

AnlagenAktuell

25. Januar 2012



Investment-Banking im Umbruch – Unruhe im Haifischbecken

Das Investment-Banking befindet sich im Umbruch. Die Veränderungen (insbesondere regulatorischer Art) machen eine signifikante Anpassung der Geschäftsmodelle notwendig. Angesichts des Umbruchs ist es noch schwieriger als üblich, abzuschätzen, wie sich die Erträge im (ohnehin volatilen) Investment-Banking mittelfristig entwickeln werden. Die Unsicherheit in Bezug auf die in Zukunft nachhaltig erreichbare Profitabilität und Rentabilität ist deshalb gross. Aus diesem Grund liegen die Bewertungen der meisten Bankaktien klar unter dem langfristigen Durchschnitt. Wir haben die Aktien

der beiden Grossbanken trotz der tiefen Bewertung mit «Marktgewichten» eingestuft, weil wir das Marktumfeld als anhaltend schwierig erachten.

Investment-Banking

Das Investment Banking ist stark angelsächsisch geprägt. Daneben sind unter anderem auch die globale Natur – gewisse Handelsgeschäfte werden rund um die Uhr getätigt – und die heterogene Struktur charakteristisch für das Investment-Banking. Oft wird undifferenziert

vom Investment-Banking gesprochen und alles in denselben Topf geworfen, obwohl der Bereich zahlreiche Geschäfte beinhaltet, die sich teils massiv unterscheiden. Die Finanzkrise von 2008 brachte eine deutliche Veränderung der globalen Investment-Banking-Konkurrenzverhältnisse. Lehman Brothers ging nach 158 Jahren unter, Bear Stearns musste von JP Morgan und Merrill Lynch durch die Bank of America übernommen werden. Somit blieben einzig Goldman Sachs (GS) und Morgan Stanley (MS) als «reine» global tätige Investmentbanken übrig. Durch die Übernahme von Merrill Lynch stieg die Bank of America in den Kreis der führenden Investmentbanken auf. Dies gelang auch Barclays dank der Akquisition der Geschäftstätigkeiten in den USA von Lehman Brothers. Wir zählen die folgenden neun zu den global führenden Investmentbanken: Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan Chase, Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Deutsche Bank, Barclays, UBS und Credit Suisse (CS).

Fixed Income: Marktführer mit Wettbewerbsvorteilen

Der Fixed-Income-Handel (Fixed Income) ist der mit Abstand vielfältigste und damit auch komplexeste Geschäftsbereich einer Investmentbank. Hier sind unter anderem folgende Bereiche angesiedelt: Obligationen, verbriefte Produkte, Zinsen, Währungen und Rohstoffe. Die Vorhaben zur Verschärfung der Regulierung werden gewisse Fixed-Income-Bereiche in den nächsten Jahren stark belasten. Weil die Schweizer Grossbanken im globalen Vergleich eine relativ schwache Position in diesem Geschäftsbereich einnehmen, ist ein Überdenken der Strategie notwendig. Erste Schritte in diese Richtung wurden angekündigt, wobei bisher weniger strategische Einschnitte als eine deutliche Reduktion des in diesem Geschäftsbereich allozierten Kapitals und der Risiken (risikogewichtete Aktiven) kommuniziert wurden. Die Fixed-Income-Strategie von UBS und CS wird sich zwangsläufig den veränderten Gegebenheiten anpassen müssen. Es ist zu erwarten, dass die Marktführer – unter anderem Goldman Sachs, Deutsche Bank, JP Morgan Chase und Citigroup – in Zukunft dank ihrer Grösse und des Fixkostencharakters bedeutende Wettbewerbsvorteile haben werden. Deshalb ist es auch nicht überraschend, dass bisher insbesondere Wettbewerber, die ausserhalb der Top Six liegen, angekündigt haben, Restrukturierungen und einen Abbau in Teilbereichen des Fixed Income durchführen zu wollen. Damit wird in diesem Geschäftsbereich die Konzentration zunehmen.

Aktienhandel: Schweizer Grossbanken gut positioniert

Der Aktienhandel wird von den Vorhaben zur Verschärfung der Regulierung in den nächsten Jahren deutlich weniger stark betroffen sein als der Fixed-Income-Handel. Weil zudem die Schweizer Grossbanken UBS und Credit Suisse hier im globalen Vergleich eine starke Position einnehmen (Top Five), er-

warten wir keine signifikante Änderung der Strategie. Weitere in diesem Geschäftsbereich führende Investmentbanken sind Goldman Sachs, Morgan Stanley und JP Morgan. Das Wettbewerbsumfeld wird sich hier in Zukunft verändern. Während sich gewisse Konkurrenten verabschieden werden – zum Beispiel Royal Bank of Scotland (RBS) – könnten Wettbewerber, die schwergewichtig im Fixed-Income-Handel tätig sind, aufgrund der verbesserten relativen Attraktivität vermehrt in den Aktienhandel expandieren.

Beratungs- und Kapitalmarktgeschäft

Das Beratungs- und Kapitalmarktgeschäft (Advisory and Capital Markets) ist das «klassische» Investment-Banking und besteht aus den Bereichen Beratung bei Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions), Aktienemissionen und Bondemissionen. In diesem Geschäftsbereich liegt JP Morgan an der Spitze, gefolgt von der Bank of America Merrill Lynch und Goldman Sachs. Nach Morgan Stanley folgen die Deutsche Bank und die CS (Rang sechs). Die UBS liegt auf Rang neun.

Weitere Kosteneinsparungen, falls die Erträge nicht steigen

Sowohl die UBS als auch die Credit Suisse haben einen Stellenabbau angekündigt, um die Kosten zu reduzieren. Die UBS baut rund 3500 Stellen ab (-5%), und bei der Credit Suisse werden etwa 7% der Stellen (ebenfalls etwa 3500) gestrichen. Sollte sich die Ertragslage mittelfristig nicht wieder deutlich verbessern, ist mit weiteren Kosteneinsparungen und damit einem zusätzlichen Stellenabbau zu rechnen.

Unsere Schätzungen liegen am unteren Ende des Zielbands

Wir erachten die am Investor Day 2011 kommunizierten, nach unten angepassten mittelfristigen Ziele der UBS als realistisch. Unsere Schätzungen für 2013 liegen hinsichtlich der Eigenkapitalrendite leicht unter der Zielbandbreite und bei der Cost/Income-Ratio knapp innerhalb der Zielbandbreite der UBS. Die CS strebt unter anderem eine Eigenkapitalrendite von über 15% an. Wir erwarten nicht, dass die CS ihre Ziele bis 2013 erreichen wird.

Ausgewählte Ziele und ZKB Schätzungen

In %	Bank	Ziel	9M11 (ann.)	ZKB-E 2013
Eigenkapitalrendite	UBS	12-17	10.7	10.7
	CS	>15	10.7	11.6
Cost/Income-Ratio	UBS	65-75	77.5	74.4
Vorsteueremarge	CS*	>28	17.9	20.9

Nicht abschliessende Aufzählung der Ziele. Ann.: annualisiert
*KernergebnisQuellen: Gesellschaften, Zürcher Kantonalbank

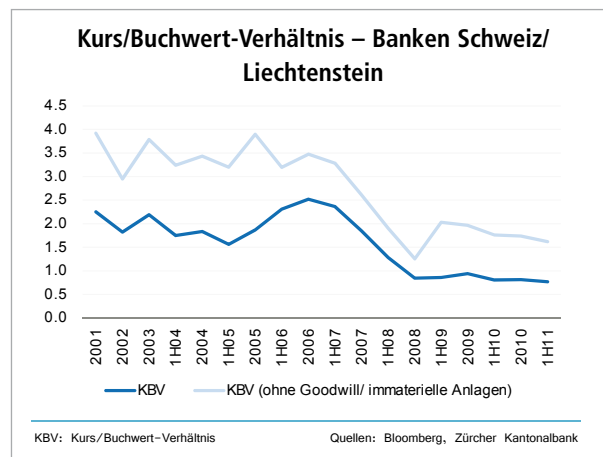
Regulierung setzt Eigenkapitalrenditen unter Druck

Das Problem des Investment-Banking besteht darin, dass sich mit der Einführung von Basel 3 die Eigenkapitalrendite stark verringern wird. Der Hauptgrund ist die aufgrund der verschärften Vorschriften deutliche Erhöhung der risikogewichteten Aktiven, die mit Kapital unterlegt werden müssen. Die Banken werden die risikogewichteten Aktiven marginärer Geschäfte reduzieren müssen, um einen allzu starken negativen Einfluss auf die Eigenkapitalrendite zu verhindern. Die Veränderungen machen eine signifikante Anpassung der Geschäftsmodelle notwendig. Angesichts des Umbruchs ist es noch schwieriger als üblich, abzuschätzen, wie sich die Erträge im (ohnehin volatilen) Investment-Banking mittelfristig entwickeln werden. Die Unsicherheit in Bezug auf die in Zukunft nachhaltig erreichbare Profitabilität und Rentabilität ist deshalb gross. Man erwartet, dass die Eigenkapitalrenditen über einen Geschäftszyklus hinweg in Zukunft tiefer ausfallen werden als vor der Finanzkrise. Dies wirkt sich negativ auf die Aktienbewertung aus. Die von den Grossbanken geplanten Massnahmen (unter anderem Reduktion der risikogewichteten Aktiven, starke Beschränkung bzw. Einstellung des Eigenhandels, Strategieanpassung durch Ausstieg aus gewissen kapitalintensiven Bereichen) werden das Risikoprofil jedoch verbessern. Die Investoren werden allerdings erst dann davon überzeugt sein, wenn die Grossbanken den Beweis erbringen, dass die Erträge und Gewinne effektiv deutlich weniger volatil sind als in der Vergangenheit. Bis dahin wird ein Bewertungsdiscount bestehen bleiben.

Bewertung: Hohe KBV sind nicht mehr in Reichweite

Die Unsicherheit ist im Bankensektor nach wie vor hoch, wobei die Gründe unter anderem bei der ungewissen Konjunkturentwicklung, dem schwierigen Marktumfeld, politischen

Unwägbarkeiten (Euro-Krise) und der strengeren Regulierung zu finden sind. Deshalb liegen die Bewertungen der meisten Bankaktien (Ausnahme: defensive Kantonalbanken) weiterhin unter dem langfristigen Durchschnitt. Angesichts der für die nächsten Jahren erwarteten nachhaltigen Eigenkapitalrendite von 11 bis 12% für die UBS und die CS geht man nicht davon aus, dass die hohen KBV-Werte, die vor der Finanzkrise erreicht wurden, in Reichweite liegen.

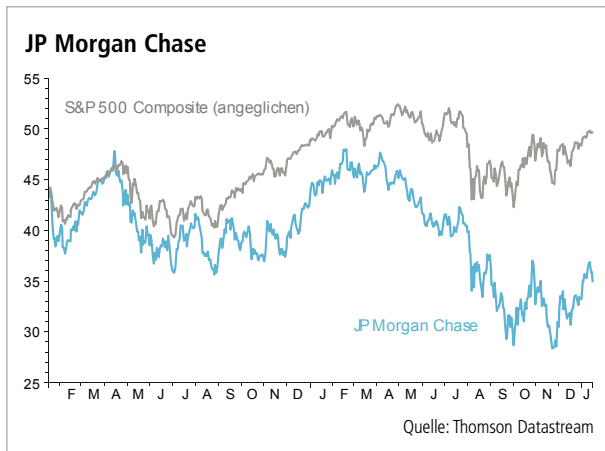


Fazit: UBS und CS marktgewichtet

Wir haben die Aktien der beiden Grossbanken trotz der tiefen Bewertung mit «Marktgewichten» eingestuft, weil wir das Marktumfeld als anhaltend schwierig erachten. Der Prozess der Anpassung an eine «neue Bankenwelt» bleibt sehr schwer abzuschätzen. Die Grossbanken nehmen jedoch – auch dank der proaktiven Haltung der Schweizer Aufsichtsbehörden – international eine Vorreiterrolle ein. Die Kapitalausstattung der UBS ist sowohl unter Basel 2 als auch gemäss den verschärften Richtlinien unter Basel 3 im internationalen Quervergleich klar überdurchschnittlich und auch deutlich besser als diejenige der CS. ■



Titelkommentar



Kennzahlen

Valorennummer	1 161 460		
Ticker	JPM		
Kurs vom 24.01.2012	USD 37.66		
Extremkurse –12 Mte	USD 28 - 48		
	2011	2012E	2013E
Gewinn pro Aktie	4.50	4.55	4.70
– Wachstum	13.6%	1.0%	3.2%
KGV	8.4x	8.3x	8.0x
Dividendenrendite	2.9%	3.4%	4.0%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

JP Morgan Chase (JPM) ging als einer der Gewinner aus der Finanzkrise 2008/09 hervor und ist u.a. durch Zukäufe und wegen der Schwäche der Wettbewerber zur grössten Bank in den USA aufgestiegen. Der Geschäftsfokus liegt in den USA und dort grösstenteils im Investment-Banking sowie im Retail-, Firmenkunden- und Kreditkartengeschäft. Im 2. Halbjahr 2011 wurde der Ertrag v.a. durch die Zurückhaltung der Kunden im Investment-Banking beeinträchtigt. Daneben wirken sich die anhaltend hohen Kosten für Rechtsfälle aus dem Immobiliengeschäft belastend aus. In einem positiveren Börsenumfeld sollte JPM als Marktführer in den meisten Subsegmenten im Investment-Banking von steigenden Börsenvolumina stark profitieren können. JPM weist vergleichsweise tiefe Kreditrisikokosten, eine starke Marktstellung mit einer breiten Geschäftsdiversifikation, eine gesunde Bilanzstruktur und eine gute Kapitalquote aus. Die Bewertung von JPM liegt leicht unter dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe. Wegen des im Konkurrenzvergleich tieferen Risikos ist eine Prämie gerechtfertigt, weshalb wir JPM mit «Übergewichten» einstufen. ■

Alle Angaben ohne Gewähr!