

MONATSKOMMENTAR APRIL

30.04.2020

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.

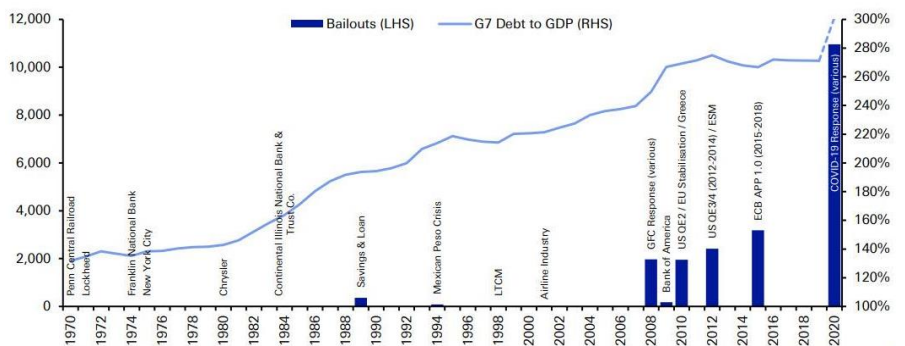
Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A. und Capanum GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Weder die Axxion S.A., ihre Organe und Mitarbeiter noch 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,

zurzeit durchläuft jeden Monat eine andere Assetklasse historische Kursbewegungen. Im März waren es Aktien und Anleihen, im letzten Monat der Ölmarkt. Zeitweise notiert der Preis für die Ölsorte WTI (West Texas Intermediate) für die unmittelbar bevorstehende Lieferung bei MINUS (!) 37 USD. Teile dieser Bewegung lassen sich durch technische Gründe (keine freien Lagerkapazitäten am Lieferort in Cushing, Oklahoma) in Kombination mit dem von Saudi-Arabien angeführten Preiskrieg sowie dem Corona bedingten massiven Nachfrageausfall erklären. Der problematischere Teil dieses historisch einmaligen Ereignisses (Datenreihe existiert seit dem Jahr 1865) sind die Preise für zukünftige Lieferungen. Aktuell handelt der Ölpreis für Lieferungen bis einschließlich August 2024 (!) unter 40 USD. Nach den Zinsmärkten, die trotz aller Stimulierungen der Notenbanken und Regierungen weiterhin nah ihrer all-time-lows notieren, sendet damit die zweite Assetklasse ein sehr skeptisches Signal für die Wirtschaftsentwicklung in den nächsten Quartalen.

Aktienmärkte widersprechen

Bemerkenswert dagegen ist der Optimismus, den die Aktienmärkte seit Ende März an den Tag legen. Angetrieben durch bis vor kurzem noch undenkbare Summen (siehe Grafik, die die Rettungsmaßnahmen der G7-Ländern im historischen Vergleich sowie die Entwicklung der Verschuldung im Verhältnis zu Wirtschaftsleistung zeigt) sind die Anleger derzeit bereit, die aktuelle Umsatz- und Gewinnentwicklung der Unternehmen zu ignorieren und alle Hoffnungen auf eine zügige Erholung und Rückkehr zur Normalität ab dem 3. Quartal zu setzen.



Quelle: Deutsche Bank

Vor allem der ehemalige Partner der Private-Equity-Gesellschaft Carlyle Group und jetzige Chef der US-Notenbank Fed, Jerome Powell, befeuert die Phantasie der Anleger. Mit der Entscheidung Anfang April auch High-Yield-Anleihen zu kaufen, rückt er (aus Bilanzsicht) bis auf einen Schritt an Aktien heran. Seitdem fällt es Anlegern nicht mehr schwer, sich auch den finalen Schritt „in japanischer Tradition“ vorzustellen, d. h. Aktienkäufe durch die Fed. Da die Fed den gesamten Anleihenmarkt verstaatlicht hat, könnte sie nach Meinung vieler Investoren doch auch Aktien zu kaufen. Und wenn Powell seinen ehemaligen PE-Kollegen aus der Patsche hilft,

MONATSKOMMENTAR APRIL

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 Graurheindorfer 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

warum nicht auch Aktionären? Inzwischen ist zwar nichts mehr unmöglich, aber dass es im Fall der Fälle so kommt, ist keineswegs ausgeschlossen. Zudem erstaunt vor dem Hintergrund der japanischen Entwicklung die Schlussfolgerung, dass dies zwingend zu überproportional steigenden Kursen führen muss. Die Bank of Japan kauft seit Dezember 2010 und in zunehmendem Umfang japanische Aktien. Wie folgender Chart zeigt, verhalf das dem japanischen Nikkei 225 (orange Linie) bisher zu keiner Outperformance im Vergleich zum MSCI Welt (weißen Linie).



Quelle: Bloomberg

Aktuell geht es aber erstmal weiter um die Diskrepanz zwischen Aktienmarkt, der die monetären und konjunkturellen Stimulierungsmaßnahmen sehr optimistisch beurteilt, und Anleihen-, Rohstoff- und Währungsmärkten, die die Perspektiven deutlich skeptischer einschätzen.

Neuer Bullenmarkt oder Rallye innerhalb eines Bärenmarktes?

Dem aktuellen Aufschwung an den Aktienmärkten fehlen die Kriterien, die typisch für den Beginn eines neuen Bullenmarktes sind. Allen voran die mangelnde Breite der Bewegung. Am Beginn eines Bullenmarktes würden typischerweise die Sektoren Auto, Banken und langfristige Konsumgüter etc. die Indizes antreiben. Bei einer Bärenmarktrallye sind es dagegen meistens die Gewinner des letzten Aufschwungs (so wie aktuell; siehe Kursentwicklung der „FAAMG-Aktien“), da jeder nach dem ersten Kursrückgang von einem „mean-reverting“ ausgeht („war alles nicht so schlimm, ein externes Event, es ist vorbei etc.). Vom Umfang der aktuellen Aufwärtsbewegung lassen sich auch keine Schlüsse über deren Nachhaltigkeit bzw. die weitere Entwicklung an den Märkten ziehen. Folgende Grafiken zeigen die Rückgänge und anschließende Gegenbewegungen des S&P 500 Anfang 2008 und Anfang dieses Jahres. In beiden Fällen wurde mehr als 50% der vorherigen Abwärtsbewegung zunächst wieder aufgeholt. Im Jahr 2008 wurden danach jedoch neue Tiefpunkte ausgebildet. Dass oftmals mit dem externen Eventcharakter des Coronavirus argumentiert wird, ändert nichts am Ergebnis. Die Terroranschläge am 11.09.2001 sind das Paradebeispiel eines exogenen Schocks. Aber auch hier war die sich anschließende Rallye am Aktienmarkt nicht nachhaltig und führte zu neuen Tiefkursen.

MONATSKOMMENTAR APRIL

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.



Quelle: Bloomberg

Wir hatten unsere Gewichtung zwischen 05. und 09. März reduziert, als der S&P 500 im Durchschnitt ungefähr auf dem aktuellen Niveau notierte. In unserem letzten Monatskommentar schrieben wir zudem:

„Unter 2.300 Punkte beim S&P500 erhöhen wir die Investitionsquote, notiert der Index über 2.900 Punkte, reduzieren wir diese.“

Daher stellt sich die Frage, ob wir unsere Aktienquote jetzt weiter reduzieren müssen oder im Gegenteil wieder deutlich anheben können, weil sich die Dinge inzwischen wieder entscheidend verbessert haben. Dafür fassen wir Pro und Kontra für weiter steigende Kurse stichpunktartig zusammen. Die **optimistische** Sicht basiert auf folgenden Argumenten:

- 1) Don't fight the Fed! Alle Regierungen stimulieren massiv.
- 2) Die Fed kauft „junk-bonds“. Dadurch werden viele Konkurse verhindert und der Anleihenmarkt bleibt offen für Unternehmen.
- 3) Durch die Konstruktion des neuen Special Purpose Vehicle (SPV) zum Ankauf der Bonds ist der US-Präsident de facto Chef der Notenbank geworden. Im Wahljahr wird er die Ankäufe nicht zurückfahren.
- 4) Die Zinsen sind historisch niedrig. Das KGV des Aktienmarktes kann daher nur steigen.
- 5) Der Virus ist ein externer Schock und wird bald vorbei sein. Die Stimulierungsprogramme müssen somit nur diese wenigen Monate überbrücken. Ein Impfstoff Ende des Jahres ist möglich.

MONATSKOMMENTAR APRIL

6) Es ist noch kein schädlicher Optimismus an den Märkten erkennbar.

Die **pessimistische** Sicht auf den aktuellen Aufschwung basiert im Kern auf folgenden Argumenten:

- 1) Die Notenbanken können sich nicht auf Dauer gegen einen negativen Trend stemmen. Sie können lediglich Zeit kaufen. Die USA sind eine 22 Billionen USD Volkswirtschaft. Der derzeitige Stimulus reicht zur Überbrückung von 2-3 Monaten. Die Kollateralschäden der Markteingriffe sind bereits jetzt immens, ihr gesamtes Ausmaß aber noch nicht erkennbar. Der Widerstand gegen diese exzessiven Eingriffe (vor allem der Notenbanker) wächst.
- 2) Eine Rückkehr zu einem „business as usual“ ist nicht absehbar. In China kommt der private Konsum auch Wochen nach Ende des Lockdowns nicht in Gang. Die Lieferketten sind unterbrochen und teilweise umfassend beschädigt, weil Lieferanten Konkurs gehen.
- 3) Die wirtschaftlichen Schäden sind immens und nur mit dem Jahr 1929 vergleichbar. 30 Mio. neue Arbeitslose in den USA allein in den letzten 6 Wochen. Damit sind mehr als alle im Aufschwung seit 2009 geschaffenen Stellen (22 Mio.) wieder verloren. Der S&P 500 notiert dagegen auf 12 Monatsicht praktisch unverändert. Die Anleger fokussieren sich zu sehr auf die kurzfristigen kleinen Verbesserungen (Rückgang der Infektionszahlen) anstatt die langfristig negativen großen Veränderungen einzupreisen. Der Aktienmarkt ist zudem die einzige „optimistische“ Assetklasse. Anleihen, Rohstoffe und Währungen sind deutlich skeptischer. Die Krisenwährung US-Dollar ist viel zu stark und ein Problem für die Emerging Markets.
- 4) Unternehmensgewinne und Umsatzentwicklung sind die entscheidenden Faktoren für die mittelfristige Kursentwicklung. Die gerade begonnene Quartalssaison gibt hierbei keinen Anlass für Optimismus, obwohl in diesen Zahlen der eigentliche Lockdown seit Mitte März kaum berücksichtigt ist. Einigermaßen realistische Schätzungen für die S&P 500 Gewinne in diesem Jahr gehen von ca. 100 USD aus. Dies entspricht einem KGV von fast 30. Diese Bewertung erfordert eine v-artige Wirtschaftserholung ab Mitte Mai, die nicht abzusehen ist, im Gegenteil. Die Wirtschaftsdaten überraschen trotz reduzierter Schätzungen weiter negativ.
- 5) Die Margen gehen zurück, da Unternehmen wichtige Teile der Produktion wieder lokal statt global organisieren (müssen). Aktienrückkäufe sind in diesem Jahr mindestens 60% geringer.
- 6) Durch die Strategie der Regierungen wird in der Bevölkerung keine Herdenimmunität aufgebaut. Eine Impfung dürfte nicht vor Ende 2021 in der Breite verfügbar sein.
- 7) Die Rhetorik zwischen USA und China eskaliert. Ein neuer kalter Krieg ist nicht mehr undenkbar.

Fazit: Die Unterstützung der Notenbanken sprengt absolut betrachtet alles bisher dagewesene, schrumpft aber relativ zum Ausmaß des bereits entstandenen wirtschaftlichen Schadens. Praktisch alle Argumente der Optimisten leiten sich von den Stimulierungsaktivitäten ab. Dies ist zu wenig, um vom aktuellen Niveau aus betrachtet auf einen nachhaltigen Aufschwung an den Aktienmärkten zu setzen. An den von den Zentralbanken kaum beeinflussten Rohstoffmärkten werden die mittelfristig reduzierten Wachstumsraten der Volkswirtschaften sichtbar. Die Marktannahme einer v-artigen Erholung ist daher zu optimistisch. Der Aufschwung wird von sehr wenigen Aktien (FAAMG) getragen. Die Bewertungen an den Aktienmärkten bieten nicht viel Raum für negative Abweichungen vom optimistischen Szenario. Das Chance-Risiko-Verhältnis im S&P500 ist somit über 2500 Punkten in der Breite unattraktiv, zumal die wirtschaftlichen Perspektiven für die nächsten Monate weiter höchst unklar sind. Wir werden daher die Investitionsquote im Fonds in den nächsten Wochen – Stand heute – wenn, dann nur situativ anheben. Eine defensivere Aufstellung ist bei weiter steigenden Kursen und sich verschlechternder Nachrichtenlage ebenfalls möglich.

Bleiben Sie gesund und melden Sie sich bei Fragen zu diesem Kommentar gerne bei uns! Die Ausrichtung des SQUAD Makro Fonds zum Stichtag finden sie in beiliegendem Factsheet.