

PK Assets

Banken:

Sinnvoll für das Obligationen-Portefeuille?

8/2019

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Eggirrain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

«Over the 1995-2016 period, shareholders earned net a EUR 17 bn from owning Deutsche Bank, once dividends, share buybacks and increased stock market value are offset by capital increases. That is dwarfed by the EUR 71 bn paid in bonuses over the same time period»

FT 8/2019

Sind Banken nur ein Bancomat für das Bankenkader oder bieten sie auch etwas für Obligationen-Investoren?

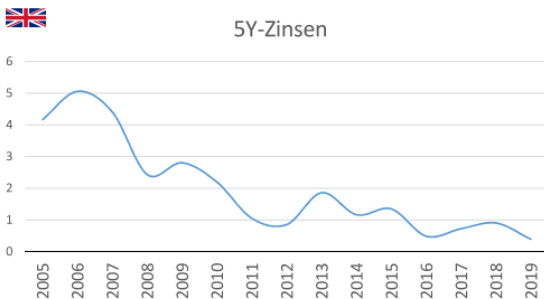
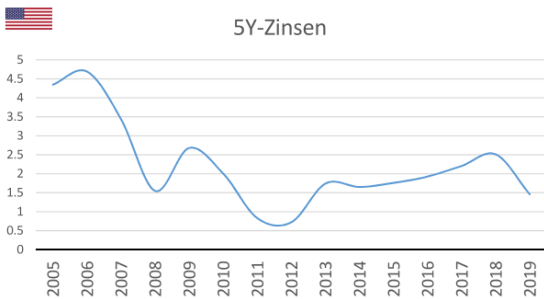
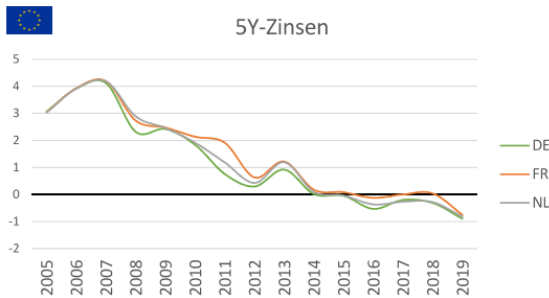
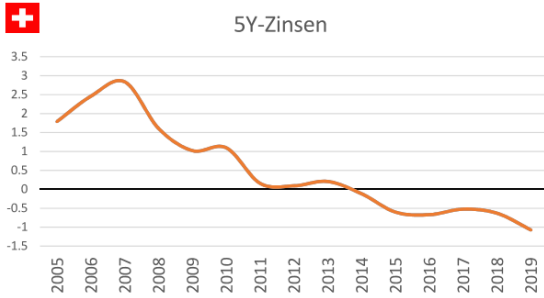
Das Umfeld für die Banken

Bezüglich Rahmenbedingungen konzentrieren wir uns auf insbesondere drei Umfeld-Parameter:

Zinsniveau & Zinskurve

Rating des Landes (v.a. bei instabilen Ländern)
und

Bonität des Landes gemäss unserer Definition

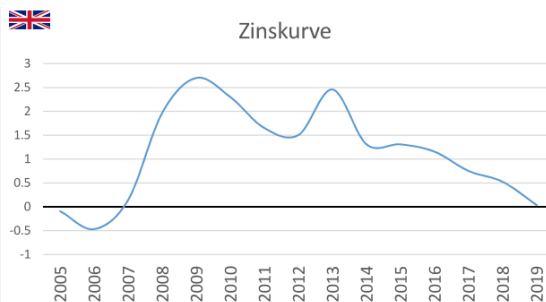
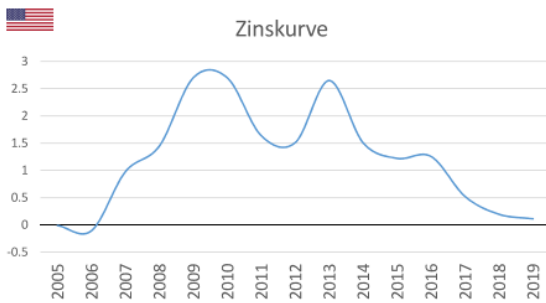
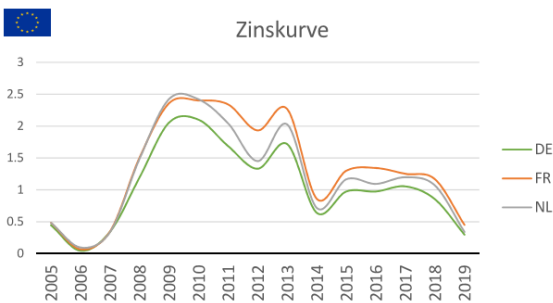
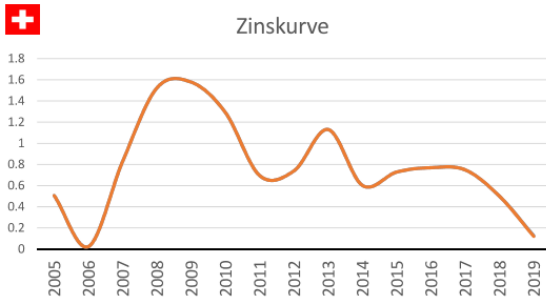


Zins-Crash Es gibt kein anderes Wort

- Kein Quartalsbericht über die Banken, wo nicht auf die Zinslandschaft hingewiesen wird
- Neue Problematiken, wie das Management von Negativzinsen durch die Banken werden zur Belastungsprobe
- Können Negativzinsen auf die Kunden umgelegt werden
- Gelingt die Fristentransformation im Negativzinsumfeld?
- **Und v.a.: Gehen die Banken zu viel Risiken ein?**
- Verbrennen sich die Banken wieder in einer Real-Estate-Bubble?

Wir nehmen mit:

Negativzinsen bald überall?
Neue Herausforderungen für die Banken



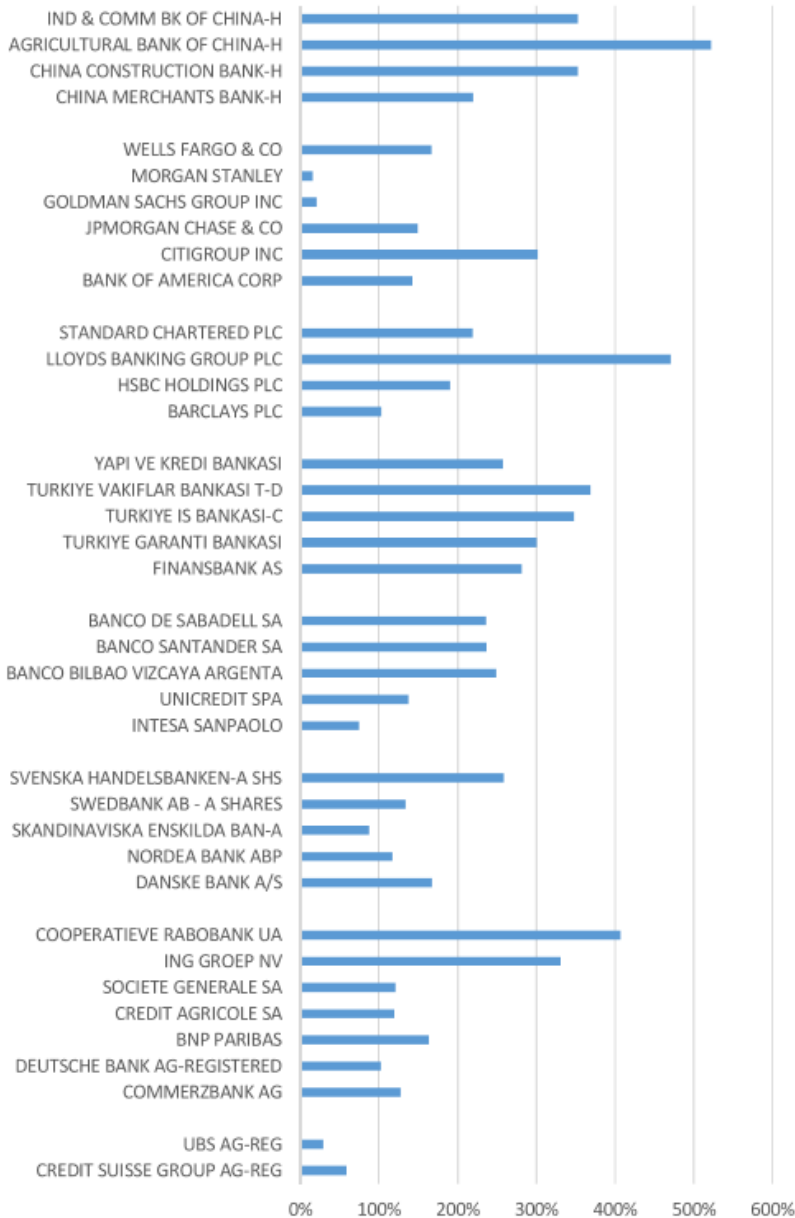
Zinskurven komplett gebügelt Und das ohne Rezession

- Die Banken sind im Geschäft der Fristentransformation zu hause
- Ebenso wichtig deshalb wie das Niveau an sich ist die Steilheit der Zinskurve, welche die Zinsmarge der Banken mitbestimmt
- Man sollte die Kreativität der Banken im Zinsgeschäft nicht unterschätzen (speziell im Minus-Zinsumfeld), aber die Zinskurve ist eine wichtige Determinante im Trend der Profitabilität
- So gesehen könnte das Umfeld unattraktiver kaum sein

Wir nehmen mit:

Die
Zinslandschaft ist
brutal schwierig

Nettozinseinkommen / (Fees & Commissionen)



Unterschiedliche Business Models berücksichtigen

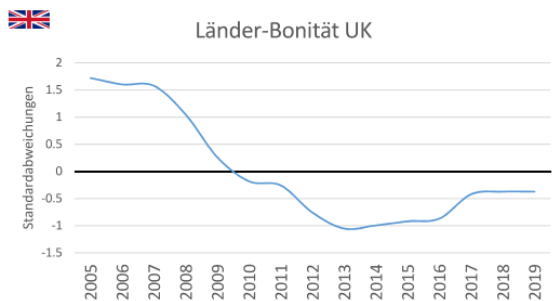
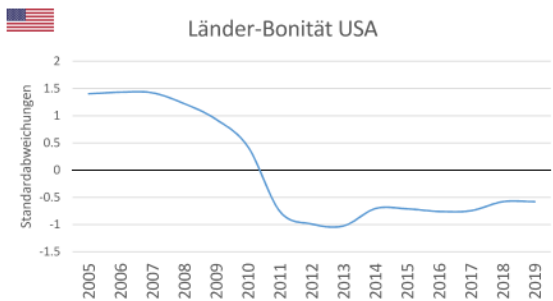
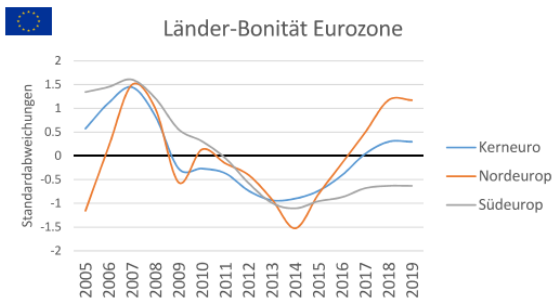
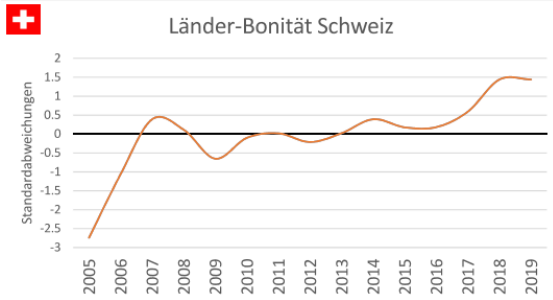
Zinsen hoch gewichten wo Zinsgeschäft dominant ist

Wir haben die Erträge aus dem Zinsgeschäft mit denjenigen der Fee&Commissions verglichen

- Man kann eine Rabobank nicht mit einer Morgan Stanley vergleichen, die Business-Modelle sind zu verschieden
- Man kann aber z.B. die verschiedenen Banken im gleichen Land vergleichen
- Aber auch dann: in CH z.B. bilanziert die UBS nach IFRS, die CS nach US GAAP
- Man sollte den Zinsfaktor im Länderfaktor hoch gewichten, wo das Zinsgeschäft besonders wichtig ist
- Man sollte den Wachstumsfaktor (Wesentlicher Faktor in unserem Bonitätsmodell für die Länder!) dort hoch gewichten, wo das Fee&Commissions-Geschäft –v.a. konjunkturgetrieben- hoch ist

Wir nehmen mit:

Zinsen sind wichtig aber nicht überall gleich



Um die Zahlen der Finanzinstitute vergleichbar und aggregierbar zu machen, haben wir jew. eine Skalentransformation vorgenommen, und damit die Bewegung in Standardabweichungen abgebildet

Finanzrepression hat Bonitäts-Absturz der Länder gestoppt Aber es gibt klare Gewinner-Länder

Die von uns berechnete Länderbonität umfasst folgende Indikatoren

- Verschuldung
- Wachstum vs. Schuldzinsen
- Leverage
- Arbeitsmarkt
- Wirtschaftswachstum
- NPL
- Diverse Berechnungen der Liquidität, v.a. im Verhältnis zu externen Schulden
- Die Gewichtung der Indikatoren erfolgt unterschiedlich je nach dem Entwicklungsgrad und den Eigenheiten des jeweiligen Landes
- Hauptprofiteure der globalen Finanzrepression sind die Musterknaben wie CH und Skandinavien, aber auch v.a. Deutschland, während die Südländer, UK und USA mit der Finanzrepression eine –allerdings starke- Stabilisierung erreicht haben

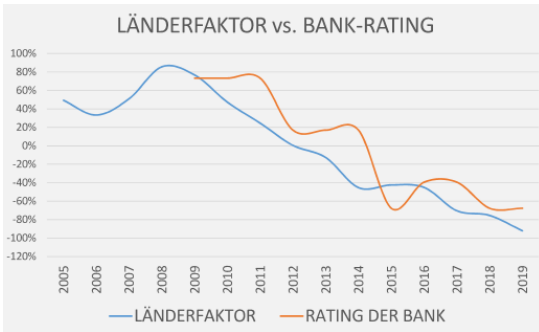
Wir nehmen mit:

Tiefe Zinsen sind nicht nur schlecht für die Banken

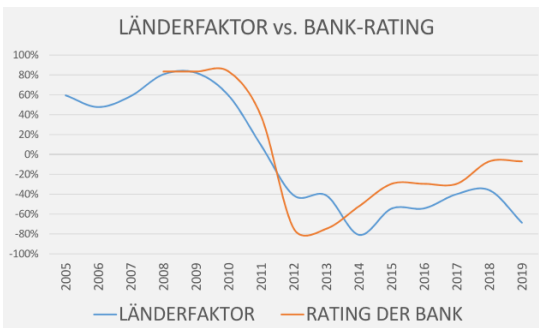
Umfeld

Relevanz der Länderbetrachtung

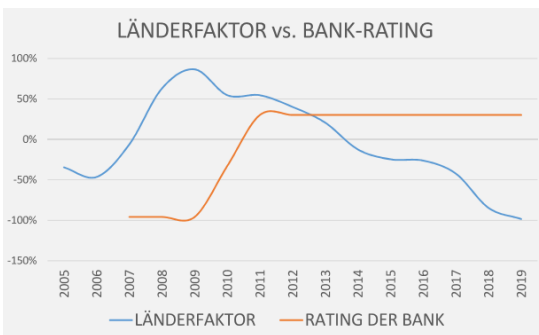
Länderfaktor vs. Rating der Bank: Bsp. Barclays



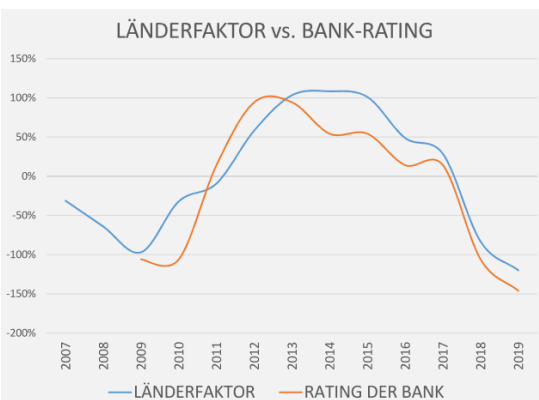
Länderfaktor vs. Rating der Bank: Bsp. BBVA



Länderfaktor vs. Rating der Bank: Bsp. China Merchant Bank



Länderfaktor vs. Rating der Bank: Bsp. Turk Garanti Bank

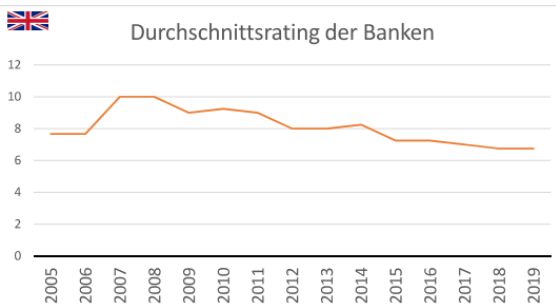
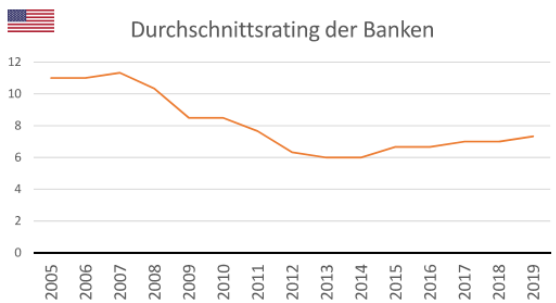
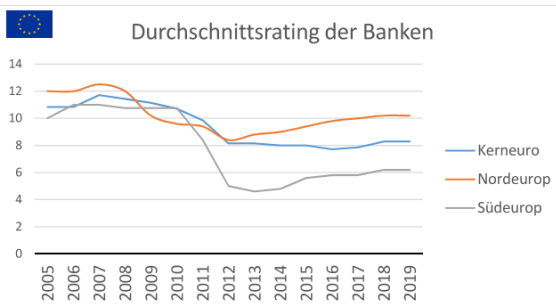
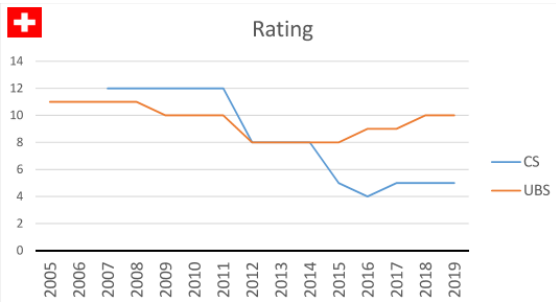


Auswahl des Landes ist die halbe Miete Problemfälle vermeiden

- Ziel: Vermeidung von Obligationen-Invests in Banken, die ein signifikantes Problem haben und/oder die herunter gerated werden dürften auch aufgrund der Länderbonität des entsprechenden Heimlands
- Die Chart-Beispiele zeigen, wie wichtig der von uns amalgamierte **Länderfaktor** ist
- Unser Länderbonitäts-Faktor erklärt in vielen Fällen bereits einiges von der Rating-Migration der Grossbanken desselben Landes, d.h. der **Länderfaktor** ist –wenn auch nicht überall in gleichem Ausmass– wichtig und in Einzelfällen absolut dominierend
- Ohne Analyse des Länderfaktors bleibt eine Banken-Analyse unvollständig
- **Es zeigt sich, dass sich in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle der Länderfaktor eingetrübt hat, und als Hypothek auf den Bankenbewertungen lastet**

Wir nehmen mit:

Ohne Länder-Betrachtung keine Banken-Bonitätsview



Senior Unsecured Ratings:

- 13 AAA
- 4 BBB-
- 0 B+

Ratings-Absturz grossflächig abgefedert UK die Ausnahme

- Mit der Erholung der Länder-Bonitäten wurde auch der Absturz der Banken-Ratings seitens der Rating Agenturen gestoppt
- Die Bankenratings sind weit von den Niveaus von vor der Krise entfernt, aber sie verschlechtern sich nicht mehr, bzw. sie verbessern sich sogar im Schnitt
- Wenn schon nicht für die Ergebnisse dann doch mindestens für die Ratings sind die verschärften EK-Vorschriften und die z.T. verbesserten Länderratings ein Segen

Wir nehmen mit:
Mit der Finanzrepression endete der Absturz der Banken-Ratings

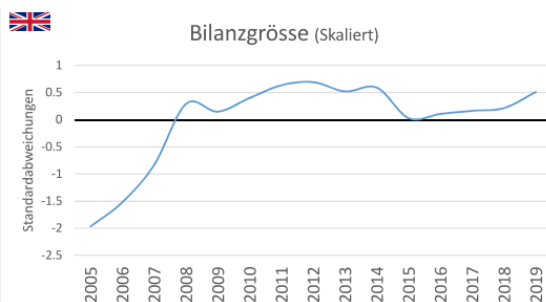
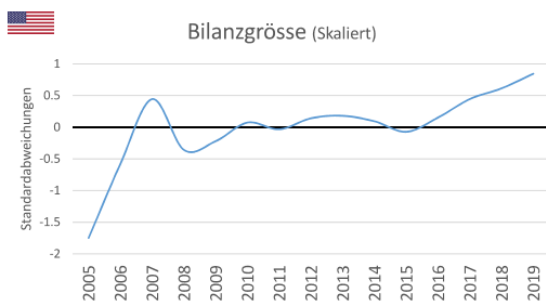
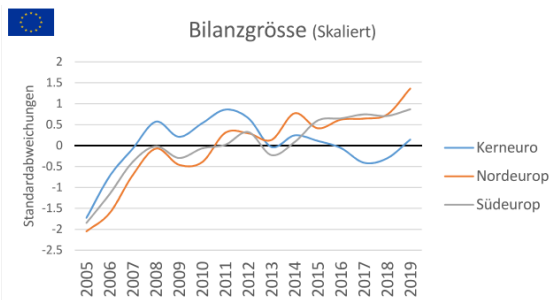
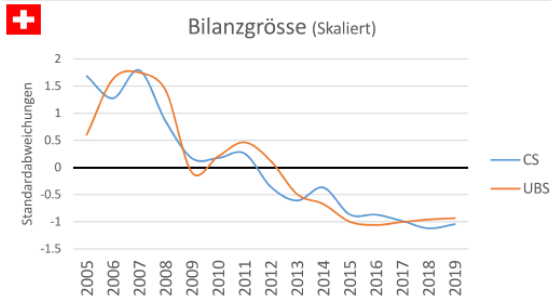
Grösse und «Risiko»

Im Rahmen der grossen Finanzkrise kam die Befürchtung auf, die Banken seien zu gross um fallen gelassen zu werden («too big to fail»), andererseits zu gross in Anbetracht des Risikos für das Land für den Fall einer erneuten Krise («too big to save»)

Gleichzeitig wurde Grösse gepusht, indem bspw. in den USA vielen Banken von den Behörden aufgetragen wurde, Institute in Schieflage zu schlucken (Merrill, Wachovia, Countrywide etc)

Hat die Regulierung dafür gesorgt, dass die potentiellen Problemfälle kleiner geworden sind?

*«Die risikogewichtete Kapital-Ratio von UBS und CS sind nicht angemessen. Wenn man die Bilanzsumme der US-Banken vor der Finanzkrise nimmt und sie durch das BIP teilt, ergibt das einen Wert von unter 100%. In Europa ist dieser Wert viel höher, in der Schweiz erst recht. Darum will der Gesetzgeber die Banken supersicher machen. In Island betrug der Wert einst 10'000%, kein Wunder, konnte der Staat die eigenen Banken nicht retten»
Steve Eisman, Neuberger Berman 5/19*



Regulierungs- Schub hat nicht für kleinere Banken gesorgt

- Die **Schweiz** ist die Ausnahme mit einer signifikanten Verkleinerung der Bankbilanzen
- In **Kerneuropa** gibt es klare Divergenzen bei den Banken, die **Nordeuropäer** wachsen kräftig, mit Ausnahme Nordea, ebenso die **Südländer** mit Ausnahme Unicredito
- Kompaktes Wachstum gibt es in den **USA**, ein Wachstum wieder ähnlich hoch wie vor der grossen Finanzkrise
- **UK**: Zwei Banken wachsen, zwei schrumpfen eher
- Per saldo nehmen die Einheiten somit eher zu, mit klaren Unterschieden allerdings, auch innerhalb der Länder
- Augenfällig ist das starke Wachstum der US-Banken

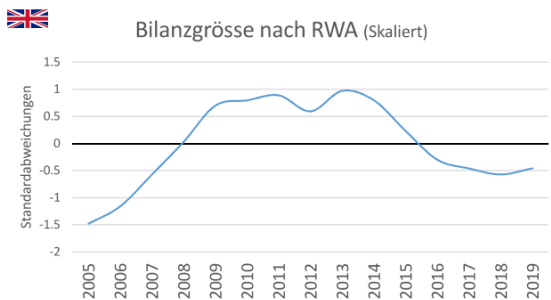
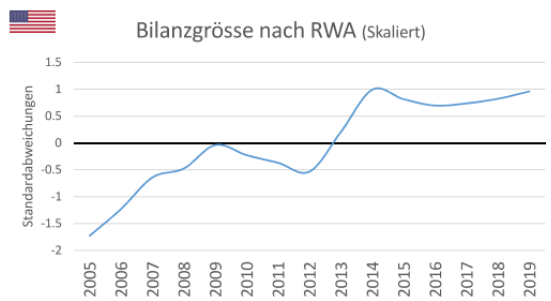
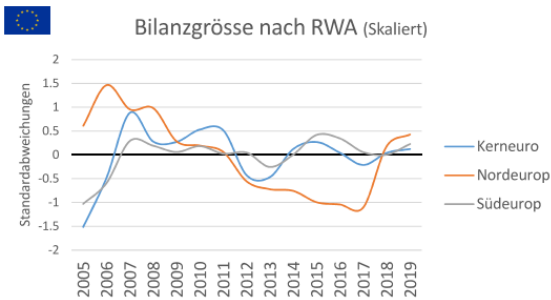
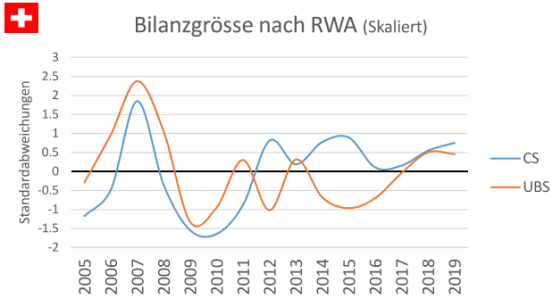
Um die Zahlen der Finanzinstitute vergleichbar und aggregierbar zu machen, haben wir jew. eine Skalentransformation vorgenommen, und damit die Bewegung in Standardabweichungen abgebildet

Wir nehmen mit:

Gemäss Bilanzgrösse sind die Banken kaum gebändigt

Grösse und Risiko

RWA: Risk Weighted Assets



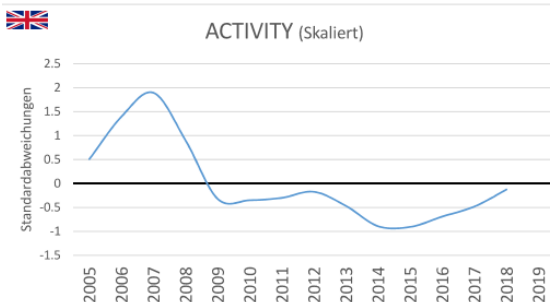
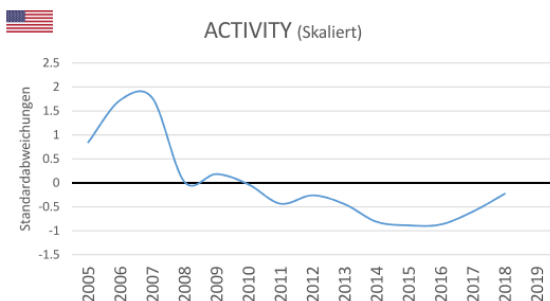
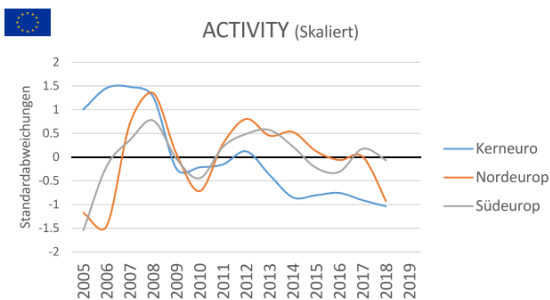
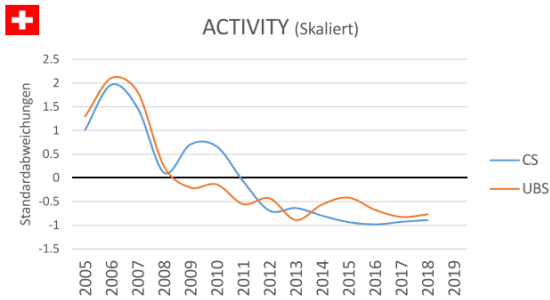
Um die Zahlen der Finanzinstitute vergleichbar und aggregierbar zu machen, haben wir jew. eine Skalentransformation vorgenommen, und damit die Bewegung in Standardabweichungen abgebildet

Risikoadjustiert wächst nur noch die USA Aber keine Verkleinerung der Banken ausserhalb UK

- Aussagekräftiger als die Bilanzgrösse ist die Verbindung von Grösse und Risiko, also die sog. «Risk Weighted Assets»
- Die Eigenmittelanforderungen an Banken werden primär im Verhältnis zu den RWA definiert. Der Berechnung der RWA kommt damit eine zentrale Bedeutung zu
- Achtung: Die RWA sind ein Konstrukt mit diversen Stärken und Schwächen, und **absurderweise** ist es den Banken bis zu einem gewissen Punkt überlassen, die Bewertung vorzunehmen
- Basierend auf RWA relativieren sich einige Erkenntnisse der Bilanzgrösse:
- So verschwindet der Sonderstatus von «schrumpfenden» CH-Banken
- Die UK-Banken schrumpfen hingegen unisono
- Wie wichtig die Regulierungen sind zeigt der Fall der Nordics, wo die RWA-Regeln verschärft wurden, insbesondere bei den Hypotheken, was rechnerisch die RWA enorm erhöht hat

Wir nehmen mit:

Auch gemäss RWA ist das Too Big To Save nicht entschärft



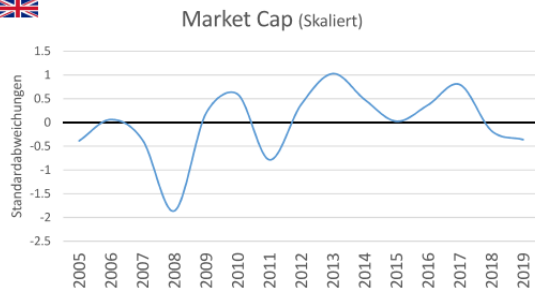
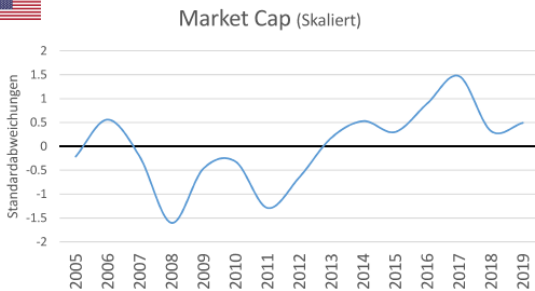
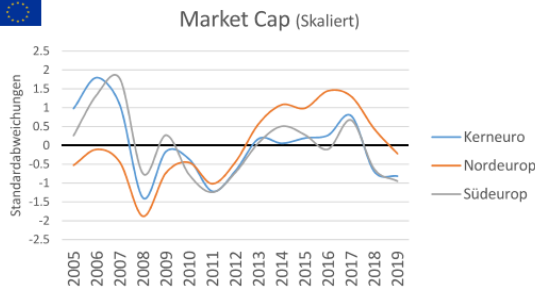
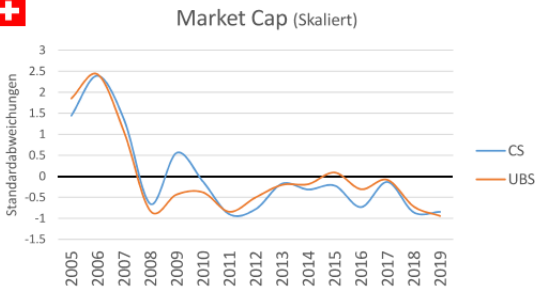
Identitätskrise des Bankengewerbes?

- Wir halten Umsatz/RWA für eine – wenn auch diffuse- Schlüsselgrösse
- Es zeigt die Agilität der Bank, Business zu generieren. Flacht diese Kennzahl ab, dann besteht die Gefahr, dass die Bank einschläft
- Die Banken schaffen es nicht mehr so viel Umsatz zu generieren wie früher weil anscheinend das Umsatz-Wachstum nicht mit dem RWA-Wachstum mithält...
- ...oder die Verschärfung des RWA-Regimes nicht mit Mehrumsatz kompensiert werden kann
- Wenn aber eine Bank nicht wächst ist sie dem Untergang geweiht, entweder durch Erosion oder Bedeutungsverlust
- Als **besonders gravierend muss die Situation in CH und Kerneuropa** interpretiert werden, während die Anglosachsen wieder etwas an Fahrt gewinnen

*Es scheint, als würden die Investoren (den Banken) nicht mehr viel Bahnbrechendes zutrauen, wobei der Kontrast zur Zeit vor der Finanzkrise von 2008 nicht grösser sein könnte. Damals galten Finanzhäuser in der Firmenwelt als das Mass der Dinge: Sie expandierten in raschem Tempo und brachten offenbar eine Innovation nach der anderen auf den Markt. Aber vieles davon war Blendwerk, und viele Banken erlitten in der Folge horrenden Verluste. Heute betreiben sie eine andere Form des Banking. Das Geschäft ist stark reguliert, und es gibt kaum Möglichkeiten, sich von der Konkurrenz abzuheben: Die Institute nehmen Geld von Kunden entgegen und vergeben es als Kredite oder legen es in Finanzprodukten an. Seit Jahrzehnten ist dies der Kern des Banking, bloss ging das vor der Finanzkrise vergessen.
NZZ 8/2019*

Wir nehmen mit:

Die Welt sieht
vielerorts
overbanked aus



Um die Zahlen der Finanzinstitute vergleichbar und aggregierbar zu machen, haben wir jew. eine Skalentransformation vorgenommen, und damit die Bewegung in Standardabweichungen abgebildet

Grosse Banken mit kleinen Aktienkursen was ist los?

- Es ist keineswegs so, dass die Bilanzen und RWA der Banken gesunken ist
- Trotzdem ist die Markt-Kapitalisierung der Banken ausserhalb der USA zum Teil massiv gesunken
- Es ist wohl kein Zufall, dass die P/B mit der Aktivität wie wir sie messen korreliert ist
- In der CH sind die Market Cap sogar auf dem Tiefpunkt der letzten 15 Jahre
- Was ist hinter der Aktienbaisse bei den Banken?
- Betrifft das nur die Aktionäre?
- Oder auch die Obligationäre?

«Die Marktkapitalisierung aller Gross-Banken der Eurozone zusammen entspricht in etwa derjenigen von JPMorgan.»

Wir nehmen mit:

Etwas ist faul!
Was läuft falsch?
Und betrifft das auch den Obligationär?

Bilanz

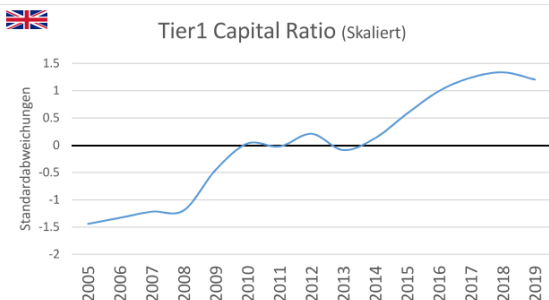
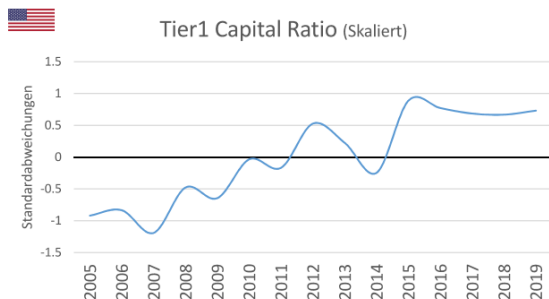
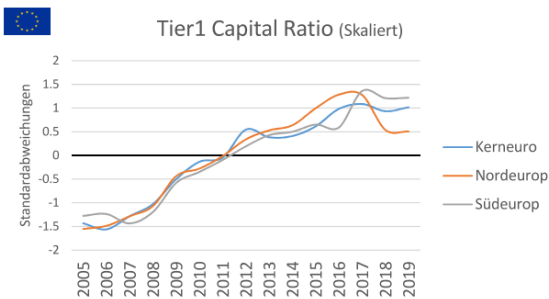
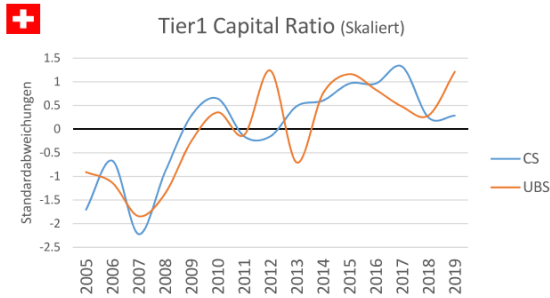
Die Finanzkrise war ein Katalysator für Regulierungen aller Art, insbesondere Basel III aber auch Basel IV.

Die Eigenkapitalunterlegung wurde laufend verschärft.

Sind die Bankbilanzen jetzt sicherer als früher?

*«Wenn Investoren die Qualität eines Unternehmens eruieren, können sie entweder die Erfolgsrechnung oder die Bilanz anschauen. Die meisten schauen nur auf die Erfolgsrechnung. Gewinne sind zyklisch, sie brechen in einem Abschwung ein. Im aktuellen Umfeld ist es viel wichtiger, auf hohe Bilanzqualität zu achten»
Rajiv Jain 8/19*

Kapitalisierung erhöht



Um die Zahlen der Finanzinstitute vergleichbar und aggregierbar zu machen, haben wir jew. eine Skalentransformation vorgenommen, und damit die Bewegung in Standardabweichungen abgebildet

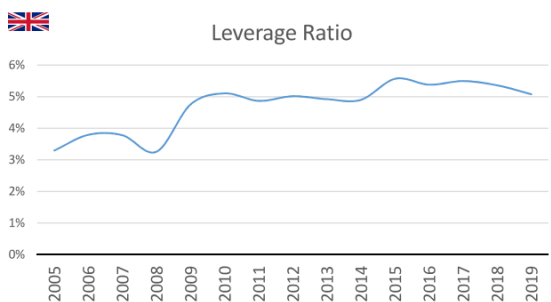
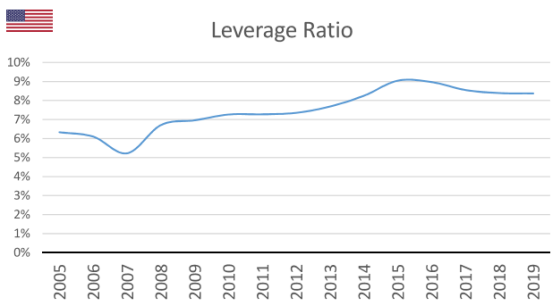
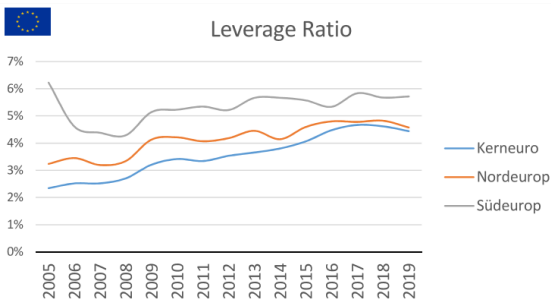
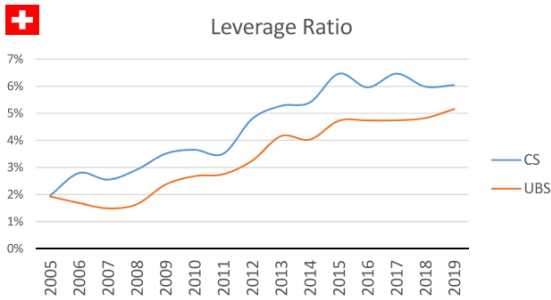
- Es gibt viele Möglichkeiten, die Eigenkapitaldecke einer Bank zu definieren
- Oft wird dafür die Tier 1 Capital Ratio heran gezogen
- Berechnet wird sie als Tier 1 Capital pro RWA
- *McKinsey: «Capital Ratios based on higher quality forms of capital have been more important predictors of bank distress than ratios based on broader measures of regulatory capital»*
- Die Kernkapitalquote zeigt den Anteil der durch Eigenmittel gedeckten, anrechnungspflichtigen und risikotragenden Risikopositionen in einer Bankbilanz.
- Die Finanzkrise hatte gezeigt, dass das globale Bankensystem zu wenig qualitativ hochwertiges Eigenkapital aufwies. Deshalb konzentriert sich die seit Januar 2014 geltende Regulierung insbesondere auf das so genannte „harte Kernkapital“, der reinsten Form des Eigenkapitals.
- So ist der überwiegende Teil der Mindestkapitalanforderungen durch hartes Kernkapital darzustellen.
- Wiederum: Jedes Land hat andere Gesetze und Definitionen und diese sind im Fluss, mit jeder Änderung werden die

Wir nehmen mit:

Die verschärften
Eigenmittel-
Vorschriften sind
fraglos positiv für
die Bonität!

Bilanz

Leverage Ratio: Tier 1 Capital / Gesamtbilanz



Leverage-Ratio «verbessert» gegenüber früher...genug?

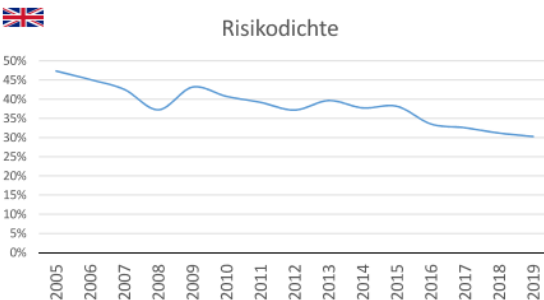
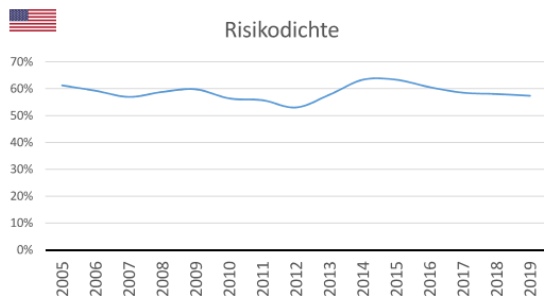
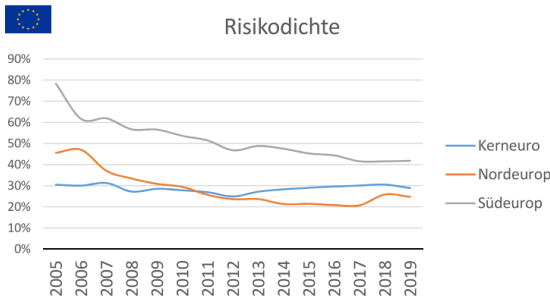
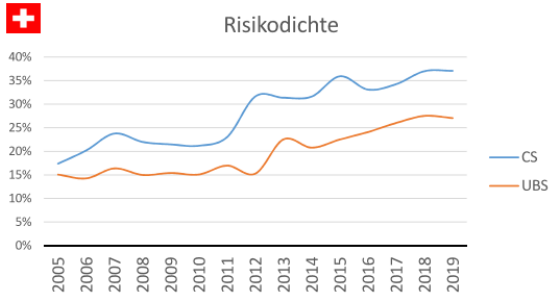
- Wir vergleichen das Tier1-Kapital mit der Bilanzsumme, also nicht risikogewichtet
- Mit einer Leverage-Ratio von z.B. 5 ist eine Bank 20x geleveraged
- Augenfällig der wesentlich tiefere Leverage (höhere Ratio) gegenüber der Zeit vor der grossen Finanzkrise
- Aber auch hier: **Die Verbesserung ist gestoppt**, die Unternehmen werden nicht gezwungen, weiter EK zu bilden – Ein grosses Versäumnis?
- Die Zahlen zeigen es: Die Eigenkapitaldecke der Banken bleibt hauchdünn
- Macht im Fall der Fälle eine Leverage-Ratio von 7% tatsächlich einen grossen Unterschied zu einer von 3%?
- Wären nicht 10-20% angesagt? Oder noch vielmehr?

Wir nehmen mit:
Leverage Ratio zeigt wie hauchdünn das EK immer noch ist!

Bilanz

Risikodichte: RWA/Assets

Immerhin: Die Risikodichte nimmt nicht auch noch zu



- Je grösser die Bankenbilanzen und je grösser der durchschnittliche Risikogehalt, desto grösser das potentielle Problem
- Anders ausgedrückt: **Je tiefer die Leverage-Ratio steigt** (=der Fremdfinanzierungs-Hebel effektiv steigt), und **je höher die Risikodichte (RWA/Assets), desto riskanter wird die Bilanz** (mindestens theoretisch)
- CH: Leverage-Ratio steigt zwar, die Risikodichte aber auch, also Vorsicht
- Europa: Leverage-Ratio steigt, Risikodichte fällt –bis auf Kerneuropa– d.h. das Risiko nimmt ab
- USA: Leverage-Ratio stabil, Risikodichte stabil, also keine Risikoreduktion
- UK: Leverage-Ratio stabil, Risikodichte fällt, es findet eine Risikoreduktion statt

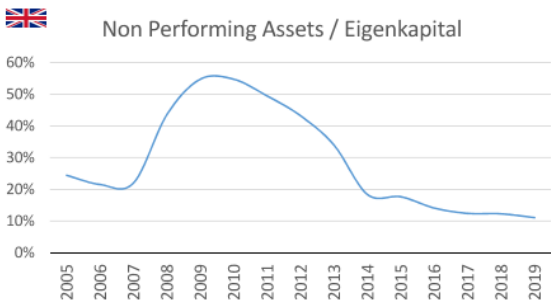
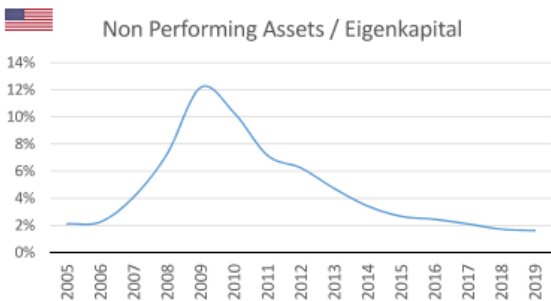
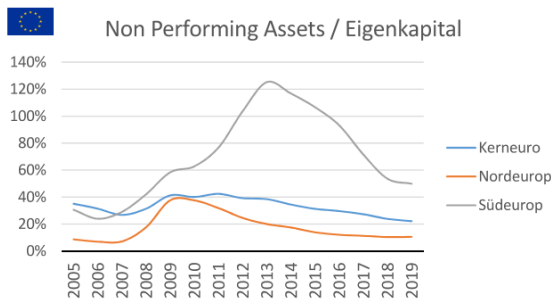
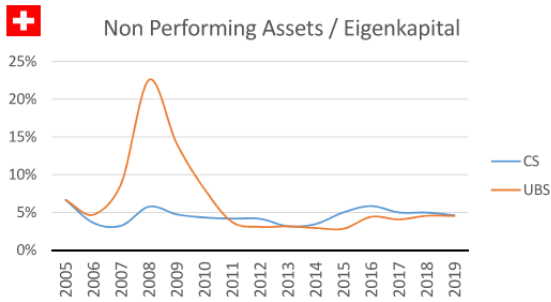
«Die Strategie, notfalls selbst in schwach rentablen Geschäften einfach mit einer drastischen Ausweitung des Umsatzes und des Risikos die Gewinne zu steigern – sie war absehbar ab spätestens 2010 am Ende. Denn: Zu diesem Zeitpunkt standen die Eckpunkte der Post-Krisen-Bankenregulierung fest. Das hiess auch: Infolge der neuen Regeln musste die Deutschen Bank ihre Bilanz schrumpfen und zugleich das Eigenkapital aufpolstern – mit Folgen für die Eigenkapitalrendite: Sie kollabierte von einst 12 bis in der Spitze 22% in den Jahren 2006-2013 und kam 2014 unterhalb der Kapitalkosten der Bank an»
Finanz-Szene.de 8/19

Nochmals: RWAs werden verschieden definiert und die Regulierung ist im Fluss

Wir nehmen mit:

Die Banken forcieren das hoch-RWA-Geschäft nicht

Bilanz



«Zur Angst vor weiter sinkenden Zinsen gesellen sich Befürchtungen, die konjunkturelle Flaute könnte für steigende Kreditausfälle sorgen. Denn zum einen ist die Commerzbank stark im deutschen Firmenkundemarkt verwurzelt; und zum anderen hatten vergleichbar aufgestellte europäische Wettbewerber zuletzt bereits von höheren Ausfällen berichtet. So musste zuletzt die Credit Agricole ihre Risikovorsorge um 60% auf 360 mio Euro hochschrauben.»
Finanzszene.de 8/2019

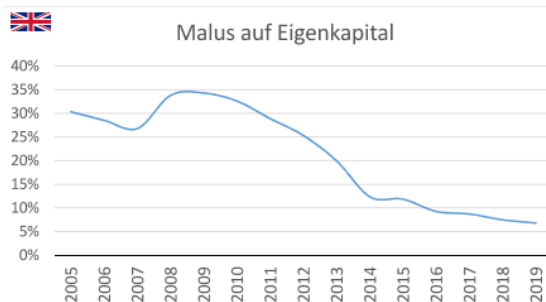
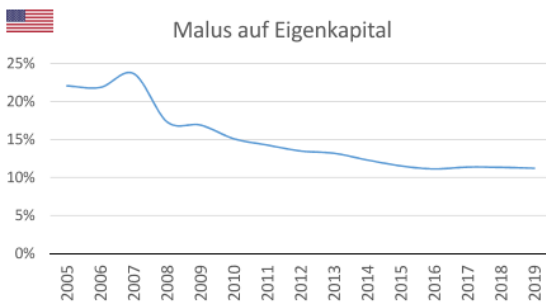
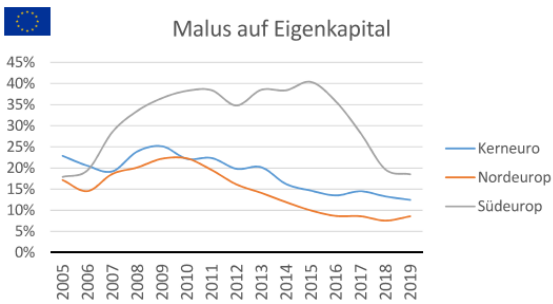
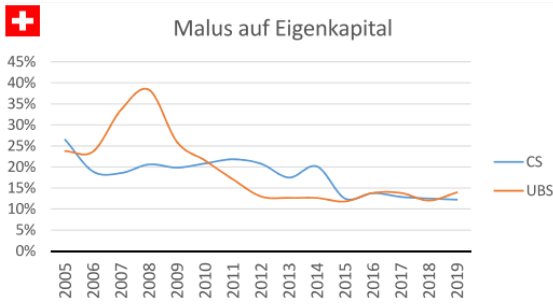
Non Performing Assets

Konjunktur lässt die NPA schmelzen, aber Hotspots bleiben

- Finanzkrisen äussern sich drastisch in Bankbilanzen, gut ersichtlich bei den NPA
- Wegen den NPA kann so aus einer Liquiditätskrise sich eine Solvenzkrise entwickeln
- Wie hoch die Banken geleveraged sind, zeigt der generell hohe Anteil der NPA am Eigenkapital der Banken
- Basierend auf dem EK sind die NPA wieder auf dem Stand vor der grossen Finanzkrise
- Mit Ausnahme Südeuropas, die noch viel Arbeit vor sich haben
- Wichtig für unsere Analyse sind aber nicht nur die NPA, sondern auch die getroffene Risikovorsorge

Wir nehmen mit:

NPA-Problem nicht gelöst aber entschärft. Hoffentlich stimmen die Zahlen...



Haben die Banken genug für notleidende Kredite vorgesorgt?

- NPA sind kein Problem, wenn entsprechende Risikovorsorge getätigt wurden
- Wir gehen generell von einem Recovery von 25% auf die NPA der Banken aus für unsere Berechnungen
- Dann schauen wir nach, wie hoch die Verlustreserven der Bank sind
- Wenn die Verlustreserven nicht mindestens 75% der NPA decken, dann nehmen wir eine Korrektur am EK vor, also einen **Malus**
- Zusätzlich subtrahieren wir noch sämtlichen Akquisitions-Goodwill vom EK
- **Wie hoch ist der Malus für die Banken, bezogen auf das EK?**
- **Resultat:** Die Risiken scheinen zwar zu fallen, sind aber immer noch signifikant, trotz langer wirtschaftlicher Erholung seit der Finanzkrise
- Zweifel bleiben: NPA zu optimistisch? Reserven zu tief? **Wir kennen die Bilanzgrößen, aber nicht den Inhalt**

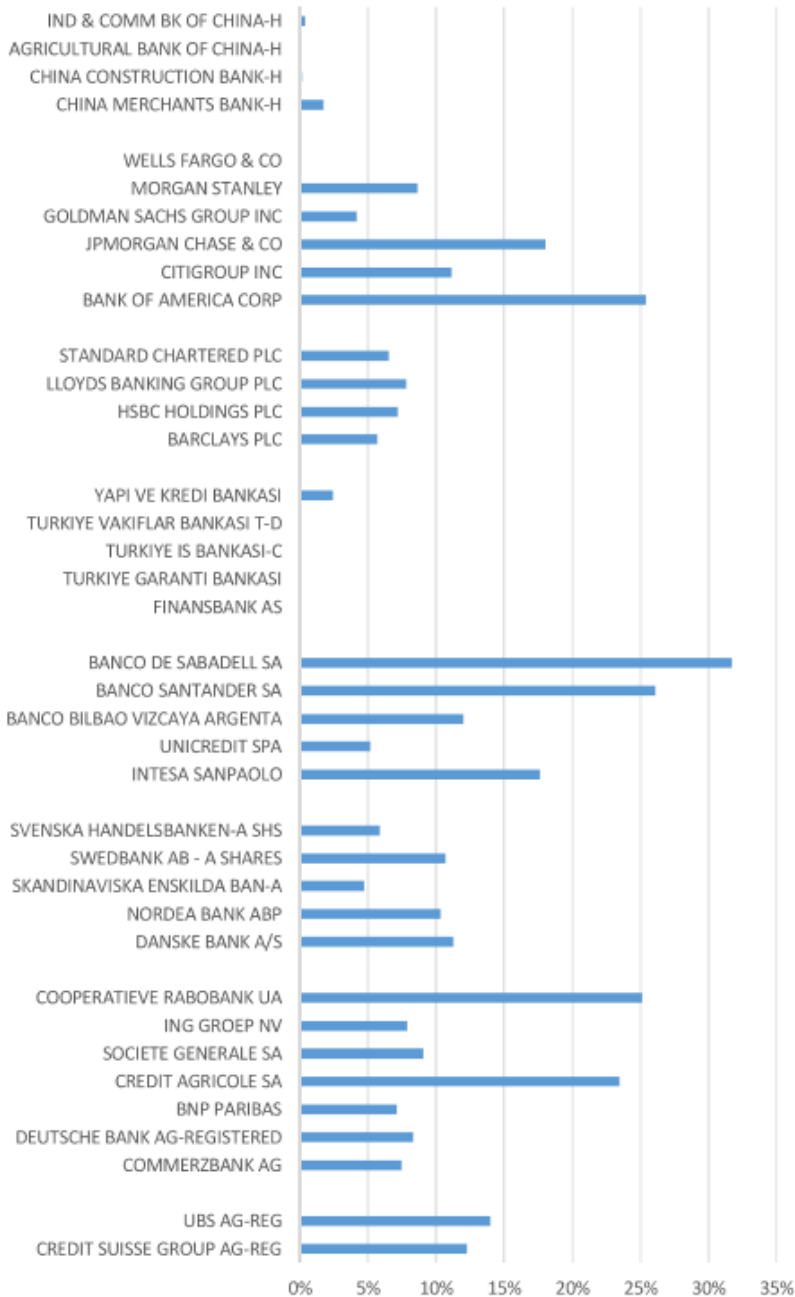
Wir nehmen mit:

Bilanzen immer noch angeschlagen von ungedeckten NPAs

«Euro area banks generally remain burdened with significant non performing loans as a percentage of regulatory capital. Moreover, net interest margins are also dismal, implying that the income cushion against bad loans is thin»

BCA Research 5/19

Malus auf das Eigenkapital:
Nicht gedeckte NPA und Goodwill



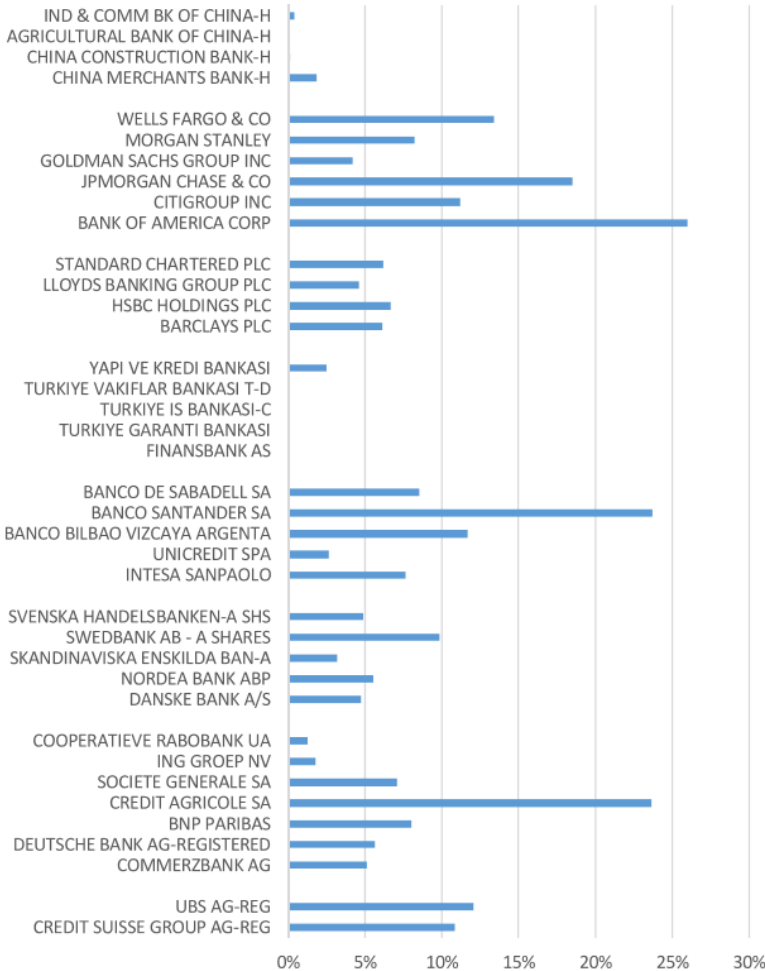
Nicht nur dort, wo man es erwartet

- Südeuropa hat immer noch ungedeckte NPA, das ist bekannt
- China hat keine, weil es keine zeigen will, das ist auch bekannt
- Goodwill ist in erster Linie ein amerikanisches Phänomen aber es gibt fast überall Quoten um die 5% des Eigenkapitals
- Zusammengefasst gibt es deutliche Hotspots: **BofAmerica, JPMorgan, Sabadell, Santander, Intesa, Rabo, Credit Agricole**
- Aber auch die CH-Banken haben beträchtlichen Goodwill

Wir nehmen mit:

Eher Hotspots als
generelle
Verseuchung

Goodwill pro Eigenkapital



Das Goodwill-Problem ist viel kleiner als in der Industrie aber es besteht punktuell

- Goodwill als Bilanztrümmer von zu teuren Übernahmen sind im für Obligationeninvestoren massgebenden Ernstfall wertlos und somit für den Analysten von den Aktiva und dem Eigenkapital abzuziehen
- Eigenkapital ist für die Banken kostbar und teuer, deshalb sind schon geringe Anteile von wertlosem Goodwill problematisch
- Es gibt eine Reihe von Banken die Quoten jenseits der 10% bezogen auf das Eigenkapital aufweisen, speziell auch die amerikanischen Institute BOA und JPM

Wir nehmen mit:

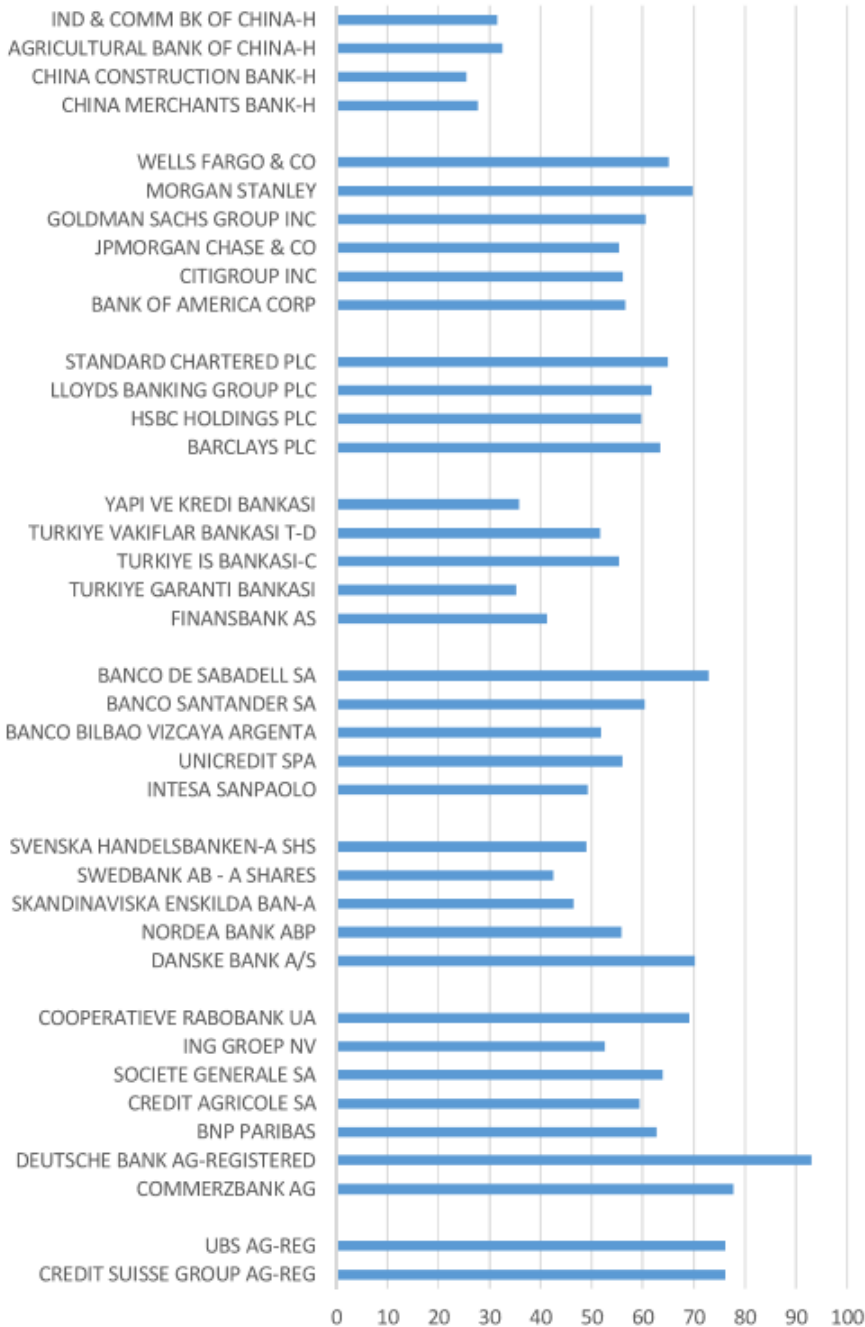
Achtung heiße
Luft im
Eigenkapital!

Kosten-Management

Die Banken befinden sich im perfekten Sturm von fallenden Zinsen, steigenden Regulierungs- und Digitalisierungskosten, Fintech-Angriffen, höheren Eigenmittelanforderungen und Basel IV, damit wird Kostenmanagement überlebenswichtig

Haben die Banken das Kosten-Management im Griff?

Cost Income Ratios



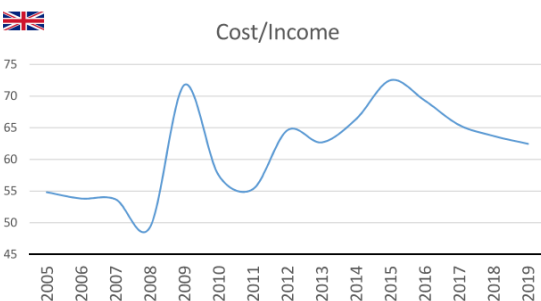
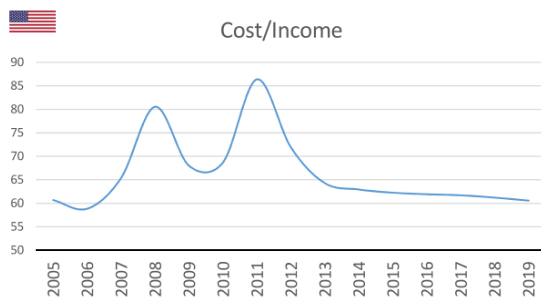
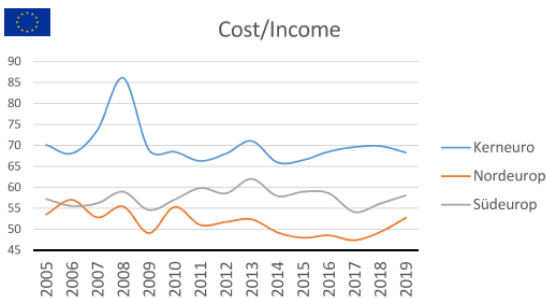
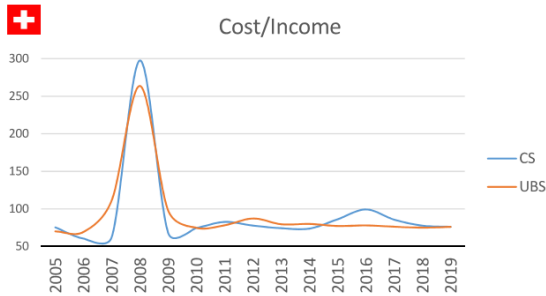
Ländereffekt sichtbar im Cost/Income

Was fällt auf?

- Es gibt deutliche Unterschiede im Cost/Income
- Tiefe Cost/Income in den Emerging Markets-Ländern China und Türkei
- Höchste Cost/Income-Ratios in Kerneuropa
- In der Presse hochgekochte Fälle wie Deutsche, Comba, Nordea, Danske poppen auch hier auf
- Rekordhohe Cost/Income-Ratios der CH-Institute
- Sehr tiefe Cost/Income-Ratios in Skandinavien (mit Ausnahmen)
- Homogenität in UK

Wir nehmen mit:

One size does not fit all:
Fokus auf Trend der Bank statt Quervergleich



Banken konnten bisher die Effizienz nicht verbessern, Ausnahme USA und UK seit 2016

Was fällt auf?

CH: Die Zahlen haben einen komplett unterschiedlichen Verlauf, beide Banken sind aber zuletzt auf den fast identischen Wert bei 75% angelangt

Kern-Europa:
Der Durchschnitt ist nicht repräsentativ für das Sample, DE-Banken unterperformen massiv, die anderen Banken sehen besser aus

Nordeuropa:
Wenig Verbesserung, Danke der negative Outlier, breite Auffächerung

Südeuropa:
Klare negative Tendenz, mit zwei positiven Ausnahmen

USA:
Breiter Anstieg ab 2012 abgebremst, seither graduelle Verbesserung

UK:
Breiter Anstieg ab 2015 gebremst, seither Verbesserung

Wir nehmen mit:

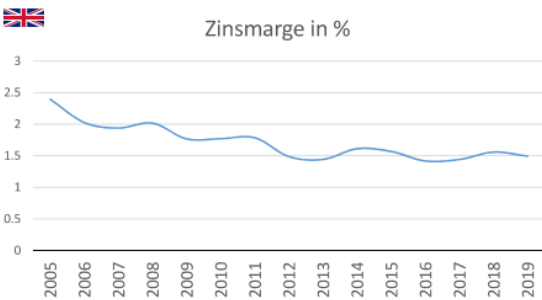
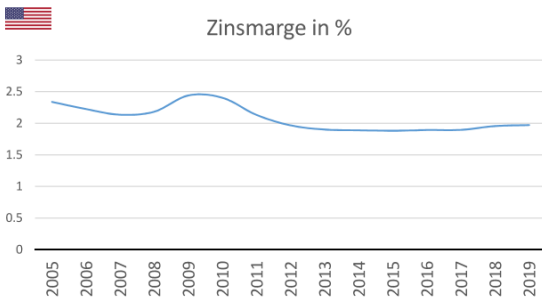
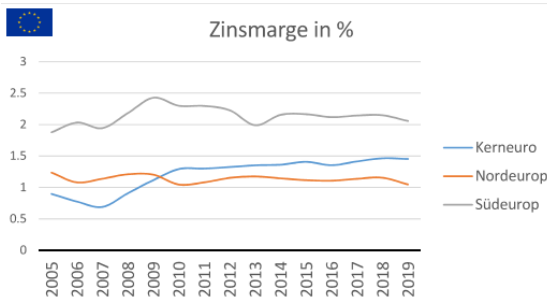
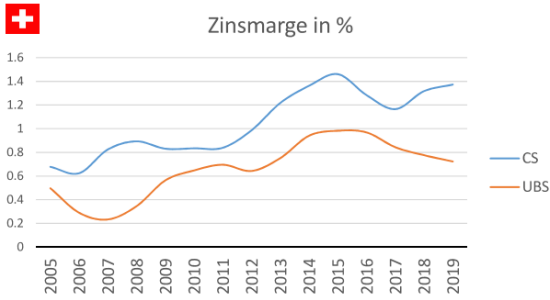
So schwierig die Ertragsaussichten für die Banken sind, sie werden – ausser USA- nicht fitter

Erträge

Die Bedrohungen lauern überall:
Fintech, Regulator, Social Media,
Digitalisierung, Konjunktur,
Informationstechnologie, Zinsen; die
Gefahr besteht, dass die Banken
nicht genügend Kosten rausnehmen
können um Ertragsverluste zu
kompensieren

Wie schlagen sich die
Banken bei den Erträgen?

*«A systemwide lack of revenue momentum for European banks, whether through mortgage competition, flatlined interest rates or a squeeze on fees, is the elephant in the room, and this issue is going nowhere fast»
Bloomberg 8/19*



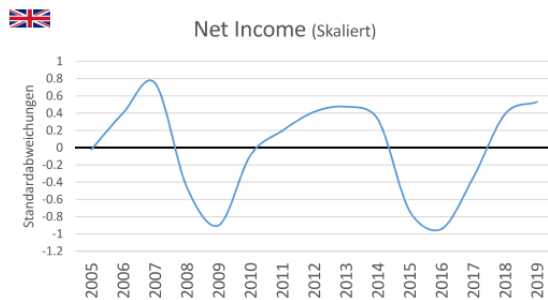
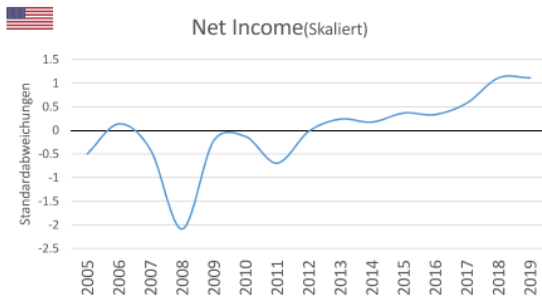
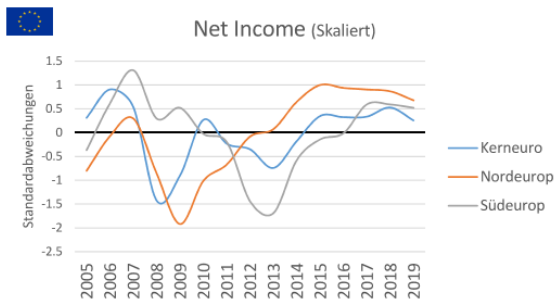
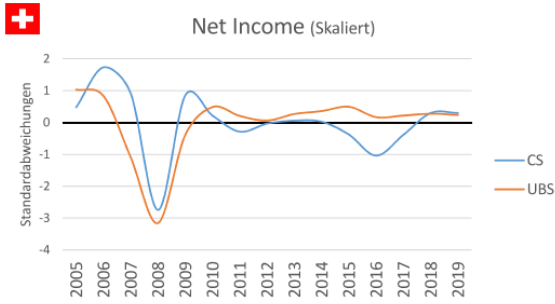
Kein breiter Einbruch der Zinsmarge wie man es erwarten könnte

- Es ist erstaunlich, wie gut die Banken mit der Tiefzinsphase zurechtgekommen sind, speziell auch die Kerneuropäer im Negativzinsumfeld, aber auch die CH-Banken
- Die Zinsmargen der CH sind historisch tiefer als anderswo, die CS ist zuletzt besser gefahren als die UBS
- In Europa sind die Zinsmargen trotz z.T. Negativzinsen nicht eingebrochen, wenigstens nicht im Durchschnitt, ganz im Gegenteil
- Im Süden Europas ging's für die Spanier rauf, für die Italiener eher runter
- In den UK kam es aber tatsächlich zu einer deutlichen Konsolidierung auf tieferen Levels
- Somit: Die Banken halten sich erstaunlich gut; man kann hoffen, dass die Marge nicht auf Kosten der Qualität gehalten werden konnte

Wir nehmen mit:

Die Banken halten sich im Zinsgeschäft erstaunlich gut

Erträge



Gewinne

Gewinne: USA strahlt über allem

- USA bauen als einzige die Gewinne dynamisch aus
- Überall sonst: Zum Teil hohe Volatilität, speziell in Europa
- In Kerneuropa fallen die zwei deutschen Grossbanken deutlich ab
- Der Rest von Europa sieht etwas besser aus als auch schon, hat aber keine Chance gegen die Amerikaner

Die Banken haben sich seit der Finanzkrise deutlich gewandelt, was bedeuten diese Gewinne heute verglichen mit dem Business Mix und dem Leverage von heute?

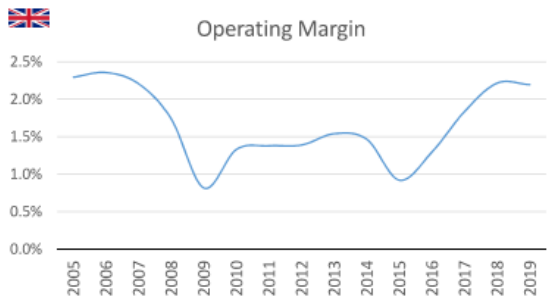
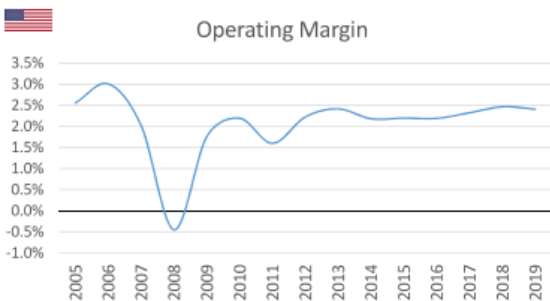
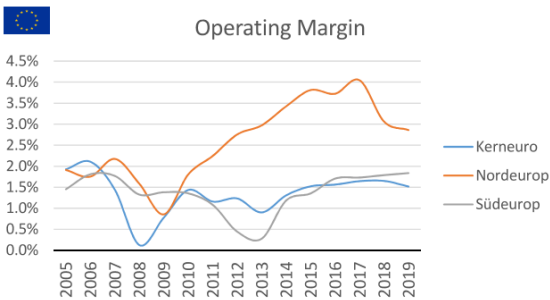
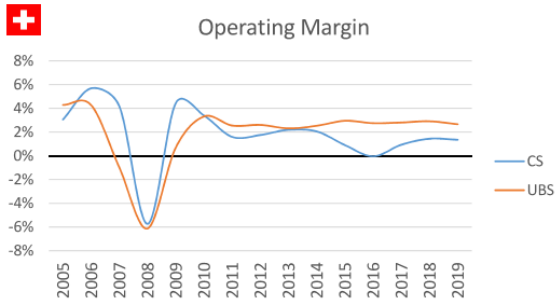
Wir nehmen mit:

Die Gewinne überzeugen nur in den USA

Erträge: Marge

Gewinn-Marge Operating Income / RWA

Margen durchaus akzeptabel...



- In der Schweiz sieht UBS stabiler aus als die CS
- In Kerneuropa sieht die Marge - ausser in Deutschland - nicht schlecht aus
- Die erfreuliche Entwicklung in den Nordics wurde durch die RWA-Verschärfung geknickt, sie sehen im Vergleich immer noch gut aus
- Südeuropa sieht deutlich verbessert aus
- Auch UK hat sich aufgerappelt
- Die Marge der US-Banken hat sich auf hohem Niveau konsolidiert, solid!
- Insgesamt haben sich die Operating Margins der Banken auf zw. 1.5-2.5% angeglichen

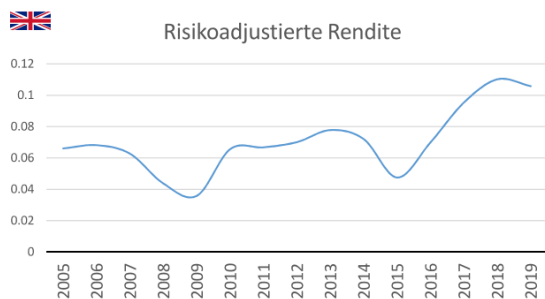
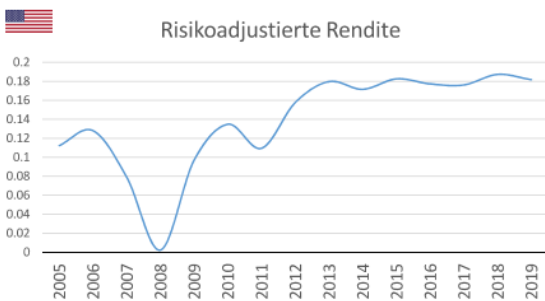
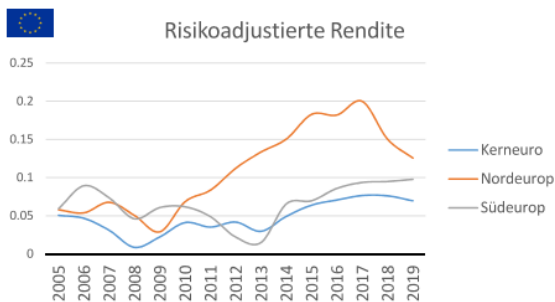
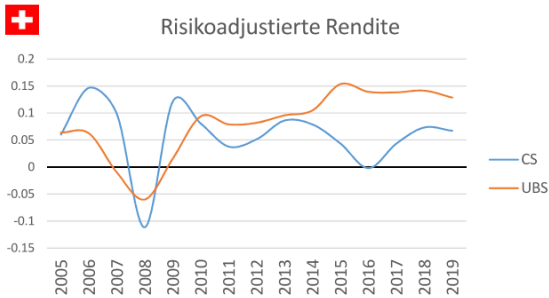
Wir nehmen mit:

Die Operating Margins sind auf ein akzeptables Niveau konvergiert

Erträge: Risikoadjustiert

Risikoadjustierte Rendite

Akzeptable Marge bei verbesserter EK-Decke: Gut!

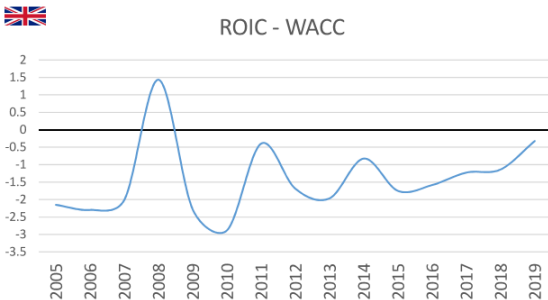
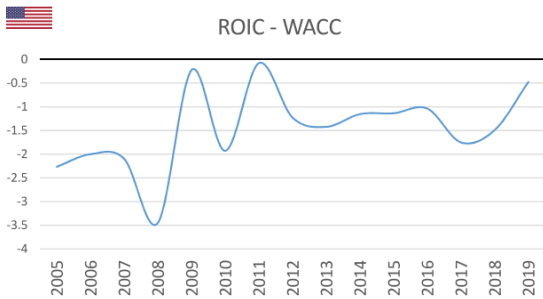
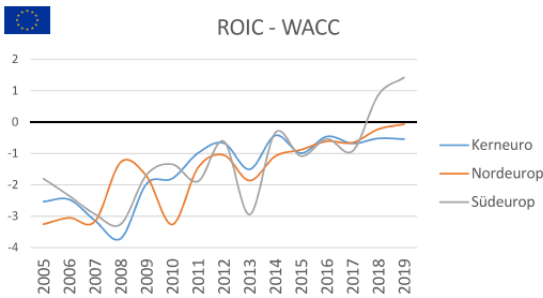
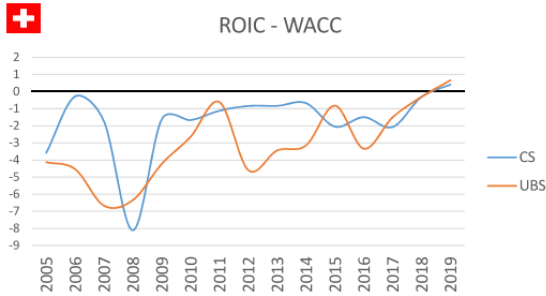


- Wir bauen uns eine Marge, die das Risiko berücksichtigt
- Das oft verwendete ROE ist für uns sinnlos, weil es den Anreiz fördert mehr Leverage (tieferes EK) und mehr Anlagerisiko (Höheres R) zu erzielen, genau das, was wir nicht wollen
- **Term I:** Das von uns verwendete RORWA also (**Operating Income / RWA**) ist bereits mit Risikogedanken konstruiert und bezieht sich nicht nur auf das Equity
- **Term II:** Wieviel Leverage fährt die Bank? Die **Tangible Equity-Ratio** (EK pro Tangible Assets) zeigt die Höhe der Eigenkapitaldecke und als Kehrwert den FK-Einsatz; Goodwill lassen wir aussen vor, er bedeutet heiße Luft
- Unsere risikoadjustierte Rendite definieren wir somit als:
RORWA x TCE Ratio
- Die Margen sehen auch risikoadjustiert gut aus

Wir nehmen mit:

Die meisten Banken profitieren von der Konjunktur

Erträge: Mehrwert



Schafft die Bank Mehrwert?

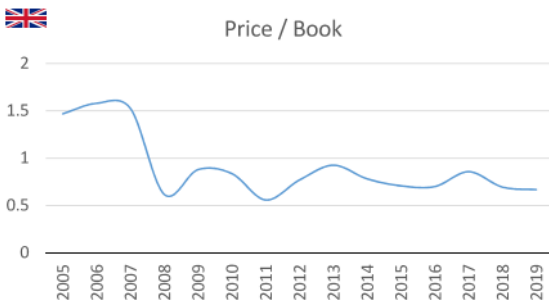
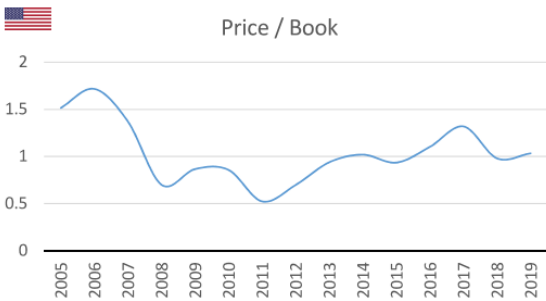
Je höher die Differenz von ROIC und WACC, desto eher schafft die Bank Mehrwert

ROIC = Rendite auf investiertem Kapital
WACC = Gewichtete Kapitalkosten

- Schaut man auf die Differenz von ROIC und WACC dann kann man eine breite Verbesserung beobachten
- Aber wie kommt sie zustande?
- Die WACC sind mit den fallenden Zinsen geradezu gecrasht, ausser im Falle der USA, dies verbessert die Situation erheblich
- Punkto ROIC muss man aber differenzieren: Hier ist der Trend sowohl von Land zu Land sehr unterschiedlich und ebenso innerhalb des Landes, weshalb wir von generellen Aussagen eher absehen
- Aus verschiedenen Gründen sind wir skeptisch gegenüber dieser Kennzahl, nicht zuletzt wegen der Schwierigkeit, Kosten für das Equity zu ermitteln

Wir nehmen mit:

Es sieht besser aus als es ist, v.a. der WACC-Crash verbessert die Lage



Der Markt selektiert gnadenlos

- Price/Book-Ratios von weit unter 1 sind eher die Norm als die Ausnahme geworden
- In Kerneuropa sind gar Ratios unter 0.3 zu beobachten!
- Auch die vielgelobten US-Banken notieren nur knapp über 1 im Durchschnitt, erstaunlich, dass hier nicht Zahlen deutlich über 1 resultieren
- Das heisst der Markt ist extrem skeptisch in der Beurteilung über das Vermögen der Banken, Mehrwert zu generieren
- Wir führen das P/Book als Bestandteil unserer Analyse, weil es oft Missstände wie Rechtsfälle und Vergehen in einzelnen Instituten reflektiert und klar aufzeigt, bei welchen Banken es stinkt
- Während die bisherigen Faktoren die Vergangenheit abdecken –und die Gegenwart- bildet das P/B alle Sorgen und Chancen der Zukunft ab und bietet einen ausgezeichneten Input

«Für Charles Gave, Mitbegründer von Gavekal Research, ist der Bankensektor auf dem alten Kontinent die Achillesferse der globalen Wirtschaft – und noch viel wichtiger als das sino-amerikanische Kräfteverhältnis. Ihm zufolge spielt sich dort gerade eine Implosion in Zeitlupe ab. Seine Besorgnis versteht, wer einen Blick auf die Kursentwicklung des europäischen Bankensektors wirft.»
The Market 8/19

Wir nehmen mit:

Der Markt glaubt nicht mehr an die Zukunft der Banken, so wie sie heute aufgestellt sind

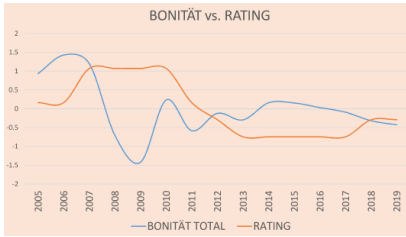
Fazit:

- Widrige Zinslandschaft
- Breite Erholung in der Länderbonität
- Erhöhte Kapitalisierung
- Bessere Leverage-Ratios
- Eher rückläufige Risikodichte
- Aber die Ratings erholen sich nur graduell
- NPA schmelzen
- Risikovorsorge nicht überall gut
- Goodwill-Probleme punktuell
- Kosten-Management uneinheitlich
- Zinsmarge resilient
- Gewinnentwicklung v.a. in den USA erfreulich
- Gewinnmargen im Durchschnitt erfreulich
- Auch risikoadjustierte Gewinnmargen in Ordnung
- Crash der WACC hilft bei der Beurteilung des Mehrwerts
- P/B: Der Markt ist extrem skeptisch

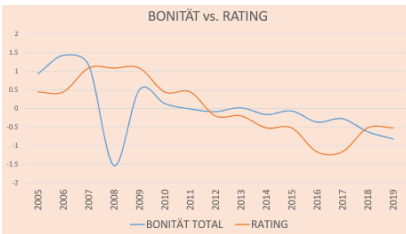
Summa summarum

Genug der
Verallgemeinerungen, wir
schauen die einzelnen Banken
an:

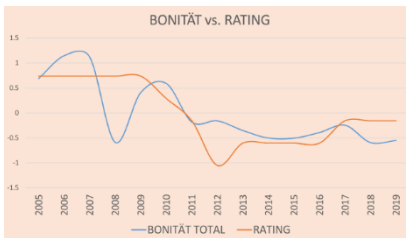
Commerzbank



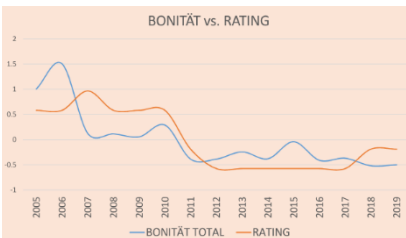
Deutsche Bank



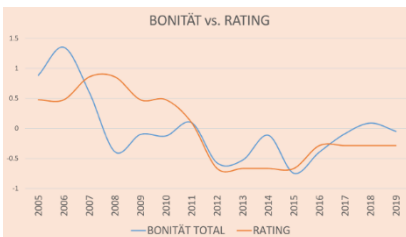
BNP Paribas



Soc. Generale



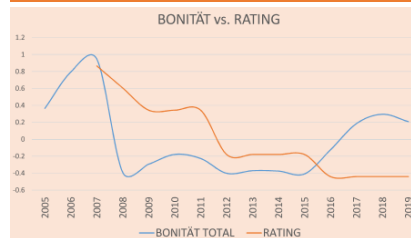
Credit Agricole



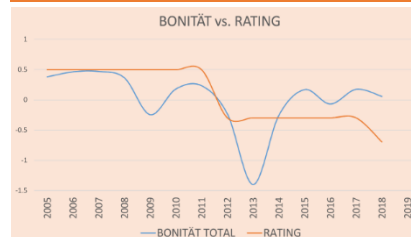
Konjunktur nicht genutzt: Weniger Licht (Holland) als Schatten (Deutschland), Frankreich verwundbar

- Deutsche Banken kämpfen an allen Fronten: Gewinne, Kostenmanagement, Aktivität, was hilft sind die intakten – ja verbesserten- Zinsmargen und die Länderbonität
- Französische Banken haben etwas das die deutschen nicht haben: Sprudelnde Gewinne, aber auch hier mehr Schatten als Licht: Das Land bietet keinen Vorteil, Probleme im Kostenmanagement werden durch tiefe P/B reflektiert, erstaunlich die z.T. sehr hohen Zinsmargen
- Holländische Banken haben zusätzlich etwas, das die französischen nicht haben: Disziplin bei den Kosten. Die zwei Banken stehen am solidesten da in diesem Kerneuropa-Sample, werden aber ebenfalls von einem tiefen P/B bestraft
- Was überall erstaunt: Die bocksoliden Zinsmargen, die mit dem Gejammer der Banken kontrastieren

ING



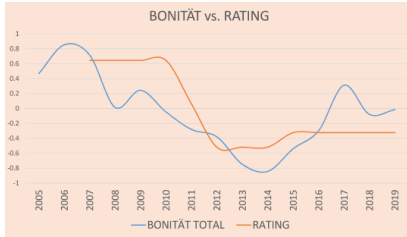
Rabobank



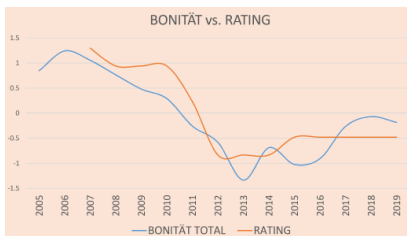
Risiko:

Wir machen uns Sorgen über die deutschen und franz. Banken für den Fall einer Rezession

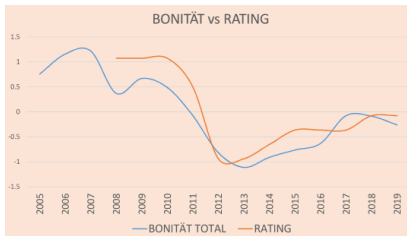
Intesa Sanpaolo



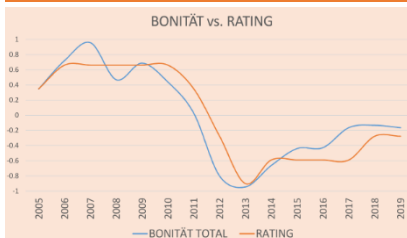
Unicredit



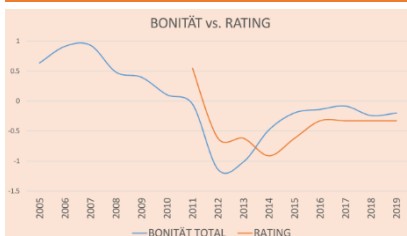
BBVA



Santander



Sabadell



Konsolidierung auf z.T. prekärem Niveau, weit unter 2007

- **Italienische Banken:** Während das Land keine Fortschritte macht, **machen** die Banken **vorwärts**. Die zwei grossen Banken arbeiten profitabel, auch wenn die Zinsmargen nicht so gut gemanaged werden wie in Kerneuropa; die Kostendisziplin ist ok. Die **NPA** werden kräftig abgebaut, aber es gibt **noch viel zu tun**
- **Spanische Banken:** Auch diese sind **profitabel**, weil sie insgesamt nicht schlecht funktionieren, aber die Unterschiede im Kostenmanagement und Zinsmargen sind beträchtlich. Hier ist der **Markt noch negativer** eingestellt als bei Italien, kein Wunder gibt es hier doch Hotspots von ungedeckten NPA
- Mit **P/B von 0.3-0.6** ist die Aussage des Marktes unzweideutig
- Die Probleme mit **ungedektem NPA** sind ebenfalls ungleich gestreut, Sabadell am schlechten, Unicredit am guten Ende
- Wir haben den Eindruck, dass die Institute noch ein paar Jahre ohne Rezession brauchen, um ihre Verwundbarkeit abzulegen, bekommen sie die Zeit?

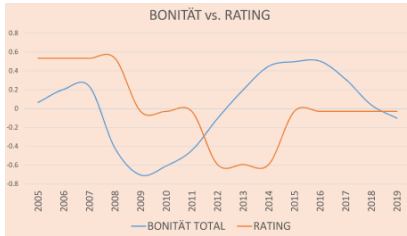
Risiko:

Wunden nicht genügend geheilt für eine neuerliche Rezession

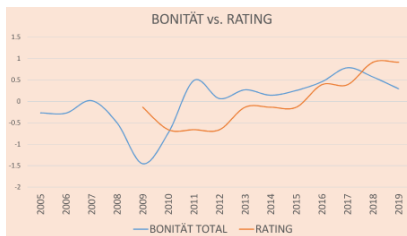
Heterogen, aber gesünder als der Rest von Europa

- Die Nordics haben Probleme mit der Zinsmarge und (auch wegen der RWA-Verschärfung auf das Hypogeschäft) eine Aktivitätsbaisse, d.h. Probleme beim Umsatz pro RWA
- Trotzdem haben die Banken mehrheitlich eine ausgezeichnete Gewinnentwicklung, alle Banken haben beim Kostenmanagement Fortschritte gemacht
- Hier gibt es tatsächlich noch Banken mit einem P/B über 1, die negativen Ausnahmen sind die Banken mit schlechter Presse wie Danske und Nordea
- Auf Basis P/B hat sich Danske halbiert!
- Per Saldo sehen die Banken nach wie vor gesünder aus als der Rest von Europa

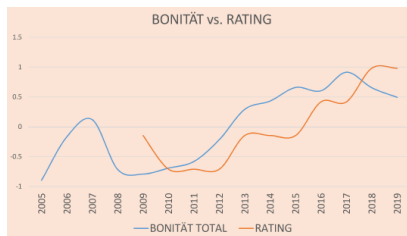
Svenska



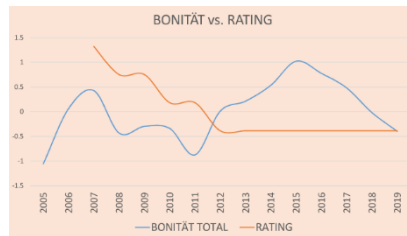
Swedbank



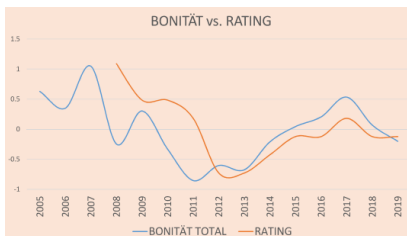
Skandinaviska



Nordea



Danske

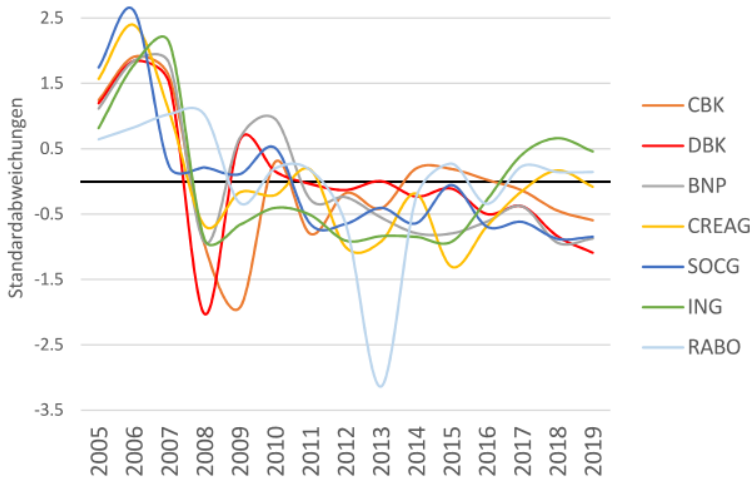


Risiko:

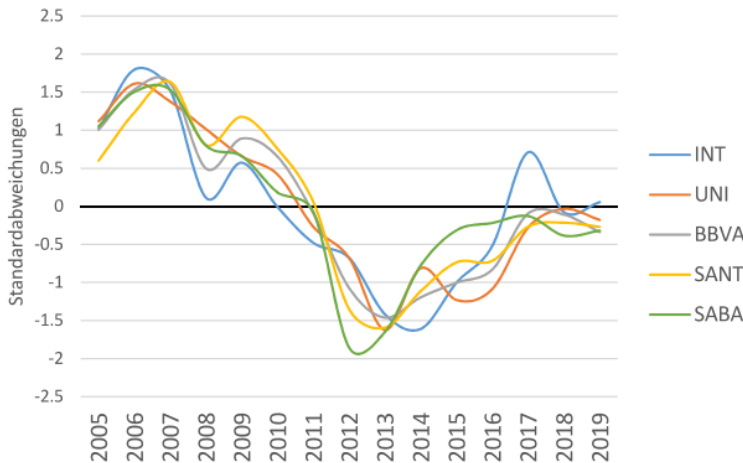
Stabiler gegenüber Risiken, aber Danske und Nordea müssen aufpassen



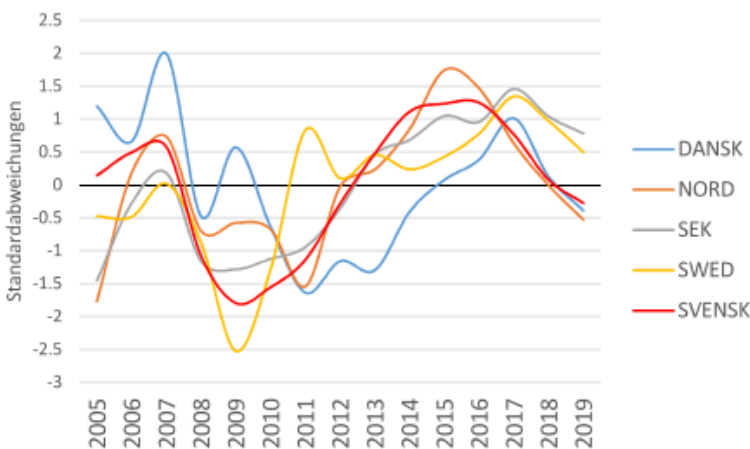
Kerneuropa (Skaliert)



Südeuropa (Skaliert)



Nordeuropa (Skaliert)

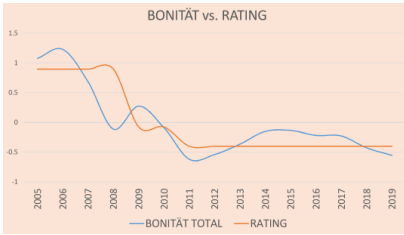


Was fällt punkto Bonität auf?

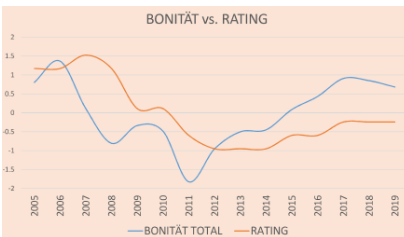
- Der atemberaubende Abstieg der **Deutschen Bank**
- Die schlechte Lage der **SocGen** und der **BNP**, und auch der **Commerzbank**, alle drei bestätigt durch besonders tiefe P/Bs
- Die Outperformance des **Credit Agricole** in Frankreich
- Die Erholung der **ING**
- Nichts verdeutlicht die Sachlage so gut wie der Vergleich der Trends des Cost/Income von DB und ING
- Die Gleichförmigkeit des Bonitätstrendverlaufs der **Südeuropa-Banken**
- Die starke Oszillation der **Nordeuropa-Banken** und die Korrektur der Bonität (auch) durch eine RWA-Reform
- Mit P/B von 0.2 scheint der Aktienmarkt die deutschen Grossbanken komplett abgeschrieben zu haben

«Für Charles Gave, Mitgründer von Gavekal Research, ist der Bankensektor auf dem Alten Kontinent die Achillesferse der globalen Wirtschaft- und noch viel wichtiger als das sino-amerikanische Kräftemessen. Ihm zufolge spielt sich dort gerade eine Implosion in Zeitlupe ab. Seine Besorgnis versteht, wer einen Blick auf die Kursentwicklung des europäischen Bankensektors wirft»
The Market 8/19

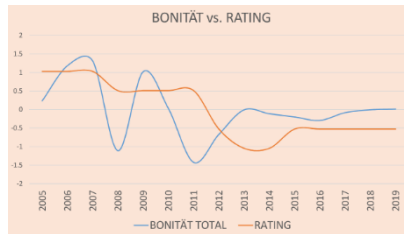
Wells Fargo



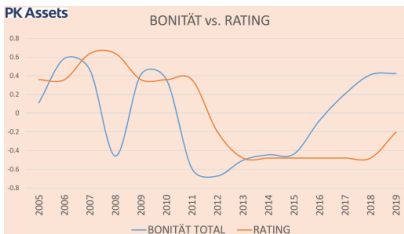
Morgan Stanley



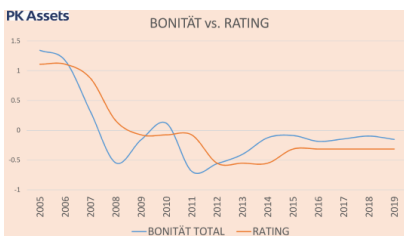
Goldman



JPMorgan



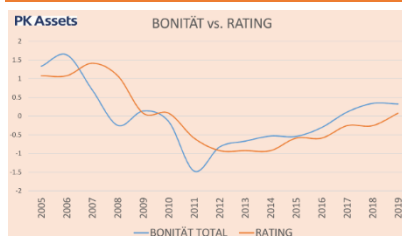
Citigroup



Starke Gewinne! Aber grosse Unterschiede unter der Oberfläche: U.S.-Banken nicht so gut wie ihr Ruf?

- Die starken Gewinne sind das verbindende Merkmal der U.S.-Banken, genährt durch ein in der Regel gutes Kosten-Management
- Die Zinsmarge ist nicht überall gleich wichtig und der Trend ist auch nicht überall gleich gut
- Am besten sehen BoA und JPMorgan aus! Aber hier ist ebenfalls unser früher ermittelte EK-Malus am höchsten, also auch hier: Achtung!
- Wells Fargo schmiert deutlich ab; ein Zufall, dass gerade dieses Institut zuletzt massive Probleme mit Bilanzierungs-Skandalen hatte?
- Interessant: Trotz hohen Gewinnen ist das P/B unter Druck, und nur im Falle von JPM - also nur einem von 6 Banken - deutlich über 1
- Trotz boomenden Gewinne darf man die geringe Aktivität, definiert als Umsatz/RWA nicht ausser Augen lassen
- Genug Stoff um sich zu fragen: Werden die U.S.-Banken nicht überschätzt?

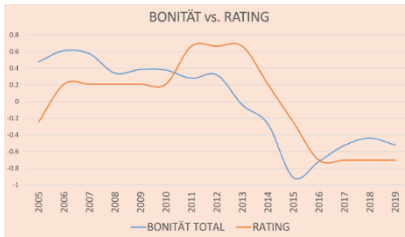
Bank of America



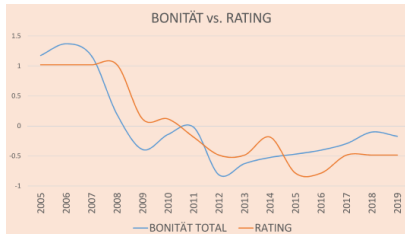
Risiko:

Was genau ist in den Bilanzen?

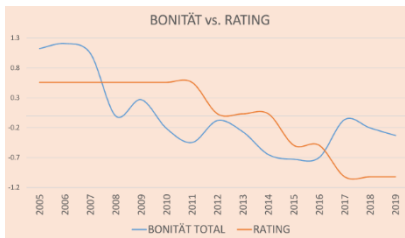
Stan Chart



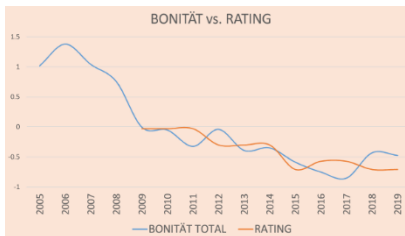
Lloyds



HSBC



Barclays

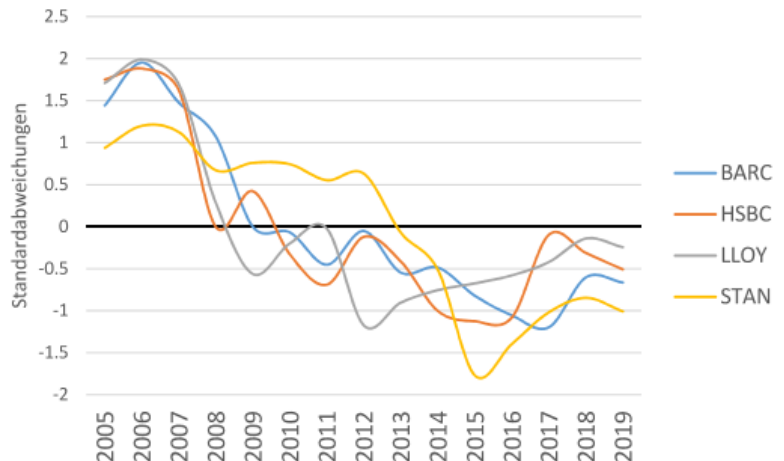


Träge, kaum fit für Turbulenzen

- Die Banken haben sich moderat besser aufgestellt, v.a. die Gewinne haben sich erholt, damit ist das beste auch schon gesagt
- Wohin man sonst auch schaut, Aktivität, Zinsmarge, Kostenmanagement: Es hapert
- Kein Wunder ist das P/B deutlich unter 1, es liegt bei diesen Banken zwischen jämmerlichen 0.4 und einem immer noch ungenügenden 0.8, klares Zeichen dafür, dass zu wenig Zug drin ist, um die grösseren Gewinne zu perpetuieren
- Die Bonität verharrt auf Niveaus, die nur geringfügig über den Tiefst der Jahre 12-15 verharren, ohne Momentum nach oben
- Als Gruppe sehen die UK-Banken schwach aus!

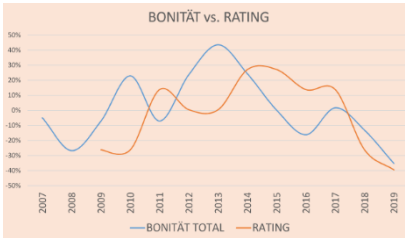


UK (Skaliert)

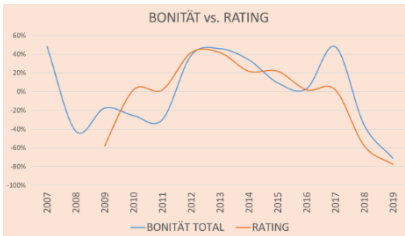


Risiko:
Verwundbar auf den zweiten Blick

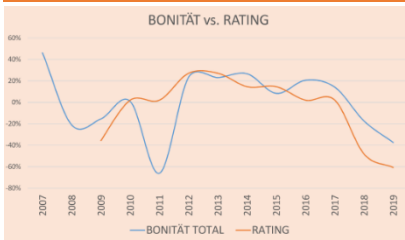
Yapi Ve Kredi



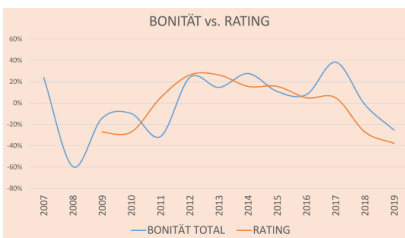
Vakiflar



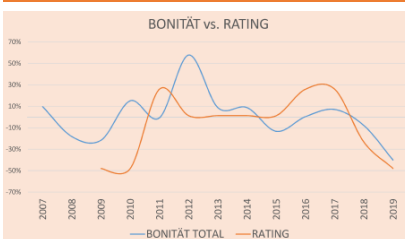
Isbank



Garanti



Finansbank



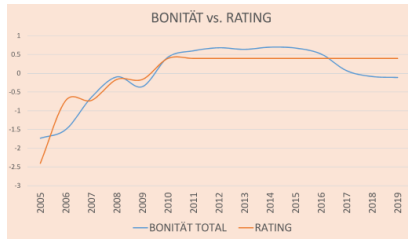
Schlechte Ratings, schlechte Makropolitik aber resiliente Banken

- Die türkischen Banken stemmen sich gegen die trüben Rahmenbedingungen, die ihnen vom Staat geliefert werden
- Die Banken auf Standalone-Basis sehen (noch?) nicht schlecht aus: Kostenmanagement! Sehr stark; Zinsmarge: Sehr stark; Gewinne: Sehr stark; Aktivität: Sehr stark
- Wir warten noch drauf, dass sich die Turbulenzen der makroökonomischen Eskapaden des Regimes auf die Bilanzen und Erfolgsrechnungen niederschlagen
- Was unser Modell wirklich runterdrängt sind nicht nur der Ländereffekt sondern auch das P/B, das extrem viel Besorgnis zeigt, bei Werten von 0.4-0.7 und fallend
- Wie sehr das schwierige Umfeld der Banken zusetzen könnte in den folgenden Rechnungslegungsperioden, zeigt die Differenz von ROIC und WACC, die geradezu implodiert ist und stark negativ notiert

Risiko:

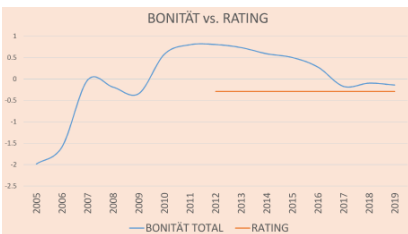
NPA im Falle einer verlängerten Rezession

ICBC



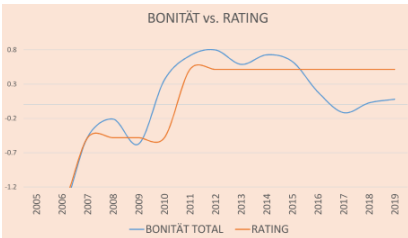
Banken sind faktisch verstaatlicht und Zahlen stimmen vermutlich auch nicht; was fällt auf?

Agricultural

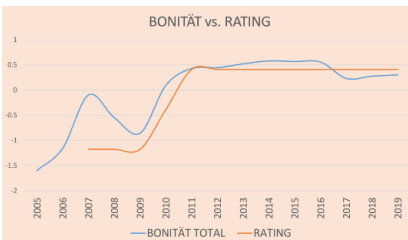


- Starke Gewinne wegen hohen Skaleneffekten, das Cost/Income entwickelt sich über die Zeit sehr gut
- Die Aktivität hält nicht mit, Umsatz/RWA steigt nicht im Schnitt, man muss sich fragen warum das so ist in einer immer noch schnell wachsenden Volkswirtschaft
- Zinsmargen sehen nicht mehr so gut aus wie früher, der Trend ist negativ
- Der Aktienmarkt ist skeptisch: Drei der vier Banken hat ein P/B von deutlich unter 1

Construction



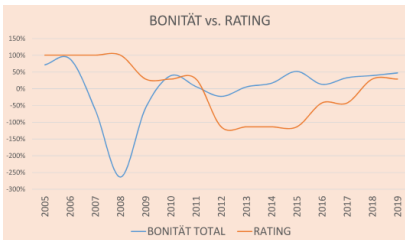
Merchants



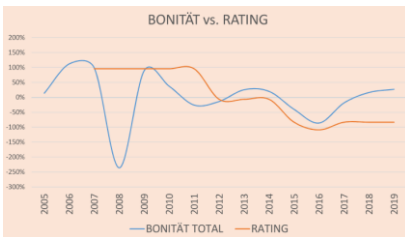
Risiko:

Faktisch wohl ein Sovereign Risk

UBS



CS

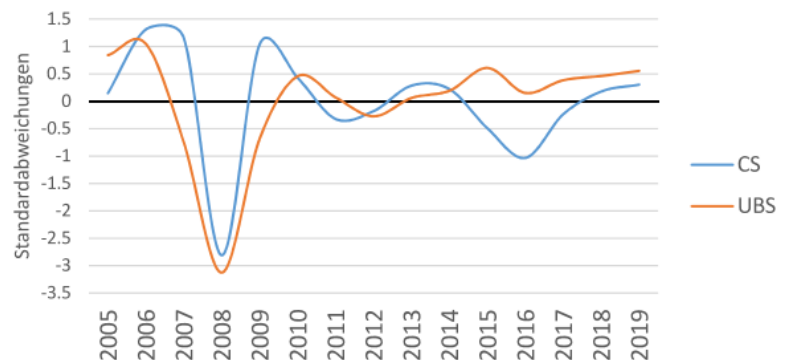


CS holt auf

- Die beiden Banken haben Mühe, Aktivität zu entwickeln, der Umsatz pro RWA sieht tendenziell schwach aus, dementsprechend hat auch der Aktienmarkt reagiert und das P/B deutlich unter 1 gedrückt
- Der Bewertungsvorteil der UBS gegenüber CS ist fast komplett zusammengeschmolzen
- Das Kostenmanagement sieht unspektakulär aus, ebenso die Gewinne, die Banken insgesamt sehen bonitätstechnisch stabil aus
- Die Negativzinsen scheinen bis jetzt keine allzu grossen Probleme aufzuwerfen, die Zinsmargen scheinen allerdings bei der UBS zuletzt zu erodieren, bei der CS sieht es in letzter Zeit besser aus
- Die Leverage-Ratio übrigens ist bei der CS stets grösser gewesen als bei der UBS, bei der von uns gewählten Berechnungsvariante ca. 6% vs. 5% aktuell, allerdings auch die Risikodichte, bei 37% (CS) vs. 27% (UBS)



Bonität (Skaliert)



...oder ist doch alles
ganz anders?

«It is hard to imagine in today's world, but limiting bank leverage has a growing number of high-profile supporters, including me, but will probably happen only after another Great Depression-like event. »
Mauldin 8/2019

«Bear Stearns was well capitalized when it failed, with a capital ratio over 13% and a debt-equity ratio of just 6 to 1, not the 33-to-1 figure bandied about at the time. The fate of Bear Stearns was the result of a lack of confidence, not a lack of capital (...) the firm had a capital cushion well above what is required to meet supervisory standards. In the event, Bear Stearns' actual capital ratio didn't matter. Multiple equilibrium mattered. Creditors past and prospective came to believe, based on innocent and guilty rumors, that other creditors were pulling the plug. They did likewise. Lehman was also well capitalized prior to its demise. Its capital (equity) was 11% of its assets when creditors pulled the plug. An 11% capital ratio is very close to the current banking system's figure, according to the Fed's recent stress tests. Hence, today's banking system is no safer than was Lehman Brothers on the day it was driven out of business.»
Laurence Kotlikoff 8/2019

«Bank runs, as indicated, are midwived by opacity. Opacity permits misinformation to spread and be spread. Bear Stearns was among the first to be picked off by short sellers because it was viewed as particularly opaque. According to business writer William Cohan, no one on the Street or inside the bank, knew what it actually owed or owned, let alone the true value of those liabilities and assets. The fact that Bear's stock was valued at \$60 per share one week before it was sold for \$2 per share says that its valuation was a matter of pure conjecture. »
Laurence Kotlikoff 8/2019

«The takeaway is that banking can't be fixed with cosmetic reforms, such as the US Dodd-Frank Act or the UK's Vickers Commission Report. What's needed is a system with zero leverage and full, government-supervised disclosure. Why zero leverage and full disclosure? The answer is simple. You can't be a little bit pregnant. Any degree of leverage and opacity invites bank runs, which produces firing runs, which produces bank runs, which moves the economy from a good to a bad equilibrium.»
Laurence Kotlikoff 8/2019

«There is no reason to run our financial system and economy on a knife's edge. It's happening for one reason, and one reason only: It works for Wall Street, which pays our politicians to keep the current leveraged, opaque banking system in place..»
Laurence Kotlikoff 8/2019

Geht es gar nicht um Bonität sondern um Sentiment?

- Man kann der Meinung sein, dass die Analyse von Banken eher akademischer Natur ist, solange die geforderten Leverage-Ratios dort sind, wo sie sind
- Speziell dann, wenn man davon ausgeht, dass die Leverage Ratios heute bei weitem nicht hoch genug sind, um Bank Runs zu vermeiden
- Wir haben dieses Thema früher angeschnitten
- Und diese Bank-Runs könnten unausweichlich sein, wenn ein Minsky Moment wie 2008 kommt
- Der Markt dürfte dann nicht über Nuancen der Bilanz-Leverages urteilen, sondern auf andere Sachen schauen wie Derivate etc.
- Solange wir im aktuellen Eigenmittel-Regime leben, müssen wir unsere Analyse beibehalten, und auf die konservativeren Fälle fokussieren.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch