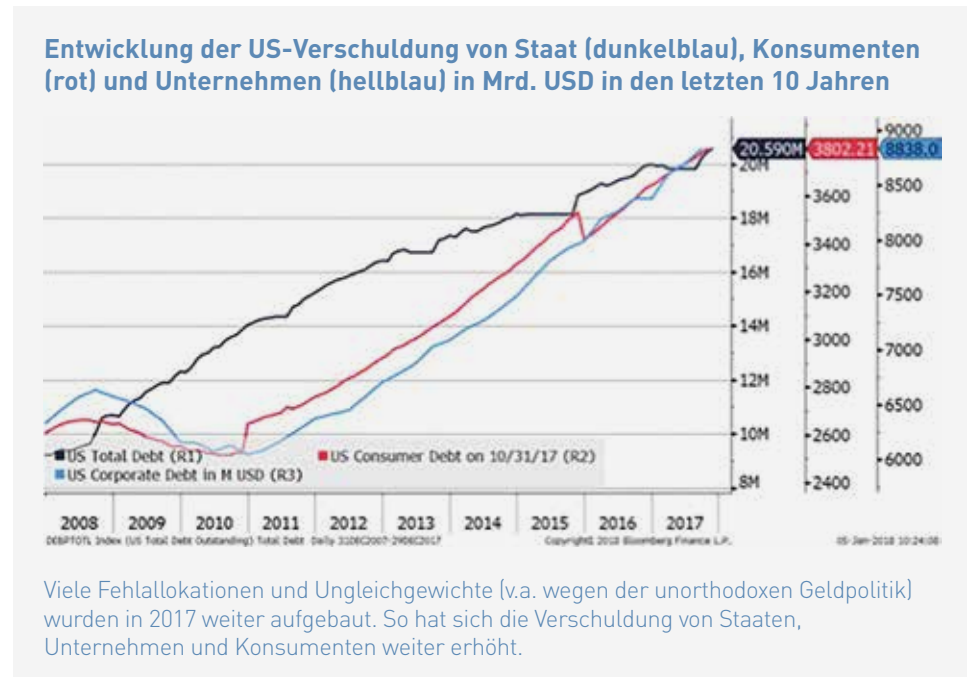


source: Bloomberg, CONREN Research



## Rückblick & Ausblick

(in Charts)

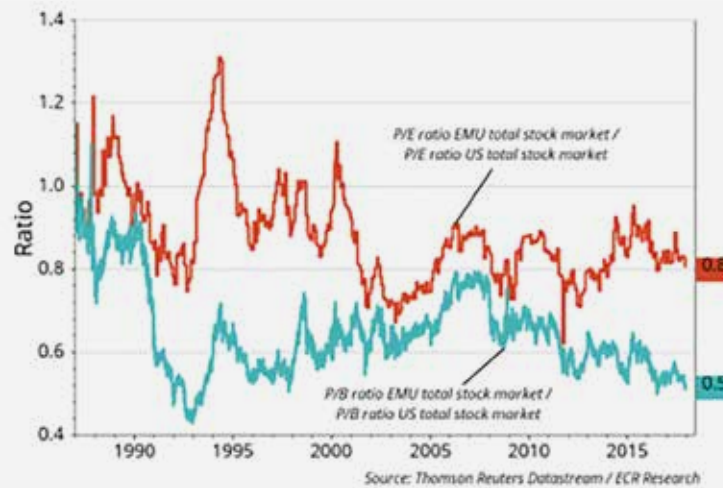


source: Bloomberg, CONREN Research

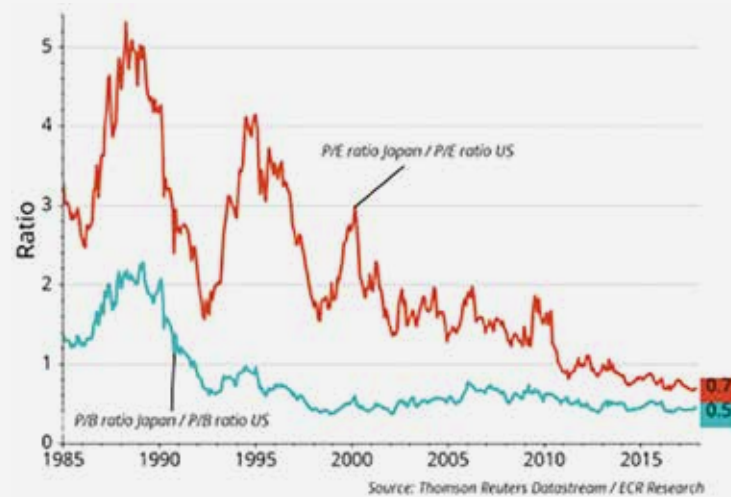
## Rückblick & Ausblick

(in Charts)

**Bewertungsabschlag von Europäischen Aktien vs US-Aktien seit 1985:  
KGV (rot) / Preis-Buch-Ratio (blau)**



**Bewertungsabschlag von Japanischen Aktien vs US-Aktien seit 1985:  
KGV (rot) / Preis-Buch-Ratio (blau)**



US-Aktienbewertungen sind im Vergleich wesentlich höher als in Europa oder Japan.

## Rückblick & Ausblick

(in Charts)

### Vergleich der Marktkapitalisierung und KGVs (2017) der US-Technologie vs DAX Schwergewichte

	MarketCap	PE (Ende 2017)
Apple	876 Mrd. USD	18,74
Facebook	539 Mrd. USD	35,80
Amazon	580 Mrd. USD	305,12
Google	755 Mrd. USD	32,27
Netflix	89 Mrd. USD	207,12
	<b>TOTAL 2.839 Mrd. USD</b>	
SAP SE	139 Mrd. USD	30,92
Siemens	121 Mrd. USD	16,02
Bayer	102 Mrd. USD	23,22
Allianz	102 Mrd. USD	12,34
BASF	102 Mrd. USD	16,30
...	...	...
	<b>DAX TOTAL 1.472 Mrd USD</b>	

Der Sektor IT und seine Schwergewichte treiben weiterhin den Markt: Apple, Facebook, Amazon, Netflix und Google sind nun fast doppelt so viel wert wie alle dreißig Dax-Unternehmen zusammen.

### Entwicklung EUR in USD seit 2002



Kurzfristige Bewegungen der Wechselkursrelationen (insb. vs dem USD) werden auch in 2018 eine wesentliche Rolle für das Abschneiden an den Börsen spielen. Wir sehen den EUR kurzfristig durchaus noch positiv. Je nachdem wie die Zentralbanken ihren nächsten geldpolitischen Kurs steuern ist nicht auszuschließen, dass wir durchaus auch wieder EURUSD Kurse unter 1.10 sehen werden.

source: Bloomberg, CONREN Research

## Jahreszusammenfassung 2017

### 1. Quartal

- Hohe politische Unsicherheit (nach der Wahl Trumps, anstehende Wahlen in Frankreich, populistische Bewegungen im Vormarsch, Brexit)
- Anhaltendes Wachstum in den USA und erste Anzeichen für eine Wachstumsbeschleunigung in der EU
- Beginn der Abwertung des USD
- Fallende Anleiherenditen bei stabiler Inflation: fallende Realzinsen
- Erholung des Goldpreises und von Rohstoffen allgemein

### 2. Quartal

- Fortsetzung des „Reflation Trades“ in den USA, Erwartung steigender Gewinne (Hoffnung auf „Trumponomics“) und Verbesserung der Konsumentenstimmung
- Dank verbesserter Konjunkturdaten legten auch die europäischen Aktienindizes kräftig zu
- Rückgang der politischen Risiken nach den Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich. Beginn der Abwertung des CHF, USD etc. vs. dem EUR
- „Goldilocks Szenario“: stabile Anleihen-Renditen, Anstieg der Aktienmärkte ohne Euphorie und mit mäßiger Partizipation („skeptische Investoren“)

### 3. Quartal

- Festigung des globalen Wachstums; erstmals seit 10 Jahren global synchrones Wachstum der wichtigsten Volkswirtschaften
- Wachstumsdynamik aber nicht hoch genug, um das Inflationsbild zu verändern (USA, Europa, Japan)
- Abnehmende Marktbreite an den Aktienmärkten: Boom der US-Technologie-Werte „FANGs“
- Weitere Abwertung des USD und CHF bis Ende Quartal. „Kampf“ zwischen deflationären Faktoren und inflationärem Aufschwung sowie Geldpolitik spitzte sich zu

### 4. Quartal

- Reflationierung ist in vollem Schwung: Start eines neuen Inflationszyklus? (Kreditzyklus ist expansiv, die Mehrheit der Weltwirtschaften haben ihre Geldpolitik noch nicht verschärft und Liquidität ist nach wie vor reichlich vorhanden).
- Die US-Zentralbank scheint anderer Ansicht zu sein und wird der Teuerung wahrscheinlich hinterherhinken. Bondmärkte in den USA beginnen die Möglichkeit von höheren kurzfristigen Zinsen zu eskompieren (flacher werdende Zinskurve), gehen aber noch nicht von einer erhöhten Inflation aus.

Fundamental-Daten «Wie Märkte sich verhalten sollten»		Markt-(Dynamik) «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»	
«Makro» Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	«Mikro» Bewertungsparameter		«Markt» Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»
	«Absolut»	«Relativ»	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Nahezu ideales Makroumfeld für alle Vermögensklassen:</b> synchrones, globales Wachstum, niedrige Zinsen, niedrige Inflation, expansive Geldpolitik, expansiver Kreditzyklus etc. Damit weitere Reflationierung sowie Ausweitung von Übertreibungen und Ungleichgewichten. Dieses Umfeld kann nicht ewig anhalten.</li> <li>▪ <b>Rezessionswahrscheinlichkeit bleibt für die nächsten 18 Monate gering,</b> aber Grenzveränderungen der Wachstumsraten steigen wohl nicht mehr so stark an. Auch eine Überhitzung möglich.</li> <li>▪ <b>„Perfekter Sturm“ hält die Inflation weiter niedrig.</b></li> <li>▪ Maßnahmen zur Eindämmung in China, könnte das globale Wachstum beeinträchtigen.</li> <li>▪ <b>Insgesamt agieren Notenbanken weltweit nach wie vor expansiv.</b> Sie werden außerdem die Inflation eher über ihre Ziele hinausschießen lassen.</li> <li>▪ Die <b>Politikdivergenz zwischen den USA</b> (die FED hat mit der „Verkürzung“ ihrer Bilanz begonnen und bereits 5-mal die Zinsen erhöht) <b>und dem Rest der Welt</b> nimmt zu. EZB &amp; BoJ hinken der US-FED ca. 4 Jahre hinterher: keine echte Kehrtwende / Zinserhöhung vor 2019. EZB hat lediglich das QE-Volumen vermindert (bis Sept. 2018).</li> <li>▪ <b>Die Wirkung von nur leichten Zinssteigerungen für die Konjunktur (und Märkte) wird weiter unterschätzt.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Viele Märkte befinden sich in Blasenterritorium:</b> gewisse Kryptowährungen, Immobilien, Kunst, Aktien, Anleihen etc.</li> <li>▪ Die Bewertungen von US-Aktien bleiben im historischen Vergleich (sehr) hoch (KGV von über 19).</li> <li>▪ <b>USA: S&amp;P 500 / NASDAQ nahe neuen Rekordhochs</b> 2.750 / 7.180</li> <li>▪ <b>Japan &amp; Europa: Aktien sind mit KGVs um 16 günstiger</b> bewertet.</li> <li>▪ <b>Global positiver Trend bei Unternehmensgewinnen.</b> Steuerreform und weitere Deregulierung in den USA als weitere Impulse. Unternehmen mit hohem US-heimischen Umsatzanteil sind Hauptprofiteure.</li> <li>▪ <b>EMKs:</b> keine einheitliche Vermögensklasse mehr. Bewertungen im historischen Kontext moderat. Wir sind vor allem für asiatische Märkte positiv.</li> <li>▪ <b>Rohstoffe:</b> Erholung bei Industriemetallen hält auch aufgrund hoher chinesischen Nachfrage an. Alte Hochs allerdings noch weit weg.</li> <li>▪ <b>Credit:</b> Zinsen (und Spreads) sehr niedrig bei hoher Verschuldung. Kreditmärkte damit extrem empfindlich.</li> <li>▪ <b>Staatsanleihen EU+USA:</b> bleiben sehr hoch bewertet: 10j UST-Renditen bei ca. 2,42%. Zinskurve flacht sich weiter ab. Steuerreform erhöht Verschuldung nachhaltig.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Aktien/Renten:</b> Alles ist relativ - Aktien sind teilweise sehr hoch, aber immer noch vernünftiger als Anleihen bewertet. Europa &amp; Japan: schon länger Dividendenrenditen → Anleiherenditen. USA: 10j UST-Rendite (2,34%) über Dividendenrendite (S&amp;P 500 unter 2%).</li> <li>▪ <b>Staatsanleihen (USA, Europa, Japan)</b> bleiben extrem hoch bewertet. Nur eine tiefere Rezession, würde Kursteigerungen wie in den letzten Jahren bringen.</li> <li>▪ <b>Japan:</b> Strukturreformen, Fiskalprogramm und monetäre Lockerung bei niedrigen Aktienbewertungen, gutem Wachstum &amp; geringer Inflation.</li> <li>▪ <b>Europa:</b> zyklischer Aufschwung stärker als in USA, Bewertungen niedriger, monetärer Rückenwind. Bisher keine Aufholung Aktien Europa vs USA.</li> <li>▪ <b>Unternehmensanleihen hoch bewertet:</b> Zinsen und Spreads immer niedriger, während U'verschuldung gestiegen, Covenants &amp; Liquidität schlechter, Laufzeiten länger. Hohe Nachfrage bleibt. Refinanzierungswelle in 2018/2020.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ In diesem <b>Reifestadium des Zyklus</b> (S&amp;P 500 im zweitlängsten Bullenmarkt seit 1900) wird kurz- und mittelfristig weiter das Markt-sentiment den Takt vorgeben.</li> <li>▪ <b>Viele Ungleichgewichte</b> werden weiter akzentuiert. Dabei werden <b>ETF-Flüsse immer wichtiger.</b></li> <li>▪ Performance der großen Aktienmarktindizes: Rotation aus zinsempfindlichen Titeln hin zu zyklischen Industriewerten. Weitere Rotation: hochbewertete Technologieaktien vs. niedriger bewertete Sektoren wäre positiv.</li> <li>▪ <b>Aktien USA: Fremdfinanzierungen</b> bei Aktienkäufen in den USA <b>stark angestiegen / Marktbreite bleibt gering</b> (wenige IT-Titel treiben die Indizes)</li> <li>▪ <b>Aktien Europa: Bild technisch nicht ganz so überreizt.</b> Korrektur im Sommer / Herbst &amp; größere Marktbreite. Europäische Indizes nicht so technologie-lastig dafür aber zyklischer / deutlich stärker vom Export abhängig.</li> <li>▪ <b>Die Markttechnik gibt kurzfristig keine klaren Kaufsignale (weder für Aktien noch für Anleihen).</b></li> <li>▪ <b>Anlegerstimmungswechsel</b> von Optimismus hin zu einer Euphorie in den letzten Monaten – bei gleichzeitig immer höheren Bewertungen – <b>in Teilmärkten</b> zu beobachten. Wird wohl noch etwas dauern, bis dies bedrohlich werden kann.</li> <li>▪ Kurzfristig: überkaufte Märkte. Eine <b>technische Konsolidierungskorrektur (3-5%) wird wahrscheinlicher.</b> Höhere Indexstände gegen Ende des Q1 aber realistisch (technische Anschlusskäufe / positiver Trend U'gewinne). Später im Jahr ggf. stärkere Korrektur (→ -10%).</li> <li>▪ Wechselkursrelationen bleiben kurzfristig wichtig: <b>EUR zum USD darf nicht zu schnell in Richtung 1.25 (oder darüber) steigen</b> (v.a. negativ für europäische Aktien).</li> <li>▪ USD-Bewegung und Anleiherenditen sowie politische Unsicherheit bleiben die Haupttreiber für den <b>Goldpreis.</b> Kryptowährungen sind eine neue „Konkurrenz“ für bestimmte Käufergruppen.</li> <li>▪ <b>Bekanntes bei Öl:</b> Wie schnell werden unkonventionelle Förderungen ausgebaut / wie reagieren Opec &amp; Russland.</li> </ul>

## Ausgewählte Maßnahmen CONREN Fonds



**ANHANG**

	<b>Seite</b>
A. Überblick: wo befinden wir uns im Zyklus?	16
B. Fundamental-Daten «Wie Märkte sich verhalten sollten»	18
i) Makro (Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)	18
ii) Mikro (Bewertungsparameter)	20
C. Markt-(Dynamik & Momentum) «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»	26
D. CONREN's M <sup>3</sup> erklärt	30
E. Koordinaten	31
F. Rechtlicher Hinweis	32



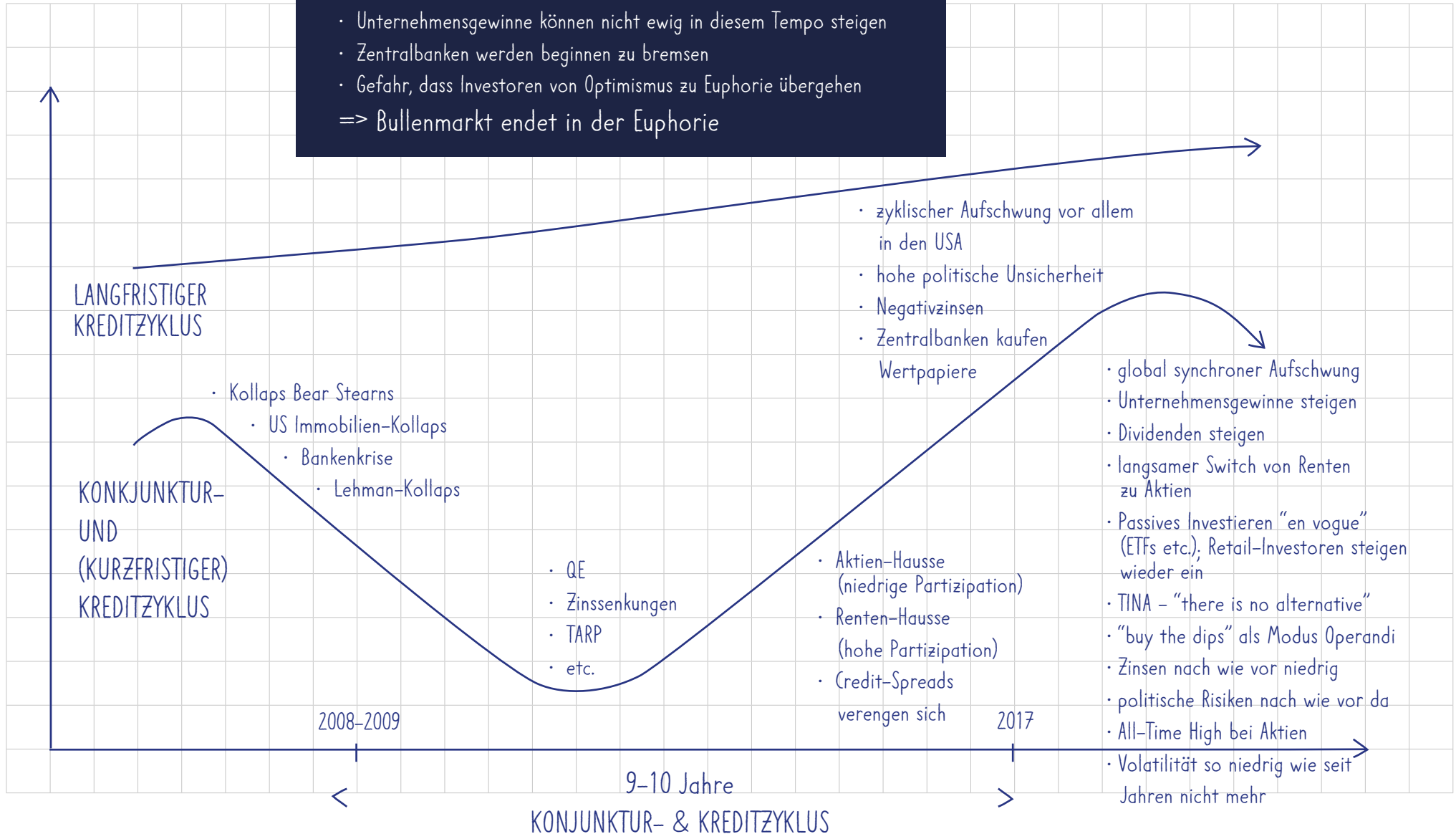
# A Überblick: wo befinden wir uns im Zyklus?

Betreff WO WIR STEHEN

Seite 1 / 1 | Datum Mai/Dez '17

## DAS FINALE STADIUM EINES BULLENMARKTES:

- Unternehmensgewinne können nicht ewig in diesem Tempo steigen
  - Zentralbanken werden beginnen zu bremsen
  - Gefahr, dass Investoren von Optimismus zu Euphorie übergehen
- ⇒ Bullenmarkt endet in der Euphorie



## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MAKRO)

#### Makro (Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen)

Nahezu ideales Makroumfeld

Geringe Rezessionswahrscheinlichkeit

„Perfekter Sturm“ in Bezug auf Inflationserwartungen

Wirkung von nur leichten Zinssteigerungen weiter unterschätzt

Handelskriege wirken inflationär

China als Gefahr für das weitere Wachstum

Entzug von Liquidität bei steigender Inflation wäre das Worst-Case-Szenario

- Nahezu ideales Makroumfeld für alle Vermögensklassen: synchrones, globales Wachstum, niedrige Zinsen, niedrige Inflation, expansive Geldpolitik, expansiver Kreditzyklus etc. Damit weitere Reflationierung der Vermögenspreise und weitere Ausweitung von Übertreibungen und Ungleichgewichten. Dieses Umfeld kann nicht ewig anhalten.
- Die Rezessionswahrscheinlichkeit bleibt für die nächsten 18 Monate gering (nicht zuletzt aufgrund der Steuerreform und der weiteren Deregulierung in den USA). Aber: Nach dem durchaus kräftigen, zyklischen Aufschwung der letzten 1½ Jahre scheint der Gipfel nahe / eine Überhitzung möglich (und damit ein Eingreifen der Notenbanken erforderlich).
- Auch in Bezug auf die Inflationserwartung ist es ein „Perfekter Sturm“: fortschreitende(r) E-Commerce, Automatisierung und Globalisierung, Reserven in der weltweiten Arbeiterschaft bei gleichzeitig schwachen Gewerkschaften und neuen Arbeitsmodellen, Überkapazitäten in der Industrie, niedrigere Rohstoffpreise etc. Dazu ein gebrochener Transformationsmechanismus: Banken haben große Teile der von Zentralbanken bereitgestellten Liquidität nicht weitergeben (sondern zur Stärkung ihrer Bilanzen genutzt). Auch dieses Umfeld kann zwar für eine ganze Weile, aber nicht ewig anhalten. Produzentenpreise gelten diesbezüglich als ein Frühindikator (siehe Grafik auf Seite 19).
- Bondmärkte in den USA beginnen, die Möglichkeit von höheren kurzfristigen Zinsen zu eskompieren (flacher werdende Zinskurve), gehen aber noch nicht von einer erhöhten Inflation aus. Die Wirkung von nur leichten Zinssteigerungen für die Konjunktur (und Märkte) wird weiter unterschätzt. Dies kann über Marktreaktionen (nicht unbedingt durch Notenbanken) auch unerwartet und recht schnell passieren („Ketchup-Flaschen-Effekt“).
- Handelskriege (seit dem Amtsantritt der Trump-Administration wieder wahrscheinlicher) wirken inflationär; siehe Preise für Bauholz nach dem Streit zwischen den USA und Kanada (siehe Grafik auf Seite 19). Trumponomics sind also, mit Steuerreform, höheren Ausgaben und eben möglichen Handelshemmnissen („Amerika first“), stark inflationär.
- China wird als nunmehr zweitgrößte Weltwirtschaft immer wichtiger für die globale Konjunktorentwicklung. Eine Gefahr ist, dass der Maßnahmenkatalog zur Eindämmung der Kreditblase von Regierung und Notenbank das chinesische und damit auch das globale Wachstum beeinträchtigen wird. Die chinesische Regierung hat die Balance zwischen notwendigem Wachstum und Überhitzung in den letzten Jahren allerdings erfolgreich gemanagt.
- Geldpolitik wird zentral bleiben: Entzug von Liquidität bei steigender Inflation wäre das Worst-Case-Szenario für die Märkte. Insgesamt agieren Notenbanken weltweit nach wie vor expansiv. Sie werden tendenziell die Inflation erst einmal eher über ihre Ziele hinausschießen lassen. Für Notenbanken und allen voran für die amerikanische FED bedeutet das auch für 2018 voraussichtlich „nicht zu viel Gas und nicht zu wenig“. Dabei ist klar, dass die Notenbanken und Regierungen in den USA, Europa und Japan viel ihres Pulvers für eine Konjunkturanfälligkeit bereits verschossen haben (nicht so in vielen Emerging Markets, wie z.B. China). „Zu wenig Gas“ hätte also möglicherweise weitreichende Konsequenzen.

## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MAKRO)

Politikdivergenz zwischen  
US-Notenbank und dem  
Rest der Welt

- Die Politikdivergenz zwischen den USA (die FED hat mit der „Verkürzung“ ihrer Bilanz begonnen und bereits 5-mal die Zinsen erhöht) und dem Rest der Welt (insb. ggü. Europa und Japan) nimmt zu. EZB & BoJ hinken der US-FED ca. 4 Jahre hinterher: keine echte Kehrtwende / Zinserhöhung vor 2019. EZB hat lediglich das QE-Volumen vermindert (bis Sept. 2018).

#### Fazit

- Wachstum (+) & Inflation (-)
- Kreditzyklus (+), Geld- (+) & Fiskalpolitik (+/-)



Europa, Emerging  
Markets (Asien),  
Japan  
Aktien  
Renten/Anleihen  
Credit



USA  
Gold



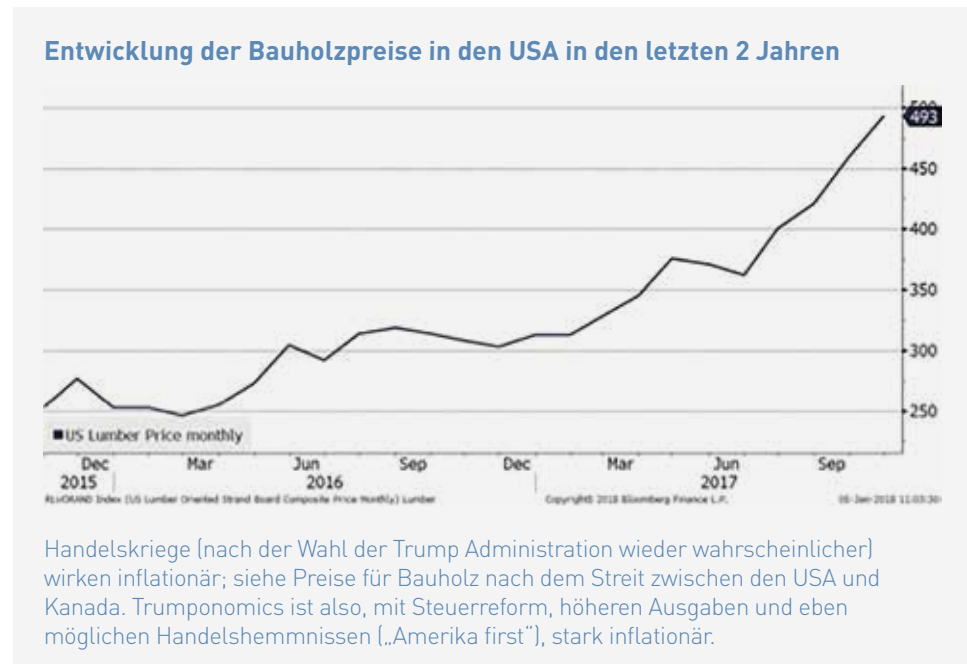
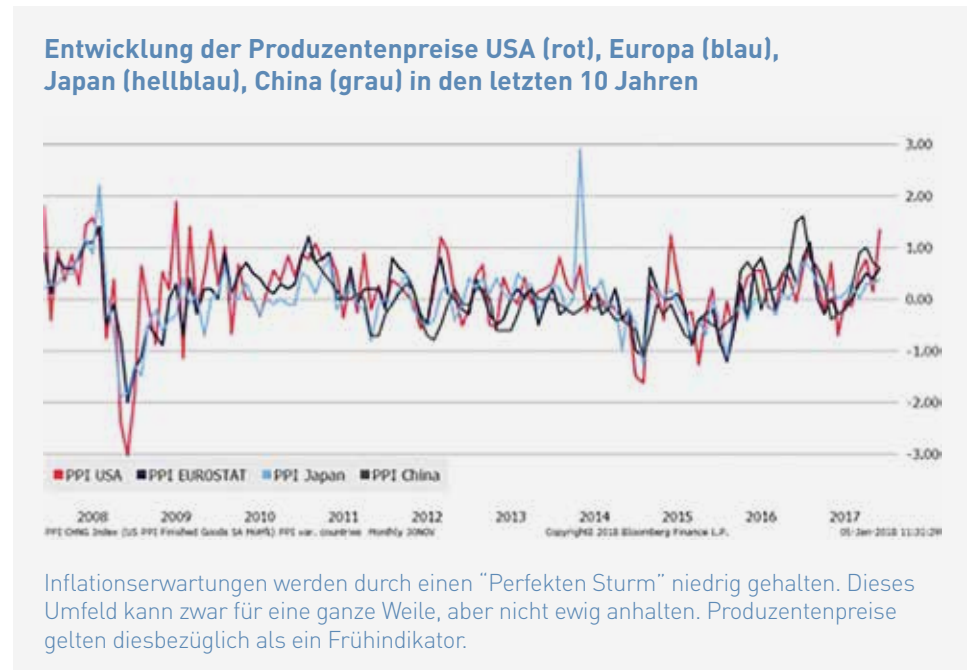
Inflationsgeschützte  
Anleihen

In 2018: Inflationsanstieg, an den keiner mehr glaubt, könnte alle überraschen. Anleiheninvestoren sind darauf nicht vorbereitet. Kredit- und Aktienmärkte könnten dann in eine Phase höherer Volatilität eintreten. Geldpolitik wird zentral bleiben: Entzug von Liquidität bei steigender Inflation wäre das Worst-Case-Szenario für die Märkte.

## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

[MAKRO in Charts]



source: Bloomberg, CONREN Research

## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MIKRO)

#### Mikro (Bewertungsparameter)

Viele Märkte in Blasen-  
territorium

- Viele Märkte befinden sich (nicht zuletzt aufgrund der unorthodoxen Geldpolitik) im Blasenterritorium: gewisse Kryptowährungen, Anleihen, Immobilien, Kunst, Aktien etc. Dieses Mal sind es nicht nur der Technologiesektor (wie bei der „Dotcom-Blase“) oder Hypotheken (v.a. von Privathaushalten wie bei der Finanzkrise), sondern man kann durchaus von „The Bubble of Everything“ sprechen.

Aktien vor allem USA im  
historischen Vergleich  
(sehr) hoch bewertet

- Bei Aktien sind vor allem die USA im historischen Vergleich (sehr) hoch bewertet. Das KGV steht nun bei über 19 (bei vielen der großen Technologiewerte bei über 30; zu beachten ist hierbei, dass dies keine Startups mehr, sondern in Bezug auf Umsatzvolumen und Marktkapitalisierung globale Schwergewichte sind). Das Kurs-Buchwert-Verhältnis und das EV/EBITDA-Verhältnis stehen auf dem höchsten Stand seit 2002. Das Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (auf Basis inflationsbereinigter Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre) ist auf einem historischen Höchststand. Der Buffett-Indikator (gesamte Marktkapitalisierung aller US-Aktien vs. Bruttoinlandsprodukt) und das Tobin's Q (Börsenwert geteilt durch den Ersatzwert) zeigen eine Überbewertung an. Dementsprechend stehen S&P 500, NASDAQ, Russell 2000 nahe ihren Rekordhochs. Doch: Insbesondere in dieser Marktphase können Überbewertungen länger anhalten, als man dies alleine aufgrund fundamentaler Faktoren begründen kann.

Japanische und  
europäische Aktien  
günstiger

- Japanische und europäische Aktien sind mit KGVs um 16 günstiger bewertet. Das sind historisch betrachtet recht hohe Abschläge gegenüber den USA (siehe Grafik auf Seite 10), obwohl die Aussichten für Volkswirtschaften und Gewinne in Japan und Europa sehr positiv erscheinen: Beide profitieren von einer anhaltenden monetären Lockerung bei gutem Wachstum & geringer Inflation. Nichtsdestotrotz: Bei einem Risk-off Event werden sie voraussichtlich genauso stark korrigieren wie die USA. Japan u.a. wegen eines dann wahrscheinlichen steigenden JPY und Europa u.a. wegen Repatriierung von Geldern von Europa zurück in die USA.

Positiver Unter-  
nehmensgewinntrend  
sollte anhalten

- Für die nächsten Quartale sollte der weltweite Unternehmensgewinntrend anhalten. Die Steuereffekte in den USA sind jedoch bereits mehrheitlich in den Aktienpreisen eskomptiert („priced for perfection“). Unternehmen mit hohem US-heimischen Umsatzanteil sind hiervon die Hauptprofiteure. Frage ist wie viel steuersparend im Ausland geparktes Geld in die USA zurückgeholt werden wird und was damit passiert: Es wird wohl eher für Dividenden oder Aktienrückkäufe und weniger für Investitionen verwendet werden. Eine auch makroökonomisch zentrale Frage bleibt offen: Wann werden Unternehmen einen Teil ihrer Rekordmargen (für größere) Lohnsteigerungen aufgeben müssen?

Bewertungen von Aktien  
in den meisten EMs  
moderat

- Das Bewertungsniveau von Aktien in den meisten Emerging Markets ist im historischen Kontext moderat. Wir bleiben aus fundamentaler Sicht mittel- und langfristig vor allem für asiatische Märkte positiv – für diese ist allerdings das weitere Wachstum in China zu beobachten. Generell wird es immer schwerer, Emerging Markets als einheitliche Vermögensklasse zu sehen (siehe Grafik auf Seite 23).

Anleihen extrem hoch  
bewertet - wesentlich  
höher als Aktien

- Alles ist relativ: Aktien sind in Teilmärkten & Regionen historisch sehr hoch, aber immer noch vernünftiger als Anleihen bewertet. In Europa und Japan übersteigen die Dividendenrenditen die Anleiherenditen seit geraumer Zeit (siehe Grafik auf Seite 24). In den USA liegt die 10j. UST-Rendite (2,42%) dagegen leicht über den Dividendenrenditen (S&P 500 unter 2%).

## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MIKRO)

Staatsanleihen bleiben extrem hoch bewertet

- Staatsanleihen in den USA, Europa und Japan bleiben extrem hoch bewertet. Es müsste schon eine tiefere Rezession kommen, um Kursteigerungen wie in den letzten Jahren zu sehen. In den USA erhöht die Steuerreform die Verschuldung dazu nachhaltig. In Europa ist der Spielraum für Kurssteigerungen bei den schwächeren Euroländern (Spanien, Italien etc.) höher als in den stärkeren (allen voran BRD): Die Spreads könnten vom anhaltenden Wirtschaftsaufschwung profitieren. Aber auch hier sind keine großen Sprünge zu erwarten.

Kreditmärkte sind anfällig

- Zinsen (und Credit-Spreads) sind aktuell sehr niedrig und die Verschuldung von Staaten und Unternehmen ist hoch. In dieser Situation sind Kreditmärkte extrem empfindlich – auch kleinste Änderungen der Anleiherenditen können große Effekte haben.

US-Zinskurve flacht sich weiter ab

- Leitmarkt USA: Die US-Zinskurve hat sich weiter abgeflacht. Allerdings glauben wir nicht, dass diese in den nächsten Monaten negativ wird. Technische Unterstützung und Widerstand (10j. UST-Renditen) sind nach wie vor bei 2,0% und 2,6%. Das Jahreshoch lag 2017 bei 2,64%.

Unternehmensanleihen größtenteils überbewertet; USD 24.5 Bill. an Anleihen, werden 2019-2021 fällig

- Unternehmensanleihen sind größtenteils ebenfalls überbewertet: Zinsen und Spreads sind niedrig, während die Verschuldung vieler Unternehmen gestiegen ist, Covenants werden schlechter und Laufzeiten länger. Die Jagd nach Rendite im Niedrigzinsumfeld macht das möglich. Die Nachfrage bleibt aktuell hoch. Steigende ETF-Volumen verzerren zusätzlich das Bild und lassen Liquiditätsrisiken steigen.

Größtes Risiko: Refinanzierungsberg bei

- Das größte Risiko für die Märkte ist nach unserem Dafürhalten derzeit mittel- bis langfristig der Schuldenberg von insgesamt USD 24.5 Bill. an Unternehmensanleihen, die 2019-2021 fällig werden. Diese müssen refinanziert werden. Schon leicht höhere Zinsen (2-3%) könnten in Refinanzierungsschwierigkeiten und damit einer Zunahme von Konkursen münden.

Industriemetalle erholen sich

- Die Erholung bei Industriemetallen hält, auch aufgrund hoher chinesischer Nachfrage, an. Die letzten Höchststände sind aber noch nicht durchbrochen worden (siehe Grafik auf Seite 25).

## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MIKRO in Charts)

#### Fazit

- Gewinndynamik (+) & -spannen (+)
- Relativ: Bewertungen Aktien (+) vs. Anleihen (-)
- Geldpolitik (Zinsen) als Treiber



Aktien Europa  
Aktien Emerging Markets (Asien)  
Aktien Japan



Aktien USA  
Credit (USA)  
 Schwellenländeranleihen



Blasenbildung bei  
 Kryptowährungen  
 (Bitcoin, Ethereum etc.)  
Staatsanleihen weltweit  
 Credit Europa

In 2018: Weltweiter Unternehmensgewinntrend sollte für die nächsten Quartale anhalten. Steuereffekte in den USA sind jedoch bereits mehrheitlich in den Aktienpreisen eskomptiert.



## B Fundamental-Daten

### «Wie Märkte sich verhalten sollten»

[MAKRO in Charts]

#### Entwicklung der größten Emerging Marktes Aktienindizes in den letzten 1, 3, und 5 Jahren

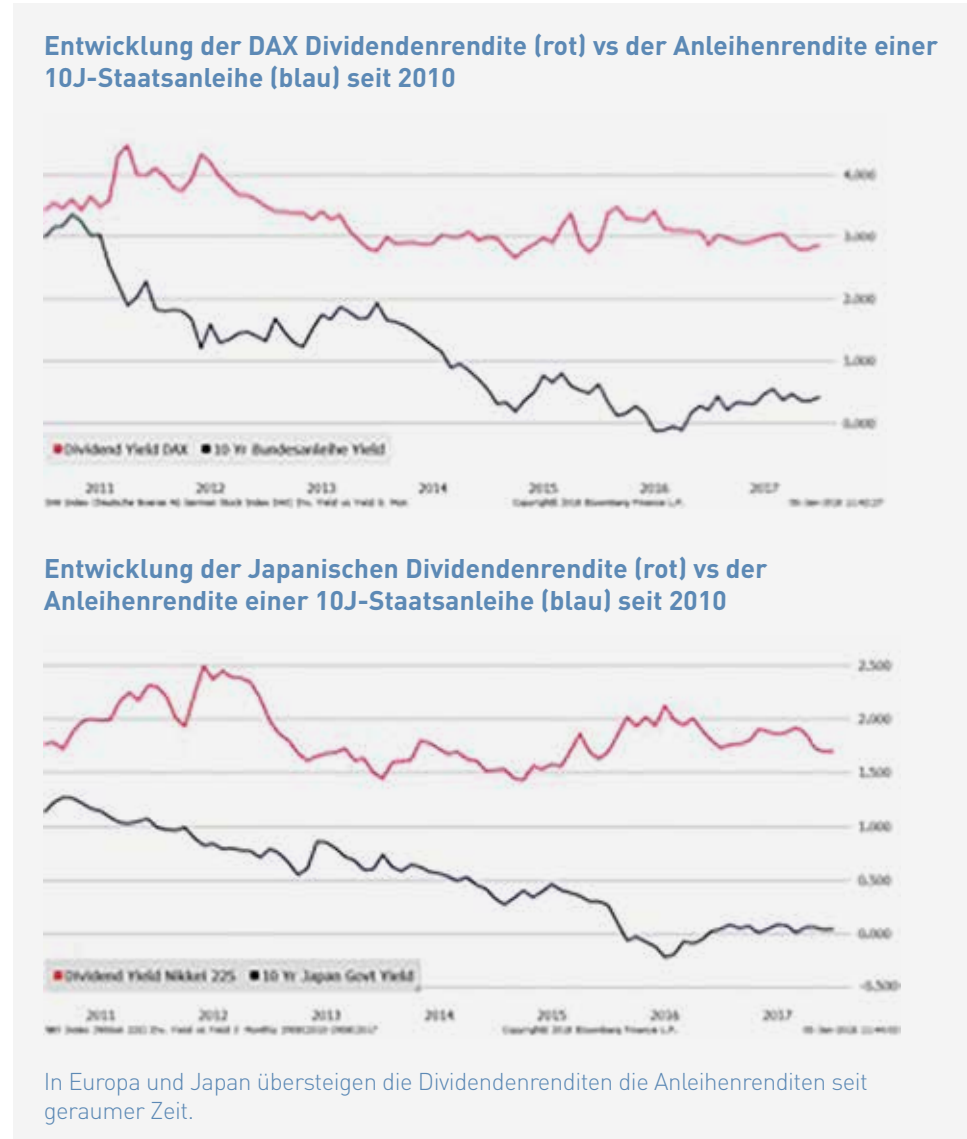
		1y	3y	5y
<b>Argentinien</b>	MERVAL Buenos Aires USD	51.94%	60.85%	177.85%
<b>Brasilien</b>	IBOVESPA BRL	26.86%	52.78%	23.35%
<b>China</b>	Hang Seng Index HKD	41.20%	41.45%	58.74%
<b>Indien</b>	Nifty 50 INR	28.65%	32.32%	91.58%
<b>Mexiko</b>	S&P MEXBOL MXN	8.13%	20.59%	22.93%
<b>Südkorea</b>	KOSPI Index KRW	21.76%	33.86%	31.75%
<b>Russland</b>	MOEX Russia RUB	-0.14%	75.18%	82.30%

Es wird immer schwerer Emerging Markets als einheitliche Vermögensklasse zu sehen.

## B Fundamental-Daten

«Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MIKRO in Charts)



source: Bloomberg, CONREN Research

## B Fundamental-Daten

«Wie Märkte sich verhalten sollten»

(MIKRO in Charts)

**Entwicklung von Industriemetallen in USD: Aluminium (rot), Kupfer (blau), Zink (hellblau) in den letzten 10 Jahren**



Die Erholung bei Industriemetallen hält, auch aufgrund hoher chinesischen Nachfrage, an. Die letzten Höchststände sind aber noch nicht durchbrochen worden.

## C Markt-(Dynamik & Momentum)

### «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»

(MARKT)

#### Angebot-Nachfrageverhalten, Markt-technische Parameter und Markt-«Sentiment»

Aktien-Bullenmarkt-zyklus im Reifestadium

Kurz- und mittelfristig weiter das Sentiment und nicht Fundamentaldaten entscheidend

keine klaren Kaufsignale

Kurzfristig überkaufte Märkte

Korrektur später im Jahr könnte stärker ausfallen

Deutliche Rotation im S&P 500

- Der S&P 500 ist in seinem zweitlängsten Bullenmarkt seit 1900 (nach dem Rekord-Bullenmarkt von 1987 bis 2000). Der 2009 begonnene säkulare Bullenmarktzyklus ist damit seit einiger Zeit im „Reifestadium“.
- In den letzten Monaten wurden auch markttechnisch viele Fehlallokationen und Ungleichgewichte weiter akzentuiert. Dabei werden ETF-Flüsse immer wichtiger.
- In diesem Reifestadium des Zyklus wird kurz- und mittelfristig weiter das Marktsentiment und nicht die Fundamentaldaten ausschlaggebend sein. Der Optimismus an den Märkten steigt und die Angst vor größeren Marktkorrekturen lässt weiter nach. Der Modus Operandi „Buying the dips“ wird weiter bestätigt / bestärkt: Marktrücksetzer und Spreadausweitungen bleiben limitiert. Wohlgefälligkeit und Nachlässigkeit breiten sich aus: Eine Korrektur wurde oft vorhergesagt, kam aber (immer) noch nicht. Siehe Grafik auf Seite 8.
- Ein Anlegerstimmungswechsel infolge höherer Anleger-Partizipation (bei Aktien: „TINA“, There Is No Alternative) von Optimismus hin zu einer Euphorie war in den letzten Monaten – bei gleichzeitig immer höheren Bewertungen – in Teilmärkten zu beobachten. Es wird aber wohl noch etwas dauern, bis dies für Märkte bedrohlich werden kann.
- Die Markttechnik gibt kurzfristig keine klaren Kaufsignale (weder für Aktien noch für Anleihen).
- Kurzfristig sehen wir überkaufte Märkte. Eine technische Konsolidierungskorrektur (3-5%) ist also durchaus möglich. Aber: Der positive Trend bei Unternehmensgewinnen sollte anhalten und eine solche Korrektur abfedern. Höhere Indexstände durch technische Anschlusskäufe gegen Ende des 1. Quartals sind realistisch.
- Eine Konsolidierungskorrektur später im Jahr könnte aber durchaus stärker ausfallen (> -10%). Was würde in einer solchen Risk-off-Phase passieren: Aktien und ggf. auch Renten (wenn Inflationsangst ausschlaggebend für die Korrektur ist – nicht aber bei enttäuschenden Wirtschaftsdaten) würden korrigieren, der USD, JPY und CHF würden anziehen, Gelder würden aus den Emerging Markets und aus Europa in die USA fließen. Damit würden europäische und japanische Aktien, trotz wesentlich niedrigerem Bewertungsniveau, ähnlich oder (wie in diesem Herbst) sogar stärker korrigieren als US-Werte. „Value“ würde also wohl nur langfristig, aber nicht kurz- oder mittelfristig einen gewissen Schutz bieten.
- Die Performance der großen Aktienmarktindizes verzerrt nach wie vor das Gesamtbild: deutliche Rotation aus zinsempfindlichen Titeln (Versorger, Telekom etc.) hin zu zyklischen Industriewerten. Eine weitere (Sektor-)Rotation: hochbewertete Technologieaktien vs. niedriger bewertete Sektoren (Transport, Finanzen, Energie) wäre positiv (siehe Chart auf Seite 28).

## C Markt-(Dynamik & Momentum)

### «Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»

(MARKT)

Europa technisch nicht so überreizt

EUR/USD bleibt wichtig

Gold

Öl

- In Europa bleibt das Bild technisch nicht ganz so überreizt: Eine Korrektur haben wir im Sommer / Herbst bereits gesehen (im Gegensatz zu den USA). Der Aufschwung hat zudem eine größere Marktbreite. Dazu sind die Fremdfinanzierungen bei Aktienkäufen in den USA stark angestiegen (siehe Grafik auf Seite 28) und die US-Marktbreite bleibt gering (wenige IT-Titel treiben vor allem die US-Indizes; europäische Indizes sind nicht so technologielastrig dafür als insgesamt zyklischer Markt deutlich stärker vom Export und damit von der weltweiten Wachstumsdynamik abhängig).
- Wechselkursrelationen bleiben kurzfristig wichtig. EUR zum USD darf nicht zu schnell in Richtung 1.25 (oder darüber) steigen. Das wäre negativ für europäische Aktien trotz niedrigerer Bewertung im Vergleich zu den USA. Für den USD spricht die zunehmende Notenbankdivergenz (sollte längerfristig den Ausschlag geben; siehe Chart auf Seite 29), für den EUR das höhere Wachstum. Der USD bleibt nach KKP überbewertet.
- USD-Bewegung und Anleiherenditen sowie politische Unsicherheit bleiben die Haupttreiber für den Goldpreis. Bitcoin ist eine neue „Konkurrenz“ für bestimmte Käufergruppen.
- Bekanntes Spiel bei Öl: Wie schnell werden unkonventionelle Förderungen ausgebaut / wie reagieren Opec & Russland. Aktuell hoher Optimismus (siehe Grafik auf Seite 29).

#### Fazit

- Markttechnik kurzfristig: keine klaren Kaufsignale (weder für Aktien noch für Anleihen).
- Leverage in den USA hoch, sinkende Aktienrückkäufe & Marktbreite (-), ETF-Flüsse immer wichtiger
- Wechselkursrelationen kurzfristig wichtig. EUR darf nicht zu schnell in Richtung 1.25 zum USD steigen. Ansonsten negativ für europäische Aktien trotz niedrigerer Bewertung im Vergleich zu den USA.)



Aktien Europa  
Aktien Emerging Markets (Asien)  
Aktien Japan  
EUR



Aktien USA  
Credit-Märkte (USA und Europa)



Kurzfristig: überkaufte Märkte. Technische Konsolidierungskorrektur (3-5%) durchaus möglich. Trotzdem Unternehmensgewinntrend sollte anhalten und eine Korrektur abfedern. Höhere Indexstände durch technische Anschlusskäufe gegen Ende des 1. Quartals realistisch.

## C Markt-(Dynamik & Momentum)

«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»

[MARKT in Charts]

**Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500 (rot) vs. Kreditfinanzierungsvolumen für Aktieninvestments (blau) vs. Volatilitätsindex VIX (hellblau) seit 2008**



Der Optimismus an den Märkten steigt und die Angst vor größeren Marktkorrekturen lässt weiter nach. Wohlgefälligkeit und Nachlässigkeit breiten sich aus: Eine Korrektur wurde oft vorhergesagt, kam aber (immer) noch nicht.

**Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500 (blau) vs. Entwicklung des US-Technologieaktienindex NASDAQ geteilt durch den breiten US-Aktienindex S&P 500 seit 2015 (hellblau)**

**Entwicklung des Finanzsektors des US-Aktienindex S&P 500 geteilt durch den gesamten S&P 500 seit 2015 (blau)**



Die Performance der großen Aktienmarktindizes verzerren nach wie vor das Gesamtbild. Jüngst war z.B. eine (Sektor-)Rotation von hochbewerteten Technologie-Aktien zu niedriger bewerteten Finanz-Aktien zu beobachten.

source: Bloomberg, CONREN Research

## C Markt-(Dynamik & Momentum)

«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten»

[MARKT in Charts]

**Entwicklung der Zinsdifferenz von Deutschen und US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 2 Jahren (blau) vs. EUR/USD (rot)**



Wechselkursrelationen bleiben kurzfristig wichtig. EUR zum USD darf nicht zu schnell in Richtung 1.25 (oder darüber) steigen. Das wäre negativ für europäische Aktien trotz niedrigerer Bewertung zu USA. Längerfristig spricht die zunehmende Zinsdifferenz für den USD.

**Entwicklung des Brent-Ölpreises (rot) vs. spekulative Net-Long-Positionen (blau) seit 2013**



Wir sehen bei Öl aktuell das bekannte Spiel: wie schnell werden unkonventionelle Förderungen ausgebaut / wie reagiert OPEC & Russland. Mit dem jüngsten Preisanstieg geht ein wieder höherer Optimismus einher; oben in Form der Anlegerpositionierung ausgedrückt.

source: Bloomberg, CONREN Research



## D CONREN's M<sup>3</sup> erklärt

«Wie Märkte sich verhalten sollten» Fundamental-Daten		«Wie Märkte sich tatsächlich verhalten» Markt-Dynamik
1 «Makro»	2 «Mikro»	3 «Markt»
Liquiditätsparameter und Wirtschaftszyklen	Bewertungsparameter	
	«Absolut»	«Relativ»
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zinsen, Inflationsraten</li> <li>• Geldmenge, Kreditschöpfung</li> <li>• Währungsrelationen</li> <li>• ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• KGV</li> <li>• P/B</li> <li>• ROE</li> <li>• Dividenden-Renditen</li> <li>• Gewinn-Renditen</li> <li>• YTM</li> <li>• Duration</li> <li>• Kreditbonität</li> <li>• ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dividenden- / Gewinn-Renditen vs. Anleihen-Renditen</li> <li>• «Kredit- / Zinsspreads» (Unternehmens- vs Staatsanleihen)</li> <li>• Gold/Aktien/ Anleihen-Relation</li> <li>• Korrelationen zw. Vermögensklassen</li> <li>• ...</li> </ul>
<p>Das Augenmerk liegt hier auf jenen drei makroökonomische Faktoren, die u.E. auf die Entwicklung von einzelnen Vermögenswerten einen entscheidenden Einfluss haben:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wachstum,</li> <li>2. Inflation (Zinsen) und</li> <li>3. monetäre Basis (expansive vs. restriktive Gesamtliquiditätssituation).</li> </ol>	<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 &amp; volume action», «sentiment», Markt-Trendanalyse, etc.).</p>

## E Koordinaten

[info@conrenfonds.com](mailto:info@conrenfonds.com)  
[www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)

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

### CONREN Research GmbH, Zürich

---



**Christian von Veltheim**  
veltheim@conrenresearch.com



**Andreas Lesniewicz**  
lesniewicz@conrenresearch.com

### CONREN Vertriebsmannschaft in Deutschland AAB Asset Services

---



Geschäftsführer  
**Marco Schmitz**  
+49 821 319 515 207  
m.schmitz@aab-as.de



Senior Sales Consultant  
**Martin Huhn**  
+49 221 9950 9120 / +49 160 9483 8539  
m.huhn@aab-as.de



Senior Sales Consultant  
**Klaus Täte**  
+49 6172 8087550 / +49 170 210 4504  
k.taete@aab-as.de

## F Rechtlicher Hinweis

Dieser Kommentar ist eine Zusammenfassung der Einschätzungen der Altrafin Advisory AG. Der Inhalt (inkl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo.

Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt 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 zugrunde liegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen definieren sich grundsätzlich als langfristige Anlageinstrumente. 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; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Insbesondere richtet sich diese Präsentation weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA.

In der Schweiz richtet sich dieser Kommentar nur an Anleger nach Art. 10 Abs. 3 Bst. a und b KAG. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

Herausgeber Deutschland: Martin Huhn, Martin Huhn Finanzberatung, Aachener Straße 382, 50933 Köln

Zulassung als Finanzanlagenvermittler nach Paragraph 34f Abs. 1 GewO bei der IHK Köln, Unter Sachsenhausen 10-26, 50667 Köln, IHK-Registernummer D-F-142-YV11-25

Herausgeber Schweiz: CONREN Research GmbH, Tödistrasse 5, 8002 Zürich.

## F 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.

### © 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	II Retail	IV Institutional	V Retail
ISIN:	LU0430796895	LU1144074538	LU1295763327
WKN:	AORNOS	A12FPK	A140AC
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Equity	I Institutional	D Retail	DA Retail
ISIN:	LU0955859060	LU0955859144	LU1295765371
WKN:	A1W3DG	A1W3DH	A14Z98
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend
CONREN Fixed Income	I Institutional	D Retail	DA Retail
ISIN:	LU0955859656	LU0955859730	LU1295768474
WKN:	A1W3DK	A1W3DL	A14Z99
Ertragsverwendung:	thesaurierend	thesaurierend	ausschüttend