

Credit Insight: 13. Dezember 2022 / VEG & DAM

Grossbanken in Europa und den USA: Ergebnisse 9M22 und Ausblick 2023

Die aktuelle Lage der Banken nach 9M22

Die Zahlen sind besser als die allgemeine Lage. Das ist zumindest der Eindruck, den die Abschlüsse europäischer und US-amerikanischer Grossbanken zum 30.09.2022 vermitteln, wenn man sie der Entwicklung von Makroökonomie und Immobilienmarkt oder wichtigen Industriebranchen und dem Einzelhandel in Europa und den USA gegenüberstellt. Zwar liegen die Ergebnisse vor Steuern 9M22 der meisten Banken unter dem Vorjahresniveau. Allerdings bildeten die Jahresabschlüsse 2020 und 2021 für viele Banken auch den Höhe- und Wendepunkt, der die Abschwächung in 9M22 relativiert. Ob Kreditqualität und Risikokosten, ob Ertragsdynamik oder Ergebnisniveau und Kapitalquoten – die Ergebnisse 9M22 sind ordentlich und stützen die aktuellen Bonitätseinschätzungen.

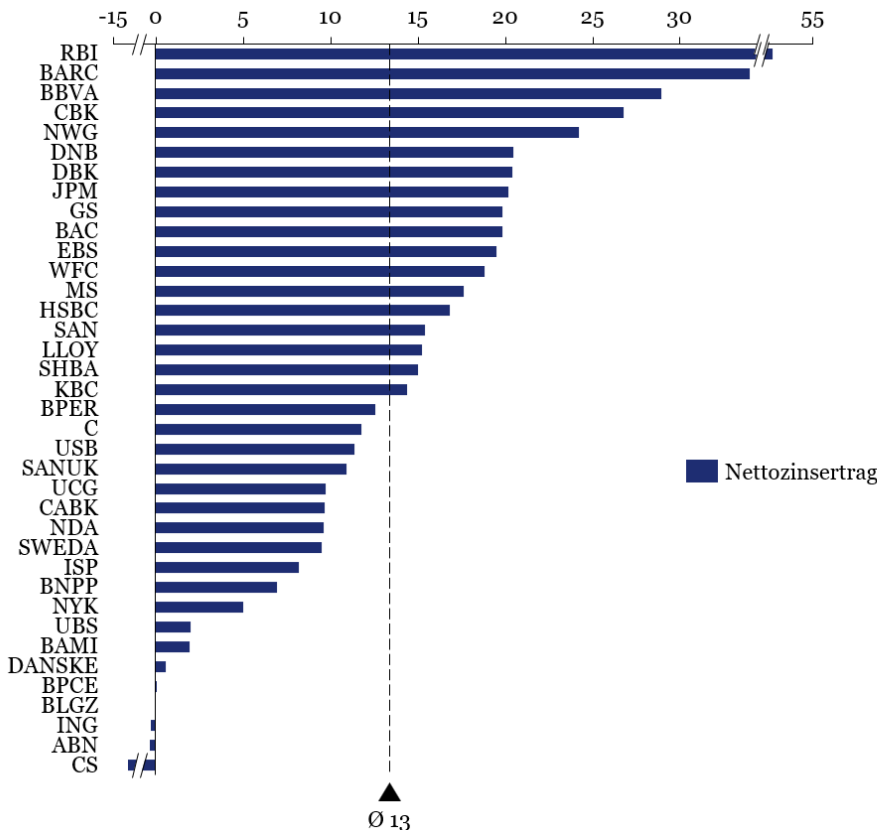
Bonitätsfaktor: Ertragsdynamik

Der russische Überfall auf die Ukraine, der damit einhergehende starke Anstieg der Energiepreise und die hohe Inflation haben die konjunkturellen und strukturellen Herausforderungen gerade der europäischen Volkswirtschaften und wichtiger Industriebranchen noch verschärft. Dieses schwierigere operative Umfeld hat v.a. die Erträge der Banken aus dem Kapitalmarktgeschäft und der Vermögensverwaltung beeinträchtigt. Gerade im Investment Banking zeigt sich allerdings ein uneinheitliches Bild.

Im Gegenzug profitieren alle Banken vom höheren Zinsniveau, wenn auch nach Höhe und Zeitpunkt in unterschiedlichem Ausmass. Über alle 40 Banken in unserem Universum hinweg liegen die Nettozinserträge rund 13% höher als in 9M21. Banken in den USA und Grossbritannien schneiden dabei deutlich besser ab. Die sieben US-amerikanischen Banken verzeichnen ein Plus von durchschnittlich 17%, die fünf britischen Banken von 20%. Auch Banken mit grösserer Präsenz in Schwellenländern (z.B. Erste Group, Raiffeisen International, KBC, BBVA, Santander, Unicredit) profitieren überdurchschnittlich (Ø +23%), da die Zentralbanken in Mittel- & Osteuropa sowie in Mittel- & Südamerika als Reaktion auf die sich beschleunigende und verfestigende Inflation ihre Zinsen früher und stärker erhöht haben als die EZB. Zwar legen auch die Banken mit Schwerpunkt in der Euro-Zone etwa 10% beim Nettozinsertrag zu, zeigen aber je nach Struktur ihres Kundengeschäfts und ihrer Risikopositionierung ein uneinheitliches Bild.

Insgesamt sind die operativen Erträge der Banken in 9M22 immerhin um 6% gestiegen, ungeachtet der tieferen Erträge in Teilen des Investment Banking und geschmälerter Bestands- und Transaktionserträge in der Vermögensverwaltung. Abgesehen von positiven (Raiffeisen International, Bank of America) und negativen Ausreissern (Credit Suisse, Danske Bank, Goldman Sachs), mit ihren sehr spezifischen Gründen, ist die Entwicklung dabei einheitlicher als beim Nettozinsertrag.

Graphik 1: Nettozinsertrag – Veränderung in % 9M22 vs. 9M21



Quelle: Zwischenabschlüsse 3Q22 der Banken, I-CV Berechnungen

Bonitätsfaktor: Risikokosten

Ungeachtet der Pandemie und zunehmender branchenspezifischer Risiken (z.B. Gewerbeimmobilien, Automobil / Zulieferer, Einzelhandel, Hotels & Gastronomie) haben sich die Risikokosten der Banken seit 2018 auf historisch tiefem, stark unterdurchschnittlichem Niveau bewegt. Die von den Staaten und Zentralbanken den Haushalten und Unternehmen gewährte Unterstützung wie auch die Eingriffe ins Insolvenzrecht sind einerseits den Banken stark zugute gekommen, beeinträchtigen aber andererseits auch die Aussagekraft ihrer Kreditrisikokennzahlen und lassen – gerade vor dem Hintergrund steigender Zinsen und Energiepreise – signifikante Nachholeffekte erwarten.

In den Abschlüssen 9M22 ist davon jedoch noch wenig zu sehen, auch dank eines in Teilen immer noch kräftigen Kreditwachstums. Die Problemerkreditquoten zum 30.09.2022 sind mehrheitlich stabil oder nur leicht höher als im Vorjahr bzw. den Vorquartalen. Unbefriedigend bleiben die z.T. substanziellen Kreditengagements in Stufe-2¹, die nicht nur aus Pandemie-Moratorien herrühren, sondern auch aus der mehr oder minder arbiträren Einschätzung von Branchen und Schuldnern. Diese Stufe-2 Engagements belaufen sich auf grob 5-10% des Kreditvolumens und sind – naturgemäss – in viel tieferem Maße durch Wertberichtigungsbestände abgedeckt als die Problemerkredite (Stufe-3).

Nachdem in 9M21 noch 13 Banken netto Risikovorsorge aufgelöst haben, weisen in 9M22 alle Institute (bis auf Credit Suisse, Nordea, Svenska Handelsbanken und UBS) netto Risikovorsorgeaufwendungen aus. Britische und US-amerikanische Banken zeigen die grösste Veränderung: nach Auflösungen im Vorjahr ergeben sich v.a. aus der Anpassung der makroökonomischen Annahmen in 9M22 materielle Risikokosten. Mit durchschnittlich rund 3.3% der operativen Erträge für die US-Banken und 5.1% für die britischen Institute sind die Belastungen allerdings weiter gut verkraftbar. Während die Situation in diesen beiden Ländern recht einheitlich ist, divergieren die Belastungen der Banken in den übrigen europäischen Märkten stärker. Aber auch hier sind es weniger problematische Einzelengagements als pauschale Vorsorgen für Kredite der Stufen 1 und 2, die den Aufwand treiben. Je nach regionaler und sektoraler Struktur der Kreditbücher verzeichnen Institute wie etwa Raiffeisen International, Commerzbank, Deutsche Bank, Santander, Crédit Agricole, Société Générale, Unicredit und ING in absoluten Zahlen erhebliche Mehrbelastungen. In Relation zu den operativen Erträgen sind die am stärksten betroffenen Banken, mit ca. 11.8% der Erträge, neben Raiffeisen International die Commerzbank, BBVA, Santander, Banco BPM, BPER Banca, Intesa SanPaolo, Unicredit und ING, während die Belastung der übrigen Banken in Europa sich auf lediglich 3.5% der Erträge beläuft. Mit Ausnahme der Commerzbank zeichnen sich die meisten stärker betroffenen Banken durch gute Zinsmargen, eine hohe operative Effizienz und robuste Ergebnisse vor Risikovorsorge aus, so dass auch für sie aus Bonitätssicht vorerst keine Anpassung erforderlich ist.

Viele Banken in Europa, den USA und andernorts haben im Zuge der Pandemie nach ihrem billigen Ermessen pauschale Wertberichtigungen gebildet («management overlay»). Diese sollten den pandemiebedingten Unwägbarkeiten Rechnung tragen, waren vielfach substantiell und bestehen z.T. immer noch in erheblichem Umfang. Aus kreditanalytischer Sicht sind diese «zusätzlichen» Wertberichtigungsbestände grundsätzlich positiv. Sie verschaffen den Banken, die sie sich leisten können und wollen, bei Ergebnis und Kapitalquoten mit Blick auf konjunkturelle und sektorische Risiken zusätzliche Flexibilität.

Problematisch ist jedoch, dass diese pauschalen Vorsorgen letztlich Ausdruck berechtigten Misstrauens der Banken selbst, aber v.a. auch der Bankenaufsicht gegenüber den sehr stark modell- und parametergetriebenen, an makroökonomischen Grössen ausgerichteten Bewertungsnormen von IFRS 9 (bzw. US GAAP ASC 326) sind. Seit ihrer Einführung (IFRS 9: 01.01.2018) sind im Grunde beide Normen bislang noch unerprobt in einer schärferen oder längeren Rezession. Offen ist, inwieweit sie Konzentrationsrisiken in Branchen, Regionen oder Schuldnern, Interdependenzen sowie Zweit- & Drittrundeneffekte adäquat und zeitnah abbilden werden. Je nach Konjunktorentwicklung sollten daher markant höhere, von den Bewertungsmodellen nicht antizipierte Risikovorsorgeaufwendungen nicht überraschen.

Bonitätsfaktor: Ergebnisdynamik und Kapitalquoten

Während die grossen europäischen und US-amerikanischen Banken sich in 9M22 operativ vergleichsweise homogen entwickelt haben, fallen bei den Ergebnissen vor Steuern nicht-operative Faktoren (Restrukturierungsaufwand, Korrekturen bei Goodwill und latenten Steuern, Bussen, M&A etc.) stärker ins Gewicht, so dass das Gesamtbild uneinheitlich ist. Wenig überraschend führt bei den britischen und US-Banken die Kombination aus tieferen Erträgen und höheren Risikokosten – auch ohne Sonderfaktoren – zu markant tieferen Ergebnissen vor Steuern (Ø UK -5.5%, USA -29.5%). Im Rest Europas reicht es dagegen durchschnittlich und bei weiter Streuung noch für einen Zuwachs von 2.4%.

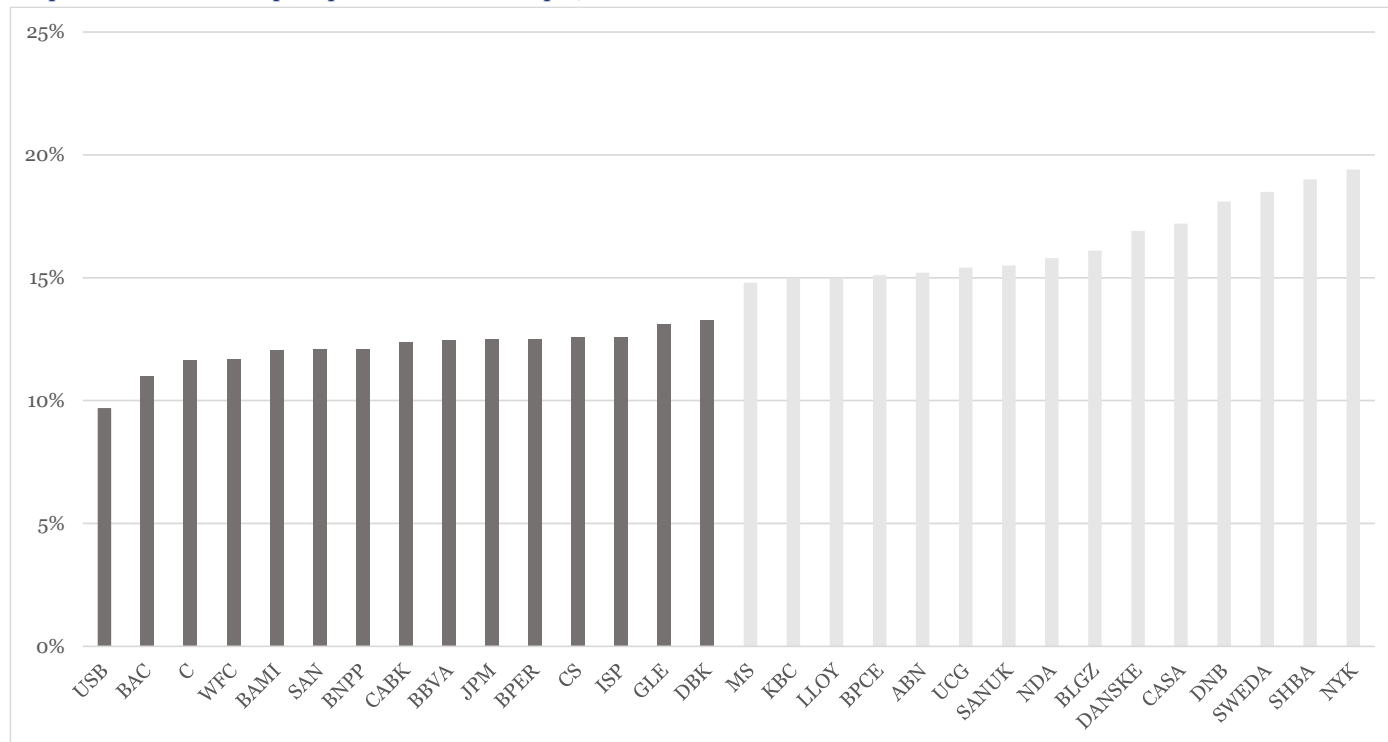
Positiv aus Bonitätssicht ist, dass sich die Ergebnisse vor Steuern aller Banken (mit Ausnahme der Sonderkonstellation der Credit Suisse) weiter auf einem befriedigenden, wenn nicht sogar guten Niveau bewegen. Selbst die notorisch schwache Commerzbank konnte dank der steigenden Zinsen und ungeachtet der problematischen Entwicklung im polnischen Bankensektor Ergebnis und Rentabilität stärken. Insgesamt lassen die Ergebnisse der meisten Banken weiter adäquat Raum für Wachstum, regulatorische und konjunkturelle Belastungen sowie Dividenden und Aktienrückkäufe. Nicht übersehen werden sollte dabei jedoch, dass viele Banken sich nach wie vor schwer tun, ihre kalkulatorischen Kapitalkosten zu verdienen, und am Aktienmarkt nur unambitiöse Bewertungen erreichen.

Vor diesem Hintergrund sind auch die höheren Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe etlicher Banken zu sehen. Erwartungsgemäss sind die harten Kernkapitalquoten zum 30.09.2022 im Vergleich zum 31.12.2021 um durchschnittlich 0.8 Prozentpunkte gesunken, weniger als Folge von Bilanz- und Kreditwachstum, sondern primär infolge der Kapitalmassnahmen. Die stärksten Rückgänge verzeichneten neben den britischen Banken (Ø -2.1 Prozentpunkte) die italienischen (Banco BPM, BPER Banca, Intesa SanPaolo; Ø -1.8 PP) und die Benelux-Banken (ABN AMRO, ING, KBC; Ø -1.4 PP). Die harte Kernkapitalquote aller Banken liegt aber

¹ Gemäss IFRS 9 werden Kredite, die ausgefallen sind oder bei denen ein Ausfall wahrscheinlich ist, als Problemerkredit in Stufe 3 eingeordnet. Kredite, deren Bonität sich seit dem Zeitpunkt der Kreditvergabe materiell verschlechtert hat, die aber noch nicht die formalen Anforderungen der Stufe 3 erfüllen, fallen in Stufe 2.

mit durchschnittlich 14.4% zum 30.09.2022 weiterhin auf einem guten Niveau, mit weit mehrheitlich guten Puffern gegenüber den regulatorischen Mindestanforderungen.

Graphik 2: Harte Kernkapitalquote – Bottom & Top 15



Quelle: Zwischenabschlüsse 3Q22 der Banken

I-CV Ausblick 2023

Wir gehen mit Blick auf die Banken für 2023 sowohl für den europäischen als auch den US-amerikanischen Markt von einer gegenüber 2022 nochmals schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung aus. Dabei überlagern sich konjunkturelle und strukturelle Faktoren – in Summe sehen wir die makroökonomischen Perspektiven für die USA jedoch besser als für die meisten europäischen Volkswirtschaften. Nachlaufeffekte der Pandemie – etwa in Form von zu lange mit billiger Liquidität künstlich am Leben gehaltenen KMU und Grossunternehmen – dürften in Europa ebenso wie die höheren Energiepreise und Zinsen stärker Tribut verlangen. Erschwerend kommen politisch oktroyierte strukturelle Umbrüche hinzu, deren betriebs- wie volkswirtschaftliche Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit in Frage steht. Dies betrifft neben dem Energiesektor v.a. die für Europa wichtige Automobilbranche und ihre Zulieferer.

Selbst wenn es nicht (im technischen Sinne) zu einer Rezession kommt, rechnen wir mit einem schlechteren Investitions- und Konsumklima und steigenden Unternehmensinsolvenzen. Angesichts des aufgrund der demographischen Entwicklung zunehmend weniger elastischen Arbeitsangebots sollte allerdings in historischer Perspektive die Arbeitslosigkeit eher moderat ansteigen, insbesondere in Nord- und Westeuropa. Gegenüber den Vorjahren werden die Risikovorsorgeaufwendungen der Banken markant zunehmen: zum einen infolge der Mechanik der Rechnungslegungsnormen, zum anderen aufgrund deutlich steigender Problemkredite (Stufe-3). In den USA wie in etlichen Märkten Europas rechnen wir mit signifikant höheren Belastungen aus der Finanzierung von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Für die US-Grossbanken werden zudem Konsumkredite und Kreditkarten stärker belasten, während europäische Banken stärker aus dem KMU-Segment heraus betroffen sein werden. Ein Teil der höheren Risikovorsorgeerfordernisse wird durch die pauschalen Wertberichtigungen («management overlays») gedeckt werden können (sofern nach 4Q22 noch vorhanden). Im Gegenzug ist allerdings auch mit grösseren negativen Überraschungen (s.o.) zu rechnen.

Für die private und institutionelle Vermögensverwaltung und das Investment Banking erwarten wir nach den guten Vorjahren eine Normalisierung der Erträge auf tieferem Niveau. Beim Nettozinsertrag gehen wir dank der Renaissance der Passiv- und Transformationsmargen nochmals von Verbesserungen gegenüber 2022 aus. Diese dürften den europäischen bzw. den mehr auf den Euro ausgerichteten Banken 2023 stärker als 2022 zugute kommen. Tarifierhöhungen und inflationsbedingte Anpassungen bei Büromieten und Energiekosten lassen einen gegenüber den Vorjahren stärkeren Anstieg der operativen Kosten und damit weiteren Druck auf die Optimierung von Strukturen und die Digitalisierung von Prozessen erwarten. Unsere Basis-Hypothese ist, dass die Ergebnisse vor Risikovorsorge nicht allzu gravierend von den aktuellen Niveaus abweichen werden. Die Banken sollten damit die höheren Risikokosten durchgängig gut verkraften können. Die Rentabilität dürfte sich entsprechend abschwächen, jedoch primär zu Lasten der Aktionäre.

Bei den regulatorischen Kapitalquoten zeichnet sich als Folge von Kreditwachstum und schwächerer Konjunktur ein Anstieg der Risikoaktiva ab. Auch aus der finalen Umsetzung von IFRS 9 müssen einige Banken noch mit Belastungen rechnen, ebenso aus dem

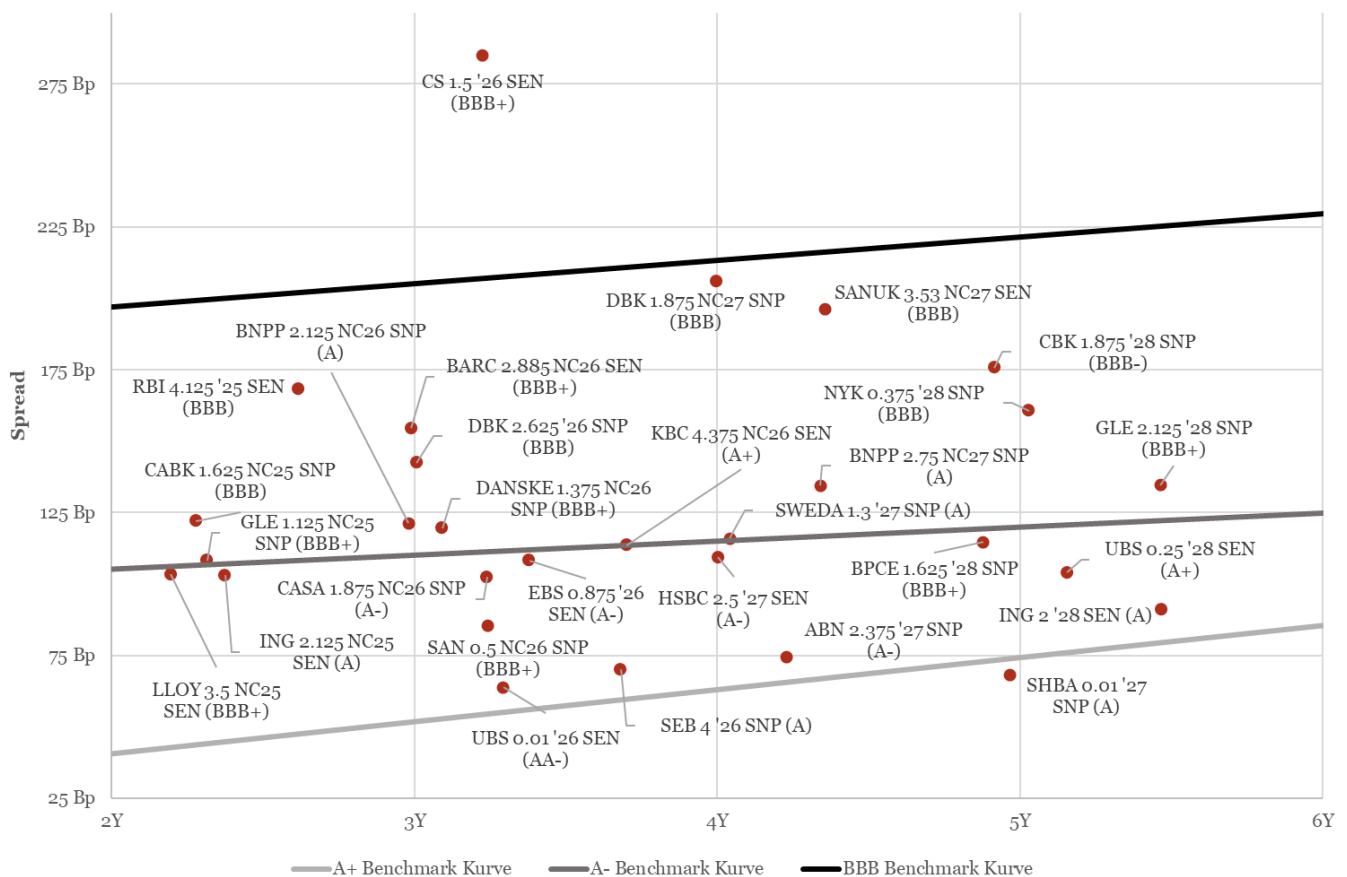
im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Überprüfung der bankinternen Modelle verhängten Output-Floor (72.5% der RWA des Standardansatzes), der schrittweise bis 2027 eingeführt werden wird. Dem steht die aktivistische, aus Aktionärs- wie Gläubigersicht nicht unproblematische Interventionspraxis der Bankenaufsicht gegenüber, die uns derzeit von einer zurückhaltenden Kapitalsteuerung der Banken auszugehen lässt. Die Ergebnisse 9M22 legen für 2022 für die europäischen wie für die US-amerikanischen Banken überwiegend eine ordentliche Thesaurierungsfähigkeit nahe. Wir gehen daher von insgesamt stabilen Kapitalquoten aus.

In der Gesamtbetrachtung legen die Ergebnisse 9M22 und unsere Erwartungen für 2023 keine gravierenden Anpassungen unserer Bonitätseinschätzungen nahe, sofern eine länger anhaltende, schärfere Rezession, die einzelne Länder und Branchen überproportional beträfe, ausbleibt.

Unsere Empfehlungen

Wir bleiben bei unserer grundsätzlichen Empfehlung, bei Anlagen im Bankensegment Institute mit einem robusten Geschäfts- und Finanzprofil und fundamental guten Perspektiven zu bevorzugen, bei diesen dafür aber auch in tieferen Schichten der Kapitalstruktur (AT1, Tier 2 und Senior Non-Preferred) zu investieren.

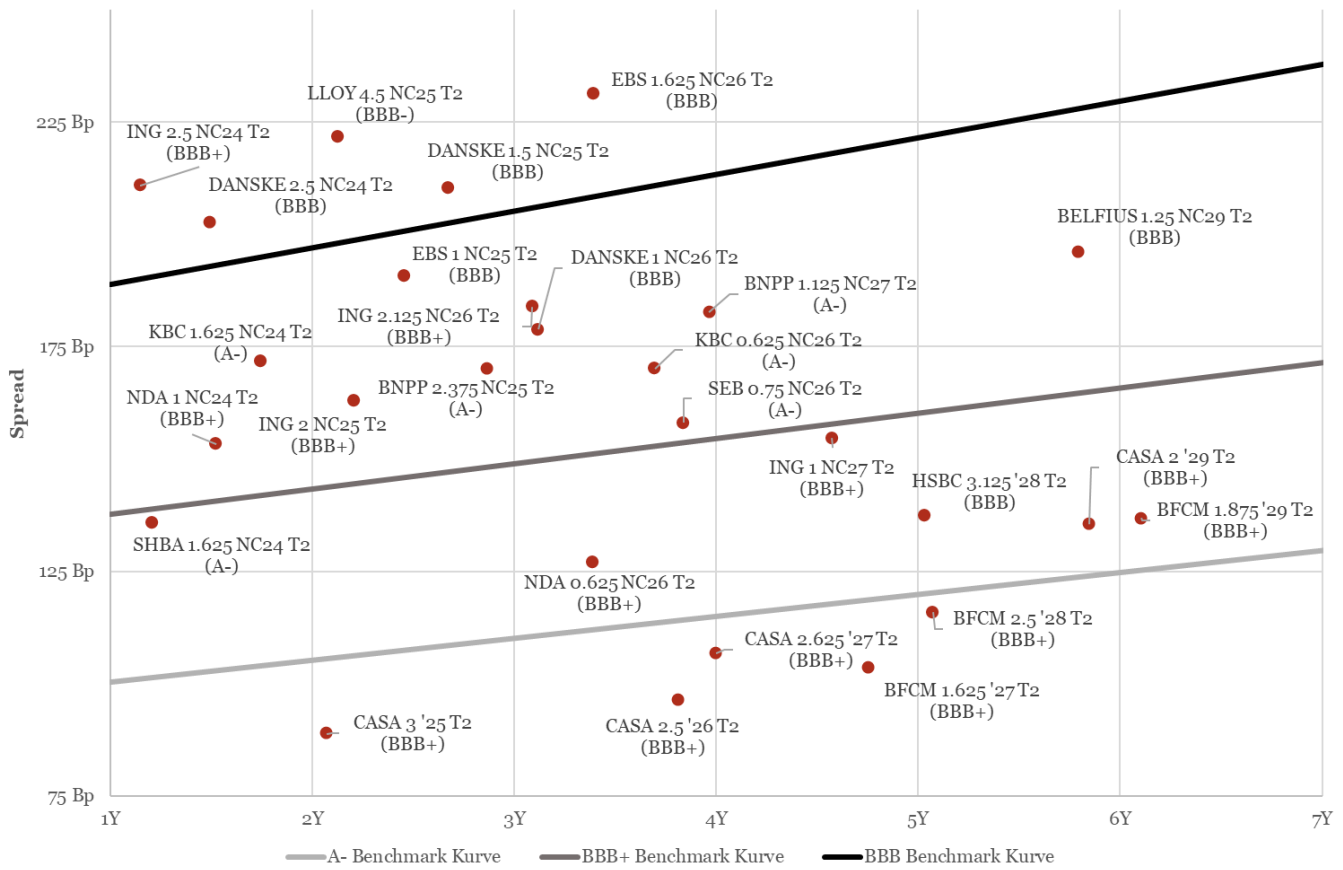
Grafik 3: EUR Senior Non-Preferred



Quelle: ICE / I-CV

Bei EUR-Anleihen im Senior Non-Preferred Segment bevorzugen wir derzeit Banken wie Barclays (2.885% '26), BNP Paribas (2.125% '26; 2.75% '27) oder auch die Société Générale (GLE; 2.125% '28), die sich fundamental positiv entwickelt, dank ihrer Präsenz in Mittel- & Osteuropa stärker von den höheren Zinsen profitiert und deren verbleibendes Russland-Risiko marginal ist. Raiffeisen International (RBI; etwa der 4.125% '25) leiden noch unter der Ungewissheit über das weitere Vorgehen der österreichischen Bankengruppe in Russland, bieten aber u.E. fundamental wie technisch mehr Chancen als Risiken, auch wenn temporär mit höherer Volatilität zu rechnen ist. Nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung sind auch Credit Suisse AG (1.5% '26) für Opportunisten interessant, auch wenn auch hier mittelfristig noch negativer Nachrichtenfluss und höhere Volatilität drohen. Gegenüber Emissionen der Credit Suisse Group AG empfehlen wir jedoch weiter Zurückhaltung.

Grafik 4: EUR Tier 2



Quelle: ICE / I-CV

Die Tier 2 Anleihen der französischen Genossenschaftsbanken Crédit Agricole (CASA 3.25%, 2.5%, 2.625%, 2%) und Crédit Mutuel Alliance Fédérale (CM14 / BFCM 1.625%, 2.5%, 1.875%) illustrieren gut unsere Grundthese. Zum einen zeichnen diese Banken sich durch grössere Stabilität und weniger Risiko aus als etwa Banken wie Santander, HSBC, ABN AMRO oder Svenska Handelsbanken (siehe Graphik 3), zum anderen bieten sie diesen gegenüber ein attraktives Spread- und Renditeniveau. Generell liegen die Credit Spreads und Renditen von Tier 2 Anleihen solider Banken – also solche, die wir intrinsisch mit mindestens A- bewerten und deren I-CV Fundamentals Stable oder Improving sind – grob 50 Basispunkte über dem Niveau der Senior Non-Preferred Emissionen.

Attraktiv sind daher auch die Tier 2 Anleihen einiger Benelux-Banken (u.a. ING 2.5%, 2.125%; KBC 1.625%, 0.625%; Belfius 1.25%), der Erste Group Bank (EBS 1%, 1.625%), von BNP Paribas (2.375%, 1.125%) und Nordea (NDA 1%). Danske Bank leiden unter den schlechten Compliance-Nachrichten der letzten Quartale sowie Sorgen um die Entwicklung der nordischen Immobilienmärkte, so dass trotz der insgesamt ordentlichen operativen Entwicklung hier das Rückschlagspotential höher ist als bei den vorgenannten Emittenten.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tötigung 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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.