



## Der letzte wirklich unterbewertete Vermögenswert weltweit - Banken der Eurozone

Marketing material for professional investors



Hansueli Jost  
Lead Manager  
DIVAS Asset Management AG

### Der letzte wirklich unterbewertete Vermögenswert weltweit – Banken der Eurozone

Betrachtet man die aktuellen Aktieninvestitionen/-positionierungen der Marktteilnehmer, die von kleinen unabhängigen Vermögensverwaltern bis hin zu großen globalen Finanzinstituten reichen, gibt es eine auffällige Ähnlichkeit; sie sind alle gleich positioniert. Diejenigen, die versuchten, sich teilweise von den ausufernden säkularen Wachstumswerten zu lösen, sich aber noch nicht an die außergewöhnlich attraktiv bewerteten zyklischen Großunternehmen herantrauten, hatten stattdessen im letzten Jahr begonnen, sich aggressiv in mittelgroßen und kleinen Unternehmen zu positionieren. Ein mittlerweile sehr gedrängtes und überbewertetes Segment, welches bereits vor vielen Monaten begonnen hatte, den Value-Faktor zu underperformen. Als sich das Momentum allmählich von säkularen Wachstumswerten hin zu grosskapitalisierten zyklischen Werten verlagerte, mutierte dieses Segment zur bevorzugten Investitionskategorie. Ein Schritt, der sich angesichts rasant steigender Frühindikatoren den Kunden leicht erklären ließ und für unabhängige Vermögensverwalter und Privatbanken mit Einzelpositionen in zyklischen

Werten mit grosser Marktkapitalisierung, leicht umzusetzen war. Dieses Segment ist nun teilweise ebenfalls gedrängt. Prominente Vertreter wie ArcelorMittal und Volkswagen Vorzüge haben sich beispielsweise in den letzten 13 Monaten vervier- und verdreifacht.

Der letzte wirklich unterbewertete Bereich im globalen Aktienmarkt sind die Banken der Eurozone.

**Nachdem sie 14 Jahre lang unter einer unvorstellbaren Underperformance gelitten haben und von vielen Investmentmanagern als Anlagekategorie gänzlich ausgeschlossen wurden, waren sie in der Vergangenheit noch nie so attraktiv bewertet, so gesund und überkapitalisiert wie heute.**

Das Schöne daran ist, dass niemand in diesem Juwel investiert ist.

Das Problem ist, dass die Kundenpsychologie es den Investmentmanagern nicht erlaubt, ein direktes Engagement in Banken einzugehen - weder durch Einzeltitel (wie es unabhängige Vermögensverwalter zu tun pflegen) noch durch passive Banken-ETFs, wie es der Rest der Branche tut. Vor allem, weil sie ihrer Kundschaft während des letzten Jahrzehnts unaufhörlich erzählt haben, wie strukturell herausgefordert und daher uninvestierbar die Banken der Eurozone geworden sind. Selbst die Mutigsten haben längst aufgegeben, da der Erklärungsbedarf gegenüber den Kunden für das Halten einer Bank einfach unerträglich ist.

Sobald diese letzte wirklich unterbewertete Anlagekategorie anfängt, ernsthaft zu outperformen, werden Investoren in ein Gefangenendilemma geraten. Entweder predigen sie

weiterhin das Evangelium, so wie sie es in den letzten 12 Jahren getan haben, und gehen unter, weil sie derart underperformen (die Banken der Eurozone sind immer noch der am stärksten gewichtete Sektor) und verlieren reihenweise Kunden, oder sie geben dem Druck nach, um dieses Erdbeben zu überleben und verschieben einen Teil ihres Geldes in Banken. Der Druck der Underperformance wird schließlich alle zum Umstieg zwingen. Je früher sie umsteigen, desto geringer ist der Schmerz. Da es die Psychologie des Kunden ihnen jedoch verunmöglicht, sich direkt in diesem Bereich zu engagieren, ist die einzige Möglichkeit dies umzusetzen, in einen aktiv verwalteten, bewertungs-basierten Value-Fonds mit Bottom-up-Ansatz zu investieren.

Etwa 50-75% der Einnahmen von Retail-Banken in der Eurozone stammen aus Nettozinsenerträgen, d.h. sie bündeln die Ersparnisse ihrer Kunden und leihen diese Ersparnisse zu attraktiven Nettozinsmargen an Kreditnehmer aller Art aus. Historisch gesehen, mit steilen Zinskurven, ein enorm profitables Geschäft. In den letzten Jahren haben sich jedoch die flachen Zinskurven als eine große Herausforderung erwiesen. Anders ausgedrückt: Die Kernerträge des Geschäftsmodells unserer Bank befinden sich seit einigen Jahren in der Rezession. Die Ironie dabei ist, dass Retail-Banken, welche derzeit unter gedrückten Erträgen leiden (50-75% der Ertragsbasis auf rezessivem Niveau), zu gedrückten Kurs/Gewinnverhältnissen von etwa 7x gehandelt werden. Banken mit ihren zyklischen Geschäftsmodellen wurden in der Vergangenheit mit dem 16- bis 18-fachen ihrer gedrückten Gewinne bewertet oder zum 10-fachen ihrer



## Der letzte wirklich unterbewertete Vermögenswert weltweit - Banken der Eurozone

Marketing material for professional investors

Höchstgewinne gehandelt, d.h. die aktuellen Bewertungen sind völlig unrealistisch. Die Kreditbücher der Retail-Banken in der Eurozone haben eine durchschnittliche Laufzeit von etwa 6 Jahren. Eine steiler werdende Zinskurve impliziert, dass jeder tiefmargige oder verlustbringende Kredit im bestehenden Buch, der ausläuft, entsprechend durch einem höhermargigen Kredit refinanziert werden kann. Dies wird die Nettozinsmarge allmählich in die Höhe treiben. Dies ist kein Ereignis von 6-9 Monaten, sondern ein mehrjähriger Prozess.

Wenn wir von Banken sprechen, meinen wir nicht die UBS und Crédit-Suisse dieser Welt, hybride Geschäftsmodelle von Investmentbanking und Wealth Management, beides Geschäftsbereiche im strukturellen Niedergang. Wir sprechen von klassischen Retail-Banken, die weiterhin überschüssiges Core-Tier-1-Eigenkapital (CET1) anhäufen, welches sie nicht benötigen, und am 1. Oktober 2021 damit beginnen werden, diese überschüssigen Mittel in Form von fürstlichen Dividenden (ca. 6.5 %) und aggressiven Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre zurückzugeben. Dadurch können sie endlich ihre enormen CET1-Kapitalüberschüsse loswerden, zu deren Anhäufung sie seit 2009 von den Aufsichtsbehörden gezwungen wurden und die ihre ausgewiesene Eigenkapitalrendite künstlich massiv drückt.

Da sich die globalen Volkswirtschaften in einem Überhitzungsprozess befinden, noch bevor die ersten Investitionen aus den beispiellosen globalen Konjunkturprogrammen die Realwirtschaft erreicht haben (die Europäische Union ist jetzt dabei, die Finanzierung der ersten 150 Milliarden EUR-Tranche

ihres 750 Milliarden EUR-Konjunkturprogramms vorzubereiten, welche ab Juni 2021 in Form von Infrastrukturinvestitionen in die Wirtschaft fließen wird), werden die in die Höhe schießenden Rohstoffpreise (Anstieg von 45% bis 175% in den letzten 12 Monaten) dafür sorgen, dass die steigenden Inputkosten in den globalen Volkswirtschaften über die Produzentenpreise in die Inflationsrate einfließen werden (in der Regel mit einer Verzögerung von 3 Monaten). Da die meisten zyklischen Unternehmen Gewinne ausweisen, welche bereits über dem Niveau vor Anbeginn der COVID-Krise liegen, und sich eines ausufernden Liquiditätsüberschusses (FCF) erfreuen, versammeln sich bereits die Barbaren (Gewerkschaftsvertreter) an ihren Toren. Die Gewerkschaftsvertreter werden mit Sicherheit sehr großzügige Gehaltserhöhungen fordern. Die Gehälter machen etwa 80% der Kerninflation aus.

Dies, gepaart mit der schrittweisen Rückstufung von QE ab Juli, wird die Normalisierung der Zinskurven vorantreiben. Die 5-Jahres-Inflationserwartungen liegen derzeit bei etwa 1.6%. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass wir in den nächsten 18 Monaten die 2%-Marke deutlich überschreiten werden, entspricht dieser Wert zumindest der aktuellen Inflationsrate. Was jedoch völlig utopisch ist, ist die 10-jährige Bundrendite, welche immer noch bei -20 Basispunkten liegt. Als wir das letzte Mal im Jahr 2015 Inflationserwartungen von 1.6% hatten, notierte die 10-jährige Bundrendite bei +75 Basispunkten – eine kleine Viamala Schlucht! Die 10-jährige Bundrendite ist im Moment dabei, die wichtige technische Marke von -20 Basispunkten zu durchbrechen. Sollte diese Marke durchbrochen werden, ist es sehr

wahrscheinlich, dass dies eine Kaufpanik bei den Retail-Banken der Eurozone auslösen wird. Dies ist das Kaufsignal für die USD3-Billionen-Momentum-Maschine.

Der einzige Vermögenswert, welcher Investoren vor steigender Inflation, steigenden (normalisierenden) Zinsen und Momentum-Investitionen schützt, sind die Retail-Banken der Eurozone. Wir haben derzeit ein Engagement in Finanzwerten von etwa 45%



## Der letzte wirklich unterbewertete Vermögenswert weltweit - Banken der Eurozone

Marketing material for professional investors

**Currency Risk** – Non-Base Currency Share Class: Non-based currency share classes may or may not be hedged to the base currency of the Fund. Changes in exchange rates will have an impact on the value of shares in the Fund which are not denominated in the base currency. Where hedging strategies are employed, they may not be fully effective.

**Equity:** Investments in equities may be subject to significant fluctuations in value.

**Capital at risk:** All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income thereof will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed.

### Important legal Information

This material is communicated by DIVAS Asset Management AG. This material is only to be communicated to institutional investors, investment professionals or market counterparties (e.g. banks). It has been solely prepared for informational and marketing purposes and does not constitute or form part of, and should not be construed as, an offer, invitation or inducement to purchase or subscribe for any securities or services. No part of this material, nor the fact of its distribution, should form the basis of, or be relied on in connection with, any contract or commitment of investment decision whatsoever. The information contained herein is preliminary, limited in nature and subject to completion and amendment. No representations or warranty, either express or implied, is given or made by any person in relation to the fairness, accuracy, completeness or reliability of the information or any opinions contained herein and no reliance whatsoever should be placed on such information or opinions.

There is no guarantee of trading performance and past performance is not necessarily a guide to future results. In particular the results and graphs above may contain hypothetical performance results. Hypothetical performance results are based on various assumptions and may have many inherent limitations, some of which are described below. No representation is being made that any account will or is likely to achieve profits or losses similar to those shown; in fact, there are frequently sharp differences between hypothetical performance results and the actual results subsequently achieved by any particular trading program. One of the limitations of hypothetical performance results is that they are generally prepared with the benefit of hindsight. In addition, hypothetical trading does not involve financial risk, and no hypothetical trading record can completely account for the impact of financial risk of actual trading. For example, the ability to withstand losses or to adhere to a particular trading program in spite of trading losses are material points which can also adversely affect actual trading results. There are numerous other factors related to the markets in general or to the implementation of any specific trading program which cannot be fully accounted for in the preparation of hypothetical performance results and all of which can adversely affect trading results. Hypothetical performance results are shown for illustrative purposes only and are not to be relied upon for making investment decisions. Clients must base their decisions on their own understanding of the strategy, the service or product and market views.

DIVAS Asset Management AG may act as a hedging advisor. Any hedging activities carry substantial risks. Hedging can involve short-selling of asset classes with unlimited downside risks in certain cases. Prospective clients hedging their portfolio might miss significant upside in the assets they hedge. Furthermore, there is always a bias between the assets being hedged, and the results of the hedging strategy (it is not possible to obtain a continuous hedge with a fix correlation of -1 over time). This bias typically increases in situation of market dislocations, as the assets being hedged are typically less liquid than the instruments used for the purpose of hedging these, and the losses of the assets being hedged become higher than the gains of the hedging strategy on the back of an increase in the liquidity premium. This material is confidential and intended solely for the information of the person to whom it has been delivered and may not be distributed in any jurisdiction where such distribution would constitute a violation of applicable law or regulations. DIVAS Asset Management AG specifically prohibits the redistribution, reproduction or transmittal in whole or in part, to third parties.

If you are a US citizen or resident, or represent a trust which is subject to taxation under US Internal Revenue Service requirements, or represent a partnership or corporation organized under the laws of the United States of America or any state, territory or possession thereof ("US Persons") you are prohibited by law from buying investments other than those authorized for sale by the SEC. This document shall not be distributed to restricted Persons.

This material is prepared by DIVAS Asset Management AG, or an affiliate thereof, for informational purposes. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future. This material has been prepared by DIVAS Asset Management AG, none of the management company, the registrar and transfer agent, the central administration or the custodian of the Fund has independently verified any information contained herein and no party makes any representation or warranty as to the accuracy, completeness, or reliability of such information.

### DIVAS Asset Management AG, 2021

Divas Asset Management UG (haftungsbeschränkt), represented by Mr. Hans Ulrich Jost ("Agent") is a tied agent within the meaning of Article 29 (3) of Directive 2014/65/ EU ("MiFID II") as implemented in the respective national jurisdictions, of ACOLIN Europe AG ("ACOLIN") and registered in the Tied Agent Registry of the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin). The Agent is entitled to engage exclusively in the reception and transmission of orders within the meaning of Annex I A (1) MiFID II in relation to one or more financial instruments. The Agent acts only on behalf and for the account of ACOLIN. The financial services performed by the Agent are exclusively in relation to the Evolt Dynamic Beta Fund and the DIVAS Eurozone Value Fund, sub-funds to the White Fleet IV Fund.

The information contained therein is intended only for informational purposes and does not constitute an offer for the purchase or sale of financial instruments. All information is provided without guarantee and is subject to change. The information contained herein does further not constitute Investment, legal, tax or any other form of advice. No investment decision should be made without obtaining qualified financial advice. This email is intended exclusively for professional clients within the meaning of Annex II MiFID II.

The information provided in this email may not be copied or forwarded without the express consent of ACOLIN. The information may not be made available to US citizens or persons residing in the USA.

This email may contain confidential and/or legally privileged information. If you are not the correct addressee, or you have received this email in error, please inform the sender immediately and delete this email.

### DIVASAsset Management UG, 2021