

Schroders Talking Point



Kommen die Banken wieder aus der Deckung?

Harold Thomas, und Roger Doig, Analysten für Unternehmensanleihen (Finanzbranche)

Der Markt bewegt sich: Die LIBOR-Spreads haben sich normalisiert, unbesicherte Bankemissionen wurden erfolgreich platziert, und es gab zwei neue besicherte spanische Anleihen am Markt. Die umfangreichen staatlichen Eingriffe zur Stabilisierung des Bankensystems scheinen zu funktionieren. Also haben wir uns vom Abgrund der Verstaatlichung und der Verlustbeteiligung der Anleiheninhaber wieder entfernt, das systemische Risiko wurde deutlich reduziert, und das Altlastenrisiko tragen nun die Regierungen, die die Schulden absichern. Die Branche spielt wieder das übliche Spiel von Angriff und Verteidigung, wobei die klaren Gewinner die sind, die *nach* Provisionen erneut verdienen können. Als Anleihenanalysten machen wir uns jetzt Gedanken, wie gut sich die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen der einzelnen Banken auf dem Weg durch einen tiefen Kreditzyklus darstellen. Das ist eine Abwechslung gegenüber der Sorge um ein systemisches Altlastenrisiko und die Richtung der Politik.

Die unlängst abgeschlossenen Stresstests der 19 größten US-Bankkonzerne waren ein wichtiger Schritt, um das Vertrauen in das US-Bankensystem wiederherzustellen. Demnach haben die Banken in den kommenden sieben Quartalen geschätzte Kreditkosten in Höhe von 600 Mrd. US-Dollar, wenn ein wirtschaftliches Negativszenario eintritt mit einem BIP-Rückgang von 3,3 Prozent 2009, einem Wachstum von 0,5 Prozent 2010 sowie einer Arbeitslosigkeit von 8,9 Prozent 2009 und von 10,3 Prozent 2010. Die Banken verfügten insgesamt über rund 525 Mrd. US-Dollar Kapital einschließlich der Kapitalerhöhungen im 1. Quartal 2009, sodass ihnen rund 75 Mrd. US-Dollar fehlen, die „potenziellen“ Verluste auszugleichen.

Unternehmen	Kapitalbedarf (\$ Mrd.)	TARP* (\$ Mrd.)	Erhaltenes Kapital (Mrd. \$)	Aufgenommene Schulden außerhalb des TLGP** (Mrd. \$)
Bank of America	33,9	45	-	3
Wells Fargo & Co	13,7	25	8,6	-
GMAC	11,5	5,5	-	-
Citigroup	5,5	45	-	2
Regional Financial	2,5	3,5	-	-
STI	2,2	5	1,3	-
KEY	1,8	2,5	-	-
Morgan Stanley	1,8	10	4,6	4
Fifth Third Bancorp	1,1	3,4	-	-
PNC	0,6	7,6	0,6	-
JP Morgan	-	25	-	5,6
Goldman Sachs	-	10	5,6	2
US Bancorp	-	6,6	2,5	1
Capital One Financial	-	3,6	1,5	-
American Express	-	3,4	-	3
BB&T	-	3,1	1,7	0,8



Bank of New York Mellon	-	3	1,2	1,5
State Street	-	2	1,5	-
MetLife	-	-	-	-
Gesamt	74,6	209,2	29,1	22,9

*TARP = Troubled Asset Relief Program (Hilfsprogramm für angeschlagene Vermögenswerte).

** TLGP = Temporary Liquidity Guarantee Program = Programm für zeitlich befristete Liquiditätsgarantie.

Es wurde kritisiert, dass die Stresstests relativ stressfrei gewesen wären. Der wahrscheinlich schwächste Teil der Prüfungen waren die geringen Hürden sowohl beim Verhältnis der Kernkapitalquote der obersten Gruppe (Tier 1) von 6 Prozent wie auch bei ihrer Common-Quote von 4 Prozent. Dadurch war keine der Banken (mit Ausnahme des Autofinanzierers GMAC) gezwungen, Kapital im Privatmarkt aufzubringen, da die bereits vorhandenen Gelder aus dem Rettungsprogramm TARP (Troubled Asset Relief Program) für alle Banken ausreichend waren, um sich auf die Deckung von Defiziten einzustellen. Außerdem ließe sich leicht argumentieren, dass die Definition von Tier-1-Common hätte konservativer gestaltet werden können: durch Aufnahme der bedenklichen Bilanzposition „accumulated other comprehensive income“ (sonstige Bestandteile des Gesamtergebnisses), die allein bei den vier größten US-Banken bereits bei fast minus 50 Mrd. US-Dollar lag. Damit hätte die Branche eine größere Hürde zu überwinden gehabt.

Gute Nachrichten für Anleiheninhaber

Das mag alles sein. Doch die Ankündigung der positiven Ergebnisse öffnete für die Banken den Zapfhahn des Privatmarktes. Vor allem dadurch, dass die Privatisierung von Anleiheninhabern abgewendet wurde, erhielt der Markt die Botschaft, dass das Risiko eines Bankzusammenbruchs unter dem Gewicht der Ausfälle auch weiterhin auf Staat und Steuerzahler abgewälzt werden dürfte.

Aus Sicht von Anleiheninhabern sind das gute Meldungen, und die Banken stehen seither Schlange, um sich aus der Liquiditätsschwemme zu bedienen, von der Investment-Grade-Emittenten aus anderen Branchen seit Beginn des Jahres im Neuemissionsmarkt profitieren. Goldman Sachs & Co. war mit einem Stammaktienangebot von 6 Mrd. US-Dollar, dem sich eine fünfjährige Emission von 2 Mrd. US-Dollar außerhalb des TLGP (Temporary Liquidity Guarantee Program) anschloss, schon vor der offiziellen Bekanntgabe der Ergebnisse früh am Start. JPM Chase & Co. folgte mit der Ausgabe von zehnjährigen Non-TLGP-Anleihen in Höhe von 3 Mrd. US-Dollar vor den Ergebnissen und weiteren 2,5 Mrd. US-Dollar in fünfjährigen Anleihen nach der Bekanntgabe. Morgan Stanley & Co. kam mit 4 Mrd. US-Dollar an Stammaktien und Nicht-TLGP-Emissionen, dicht gefolgt vom Aktienangebot in Höhe von 8 Mrd. US-Dollar von Wells Fargo & Co. Insgesamt haben die Banken den Markt mit rund 23 Mrd. US-Dollar an Schulden außerhalb von TLGP und 29 Mrd. US-Dollar an Aktien in Zusammenhang mit den Stresstests angezapft. Ein klares Zeichen dafür, dass der Markt Banken gegenüber positiver eingestellt ist und die Banken bereit sind, dieses Vertrauen durch Verbesserungen ihrer Bilanzstärke auf die Probe zu stellen.

Auch die europäischen Banken konnten sich diesen Wohlfühlfaktor zunutze machen und gaben seit den US-Stresstests vorrangig besicherte Papiere ohne Garantie aus. Bei einem großen Teil dieser Emissionen handelte es sich um Titel aus der Kategorie „erstrangig unbesichert“ (senior unsecured) mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Jahren. Die Entwicklung im sekundären Markt verlief im Allgemeinen gut. Wir rechnen mit weiteren 5-/10-jährigen vorrangigen Schuldmissionen sowie potenziellen Umwandlungen von Vorzugsaktien (nicht aus dem TARP) in Stammkapital in den kommenden Monaten. Diese Lage ist für Banken und ihre Anleiheninhaber zweifellos positiv, wobei sich der Vorteil bei Fortdauer von selbst verstärken dürfte. Doch die Asymmetrie der Anleiherenditen zwingt uns, auf mögliche Fallstricke zu achten.

Zwei Faktoren geben Anlass zu Wachsamkeit

Zunächst einmal ist das Altlastenrisiko nicht dadurch aus der Welt geschafft, dass es von staatlicher Seite übernommen wurde. Es wurde lediglich auf den Staat übertragen. Sollte jedoch die Fähigkeit des Staats, seinen Verpflichtungen nachzukommen, in Zweifel geraten, könnten den Banken noch systemische Probleme winken. In vielen Ländern gibt es signifikante Programme zur Ausgabe von Staatsanleihen und die mögliche Gefahr, dass Staaten für ihre Anleihen nicht genügend Käufer finden, bereitet Sorgen. Wenn ein Staat keine Anleihen ausgeben kann, dürften auch Banken, die von diesen schwachen staatlichen Garantien abhängig sind, schnell vom Markt ausgeschlossen werden, was nur eine weitere systemische Finanzkrise in dem betreffenden Staat auslösen würde. Diese Gefahr besteht auf jeden Fall in bestimmten europäischen Märkten, wo die Regierungen versuchen, die Bankensysteme mit Schulden zu stützen, die ihr BIP bei Weitem überschreiten.

Zweitens läuft die Entschuldung im Bankensystem trotz intensiver Bemühungen der Zentralbanken um eine Reinflation ihrer jeweiligen Volkswirtschaften weiter. Die Bankenumfrage der US-Notenbank hat gezeigt, dass diese Entschuldung in einer Kombination aus straffen Kreditbedingungen und einer eingeschränkten Kreditnachfrage besonders von Unternehmensseite besteht. Dabei handelt es sich um einen – durch die Rückkopplung mit der Realwirtschaft gesteuerten – langfristigen Trend, der sich unabhängig von der Solvenz der Banken entwickelt. Die Berichte des ersten Quartals wiesen auf eine deutliche Verschlechterung der Kreditqualität hin: mit stark steigenden Verlusten bei gewerblichen Immobilien, Krediten an Kleinunternehmen und Kreditkarten sowie rasant zunehmenden Hypothekenausfällen und weiterhin hohen Subprime- und Hypothekenverlusten bei Eigenheimen. Eine Reihe von Bankchefs warnte, dass es weiterhin keine Anzeichen für eine Erholung gebe und dass diese Verluste weiter zunehmen würden. Es ist deutlich, dass viele Banken Schwierigkeiten haben werden, in den kommenden Quartalen Gewinne zu erzielen – und das trotz des Vorteils einer relativ steilen Kurve von Staatsanleihenrenditen. Damit bleibt die Anfälligkeit gegenüber unerwarteten Erschütterungen weiter bestehen.

Die Zukunft könnte rosig sein, aber Vorsicht ist angesagt

Wie geht es nun weiter? Der Zugang zu den Kapitalmärkten ist mit Sicherheit der erste Schritt, um die Banken wieder auf die Beine zu bekommen. Weitere Anleihenemissionen mit 10-jähriger Laufzeit, gekoppelt mit der Ausgabe von Stammaktien bringen uns weiter auf dem Weg zur Erholung. Die Qualität des Bankenkapitals hat sich in den Jahren bis zur Krise stetig verschlechtert (besonders der Anstieg bei Vorzugsaktien). Deshalb ist es entscheidend, dass die Branche versucht, dieses Ungleichgewicht durch die Generierung von angemessenen Kerngewinnen und/oder Umwandlung verlustabsorbierender Papiere in Stammkapital zu verbessern, was potenzielle Dividenden im Hause hält. Kreditausfälle besonders bei Kreditkarten, Kleinunternehmen und gewerblichen Immobilien werden im weiteren Verlauf dieses zyklischen Abschwungs noch zunehmen. Das System muss daher auf Kapitalerhalt umschalten. Dementsprechend sollten die TARP-Gelder erst dann zurückgezahlt werden, wenn das zurzeit noch etwas verschwommene Bild des Abschwungs klarer geworden ist.

Die aktuell steile Renditekurve in den USA ist für die Banken dort sicherlich hilfreich, obwohl sie als eine weitere Bankensubvention von politischer Seite betrachtet wird. Doch das zunehmende Eingreifen der Behörden (z. B. durch Begrenzen der Kreditkartenzinsen, Einschränken von Kontogebühren usw.) stellt eine Bedrohung dar für die eigentliche Gewinnkraft, die die Banken durch diesen Zyklus bringt.

Daher sind wir weiterhin vorsichtig und kaufen vorrangig besicherte Anleihen sowohl auf Bank- wie auch Holdingebene sowie nachrangig besicherte Anleihen über Vorzugsaktien bei den stärksten und systemisch wichtigsten Bankunternehmen. Unsere Vorsicht bei Emittenten mit schlechterer Bonität hat zweierlei Gründe. Zum einen sind dies strukturelle Probleme, da der Markt Papiere ohne Endfälligkeit auch eher als solche denn als Anleihen betrachtet, die zu einem bestimmten Datum zurückzuzahlen sind. Zum anderen bleibt die Gefahr einer Privatisierung von nachrangig

besicherten Schuldinstrumenten hoch, da weitere Rekapitalisierung erforderlich ist, besonders für die Holdingunternehmen schwächerer Banken. Die jüngsten Angebote nachrangig besicherter Wertpapiere bedeuten für viele Anleiheninhaber Verluste der Schuldsomme und bestätigen, dass die Emittenten nicht vorhaben, Anleihen zum Nennwert zu kündigen. Wir betrachten diese tatsächlich sogar als Ausfälle der sanften Art. Aus diesem Grund sind wir weiterhin vorsichtig, was viele der Emittenten mit schlechterer Bonität anbelangt.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Harold Thomas und Roger Doig, Analysten für Unternehmensanleihen (Finanzbranche), und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.