

---

## MONATSKOMMENTAR JULI

---

31.07.2019

### 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,

da an den Märkten im letzten Monat nichts wirklich unerwartetes passiert ist, wollen wir die Gelegenheit nutzen und etwas ausführlicher die aktuell von Anlegern intensiv diskutierte Frage zu beleuchten, ob es Anzeichen für eine bevorstehende Rezession der US-Wirtschaft gibt.

Die US-Wirtschaft befindet sich im Moment in einer Phase der Wachstumsverlangsamung. Die Frage, die sich in Zeiten rückläufiger Wachstumsraten immer stellt, ist, ob die Verlangsamung anhält und in einer Rezession endet oder ob es wieder zu einer Wachstumsbeschleunigung kommt. Die Antwort hat für die weitere Marktentwicklung enorme Bedeutung, denn die Aktienmärkte verhalten sich in den jeweiligen Fällen höchst unterschiedlich. J.P. Morgan hat dies bezogen auf den US-Markt einmal untersucht. Sieben der letzten 15 Wachstumsverlangsamungen endeten in einer Rezession. Wenn dieser Fall eingetreten ist, verlor der S&P500 in den darauffolgenden 12 Monaten (bezogen auf den Beginn der Verlangsamung) im Schnitt 3,6%. Gelang es aber eine Rezession zu vermeiden, stieg der S&P500 in den folgenden 12 Monaten um durchschnittlich 18,3%. Was bedeutet dies übertragen auf die aktuelle Situation?

Um die Frage zu beantworten, muss man sich die Umstände anschauen, unter denen die US-Rezessionen stattfanden, denn typischerweise werden diese von davor stattgefundenen Ausschweifungen begleitet. Zu nennen sind hier vor allem drei Bereiche: 1) eine ausufernde private Verschuldung (z.B.: Immobilienblase 2008), 2) Investitionsexzesse (Internetblase 2000) sowie 3) hohe bzw. steigende Inflationszahlen (letztmalig in den 80er Jahren). Bisher kam es immer zu einer Rezession, wenn in mindestens zwei von drei Bereichen Übertreibungen vorlagen. Wie schneidet die US-Wirtschaft aktuell anhand diese Kriterien ab?

Die Verschuldung der US-Haushalte ist bisher überhaupt kein Problem. Die Verschuldung der US-Unternehmen ist zwar gestiegen, jedoch ist der Free-Cash-Flow der Unternehmen (Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben für Löhne und Anlagen) weiterhin deutlich im positiven Bereich. Dies ist wichtig, denn jede US-Rezession begann zu einem Zeitpunkt, als dieser Wert im negativen Bereich war. Im internationalen Vergleich ist die Verschuldung der US-Unternehmen ohnehin nur moderat.

Auch der zweite Punkt (Investitionsexzesse) findet in diesem Aufschwung bisher nicht statt. Im Gegenteil, viele Makroökonomien beklagen, dass zu wenig investiert wird, was durch das seit Jahren ansteigende durchschnittliche Alter der Investitionsanlagen bestätigt wird.

Mit dem Thema (Konsumpreis-)Inflation befassen wir uns an dieser Stelle immer wieder, aber sie ist bisher schlicht nicht vorhanden (bzw. unter

## MONATSKOMMENTAR JULI

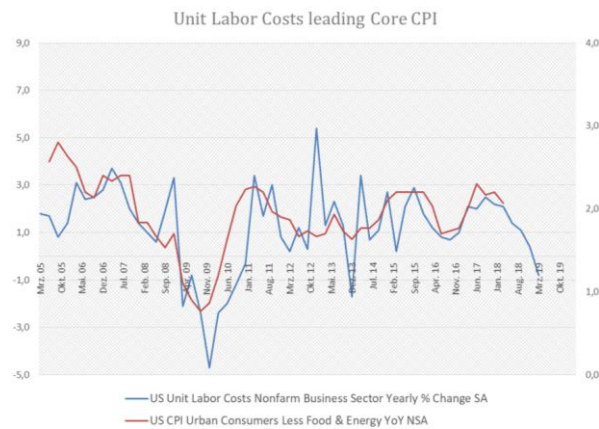
### Wichtige Hinweise (2/3)

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 marktbedingtem 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

dem willkürlich gewählten Ziel der Notenbanken von 2%) und derzeit auch nirgends am Horizont zu sehen. Solange es aber keine Lohninflation gibt bzw. solange die Produktivität mit den Lohnsteigerungen Schritt halten kann, wird das auch so bleiben. Untenstehende Grafik zeigt, wie die Produktivität (blaue Linie) der Unternehmen (Lohnentwicklung relativ zur Produktion) der Kerninflationsrate (ex-Nahrung und Energie) vorausläuft. Man sieht, dass in den nächsten Monaten aus dieser Sicht eher mit einer weiteren Abkühlung der Inflationszahlen zu rechnen ist.



Quelle: Capanum

Betrachtet man ausschließlich die letzten beiden Rezessionen, waren es Exzesse im Finanzbereich, die diese auslösten – im Jahr 2000 die Überbewertungen der Internetwerte und im Jahr 2007 die Kreditausschweifungen am US-Immobilienmarkt (beide gingen mit einem starken Anstieg der Verschuldung der Privathaushalte und Investitionsexzessen im Internetbereich bzw. am US-Immobilienmarkt einher). Etwas vergleichbares ist derzeit in den USA nicht vorhanden. An den Kapitalmärkten hat sich zwar die größte Blase aller Zeiten im Anleihensegment gebildet (siehe blaue Linie in der Grafik auf der nächsten Seite). Praktischerweise wird dieser Bereich aber seit Jahren (Europa und USA) bzw. seit Jahrzehnten (Japan) von den Zentralbanken „liebervoll unterstützt“. Alle relevanten Notenbanken haben jüngst signalisiert, dass ein Ende der lockeren Geldpolitik nicht in Frage kommt. Wir haben somit weiterhin Unterstützung durch die Zentralbanken, keine Exzesse in der Breite, die die wirtschaftliche Entwicklung torpedieren könnten und eine zunehmende Diskussion über eine, die monetären Maßnahmen flankierende, aktivere Fiskalpolitik. Hinzu kommt die historisch betrachtet nur durchschnittliche Bewertung der Aktienmärkte (siehe schwarze Linie in der Grafik auf der nächsten Seite) sowie die defensive Positionierung der Anleger. Dies ist die Basis, die weitere Kursgewinne an den Märkten erwarten lässt.

**Fazit:** Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die aktuelle Wachstumsverlangsamung temporär ist und nicht in einer Rezession enden wird. Es liegen zudem, außer im Anleihenbereich, derzeit keine wirtschaftlichen oder finanziellen Exzesse vor, die dringend korrigiert werden müssten.

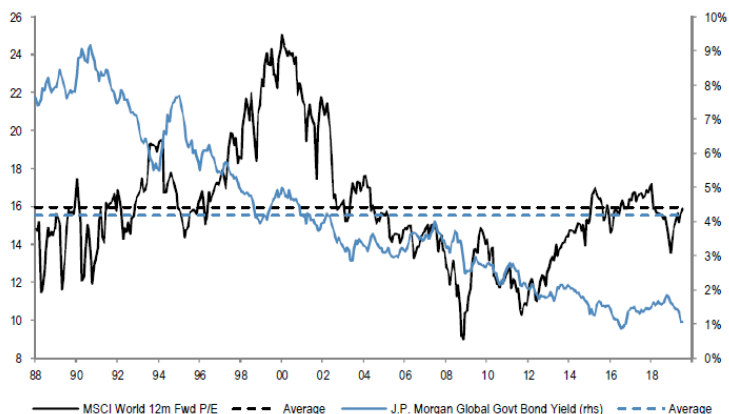
## MONATSKOMMENTAR JULI

## 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](http://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: J.P. Morgan

Die Risiken dieses Ausblicks haben wir in den letzten Monaten immer wieder beschrieben – ein Irankrieg, der den Ölpreis auf 150 US-Dollar und mehr treiben würde, sowie ein vom aktuellen Niveau deutlich eskalierender Handelskonflikt zwischen den USA und China. Beides halten wir für möglich, aber für sehr unwahrscheinlich. Vor allem, weil der US-Präsident nächstes Jahr eine Wahl gewinnen will und in beiden Fällen würde die US-Wirtschaft ziemlich sicher in eine Rezession rutschen und eine Wiederwahl nahezu unmöglich machen.

Sollten diese beiden Extremereignisse nicht eintreten, erwarten wir, dass das Ende dieses Aufschwungs irgendwann durch wieder anziehende Inflationsraten ausgelöst wird, die von weiteren Produktivitätsfortschritten der Unternehmen nicht mehr kompensiert werden können. Preiserhöhungen der hergestellten Produkte (Inflation) für den Endverbraucher sind die unvermeidliche Konsequenz. Diese steigenden Inflationsraten werden von den Zentralbanken irgendwann nicht mehr ignoriert werden können und zu Zinserhöhungen führen, die – wie immer in der Vergangenheit – den Aufschwung an den Aktienmärkten beenden.

Das lange gültige Argument, wonach Lohn- und Preissteigerungen dank der globalen Konkurrenz gar nicht mehr möglich sind, gilt so nicht mehr. Die Lohninflation hat China ebenfalls voll erfasst und der Rückgang des globalen Handels, verursacht durch die zunehmenden Strafzölle, lähmt in Zukunft diese globale Inflationsbremse der Vergangenheit vermutlich.

Die wichtigste globale Datenreihe bleibt somit die Kerninflationsrate in den USA. Wenn diese wieder zu steigen beginnt und nachhaltig die Marke von 2,5% überschreitet, wird die Fed die Zinsen erhöhen. Stand heute bezweifeln wir, dass die globalen Märkte kurzfristige Zinsen von 3% in den USA verkraften können. Bis es soweit ist, sind wir strukturell optimistisch für die US-Märkte und zyklisch konstruktiv für die europäischen Börsen, falls nicht einer der beiden oben genannten externen Schocks eintritt.

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.