

Investment Spotlight

19. Juli 2012

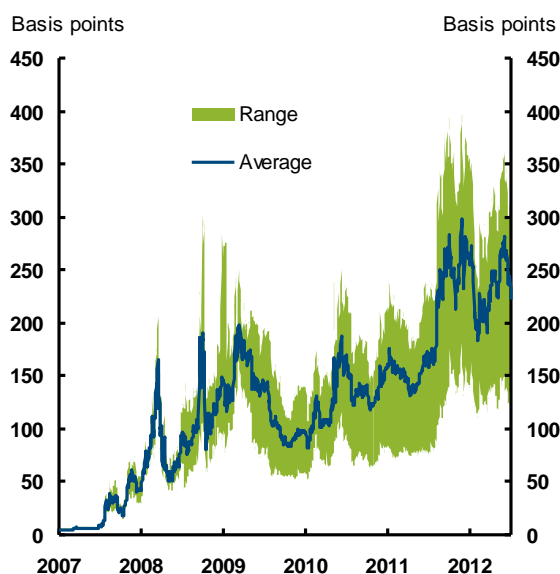
AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

WOCHENBERICHT

Schwache Kreditvergabe britischer Banken: Die Geldpolitik ist gefragt

VON
Mark Allan

Abbildung 1
Hohe CDS-Prämien für britische Bankanleihen



Quellen: Datastream, Bloomberg, AXA IM Research

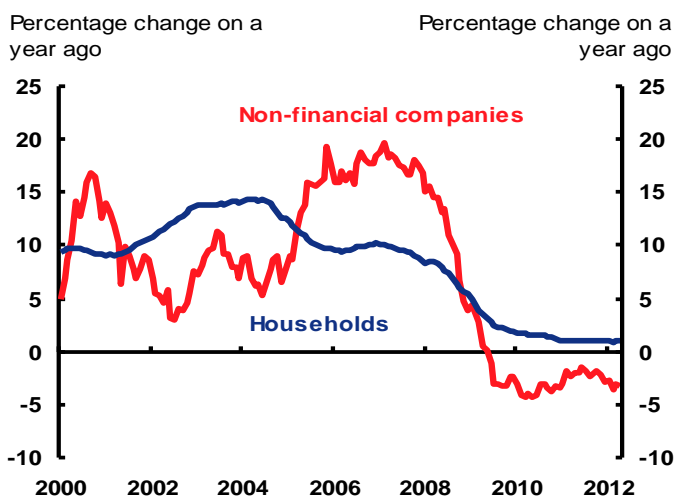
Im Überblick

- Die Kreditvergabe britischer Banken an Unternehmen fällt seit vier Jahren. Auch an Privathaushalte werden weiter nur wenige Kredite vergeben.
- Trotz sehr niedriger Leitzinsen sind die Refinanzierungskosten britischer Banken hoch. Die CDS-Prämien ihrer Anleihen sind heute höher als nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers.
- Die Bank of England will den Banken in großem Umfang Kredit gewähren, wenn sie das Geld an die Realwirtschaft weiterreichen. Wir warten auf Einzelheiten dieses Plans.
- Geldpolitik, Fiskalpolitik und Bankenregulierung werden immer mehr zu einer Einheit, was die Entscheider vor neue Herausforderungen stellt.

Schwache Kreditvergabe der Banken: Ein Angebotsproblem

Trotz der extrem niedrigen Zinsen vergeben britische Banken seit fast vier Jahren immer weniger Kredite an Unternehmen. Auch die Kreditbedingungen für Privathaushalte bleiben angespannt (Abbildung 2).

Abbildung 2
Kreditvergabe der Banken



Quellen: Bank of England, AXA IM Research

Als Grund nennen die Banken meist die mangelnde Nachfrage. Natürlich investieren Unternehmen in Zeiten schwachen Wachstums nur sehr zögerlich, doch deuten Umfragen unter Kleinunternehmen eher auf ein Angebotsproblem hin. Die Institute sind entweder nicht willens oder nicht fähig, Kredite zu vergeben.

Finanzministerium und Bank of England sehen das ähnlich. Beim Mansion House Dinner am 14. Juni gaben sie deshalb neue Initiativen bekannt, um die Kreditvergabe der Banken anzukurbeln. Die Notenbank hat bereits begonnen, den Banken Sechsmontatskredite anzubieten und damit zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Gemeinsam haben Regierung und Bank of England erklärt, dass sie ein langfristiges Finanzierungsprogramm auflegen wollen – um die Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte zu fördern. In einigen Wochen dürften Einzelheiten bekannt gegeben werden.

Abbildung 3

In diesem Beitrag analysieren wir die Kreditvergabe britischer Banken und die Bekanntmachungen beim Mansion House Dinner.

Die Investoren verlangen höhere Risikoprämien

Nach der Finanzkrise 2008 hat sich im britischen Bankensektor viel verändert. Der Staat ist heute Mehrheitsaktionär der Royal Bank of Scotland und der Lloyds Banking Group. Aufgrund des Risikoabbaus sind die Tier-1-Kernkapitalquoten sämtlicher Banken deutlich gestiegen, während die Risikoaktiva zurückgegangen sind. Die Verschuldungsgrade – früher etwa 50 – haben sich fast halbiert, und die Abhängigkeit von Anleiheemissionen hat abgenommen. Trotz dieser Verbesserungen befinden sich die CDS-Prämien britischer Banken aber noch immer auf Rekordniveaus oder nur knapp darunter, und die Aktienkurse sind nach wie vor niedrig. Aktien und Anleihen britischer Banken bleiben riskant.

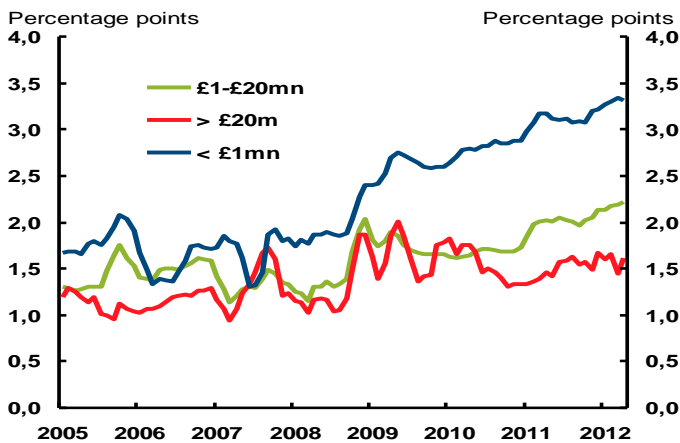
Risiken treiben die Kreditkosten

Wer verstehen will, wie ein Unternehmen seine Preise festsetzt, betrachtet in der Regel die Kosten, insbesondere die Grenzkosten, und die Margen. Bei Banken hängen die Kosten von ihrer Refinanzierung ab. Natürlich haben die Institute unterschiedliche Finanzierungsquellen: Einlagen von Privat- und Firmenkunden, besicherte und unbesicherte Anleihen, Aktien und verschiedene Hybridinstrumente. Sie alle haben ihre Vor- und Nachteile. Die Bank of England hat das komplexe Thema der Refinanzierung analysiert und ist zu dem Schluss gekommen, dass die Grenzkosten für neue Kredite in Summe aus den durchschnittlichen CDS-Spreads britischer Banken und dem 3-Monats-Libor entsprechen.

Die Zinsen für Unternehmenskredite sind in den letzten zwölf Monaten deutlich gestiegen (Abbildung 3), während die Hypothekenzinsen trotz der höheren Refinanzierungskosten der Banken nahezu unverändert geblieben sind. Dies gilt insbesondere für kleinere Kredite, wie sie von neuen bzw. kleineren Unternehmen nachgefragt werden.

Abbildung 3

Zinsdifferenz, neue Unternehmenskredite und Leitzins

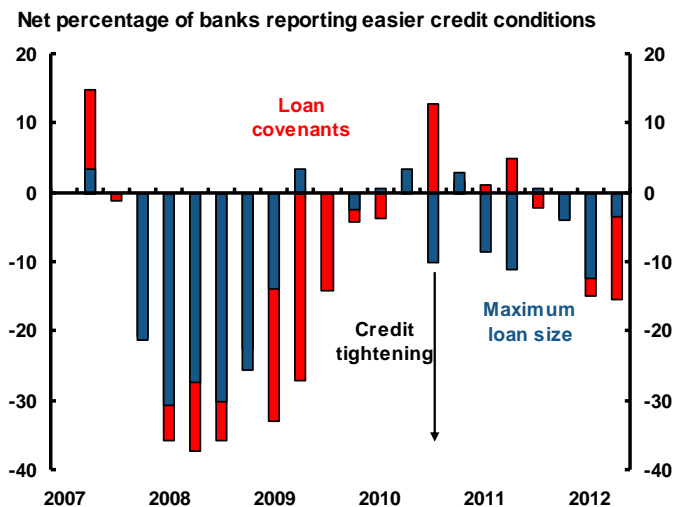


Quelle: Bank of England, AXA IM Research

Der Preis eines Kredits – der Zins – ist aber nur ein Teil des Problems. Die strengeren Kreditbedingungen seit 2007 zeigen sich auch darin, dass das durchschnittliche Kreditvolumen abgenommen hat, höhere Anforderungen an die Bonität gestellt werden, die Beleihungsquoten zurückgegangen sind und die Kreditnehmer höhere Einkommen nachweisen müssen.

Abbildung 4

Restriktionen bei der Kreditvergabe an mittelgroße Unternehmen



Quellen: Bank of England, AXA IM Research

Abbildung 4 zeigt die Auswirkungen dieser Entwicklung auf mittelgroße Unternehmen. Nach eigenen Angaben haben die Banken die durchschnittliche Kreditgröße weiter zurückgefahren und die Anforderungen an die Kreditnehmer verschärft.

Die Reaktion der Politik: Die Mansion-House-Vorschläge

In seiner Mansion-House-Rede Mitte Juni skizzierte der Gouverneur der Bank of England zwei Initiativen gegen diese Verschlechterung der Kreditbedingungen.

Zum einen stellte er die Grundlagen seines „Funding-for-Lending-Plans“ vor. Auch wenn wir die Einzelheiten erst in einigen Wochen erfahren, steht Folgendes fest: Die Notenbank wird den Geschäftsbanken gegen Sicherheiten Kredite zu Zinsen unter dem Marktzins gewähren, für die der Staat bürgt. Das Innovative an diesem Programm ist für uns, dass die staatlichen Subventionen umso höher sind, je mehr Kredite vergeben werden. Es bleibt abzuwarten, ob dies viel bewirkt – frühere Initiativen zur Steigerung der Kreditvergabe, etwa das Project Merlin¹ und das National Loan Guarantee Scheme waren wenig erfolgreich. Die Stellungnahme des Finanzministeriums (das für die Kredite bürgen wird) spricht dafür, dass das Gesamtvolumen etwa 80 Mrd. Pfund und damit 5% der gesamten Kreditvergabe britischer Banken an Nichtbanken vor der Krise betragen kann.

Zweitens hat die Bank of England mitgeteilt, mit dem sogenannten Extended Collateral Term Repo (ECTR) zusätzliche Liquidität bereitzustellen. Jeden Monat wird sie den Geschäftsbanken für mindestens 5 Mrd. Pfund Sechsmontatskredite gewähren und dabei eine Vielzahl unterschiedlicher Sicherheiten akzeptieren. Das Programm wurde aufgelegt, obwohl der Bedarf britischer Banken an diesen Mitteln derzeit nicht besonders hoch erscheint.

¹ Eine frühere Vereinbarung zwischen der britischen Regierung und den Großbanken, um die Kreditvergabe zu fördern

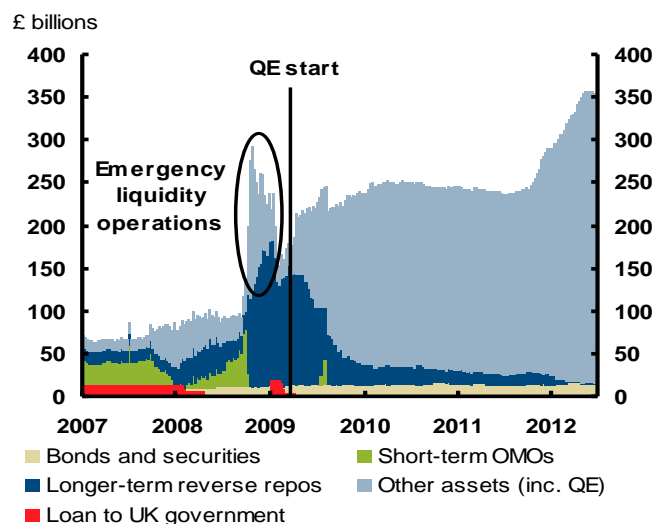
Man will aber auf ein Extremereignis im Euro-
raum vorbereitet sein.²

Trotz der großen Refinanzierungsprobleme der Kreditinstitute stellten die Notenbanken 2008 fest, dass ihre Liquiditätshilfen nur sehr zögerlich in Anspruch genommen wurden. Offensichtlich fürchteten die Institute Zweifel an ihrer Solvenz. Mit seiner Auflegung in vergleichsweise ruhigen Zeiten – zumindest verglichen damit, was geschehen könnte, wenn der Euro-raum auseinanderfällt und das Bankensystem zusammenbricht – hofft die Bank of England, das ECTR-Programm zu einem normalen geldpolitischen Instrument machen zu können.

Bilanzausweitung: Ist das zwangsläufig Quantitative Easing?

Sowohl der ECTR als auch das Funding-for-Lending-Programm werde die Notenbankbilanz aufblähen. Einige Marktbeobachter haben dies als Quantitative Easing bezeichnet. Streng genommen ist es das aber nicht, auch wenn die Grenzen zwischen Geldpolitik, Fiskalpolitik und Liquiditäts- bzw. Finanzpolitik immer unschärfer werden.

Abbildung 5
Aktiva der Bank of England



Quellen: Bank of England, AXA IM Research

² Vgl. die geringe Inanspruchnahme der bisherigen Langfrist-Repos (die dunkelblauen Säulen in Abbildung 5)

Staatsanleihekäufe der Notenbanken mit neu gedrucktem Geld bewirken eine Geldmengenerhöhung – einen Angebotsschock. Mit der Liquiditätspolitik will man hingegen auf Nachfrageschocks reagieren. Beiden Maßnahmen ist aber gemein, dass sie die Zentralbankbilanz aufblähen können. In der zweiten Jahreshälfte 2008 stieg die Bilanzsumme der Bank of England in nur wenigen Monaten um etwa 200 Mrd. Pfund, eine Folge der höheren Nachfrage nach Liquidität (Abbildung 5). Doch erst mit dem Beginn des Quantitative Easing im Frühjahr 2009 hat die Notenbank den Privatsektor *gezwungen*, mehr Liquidität zu halten.

Interdependenz und ihre Auswirkungen für ihre Wirksamkeit von Quantitative Easing

Sorgen macht der Bank of England zurzeit die Frage, ob die hohe Liquiditätshaltung der Banken die Wirksamkeit des Quantitative Easing beeinträchtigt. Möglicherweise sind die Banken in ihrem Bestreben, ihre Aktiva liquider zu machen, zu weit gegangen – dann das bedeutet auch, dass sie weniger Kredite vergeben. Wenn der ECTR die Banken dazu bewegen kann, nicht mehr so extrem viel Liquidität zu halten – weil die Bank of England sie im Zweifel zur Verfügung stellen wird – werden sie vermutlich auch wieder mehr Kredite an kleinere und mittlere Unternehmen sowie Privathaushalte vergeben. Dennoch bleiben wir skeptisch.

Letztlich glauben wir, dass der Staat höhere Risiken eingehen muss, um die Konjunktur anzukurbeln. Der Vorschlag, dass die Bank of England Wertpapiere privater Emittenten kaufen soll, scheint vom Tisch. Vielleicht ist Funding for Lending ja doch sinnvoll. Wir sind gespannt auf die Einzelheiten.

DISCLAIMER

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikanalyseunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.