



Aquila & Co. AG | 13. Oktober 2016

Europäische Banken im Fokus, Märkte korrekturfährdet

Europäisches Bankensystem im Fokus & anhaltende Unsicherheiten nach dem Brexit-Votum.

Das Realwachstum in der europäischen Union betrug annualisiert 1.8%. Nach wie vor problematisch ist die ungleiche Verteilung. Deutschland kann derzeit die höchsten fiskalischen Überschüsse seit 1973 verbuchen. Die Negativzinsen führen aufgrund ausgeprägtem Angstsparen zu einem Anstieg der Sparquoten. Die Situation in der Peripherie, aber auch in Frankreich, sieht weiterhin schlecht aus. Anlass zur Sorge gibt das europäische Bankensystem, welches mit Negativzinsen, flachen Zinskurven und hohen US-Strafzahlungen kämpfen muss. Zusätzliche Stimuli der EZB würden sich nicht mehr positiv auf die Konjunktur auswirken, da dem positiven Wechselkurseffekt und dem positiven Vermögenseffekt die Negativeffekte auf das Bankensystem und die negative Signalwirkung «die Lage ist noch dramatischer geworden» gegenübergestellt werden müssen. Das «Renzi-Verfassungsreferendum» in Italien am 4. Dezember wirkt sich ebenfalls belastend aus und stellt ein nicht unerhebliches Eventrisiko dar. Italien wuchs im 2. Quartal mit 0.0%. Die CPI-Inflation betrug im August -0.1%. Es fällt Italien schwer, aus der Deflationsfalle zu entkommen, das italienische Bankensystem ist aufgrund des immer noch anwachsenden Berges an Problemkrediten sehr angeschlagen. Leider ist derzeit noch keine Konvergenz innerhalb der Eurozone zu verzeichnen.

Wir belassen unsere Wachstumsprognose für die Eurozone bei 1%.

Für das Vereinigte Königreich erwarten wir für 2017 ein Wirtschaftswachstum von rund 1.5%. Die dramatische Abschwächung des Pfundes dürfte die

preisliche Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft auf ebenso dramatische Weise verbessern

Das Bild der amerikanischen Wirtschaft hat sich weiter eingetrübt, Lohninflation taucht langsam auf dem Radarschirm auf

Das annualisierte Wachstum in Q2 wurde auf 1.4% nach oben revidiert. Der starke Konsumanstieg stellte den Hauptwachstumstreiber dar. Negativ zu verzeichnen waren die Unternehmensgewinne, welche gegenüber dem Vorquartal um 0.6% schrumpften. Der PMI Manufacturing erreichte im September einen Wert von 51.5% und konnte sich damit wieder in positives Territorium retten. Der Augustwert lag bei 49.4. Die Gesamtwirtschaft wuchs den 88. Monat in Folge und stellt somit einen der längsten Wirtschaftsaufschwünge nach dem 2. Weltkrieg dar. Das Realwachstum ist jedoch tief und erratisch. Die schwachen Investitionen, die flache Zinskurve und die Länge des Wirtschaftsaufschwungs geben Anlass zur Sorge. Wir belassen zwar unsere Wachstumsprognose bei 1.8% für 2017, möchten aber auf die gestiegene Rezessionsgefahr hinweisen. Die US Arbeitslosenquote ist unter 5% und damit unter den Wert vor der Finanzkrise gefallen. Auch die Erstanträge für Arbeitslosenhilfe hat mit aktuell 249'000 die Vorfinanzkrisenwerte unterschritten. Die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt spiegelt sich jedoch in einem spürbaren Anstieg der Nonfarm Unit Labor Costs wieder. Diese wuchsen annualisiert um 4.3%. Die Löhne stiegen um 3.7%. Lohninflation ist somit bereits ein Thema. Die Produktivität sank um 0.6%. Die neu-eingestellten Arbeitnehmer sind immer «unproduktiver», die «Produktiven» sind schon alle eingestellt.

Die Bank of Japan kann die Angebotsseite der japanischen Wirtschaft nicht beeinflussen

Die Beeinflussung der Zinskurve, das «Management der Langfristzinsen», selbst «Helikoptergeld» kann die grundlegenden Ursachen des schwachen Wirtschaftswachstums in Japan nicht bekämpfen. Die japanische Wohn- und Arbeitsbevölkerung schrumpft, die Bevölkerungspyramide ist auf den Kopf gestellt. Die japanische Gesellschaft ist nicht gegenüber Immigration aufgeschlossen. Das japanische Trendrealwachstum pro Kopf ist akzeptabel. Die BOJ hat bereits aggressiv Aktien-ETF aufgekauft und dürfte dies fortsetzen. Mit diesem Verhalten kann Sie zwar die Assetpreise steuern, nicht jedoch positiv auf das Wirtschaftswachstum Einfluss nehmen. Die Zentralbank wird zunehmend zur Eigentümerin an japanischen Produktionsmitteln und entfernt sich mit immer grösserer Geschwindigkeit von marktwirtschaftlichen Prinzipien. Dies gilt zwar auch für die meisten anderen Notenbanken auf diesem Planeten, die BOJ ist den Weg der Bilanzausweitung und Aneignung grosser Teile der Privatwirtschaft jedoch schon weiter als alle anderen gegangen. Es ist schwierig, sich ein Innehalten, geschweige denn eine Umkehr des eingeschlagenen Weges vorzustellen. Je abstruser die geldpolitischen Instrumente werden, desto grösser werden die Kollateralschäden ausfallen. Der Einfluss der Geldpolitik auf die Angebotsseite, insbesondere auf das Arbeitsangebot ist nahe null, völlig egal, welche verzweifelten Massnahmen noch eingesetzt werden.

Die Weltwirtschaft dürfte 2017 rund 3% wachsen

Der Weltwirtschaft dürfte in 2017 nur leicht an Fahrt gewinnen und gegen 3% wachsen.

Die OECD untersucht in ihrem Outlook den aussergewöhnlich schwachen Welthandel und kommt zu folgenden Erkenntnissen: Die Handelsliberalisierungen werden teilweise wieder rückgängig gemacht. Der Protektionismus ist auf dem Vormarsch. Die im Vergleich zum Konsum besonders handelsintensiven Investitionen wachsen schwächer, insbesondere in Europa.

Der schlechte Gesundheitszustand des Bankensystems und sich verfestigende Erwartungen eines tiefen Wachstums, die die Investitionsneigung der

Unternehmungen beeinträchtigen, belasten die Weltwirtschaft.

Die Bank of England reagiert und überrascht mit einem starken Massnahmenpaket

Die britische Notenbank hat nach dem Brexit-Votum ausser der moderaten Senkung des Referenzzinssatzes von 0,5% auf 0,25% bisher keine weiteren Massnahmen umgesetzt. Aufgrund des extrem schwachen Pfundes sind Ihr auch die Hände gebunden. Zwar dürfte eine weitere Zinssenkung auf 0% nur eine Frage der Zeit sein. Darüber hinaus gehende Massnahmen erwarten wir nicht, da diese aufgrund einer dann wohl unkontrollierten Abwertung des Pfundes kontraproduktiv wären. Dazu würde auch die Einführung von Negativzinsen führen. Die gewonnene preisliche Wettbewerbsfähigkeit dürfte der britischen Industrie einen kräftigen Rückenwind geben. Wichtiger als die Politik der BOE dürften die anstehenden Austrittsverhandlungen mit der EU sein. Aufgrund der Präzedenzwirkung und dem Ziel der EU-Bürokraten, Clubaustritte und UK-Nachahmer zu bestrafen, erwarten wir harte Verhandlungen und erachten den Postbrenxit-Zugang zum Binnenmarkt als nicht sicher.

US-Aktien gemessen an Trendgewinnen hoch bewertet

Der amerikanische Aktienmarkt ist, gemessen an den Trendgewinnen, sehr hoch bewertet. Die folgende Grafik zeigt, das sogenannte Shiller-PE, das heisst das aufgrund normalisierter Gewinne berechnete Kurs-Gewinnverhältnis für den S&P500 seit 1880.

1929, 2000, 2007 und jetzt 2016 ?

Nur 1929, 2000 und 2007 war das Shiller-PE noch höher als heute. Das Argument, die Anleihen sind noch viel teurer, zählt leider nur bedingt. Die Zinsen sind durch die Notenbanken nach unten manipuliert und spiegeln nicht die wahren Marktkräfte wieder. Eine Bewertung mit normalisierten Gewinnen und normalisierten Zinsen zeigt eindeutig, dass US-Aktien sehr teuer sind. Daraus muss noch lange kein Bärenmarkt entstehen, aber die Bewertungsampel steht klar auf „gelb“ (Jeder Autofahrer weiss, dass Gelbphasen manchmal ewig andauern können).

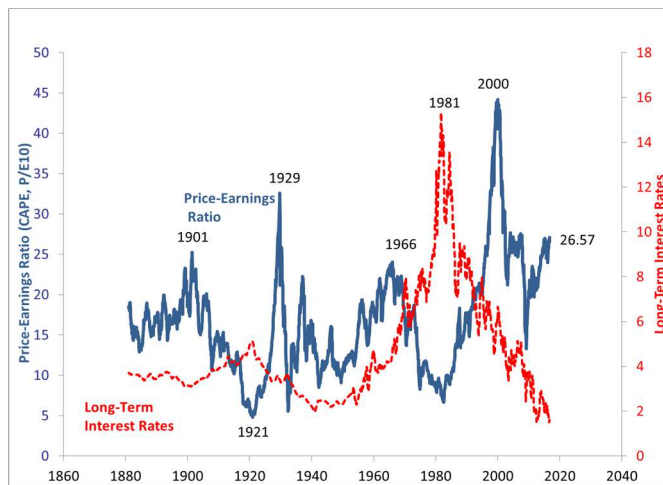
Europäische Peripherie „billig“, aber...

Europäische Aktien, insbesondere die stark gebeutelten italienischen Aktien, sind eigentlich gemessen an Trendgewinnen günstig bewertet.

...was nützt das, wenn US-Aktien korrigieren würden?

Das Problem ist, dass die Weltfinanzmärkte hochgradig asymmetrisch funktionieren. Wenn Wallstreet hustet...

Grafik 1: US-Aktien sind teuer



Quelle: Homepage von Robert Shiller <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Italien stimmt am 04. Dezember über Verfassungsänderung und Zukunft von Renzi ab

Dieses Referendum ist nicht nur für die italienische Regierung gefährlich, sondern leider auch für die europäischen Aktienmärkte, insbesondere für den italienischen Aktienmarkt und europäische Banken. Die Risiken, einer Marktkorrektur sind dementsprechend hoch.

Renzi verkauft seine Politik als „Mutter aller Reformen“ und fragt die Wähler, ob diese die Anzahl Politiker verringern wollen. Würde die Abstimmung angenommen, wäre dies als äusserst positiver Katalysator für echte Strukturreformen und den italienischen Aktienmarkt zu werten. Bei Ablehnung droht ein Chaos...

Zwei Zitate aus der Presse:

1. „Es gibt viele Italiener, die eigentlich Ja wählen würden, aber, weil sie Renzi so

hassen, Nein wählen werden“, sagt Francesco Galietti, Chef der Denkfabrik Policy Sonar.

2. Die Direktorin der deutschen Konrad-Adenauer-Stiftung in Italien, Caroline Kanter, verweist darauf, dass in Umfragen nur einer von zehn Italienern angegeben habe, über die Inhalte der Verfassungsreform wirklich Bescheid zu wissen. Es fehle noch sehr viel Information.

Zitiert aus: <http://www.handelszeitung.ch/politik/matteo-renzi-spielt-mit-seiner-politischen-zukunft-1226338>

Anlageempfehlung: Pulver trocken halten

Aufgrund der zahlreichen Eventrisiken, nicht zuletzt die Abstimmung in Italien, empfehlen wir „Pulver trocken“ zu halten. Käme es nochmals zu Rückschlägen an den europäischen Aktienmärkten, könnten sich sehr gute langfristige Einstiegschancen eröffnen.

Ölaktien könnten von Produktionskürzungen profitieren...

Gemessen an normalisierten Gewinnen sind Ölaktien ebenfalls günstig bewertet. Die beiden grössten Erdölexporture, Russland und Saudi-Arabien, scheinen sich näher gekommen zu sein und einigen sich darauf, Produktionskürzungen ins Auge zu fassen.

... auch wenn diese schwierig durchzusetzen sind und dauerhaft kaum funktionieren werden

Die Allokation und die Umsetzungen von Produktionskürzungen werden sich als sehr schwierig erweisen. Die Gruppe der erdölexportierenden Länder ist extrem heterogen und verfolgt unterschiedlichste Interessen (schiitischer Iran, wahabitisches Saudi-Arabien, kommunistisches Venezuela, Russland, USA usw.). Auch wenn Einigkeit dauerhaft kaum durchzusetzen sein wird, könnte eine Preisstabilisierung zumindest vorübergehend gelingen. Gegeben, dass Ölaktien nicht wirklich teuer sind...