

AQUILA FLASH



Aquila & Co. AG | 07. Februar 2017

Europäischer Bankensektor

Vielen Investoren fällt die Vorstellung schwer, dass der mittelfristige Zinstrend nach oben zeigt. Die Zentralbanken und die Investoren haben vermutlich zu konservative Inflations- und Zinsprognosen. Die Normalisierung des Inflationsregimes sollte sich insbesondere auf das europäische Banken- und Versicherungssystem positiv auswirken.

Der geldpolitische Stimulus der FED wird zunehmend durch fiskalische Stimuli ersetzt werden. Eine restriktivere Geld- und expansivere Fiskalpolitik ist gemäss Lehrbuch, „das Rezept“ für einen Zinsanstieg und eine Währungsaufwertung des US-Dollars. Selbst, wenn die effektiven Steuersenkungen tiefer ausfallen werden und selbst, wenn die Verzögerungen der Infrastrukturprogramme Quartale andauern sollten, der wirtschaftspolitische Cocktail wird sich ändern.

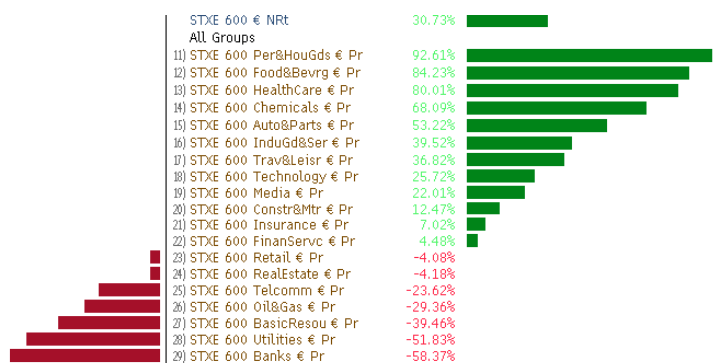
Wir glauben, dass es der FED mittelfristig gelingen wird, die immer noch ultralockere Geldpolitik zu normalisieren. Wir denken aber nicht, dass die wirtschaftspolitische Munitionskammer der Zentralbank hinreichend aufmunitioniert werden kann, um die nächste Finanzkrise oder die nächste Rezession effektiv bekämpfen zu können. Diese pessimistische Diagnose sollte jedoch nicht zu falschen anlagepolitischen Empfehlungen verleiten, da die nächste Krise mindestens einige Quartale, wenn nicht gar einige Jahre auf sich warten lassen dürfte.

Die Kräfte, die für einen noch stärkeren Dollar sprechen, dürften stärker sein, als die merkantilistischen Twitter-Verbalangriffe von Trump, in denen er versucht den US-Dollar „runter- und die Währungen der bösen Exportkonkurrenten hochzureden“. Die

Twitterbotschaften des US-Präsidenten haben sicherlich einen kurzfristigen Einfluss. Die durch den unterschiedlichen Policy-Mix ausgelösten wirtschaftlichen Kräfte sollten jedoch dominieren. Aquila ist der Überzeugung, dass der US-Dollar die nächsten Quartale noch zur Stärke neigen wird.

Europäische Finanztitel zählten, was die Performance betrifft, zu den schlimmsten Anlageklassen seit der Finanzkrise. Die folgende Bloomberg Grafik zeigt, wie schrecklich die Rendite europäischer Banken seit dem Ende 2007 war.

Sektorperformance des STOXX 600 Europe Index seit Ende 2007



Quelle: Bloomberg

Investoren erlitten einen Kapitalverlust von fast 60% in rund 9 Jahren. Furchtbar! Es ist fast sicher, dass es Jahrzehnte dauern wird, bis die Einstandspreise vor der grossen Finanzkrise wieder erzielt werden. Der Grund liegt in der starken Verwässerung der Aktionärsanteile.

Die Mehrheit der Banken war gezwungen, mitten in der Finanzkrise neue Aktien zu sehr schlechten Konditionen zu emittieren, was zu einer fast nicht mehr gut zu machenden Verwässerung der Altaktiönäre führte. Das ist der Hauptunterschied zwischen den Industrien. Wenn die zugrundeliegende Geschäftstätigkeit einer Industrie wieder das Vorkrisenniveau erreicht, und auch die Aktienbewertung zu den alten Werten zurückfindet, wird der Aktienindexstand der Industrie vor der Krise quasi definitionsgemäss wieder erreicht, wenn die Anzahl der Aktien unverändert gegenüber dem Vorkrisenausgangswert ist. Der Unfall in der Bankenindustrie ist nun mal passiert. Die Verwässerungsunfälle werden mit Sicherheit in der nächsten Finanzkrise wieder passieren. Niemand hat irgendetwas aus der letzten Krise gelernt. Niemand beinhaltet Bankmanager, Aufsichtsbehörden aber auch die Investoren. Der Leverage ist bei sehr vielen Banken weiterhin viel zu hoch. Die prozyklische Regulierung, die nun von Herrn Trump angestossen wird und von den Bankinvestoren so enthusiastisch gefeiert wird, und das zu starke Vertrauen in falsche mathematisch-statistische Modelle werden in Zukunft wieder zu Desastern führen.

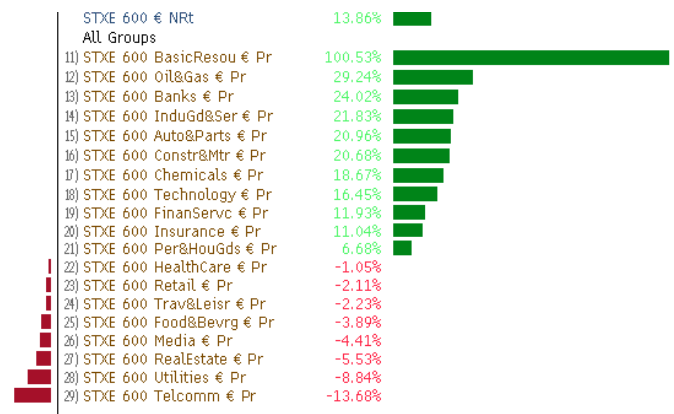
All diese Punkte sprechen für einen Grundsatzentscheid, Sektoren, welche ein Leverage-Problem haben, strategisch unterzugewichten.

Aber, und das ist ein grosses **aber**...

1. Die nächste Finanzkrise lauert nicht in der unmittelbaren Zukunft.
2. Die Finanzkrise war „der perfekte Sturm“ für die Bankaktien. Nach einem perfekten Sturm sind die Risikoprämien, um sich gegen einen perfekten Sturm zu versichern zumeist sehr hoch im Vergleich zu den tatsächlichen Sturmrisiken.
3. Bankaktien sind und bleiben die Hauptnutznießer einer Normalisierung des Inflations- und Zinsregimes.
4. Eine steilere Zinskurve wird die Profitabilität des Bankensystems verbessern, welche das klassische Bankgeschäft überhaupt, die Fristentransformation gewinnbringender betrieben werden kann.

Es ist wichtig zu sehen, dass negative Zinsen der Todfeind des Bankensektors sind. Die Banken können die negativen Zinsen, die sie teilweise selbst bezahlen müssen, nicht an ihre Kunden weitergeben, da diese sonst ihre Gelder dem Bankensystem entziehen und im Schliessfach lagern würden. Solange Bargeld als gesetzliches Zahlungsmittel akzeptiert ist, war und bleibt die Situation hochexplosiv. Negative Zinsen sind die Todfeinde des Finanzsystems, insbesondere des Bankensystems. Deshalb sind höhere Zinsen „die besten Freunde“ des Bankensystems. Deshalb sind höhere Inflationsraten „die zweitbesten Freunde“ des Bankensystems. Mit dem Auftauchen dieser beiden Freunde sollten Finanztitel, allen voran Banken die breiteren Indizes outperformen. Dies geschieht bereits. In den letzten 12 Monaten waren Banken der drittbeste Sektor im STOXX Europe 600 Index. Die Evidenz, dass momentumbasierte Strategien kapitalisierungsgerichtete Strategien langfristig auch unter Berücksichtigung der Risiken outperformen, ist überwältigend. Das mittelfristig positive Momentum von Bankaktien schreit danach, diese überzugewichten. Wir behalten deshalb unsere Übergewichtung in europäischen Banken bei.

Sektorperformance des STOXX 600 Europe Index seit 1 Jahr



Quelle: Bloomberg

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
Tel.: +41 58 680 60 44