

Credit Insight: 20. September 2024 / VEG & DAM

Grossbanken mit anhaltend positiver Dynamik

Konklusion

Europäische und US-amerikanische Grossbanken befinden sich aktuell mehrheitlich in einer guten Verfassung. Die erfreuliche Dynamik von Erträgen, Ergebnissen vor Risikovorsorge und operativen Ergebnissen in 1H24 lässt Jahresabschlüsse 2024 erwarten, die mit dem guten Abschluss 2023 mithalten können, sofern grössere konjunkturelle Belastungen und exogene Risiken ausbleiben. Trotz moderat schwächeren Kreditrisikokennzahlen ist die Kreditqualität insgesamt weiter intakt. Insbesondere die Gewerbeimmobilienfinanzierung ist eher ein Stress für eng definierte Geschäftsmodelle als für breit diversifizierte Banken. Gleichwohl dürfte 2024 der Wendepunkt für Problemkreditquoten und Risikokosten der Banken sein – eine Verbesserung vom heutigen Niveau aus scheint bei einer Normalisierung von Konjunktur, Insolvenzen und Arbeitslosigkeit nicht realistisch. Ergebnisse und Kapitalquoten bieten dafür angemessene Flexibilität. Die Ergebnisse werden allerdings den Gläubigern kaum zugutekommen, steht doch für die Banken die Aktionärspflege weiter im Fokus. Die Kapitalquoten dürften daher 2024 und 2025 leicht zurückgehen.

Wir empfehlen unverändert, marktführenden, breit diversifizierten Banken mit robusten Geschäfts- und Finanzprofilen den Vorzug vor marginalen Anbietern zu geben. Aus fundamentaler Sicht bevorzugen wir in den USA unverändert JP Morgan Chase und Bank of America gegenüber Citigroup und Wells Fargo. In Nordeuropa bieten DNB, Nykredit und Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) positive Perspektiven. Zu unseren bevorzugten Emittenten in West- und Südeuropa gehören ING Groep, KBC, Lloyds, UBS, Erste Group Bank, Unicredit, Intesa SanPaolo, Banco Santander und BBVA. Auch grössere inlandsorientierte Banken in Italien und Spanien wie z.B. Banco BPM, BPER, Credito Emiliano, Caixabank und Banco de Sabadell bieten Chancen. In Frankreich ziehen wir BNP Paribas sowie die Genossenschaftsgruppen Crédit Agricole und Crédit Mutuel der Groupe BPCE und Société Générale vor.

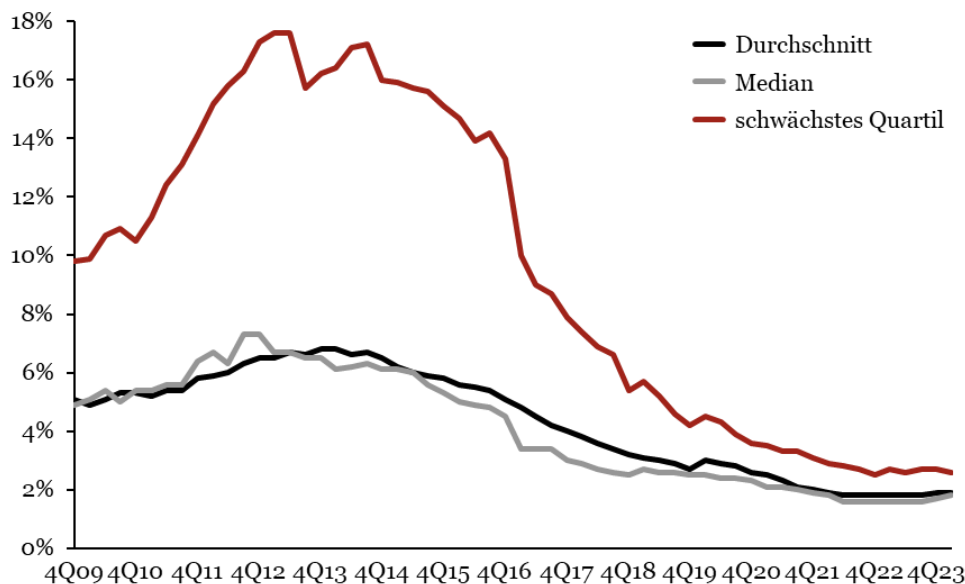
Die Kernthemen europäischer und US-amerikanischer Grossbanken in längerfristiger Perspektive

Will man die aktuelle Lage der Grossbanken in Europa und den USA bei Aktivaqualität, Rentabilität, Kapitalquoten und Liquidität würdigen, verdeutlicht die längerfristige Perspektive, welche wichtigen Fortschritte inzwischen erreicht worden sind, aber auch, welche Herausforderungen und Defizite fortbestehen.

1. Aktivaqualität

Die Kreditqualität der von der European Banking Authority (EBA) beaufsichtigten Banken hat sich – ungeachtet der Pandemie und einer zuletzt schwächeren Konjunktur – auf breiter Front markant verbessert. Dies gilt sowohl für den gewichteten Durchschnitt aller 163 in die Erhebung der EBA einbezogenen europäischen Bankengruppen als auch für deren Median sowie, vielleicht am wichtigsten, für das Quartil der in dieser Hinsicht schwächsten Banken. So liegt die NPL-Quote der EBA am Ende des 1Q24 bei lediglich 1.9% und auch die schwächsten Banken weisen nach dieser Definition mit 2.6% einen honorigen Wert auf. Die Belastungen aus der Bankenkrise und der Staatsschuldenkrise sind damit für die meisten Banken weitgehend, wenn auch noch nicht vollständig, verarbeitet.

Graphik 1: Problemkreditquote europäischer Banken



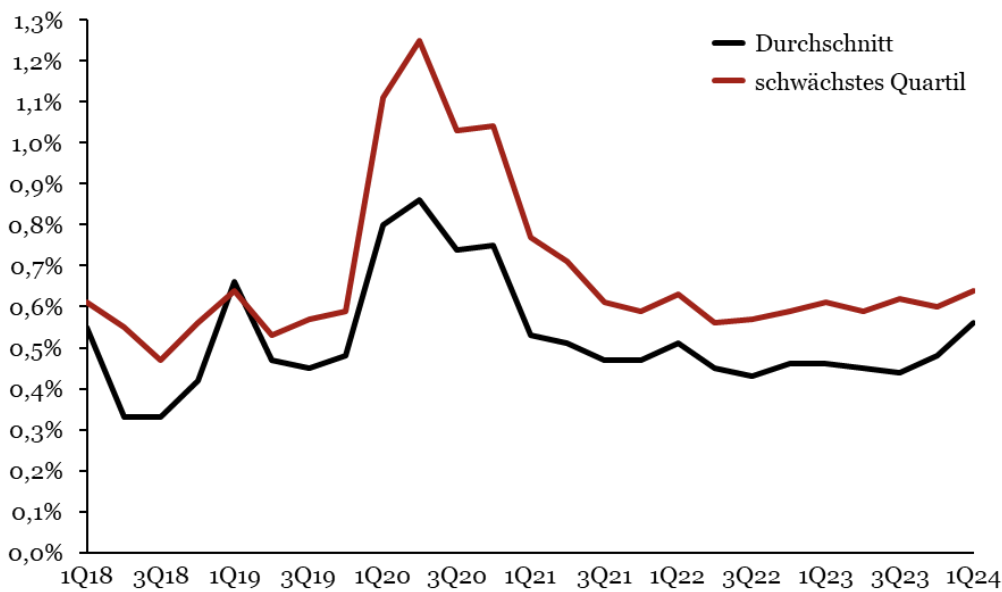
Quellen: EBA Risk Dashboards

Dazu beigetragen hat neben einer überwiegend freundlichen Konjunktur in der letzten Dekade eine stringenterer Regulierung (wenn auch nicht ohne unerwünschte Nebenfolgen), eine bessere Risikodisziplin der Banken sowie ein verhaltenes Kreditwachstum. Wesentlich waren aber auch die mangels realistischer Wiedereinbringungschancen erfolgten kompletten Ausbuchungen hoher Kreditvolumina, etwa die v.a. 2016 und 2017 vorgenommenen Bereinigungen der italienischen Grossbanken. Nicht zuletzt haben auch Trickserien geholfen, aus Problemkrediten neu Wertpapiere, Beteiligungen, sonstige Vermögensgegenstände oder, z.T. seit langen Jahren, zum Verkauf stehende Aktiva zu machen, sie so dem kritischen Blick auf die Kreditqualität zu entziehen und einer gnädigeren Bewertung zugänglich zu machen. Dies betrifft v.a. inlandsorientierte iberische Banken (Caixabank, Banco de Sabadell,

Banco Comercial Portugues, Caixa Geral de Depositos), die u.a. nach wie vor namhafte Minderheitsbeteiligungen an Immobiliengesellschaften von Finanzinvestoren halten, die wesentliche Teile ihrer Problemkredite übernommen haben. Zwar lässt die Entwicklung der dortigen Immobilienmärkte hoffen, dass die ausgewiesenen Fair Values dieser problematischen Aktiva den optimistischen Erwartungen gerecht werden und keine substantiellen weiteren Bewertungsverluste nach sich ziehen. Bis in die jüngsten Zwischenergebnisse fallen allerdings immer wieder negative Effekte aus der Bewertung oder dem Verkauf solcher Positionen ins Auge. Im Vergleich dazu sind die Fortschritte mittelgrosser und grosser italienischer Banken stärker ökonomischer als optischer Natur.

Dementsprechend sind quer durch Europa auch die Risikokosten auf ein historisch günstiges Niveau gesunken. Zwar ist in 2023 und 1H24 wieder ein leichter Anstieg zu verzeichnen, insgesamt liegen aber sowohl der Durchschnitt der Banken als auch das Quartil der schwächsten Banken mit ihren Risikokosten in einer Bandbreite, die von den verfügbaren Ergebnissen vor Risikovorsorge gut abgedeckt wird. Zudem reflektieren die Risikokosten die produkt- oder regionalspezifischen Charakteristika der Kreditbücher der Banken. Höherem Risikoaufwand für Konsumkredite oder Engagements in Schwellenländern stehen dabei vielfach auch deutlich höhere Margen gegenüber – es ist i.d.R. gut bezahltes Risiko.

Graphik 2: Kreditrisikokosten europäischer Banken

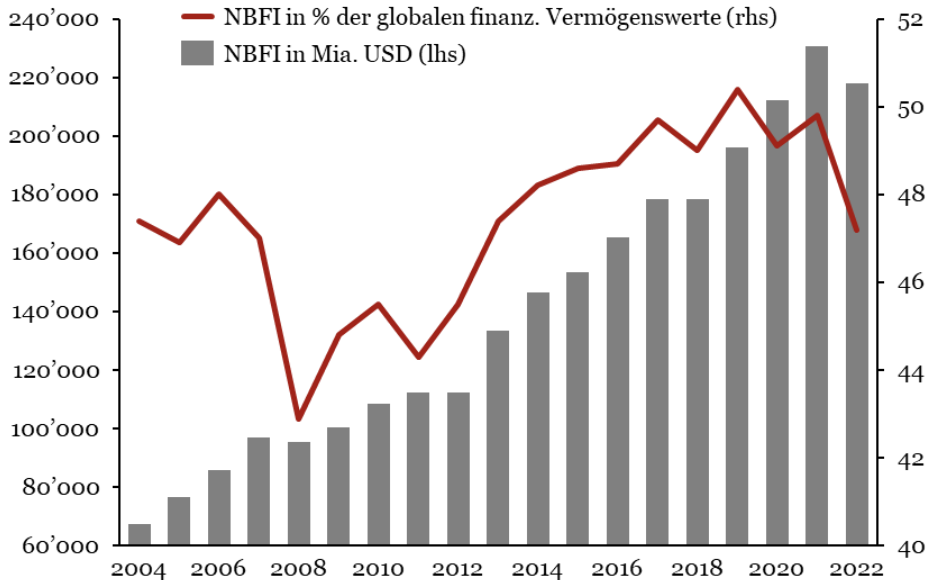


Quellen: EBA Risk Dashboards

Konzeptionelle wie ökonomische Vorbehalte relativieren die mehrheitlich günstigen Kreditrisikokennzahlen europäischer Banken. In konzeptioneller Hinsicht gilt es zum einen zu beachten, dass die nach IFRS 9 stark makroökonomisch getriebenen Kreditrisikomodelle der Banken über eine Periode kalibriert worden sind, in der rezessive Phasen eher selten, kurz und mild waren, ungeachtet des scharfen Konjunkturerinbruchs infolge der Pandemie oder der Staatsschulden- und Banken Krisen. Bei länger anhaltenden oder schärferen Rezessionen wie etwa in den 70er und 80er Jahren, insbesondere falls sie auch noch mit höherer Inflation einhergehen, ist u.E. modellimmanent ein überproportionaler Anstieg von Problemkrediten, Risikokosten und Risikoaktiva (RWA) zu erwarten. Zum anderen trägt der für die Bewertung von Finanzinstrumenten relevante Rechnungslegungsstandard IFRS 9 den Spezifika eines Kredit- und Wertpapierbestandes hinsichtlich Konzentrationen in Regionen und Branchen oder bei Schuldnergruppen oder problematischen Korrelationen nicht angemessene Rechnung. So haben Banken u.a. als Reaktion auf die Pandemie und den kriegsbedingten Anstieg der Energiepreise sowie die damit einhergehenden Unwägbarkeiten mit Zustimmung von Bankenaufsicht und Wirtschaftsprüfern pauschale Wertberichtigungen gebildet. Kreditanalytisch sind solche zusätzlichen Wertberichtigungen grundsätzlich willkommen. Allerdings stehen sie konzeptionell im Widerspruch zur Logik des IFRS 9 und drücken letztlich ein Misstrauen aller Beteiligten in dessen Vorgehensweise und Ergebnisse aus.

Schliesslich hält auch der starke Anstieg des Schattenbankensektors zur Vorsicht an, in den als Folge gut gemeinter Regulierung viel klassisches Kreditgeschäft der Banken abgewandert ist – oft genug auf deren Initiative und mit ihrer Hilfe. Bankenaufsicht wie Investoren haben nur einen unvollkommenen Einblick in Volumina, Strukturen und Risiken von Private Debt-Anlagen und in die Interdependenzen von Banken und nur schwach regulierten anderen Kreditgebern. In einer schärferen Rezession steht zu befürchten, dass die Nachfrage nach Private Credit und damit das Kreditangebot für kleine, mittlere und auch grössere Unternehmen markant zurückgeht und dies zu stärker als erwarteten Verlusten sowie negativen Multiplikatoreffekten führt – wiederum mittelbar und wohl auch unmittelbar mit negativen Folgen für Banken.

Graphik 3: Wachstum der Schattenbanken

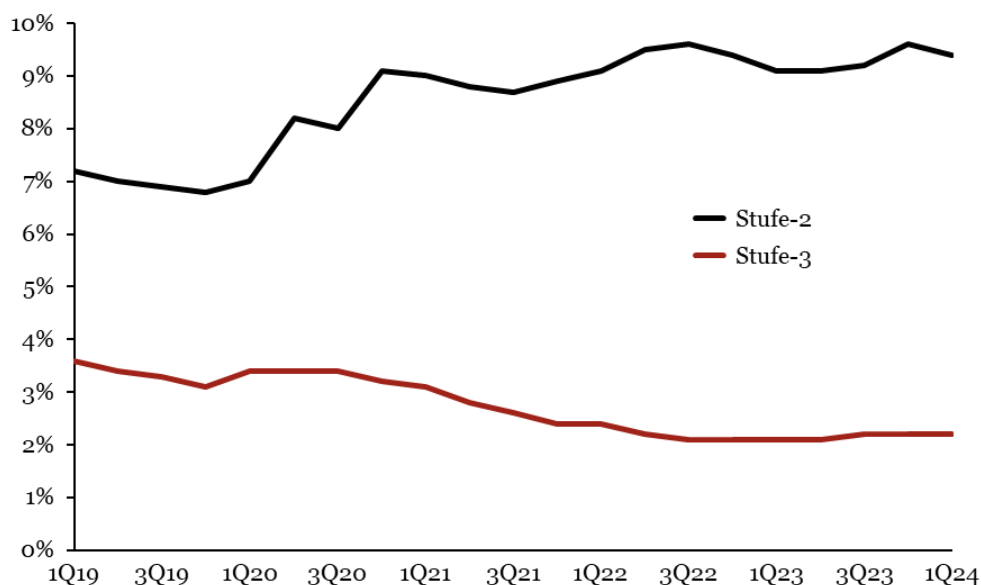


Quelle: S&P

Für 2H24 und 2025 bestehen ökonomische Vorbehalte gegenüber den aktuellen Kreditrisikokennzahlen angesichts der schwächelnden Konjunktur, steigender Insolvenzen und der zunehmenden Arbeitslosigkeit in europäischen Kernmärkten. Zudem bestehen aus zyklischen wie strukturellen Gründen erhöhte Branchenrisiken. Politische Ambitionen im Umwelt- und Klimaschutz, höhere Energiepreise und ein markant gestiegenes Preisniveau belasten etliche Konsumgüter- und Investitionsgüterbranchen erheblich. Allerdings bestehen dabei auch innerhalb der Branchen weitere materielle Unterschiede zwischen den Unternehmen.

Auch wenn sich die ausgefallenen Kredite (Stufe-3 gemäss IFRS 9) vorerst noch auf günstigem Niveau bewegen, schlagen sich insbesondere die Vorbehalte gegenüber IFRS 9 sowie die Risiken einzelner Branchen und Produktkategorien in hohen Kreditvolumina nieder, die zwar noch nicht ausgefallen sind und auch nicht unmittelbar davorstehen, deren Kreditqualität sich jedoch seit der Kreditvergabe materiell verschlechtert hat. Während für ausgefallene Kredite seitens EBA und EZB inzwischen recht stringente Vorgaben bestehen, die die Vergleichbarkeit zwischen Banken und über die Zeit erleichtern, liegen solche für Stufe-2 Engagements nicht vor. Die Banken verfolgen diesbezüglich einen sehr heterogenen Ansatz. Einige ordnen pauschal ganze Branchen und Regionen der Stufe-2 zu, andere gehen differenzierter vor, ohne dass sich dies extern sauber nachvollziehen lässt.

Graphik 4: Kredite europäischer Banken in Stufe-2 und Stufe-3



Quellen: EBA Risk Dashboards

Für die von der EBA beaufsichtigten europäischen Banken belaufen sich solche Stufe-2 Kredite Ende März 2024 auf 9,4% des Kreditvolumens – im Vergleich zu einer Stufe-3 Problemkreditquote von 2,2%. Da der Wertberichtigungsbestand für Stufe-2 Kredite weit unter dem Niveau für Stufe-3 Kredite liegt, impliziert eine grössere Migration von Stufe-2 zu Stufe-3 substantiellen zusätzlichen Risikoaufwand. Aufgrund des unterschiedlichen Vorgehens der Banken können diese potentiellen Belastungen allerdings stark divergieren.

Gewerbeimmobilienfinanzierungen haben wesentlich zu den steigenden Problemkreditquoten und Risikokosten einiger Banken seit 2H23 beigetragen. Wir halten dieses Geschäftssegment aufgrund seiner tiefen Markteintrittsbarrieren und des opportunistischen Kreditangebots, der ausgeprägten Zyklizität und der häufig hohen Volumina einzelner Transaktionen grundsätzlich aus der Perspektive unbesicherter Gläubiger für unattraktiv, zumal sich auch die Korrelationsrisiken einzelner Regionen und Objektarten nur bedingt reduzieren lassen und die Zinssensitivität hoch bleibt. Zudem zeigt die jüngste Krise einmal mehr, dass Transparenz und Vergleichbarkeit in diesem grossen Marktsegment beschränkt sind und daher selbst Banken mit intakten Kreditbüchern und Refinanzierungsprofilen in den Strudel von Vermutungen gezogen werden können. Ungeachtet der anhaltenden Probleme in einzelnen Subsegmenten (USA, Deutschland; v.a. Büros, Bauträger) deutet die aktuelle Entwicklung in den wichtigen europäischen Gewerbeimmobilienfinanzierungsmärkten Skandinavien, Benelux, Grossbritannien, Frankreich und Deutschland darauf hin, dass es sich primär um einen Stress für Banken mit eng definierten Geschäftsmodellen und für optimistisch konzipierte Transaktionen handelt. Für Banken, die die Gewerbeimmobilienfinanzierung in einem angemessenen Rahmen zu ihren sonstigen Kreditrisiken sowie zu Ergebnis und Kapital betreiben und über eine stabile Refinanzierung verfügen, gehen wir derzeit von überschaubaren und bonitätsneutralen Belastungen aus. Bei Nischenanbietern wie Aareal Bank und Deutsche Pfandbriefbank sowie bei den betroffenen Landesbanken reflektieren die aktuellen Einschätzungen unsere analytischen Vorbehalte.

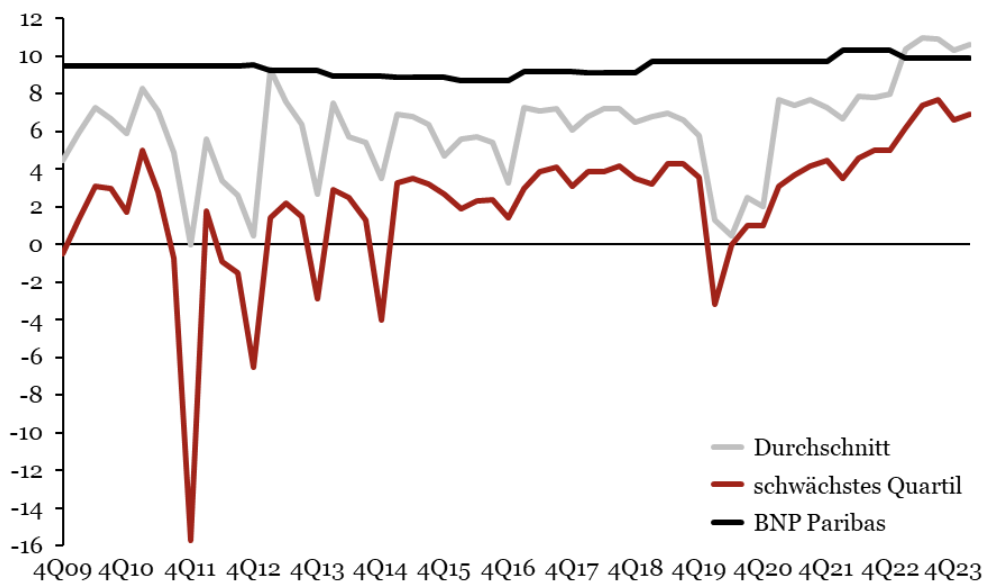
2. Rentabilität

Die von den Zentralbanken (zu) lange Jahre verfolgte geldpolitische Strategie zur Protegierung der öffentlichen Haushalte und zur Abfederung exogener und konjunktureller Risiken hat zwar die Banken bei den Risikokosten entlastet, ihre mit grob 60-70% des Gesamtertrags wichtigste Ertragsquelle, das Nettozinsergebnis, jedoch gravierend belastet. Mit der Rückbesinnung auf eine konventionellere Geldpolitik seit 2H22 profitieren die Banken über fast alle Währungen hinweg vom höheren Zinsniveau und einer Renaissance der wichtigen Passivmargen aus dem Geschäft mit Kundeneinlagen.

Positive Folge der Durststrecke beim Ertrag ist die gute Kostendisziplin, an der auch die seit 2022 gestiegene Inflation nichts Grundlegendes geändert hat. So sind etwa die Kosten in 1H24 gegenüber dem Vorjahressemester durchschnittlich nur um 4.0% gestiegen. Bei der Effizienz bestehen allerdings unverändert grosse Unterschiede, die u.E. vielfach primär auf die Strukturen der nationalen Märkte und deren Ertragspotential zurückzuführen sind. So liegt die Cost/Income-Ratio europäischer Grossbanken in 1H24 im Durchschnitt bei guten 50.4%, jedoch bei einer breiten Streuung von grob 40-65%. Da den Banken in Spanien und Italien das höhere Zinsniveau stärker zugutekommt, liegen sie mit durchschnittlich 41.2% bzw. 45.8% im Ländervergleich vorne. Benelux-Banken entsprechen fast dem Durchschnitt (49.6%), während die Banken in Deutschland (55.2%), Grossbritannien (57.1%) und Frankreich (64.4%) trotz Fortschritten weiterhin etwas schwächere Ergebnisse vor Risikovorsorge erzielen. Insbesondere Frankreichs Banken leiden darunter, dass ihnen die französische «Wucher»-Gesetzgebung die Gestaltung der Kreditzinsen erschwert, während gleichzeitig staatlich subventionierte Einlagen in Form von «Livret A» und «Livret Bleu» die Einlagenrefinanzierung der Banken verteuern.

Die erfreuliche Dynamik des Zinsergebnisses seit 2H22 sowie die derzeit noch günstigen Risikokosten sind zentral für die Erholung der Eigenkapitalrentabilität europäischer Banken. Ihr gewichteter Durchschnitt liegt per 1Q24 bei 10.6%, nach schwachen 5.3% im Durchschnitt 2011-2020. Der aktuelle Durchschnitt trägt allerdings, steht dem stärksten Quartil der Banken mit 15.3% doch ein schwächstes Quartil von mageren 6.9% gegenüber. Dieses heterogene Bild reflektiert vielfach strukturelle Schwächen, die sich in unvorteilhaften Geschäftsprofilen, unbefriedigendem Wachstumspotential oder einer im Peervergleich unterdurchschnittlichen Effizienz und Rentabilität niederschlagen.

Graphik 5: Eigenkapitalrentabilität europäischer Banken



Quellen: EBA Risk Dashboards

Ein zweiter Faktor relativiert die bessere Rentabilität europäischer Banken, denn viele Kreditinstitute decken nach wie vor nicht ihre kalkulatorischen Eigenkapitalkosten. Über deren exakte Höhe lässt sich trefflich streiten. Angesichts ihres Mixes von Kunden, Produkten und Regionen dient uns hier beispielhaft BNP Paribas als Approximation. Das Fazit ist eindeutig: zu viele Banken

vernichten weiter Kapital. Im 1H24 sind v.a. die deutschen Banken Deutsche Bank (6.5%) und Helaba (7.8%) sowie die französischen Banken Groupe BPCE (5.5%), Société Générale (7.6%) und Groupe Crédit Agricole (8.8%) noch im Hintertreffen.

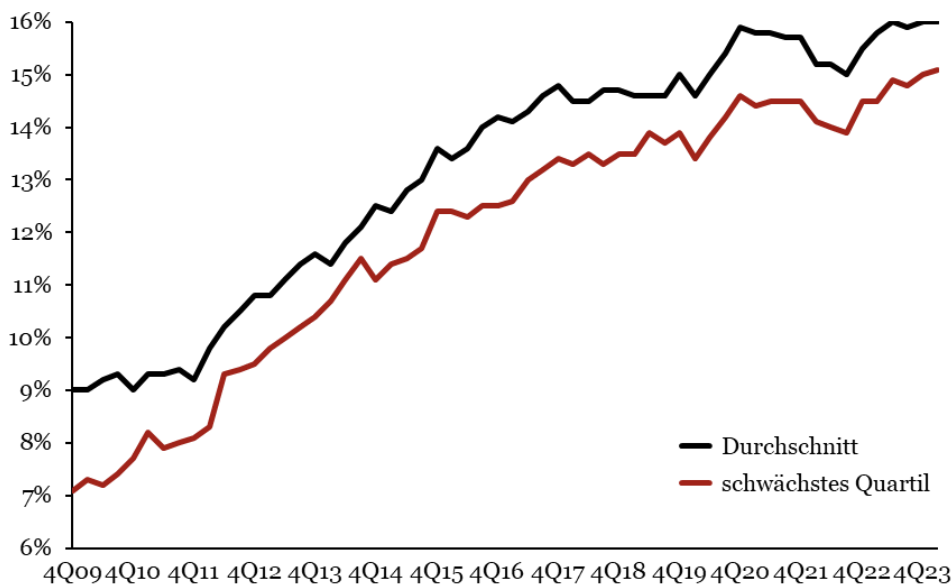
Gegenüber Banken in Nordamerika und Asien / Pazifik schneiden europäische Banken trotz ihrer Fortschritte weiterhin schwächer ab. Ihre tieferen Börsenbewertungen – mit wenigen Ausnahmen – illustrieren die anhaltende Skepsis der Aktionäre, die auch für Anleiheinvestoren Orientierung bietet. Diese Skepsis gilt u.E. aber nicht nur den Geschäftsprofilen, Strategien und finanziellen Perspektiven der Banken als solches, sondern auch den zunehmenden politischen und ökonomischen Herausforderungen in Europa, seiner unvorteilhaften Demographie und seinem moderaten Wachstumspotential. Schliesslich dürfte auch die heterogene Praxis der EU im Wettbewerbs- und Beihilferecht sowie der EZB bei Aufsicht und Abwicklungsfällen schwacher Banken zu den Vorbehalten der Investoren beitragen.

3. Kapitalisierung

Positiv sind die markant höheren Kapitalquoten. Ob harte Kernkapitalquote (CET1), Kernkapitalquote (Tier 1 inkl. AT1), Eigenmittelquote (Tier 1 & Tier 2) oder Leverage – alle relevanten regulatorischen Kapitalquoten profitieren von schärferen regulatorischen Vorgaben und einer tendenziell vorsichtigeren Kapitalsteuerung der Banken. Dies gilt sowohl für den Durchschnitt aller europäischen Banken als auch für das Quartil der schwächsten Banken.

Auch die für ein hypothetisches Abwicklungsszenario relevanten MREL-Quoten sind in quantitativer Hinsicht ausreichend. Mit Blick auf ihre qualitative Zusammensetzung aus Eigenmitteln, unbesicherten, nicht-bevorrechtigten Verbindlichkeiten (Senior Non-Preferred; SNP) und unbesicherten, bevorrechtigten Verbindlichkeiten (Senior Preferred; SP) sowie auf etwaige Nachrangerfordernisse bestehen hier jedoch für Anleiheinvestoren erhebliche Unterschiede. So beziehen etliche Banken grössere Volumina an SP in ihre MREL-Quoten ein oder weisen überhaupt kein SNP auf, so dass SP häufig faktisch im Rang schlechter steht, als es die rechtliche Einordnung nahelegt.

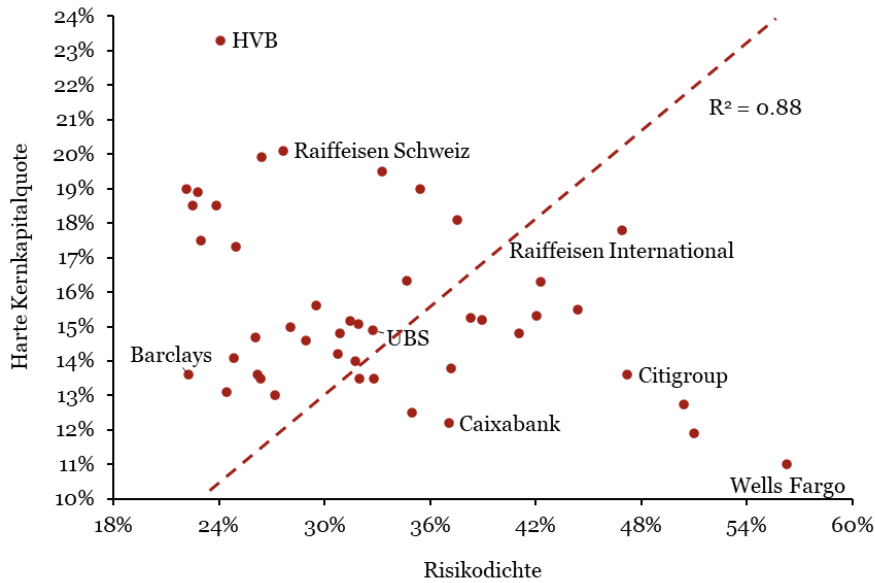
Graphik 6: Harte Kernkapitalquoten europäischer Banken



Quellen: EBA Risk Dashboards

Dabei liegen die Kapitalquoten grösserer Banken mehrheitlich etwas tiefer als die kleiner und mittelgrosser Banken. Generell schlagen sich unterschiedliche Grade an regulatorischem Konservatismus sowie der Mix an Kunden, Produkten und Regionen einer Bank in divergierenden Risikogewichtungen und damit auch Kapitalquoten nieder. So führt etwa ein stärkeres Engagement bei Konsumkrediten und Kreditkarten oder bei der Finanzierung von KMU und Gewerbeimmobilien zu höheren Kapitalanforderungen.

Graphik 7: Risikodichte und harte Kernkapitalquote europäischer und US-amerikanischer Grossbanken



Quellen: Geschäftsberichte; I-CV

So liegt etwa die Risikodichte, das Verhältnis aus Risikoaktiva und Bilanzsumme, bei den grossen US-amerikanischen Banken bei durchschnittlich 46.1%, bei den europäischen Grossbanken dagegen bei lediglich 31.0%. Sehr wesentlich dafür ist das harschere regulatorische Erfordernis in den USA. Die geringste Risikodichte weisen in Europa weiterhin die Grossbanken in Schweden, Dänemark und Finnland mit 24.1% auf – ungeachtet der zuletzt schwächelnden Volkswirtschaften und Immobilienmärkte. Dies ist ein Teil der Erklärung für ihre im internationalen Vergleich hohen Kapitalquoten. Umgekehrt sehen sich Banken, die wie Erste Group Bank, Raiffeisen International, Unicredit, Banco Santander und BBVA stärker in Schwellenländern präsent sind, mit überdurchschnittlich hohen Anforderungen lokaler Regulatoren konfrontiert, die auf Konzernebene (42.3%) zu entsprechend höheren RWA führen. Aber auch Nachlaufeffekte vergangener Kreditverluste sind noch zu beobachten, so etwa bei italienischen (34.8%) und inlandsorientierten spanischen Banken (34.9%). Mit der vollständigen Umsetzung von Basel 4, die den Spielraum der Banken bei der Nutzung interner Risikomodelle einschränkt und dadurch höhere Kapitalerfordernisse und tiefere Kapitalquoten impliziert, dürften sich diese Unterschiede zwar abschwächen, im Kern aber bestehen bleiben.

Hohe oder überdurchschnittliche Kapitalquoten sind allerdings keine hinreichende Voraussetzung für eine hohe Bonität, wie die Credit Suisse Group zuletzt noch einmal demonstriert hat. Auch die unterschiedlich harschen Stress-Tests der Bankaufsichtsbehörden in Europa und den USA bieten insofern nur begrenzt Orientierung. Relativierend fallen zum einen die höheren regulatorischen Erfordernisse ins Gewicht, so positiv sie generell auch sein mögen. Einschliesslich eines Management-Puffers von grob 1.5% der RWA übersteigen die aktuellen harten Kernkapitalquoten die Erfordernisse um ordentliche 3.0-4.5%. Dieses «überschüssige» harte Kernkapital bietet zwar angemessenen Schutz vor den Basel 4 immanenten Verschärfungen, vor einer schwächeren Konjunktur und vor etwaigen Tail-Risiken aus Branchen und Einzelschuldern, liegt aber letztlich nicht allzu sehr über den Puffern früherer Zeiten.

Zum anderen beschränkt die rechtliche Struktur eines Bankkonzerns die Aussagekraft der Konzernkapitalquoten. Stark international tätige Banken wie z.B. Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC, Société Générale und UBS, deren Kapital massiv in britischen und US-amerikanischen Auslandseinheiten gebunden ist, werden diese Mittel nur sehr bedingt und begrenzt zur Deckung von Anforderungen in anderen rechtlichen Einheiten des Konzerns nutzen können. Dieses Problem betrifft auch die weltweit aktiven US-Banken. Ähnliches gilt für Banken mit einer materiellen Präsenz in Mittel- & Osteuropa sowie Mittel- & Südamerika, da die vielfach üblichen Abwicklungsansätze des Multiple-Point-of-Entry (MPE) die Eigenverantwortung der lokalen Tochterbanken für Kapital und Liquidität vorsehen. Dies immunisiert zwar den Konzern zumindest partiell gegen Übergriffe der lokalen Aufsicht, im Gegenzug steigen jedoch die Kapitalerfordernisse und die freie Allozierbarkeit des Kapitals leidet. Trotz aller Bekenntnisse der (supra-)nationalen Bankaufsichtsbehörden zur Zusammenarbeit ist kreditanalytisch vorsichtigerweise davon auszugehen, dass die jeweiligen nationalen Interessen Vorrang haben und Gläubiger anderer Konzerneinheiten ungeachtet der Konzernkennzahlen Schaden nehmen können.

4. Liquidität

Die Angemessenheit der Liquidität und die Stabilität der Refinanzierung von Banken bleiben analytisch schwierige Themen. Sie sollten im Einzelfall auch anderweitig ordentlich wirkende Finanz- und Risikokennzahlen relativieren.

Gleich zu welchem Stichtag liegen die einschlägigen regulatorischen Kennzahlen Liquidity Coverage Ratio (LCR) und Net Stable Funding Ratio (NSFR) europäischer und US-amerikanischer Grossbanken auf hohen Niveaus und deutlich über der Mindestanforderung von 100%. Leider ist die Aussagekraft gerade der auf Konzernebene ermittelten LCR für kreditanalytische Zwecke sehr begrenzt. Die Beispiele von US-Regionalbanken und der Credit Suisse Group haben deutlich gemacht, dass sehr hohe Beträge sehr schnell abfliessen können und dass die aktuellen Regulierungen und Kennzahlen diesem auch technisch getriebenen Wandel derzeit nicht adäquat gerecht werden.

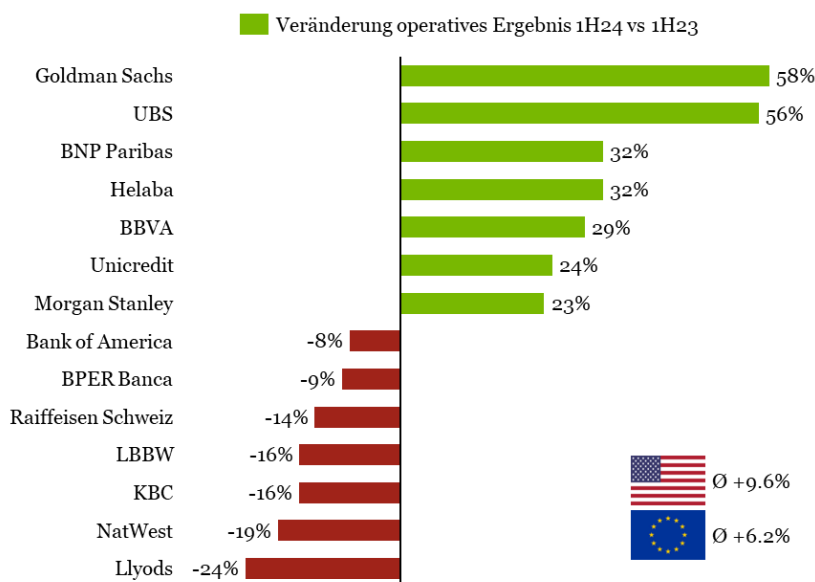
Liquidität setzt voraus, dass der benötigte Betrag zur rechten Zeit in der passenden Währung in der richtigen Rechtseinheit vorhanden ist. Wie beim Blick auf die Kapitalquoten gilt auch hinsichtlich der Liquiditätserfordernisse und der verfügbaren Liquidität, dass rechtliche Struktur und konkurrierende Aufsichtsinstanzen Nutzen und Aussagekraft der Konzernzahlen stark einschränken. Gerade bei international agierenden Banken ist z.T. sehr substantielle Liquidität in ausländischen Finanzzentren gebunden und nur schwierig repatriierbar. Entscheidend ist primär die angemessene Liquidität jeder relevanten rechtlichen Konzerneinheit, ob Tochtergesellschaft oder Konzernobergesellschaft. Angesichts der Spezifika von Geschäfts- und Finanzprofil, Rechtsstruktur und Unternehmenshistorie, Risikobereitschaft und Reputation bleiben Liquidität und Refinanzierung auf absehbare Zeit mit nur wenigen Konzernkennzahlen kaum adäquat zu fassen.

Die aktuelle Lage europäischer und US-amerikanischer Grossbanken

Die Ergebnisse 1H24 europäischer und US-amerikanischer Grossbanken liegen beim Ergebnis vor und nach Risikovorsorge und den Kapitalquoten weiterhin auf gutem Niveau und sind vielfach besser ausgefallen als erwartet. Vorbehaltlich der Umstände des jeweiligen Einzelfalls übertrafen bei 36 Banken aus einem Universum von 45 Instituten die Erträge das Vorjahressemester, mit einem durchschnittlichen Zuwachs von gesamthaft 5.4%. Dank guter Kostendisziplin (+4.0% vs. 1H23) stiegen die Ergebnisse vor Risikovorsorge insgesamt mit 8.4%; dabei hatte allerdings ein Drittel der Banken mehr oder minder starke Rückgänge zu verzeichnen. Insgesamt ist die positive Dynamik bei den US-Grossbanken etwas stärker ausgefallen als bei ihren europäischen Konkurrenten.

Mit durchschnittlich 3.62% p.a. der RWA bzw. 2.78% p.a. der zu Anschaffungskosten bewerteten Kredite bietet das Ergebnis vor Risikovorsorge einen komfortablen Puffer für eine Abschwächung der Kreditqualität und höhere Risikokosten. Haupttreiber ist das vielfach noch anhaltende Wachstum des Nettozinsenertrags, auch wenn Umschichtungen von Sicht- in Termineinlagen zu einem höheren Zinsaufwand geführt haben und sich das Wachstum gegenüber 2023 spürbar verlangsamt. Hauptnutznießer des höheren Zinsniveaus bleiben vorerst die südeuropäischen Banken, die markant höhere Zinsmargen verzeichnen. Als Ausreisser fällt die UBS ins Auge, die im 2Q23 den hohen Badwill aus der Übernahme der Credit Suisse Group als Sonderertrag verbuchte; operativ dagegen sich in 1H24 ordentlich entwickelte. Positiv ist aus unserer Sicht, dass die Zuwächse der meisten Banken bei Ergebnis vor Risikovorsorge und operativem Ergebnis ohne grosse Sondereffekte zustande gekommen sind.

Graphik 8: Ergebnis vor Risikovorsorge

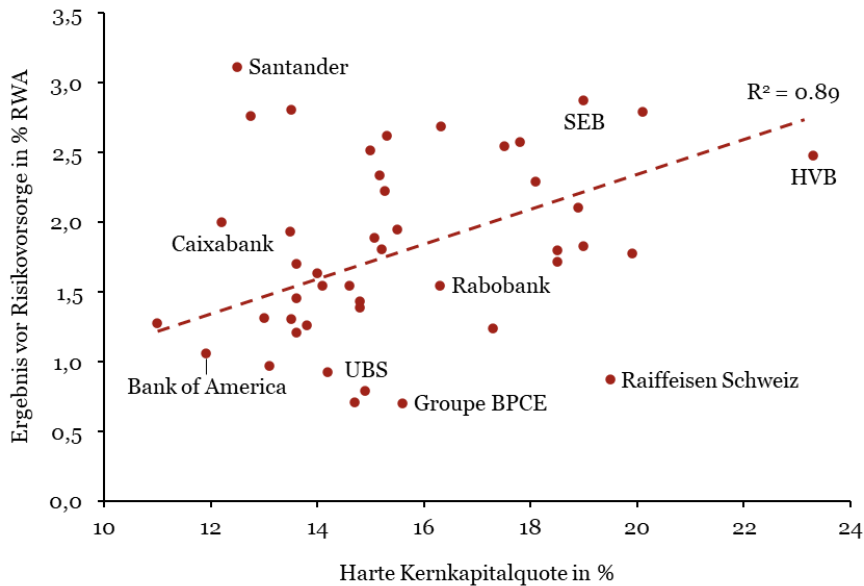


Quellen: Geschäftsberichte; I-CV

Gleichzeitig verharren auch die Problemkreditquoten und Risikokosten trotz eines leichten Anstiegs in 1H24 auf günstigem Niveau. Bei sehr zurückhaltendem Kreditwachstum stehen deutlich steigenden Bruttoaufwendungen für Konsumkredite und Kreditkarten, für Gewerbeimmobilienfinanzierungen und für Firmenkundenkredite Auflösungen von Pauschalwertberichtigungen (s.o.) und z.T. auch eine zurückhaltendere generische Wertberichtigungsbildung für schwächere und unproblematische Kredite (Stufe-2 und Stufe-1) gegenüber. Im Durchschnitt aller 45 Banken lagen die Risikokosten in 1H24 netto bei 0.36% p.a. der RWA bzw. 0.30% p.a. der Kredite.

Lässt man die aggressivere Abschreibungspraxis der US-amerikanischen Banken sowie Banco Santander und BBVA mit ihrem regionalen Fokus aussen vor, sieht das Bild für die übrigen europäischen Banken noch vorteilhafter aus (0.28% bzw. 0.18%). Dabei bestehen erhebliche Unterschiede. Nur bei wenigen Banken liegen die Risikoaufwendungen über dem Durchschnitt, so etwa in Frankreich (0.28% p.a. der Kredite), Italien (0.32%) und Spanien (0.34%). Frankreich verzeichnet dabei einen Anstieg, Italien sowie z.T. auch in Spanien (Banco de Sabadell) einen weiteren Rückgang. In Deutschland (0.24%) schlagen sich v.a. die höhere Risikovorsorge für Gewerbeimmobilien bei Deutsche Bank und Helaba nieder, während BayernLB, Commerzbank, HVB und LBBW netto unterdurchschnittlichen Aufwand verbuchten. In Benelux (0.1%) und Skandinavien (0.1%) belastet der Risikoaufwand bislang noch kaum nennenswert und auch die in Zentral- und Südosteuropa tätigen Erste Group Bank (0.12%) und Raiffeisen International (0.08%) profitieren von der robusteren Konjunktur dieser Märkte.

Graphik 9: Harte Kernkapitalquote und Ergebnis vor Risikovorsorge



Quellen: Geschäftsberichte; I-CV

Etlliche Institute haben nach dem guten 1H24 ihre Prognose für 2024 und z.T. auch 2025 positiver formuliert. Wir sehen die aktuellen Niveaus sowie die zuversichtlichen Einschätzungen der Banken mit Erstaunen und einer gewissen Skepsis angesichts der makroökonomischen und strukturellen Herausforderungen (s.o.). Für das Geschäftsjahr 2024 dürften die Auflösungen von Pauschalwertberichtigungen im Sinne einer Normalisierung zu Netto-Risikokosten führen, die über den historisch sehr günstigen Vorjahren liegen, dennoch aber weit mehrheitlich noch gut verkräftbar sind. Bis auf wenige Banken dürften diese pauschalen Wertberichtigungen 2024 aufgebraucht sein, so dass – vorerst rein technisch bedingt – für 2025 mit spürbar höheren Risikokosten gerechnet werden sollte. Dies gilt auch dann, sofern grössere exogene Schocks ausbleiben und sich die Konjunktur in Europa und den USA stabilisieren sollte.

Über alle Banken hinweg übertreffen die Ergebnisse vor Risikovorsorge – bei erheblichen Unterschieden von Bank zu Bank – die Risikokosten grob um das Siebenfache. Vergleichsweise schwach – mit einer Überdeckung von 3-5x- schneiden in dieser Perspektive Citigroup und Banco Santander (<3x), Groupe BPCE, Helaba und BBVA (<4x) sowie Banco de Sabadell, Société Générale, Groupe Crédit Agricole und Deutsche Bank (<5.5x) ab, ohne dass dies allerdings angesichts der unterschiedlichen Charakteristika dieser Banken automatisch mit einer schwächeren Bonität gleichgesetzt werden sollte. Auch sie haben u.E. hinreichende Flexibilität, um höhere Risikokosten zu verkraften, dabei weiterhin positive operative Ergebnisse zu erzielen und ihre Kapitalquoten stabil zu halten.

Graphik 9 legt nahe, dass eine harte Kernkapitalquote von etwa 13% inzwischen einen Konsens unter Grossbanken und ihren Regulatoren, aber auch unter Investoren und Analysten für eine «anständige» Mindestkapitalisierung widerspiegelt. Dem stehen regulatorische Mindestanforderungen an hartem Kernkapital von etwa 9-10% entgegen. Ende Juni 2024 belief sich die harte Kernkapitalquote im Schnitt aller 45 Grossbanken auf gute 15.6% (USA 13.6%, Europa 15.8%). In Europa liegen dabei die spanischen Banken mit 12.7% unter dem Durchschnitt. Angesichts des geographischen Profils von Banco Santander und BBVA und der konservativen Risikodichte, die damit einhergeht, ist dies noch verständlich. Bei Banco de Sabadell geht es dagegen darum, Enttäuschungen im Zusammenhang mit der britischen Tochter vergessen zu lassen und sich des Übernahmeangebots der BBVA zu erwehren, während Caixabank sehr auf bedürftige Grossaktionäre Rücksicht nehmen muss.

Generell gehen wir davon aus, dass, wie schon 2023, die sich abzeichnenden guten Ergebnisse 2024 primär für Aktienrückkäufe und Dividenden verwendet werden. Kreditanalytisch ist dieser Fokus auf die Aktionärspflege angesichts der nach wie vor mässigen Marktkapitalisierung v.a. vieler europäischer Banken nachvollziehbar und als Alternative zu teuren und in der Vergangenheit zu oft nicht überzeugenden Fusionen und Übernahmen durchaus nicht unwillkommen. Auch künftig dürften jedoch im Gegenzug in den USA und Europa in Krisenphasen aktive Interventionen der Bankenaufsicht in die Ausschüttungspraxis der Banken deren Gläubigern zugutekommen.

Das Ergebnis 2024 wird vermutlich weitgehend den Aktionären zufließen. Gleichzeitig werden die schwächere Konjunktur sowie regulatorische Effekte (Basel 4, Übergang IFRS 9) in moderat höheren RWA resultieren. Im Ergebnis rechnen wir daher mit Kapitalquoten, die mehrheitlich tiefer als Ende 2023, aber weiter materiell über den regulatorischen Minima liegen werden. Für 2025 unterstellen wir angesichts der von den Banken formulierten Zielquoten eine ähnliche Entwicklung und nochmals ein leichtes Absinken. Dank der überwiegend robusten Ergebnisse vor und nach Risikovorsorge 2024 und, in abgeschwächter Form, auch 2025 sollte sich auch unter diesen Annahmen mehrheitlich kein Druck auf unsere derzeitigen Bonitätseinschätzungen ergeben, sofern grössere exogene Schocks ausbleiben.

Mit Blick auf die Weiterentwicklung der derzeitigen Kapitaladäquanzregeln und die Forderung nach höheren Mindestkapitalanforderungen, wie sie etwa für die UBS erhoben werden, lohnt abschliessend noch einmal der Blick auf die hohen positiven Korrelationen von Risikodichte und harter Kernkapitalquote in Graphik 7 (R^2 0.8811) und von harter Kernkapitalquote und Ergebnis vor Risikovorsorge in Graphik 9 (R^2 0.8963). Die erste Korrelation legt nahe, dass in statistischer Perspektive konservative

Kapitalunterlegungsnormen hohen Kapitalquoten zumindest nicht entgegenstehen. Die zweite Korrelation deutet an, dass in statistischer Perspektive hohe Kapitalquoten mit einer adäquaten, die kalkulatorischen Kapitalkosten deckenden Rentabilität nicht unvereinbar sind. Inwieweit dies allerdings um den Preis der Verdrängung von klassischem Bankgeschäft in die Welt der Schattenbanken sowie der forschen Optimierung von rechtlichen, steuerlichen und regulatorischen Strukturen und Prozessen erreicht worden ist, wird die nächste Krise zeigen. Die Entwicklung bei Staatsschulden, Schattenbanken und wichtigen Industrien mahnt zur Vorsicht.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.