
MONATSKOMMENTAR OKTOBER

31.10.2018

Wichtige Hinweise (1/3)

Die in diesem Monatskommentar angegebenen Fondsinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Der Monatskommentar stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen.

Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A. und Capanum GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Weder die Axxion S.A., ihre Organe und Mitarbeiter noch die Capanum GmbH können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieses Monatskommentars oder seiner Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit diesem Monatskommentar entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht

Sehr geehrte (Mit-)Investoren,

dass die Märkte meistens auf einem Auge blind sind, ist lange bekannt. Entweder wird alles positiv gesehen und nichts kann die Bullen stoppen oder alles ist eine einzige Katastrophe und alle positiven Nachrichten werden ignoriert. In diesem Jahr ist das Phänomen besonders ausgeprägt. In den ersten neun Monaten rief kaum eine Nachricht im amerikanischen Markt mehr als ein kurzes Schulterzucken hervor. Brexit, Italienkrise? Weit weg. Handelskonflikt mit China? Wird bestimmt in letzter Minute mit einem „Deal“ gelöst. Zinserhöhungen der Notenbank? Die nächste Erhöhung ist die letzte Erhöhung, ab jetzt pausiert die Notenbank.

Seit Anfang Oktober sehen die Anleger dagegen nur noch halbleere Gläser. Und das obwohl sich die Fakten kaum geändert haben. Die am häufigsten genannten Argumente für die Kursrückgänge werden wir im Folgenden näher betrachten. Im Ergebnis sind diese aber nicht geeignet, um das aktuell niedrige Kursniveau zu rechtfertigen. Daher sehen wir die aktuelle Bewegung an den Märkten als das an, was sie bisher war, eine Korrektur innerhalb eines intakten Aufwärtstrends.

Steigende Zinsen?

Anfang des Monats wurden die Kursverluste an den Aktienmärkten noch mit der Angst vor steigenden Zinsen begründet, gegen Ende des Monats dann mit fallenden Zinsen (Angst vor zu schwachem Wirtschaftswachstum). Weder das eine noch das andere trifft es, da es wenig fundamentale Notwendigkeit gibt, vom aktuellen Niveau der Zinsen stark abzuweichen. Nachhaltig steigende langfristige Zinsen wären grundsätzlich natürlich ein Belastungsfaktor für die Kapitalmärkte. Wie sieht es aktuell in den einzelnen Regionen aus? In Japan werden die 10-jährigen Zinssätze (0,10%) von der Notenbank kontrolliert. In Europa notieren die 10-jährigen Bundesanleihen auf dem gleichen Niveau wie zu Jahresanfang (0,40%). Einzig in den USA verzeichnen die 10-jährigen US-Bonds einen Anstieg von 2,4% auf aktuell 3,1%. 60 dieser 70-Basispunkte Erhöhung sind aber auf einen Anstieg der realen Verzinsung zurückzuführen, d. h. die für die Börse wichtigen Inflationserwartungen innerhalb der Zinssätze haben sich praktisch nicht bewegt. Die Kurse vollziehen somit lediglich eine Anpassung an das gestiegene Wirtschaftswachstum in den USA.

Niedrigere Gewinne in 2019?

Wir hören verstärkt das Argument, dass der Höhepunkt der US-Unternehmensgewinne erreicht ist und es ab jetzt nur noch abwärts gehen wird. Es gilt hier zu unterscheiden, ob man von rückläufigen Gewinnen oder von einem rückläufigen GewinnWACHSTUM redet. Rückläufige Gewinne wären in der Tat ein sehr bedenkliches Signal für die Märkte und würden die aktuellen Kursrückgänge gut erklären.

MONATSKOMMENTAR OKTOBER

Wichtige Hinweise (2/3)

bzw. den letzten Halbjahresbericht zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Capanum GmbH ist bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Grau-rheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) und des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investmentmanagers wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

Bitte beachten Sie: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen marktbedingten Kurschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.

Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und

Davon kann aber keine Rede sein. Was im nächsten Jahr vermutlich passieren wird ist, dass das Gewinnwachstum nachlässt d. h. die Gewinne erhöhen sich weiter, aber nicht mehr in gleichem Umfang wie in diesem Jahr. Alles andere wäre auch sehr erstaunlich, nachdem in den USA die Gewinne in diesem Jahr durch Einmaleffekte wie die Steuerreform und 1.000 Mrd. US-Dollar an Aktienrückkäufen angetrieben werden.

Folgende Tabelle zeigt die Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum in diesem und im nächsten Jahr und wie sie sich seit Jahresanfang verändert haben. Es müsste noch sehr viel passieren, um aus diesen Schätzungen negative Werte für das nächste Jahr werden zu lassen.

	2018e EPS Growth, %		2019e EPS Growth, %	
	Current	Jan '18	Current	Jan '18
MSCI World	16.0%	10.0%	9.5%	9.6%
S&P500	23.1%	12.3%	10.2%	10.3%
Stoxx600	7.7%	9.2%	9.3%	8.8%
EuroStoxx	6.2%	9.4%	10.4%	9.6%
FTSE100	10.4%	7.0%	7.6%	7.0%
Topix*	5.0%	8.7%	7.8%	8.6%
EM	14.3%	13.1%	11.7%	11.1%

Source: IBES, * for Year Ending March 2019 and March 2020

Quelle: J.P. Morgan

Laut RB Advisors gab es seit 1980 11-mal derartige Gewinnwachstumsspitzen. In 10 von diesen 11 Fällen ist der Markt in den daran anschließenden 12 Monaten gestiegen und zwar zwischen 9% und 12%. Die letzten beiden Höhepunkte waren 2013 und 2017 und die darauf folgenden Aktienrenditen waren bekanntlich sehr erfreulich. Von rückläufigen Gewinnen kann also keine Rede sein und eine nachlassende Wachstumsdynamik deutet nicht auf das Ende eines Bullenmarktes hin.

Darüber hinaus belaufen sich die Schätzungen, was Aktienrückkäufe im Jahr 2019 betrifft, derzeit auf ca. 800 Mrd. US-Dollar. Weniger als dieses Jahr, aber immer noch der zweithöchste Wert aller Zeiten. Die aktuellen Kaufprogramme werden erst im November fortgesetzt, denn im Oktober war es den meisten Firmen aufgrund der Quartalsberichterstattung verboten, eigene Aktien zurückzukaufen. Übrigens werden diese laut JP Morgan dank der Steuerreform auch lediglich zu 15% mit neuen Schulden und zu 85% mit vorhandenem Cash finanziert .

Nachlassendes Wirtschaftswachstum?

Uns ist derzeit kein relevanter Frühindikator bekannt, der auf eine Rezession in den USA hindeuten würde. Weder US Leading Indicator, ISM Manufacturing New Orders, Anträge auf Arbeitslosenhilfe noch Aufträge für langlebige Wirtschaftsgüter oder die Zinsstrukturkurve signalisieren eine US-Rezession in den nächsten 12-18 Monaten.

MONATSKOMMENTAR OKTOBER

Wichtige Hinweise (3/3)

geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit einem investierten Betrag von 1.000 EUR, dem max. Ausgabeaufschlag sowie einem Rücknahmeabschlag (falls vorgesehen, siehe Stammdaten) aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr und ein Rücknahmeabschlag nur bei Verkauf (der hier zum jetzigen Zeitpunkt unterstellt wird) anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur im Jahr der Fondsauflegung und ggf. im aktuellen Jahr. Über den „Performance- und Kennzahlenrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter www.axxion.lu können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt.

Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden.

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.

Zu hohe Bewertung des US-Aktienmarktes?

Es wird immer wieder behauptet, dass der US-Aktienmarkt historisch teuer sei. Eine ausführliche Diskussion dieser These sprengt den Rahmen dieses Kommentars, aber drei Gegenargumente seien hier angeführt.

- 1) Wer nicht mit massiv steigenden Steuersätzen und Zinsen rechnet, sollte vorsichtig sein, die aktuellen Unternehmensgewinne zu normalisieren und mit den historischen Bewertungen zu vergleichen. Erwartet man nämlich nicht, dass diese beiden Komponenten wieder steigen, macht ein historischer Vergleich wenig Sinn und der Markt ist dann auch nicht mehr teuer bewertet (KGV 15 auf 2019er Gewinne).
- 2) Selbst wenn man dies macht und daraus schließt, dass der US-Markt über dem historischen Durchschnitt notiert: Es gab in den letzten 30 Jahren mit US-Staatsanleihen immer eine Anlagealternative, die risikolos eine Verzinsung zwischen 5% und 10% brachte. Diese gibt es jetzt nicht. Uns fällt auch sonst keine relevante Assetklasse ein, die aktuell attraktiver bewertet wäre als der Aktienmarkt.
- 3) Das aktuelle 2019er KGV des S&P500 liegt wie gesagt bei ca. 15. Seit 2015 sind Kurse und Gewinne im etwa gleichen Umfang gestiegen, d. h. eine Überbewertung des Marktes ist weder absolut noch relativ begründbar.

Fazit: Der Oktober bescherte den Anlegern deutliche Kursrückgänge. Praktisch alle an dieser Stelle in den letzten Monaten angesprochenen und vom Markt bis Ende September ignorierten politischen Probleme wurden als Begründungen für die Kursrückgänge herangezogen. Die nach wie vor gute fundamentale Lage wurde dagegen ignoriert. Hinzu kamen Investmentvehikel und -konzepte (ETFs, Volatility Targeting etc.), die überwiegend prozyklisch agieren und somit die Kursrückgänge verstärkten. Das als Folge der starken Regulierung in den letzten Jahren entstandene Problem der geringeren Liquidität an den Märkten im Falle eines Volatilitätsanstiegs tat sein übriges, so dass es im Oktober zu teilweise erratischen Kursbewegungen kam.

Letztlich setzt sich mittelfristig aber immer die fundamentale Lage (Gewinne, Bewertungen etc.) durch. Und diese ist vor allem an der Leitbörse USA weiterhin sehr gut. Wir hatten im Fonds in den Monaten bis Ende August kontinuierlich Liquidität auf bis zu 28% aufgebaut, um auf Übertreibungen in einzelnen Werten, wie sie in den letzten Tagen vorkamen, reagieren zu können. Dies haben wir getan und dabei verstärkt in den USA investiert, da die dortigen Quartalszahlen unsere optimistischen Erwartungen erfüllt haben – im Gegensatz zu den Geschäftszahlen in Europa. In der Summe rechnen wir spätestens nach den Wahlen in den USA mit einer Jahresendrallye.

Für Fragen zu diesem Kommentar stehen Ihnen die Capanum GmbH und Axxion S.A. gerne zur Verfügung. Einen Kurzkomentar zu ausgewählten Fondswerten finden sie im beiliegenden Factsheet.