

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 24

7. Juni 2019

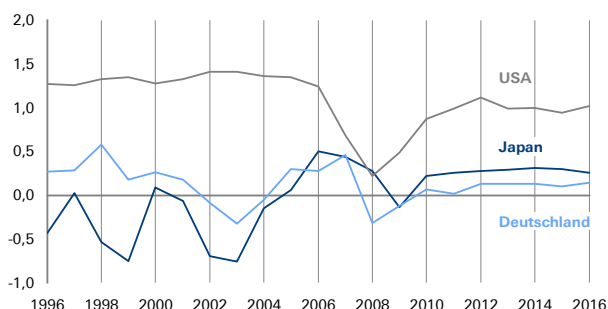
Metzler: Japanische Banken im Niedrigzinsumfeld – Lehren für Deutschland

Japanische Banken haben bisher keinen Weg gefunden, um im Nullzinsumfeld eine hohe Profitabilität zu erreichen. Immerhin erfüllen sie ihre makroökonomische Aufgabe und vergeben ausreichend Kredite.

Das japanische Bankensystem litt bis 2004 unter einer großen Last an notleidenden Krediten, die nach dem Platzen der Finanzmarktblase Anfang der 1990er-Jahre immer noch in den Bilanzen der Banken schlummerten. Die Folge war, dass die Banken keinen Spielraum für die Neuvergabe von Krediten hatten und es zu einer langjährigen Kreditklemme kam. Dementsprechend erlitten japanische Banken auch von 1996 bis 2004 in den meisten Jahren Verluste. Erst unter dem damaligen Premierminister Koizumi wurden die Banken ab 2002 gezwungen, die notleidenden Kredite unter anderem auch mit staatlicher Hilfe abzubauen. In den Jahren ab 2005 erzielten die wieder gesunden japanischen Banken dann im Durchschnitt jedes Jahr Gewinne (mit Ausnahme von 2009). Im Vergleich zu US-Banken ist die Profitabilität jedoch immer noch sehr niedrig.

Banken in Japan und Deutschland mit niedriger Profitabilität

Return on Assets (Gewinn im Verhältnis zur Bilanzsumme) in %

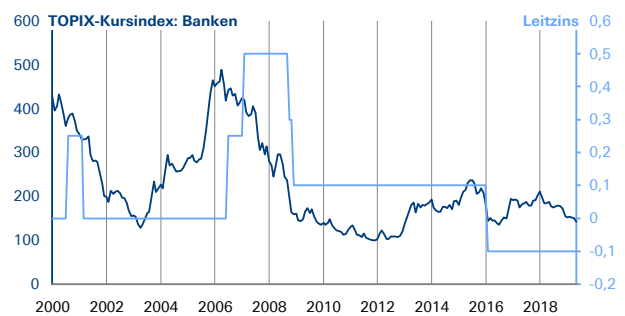


Quelle: Weltbank; Stand: 31.12.2016

Ein Blick auf die Aktienkursentwicklung japanischer Banken im Topix seit 2000 zeigt, dass die Kurse in Erwartung von Leitzinserhöhungen in den Jahren 2000 und 2006 stiegen. Als aber eine Umkehr der Leitzinserhöhungen absehbar wurde, fielen sie wieder. Japanische Bankaktien bewegen sich somit seit 2000 seitwärts ohne Trend. Studien des IWF bestätigen, dass die Profitabilität von Banken bei einem niedrigen Leitzins strukturell deutlich geringer ist als bei normalen Leitzinsen.

Japanische Banken ohne Kursgewinne seit Beginn der Nullzinspolitik

TOPIX Banken, Kursindex und Leitzins in %



Quelle: Thomson Reuters; Stand: 31.5.2019

Darüber hinaus zeigen die Analysen des IWF, dass die Größe einer Bank ein entscheidender Vorteil in einer anhaltenden Phase niedriger Zinsen ist. Es ist daher kein Wunder, dass es zu einer großen Konsolidierungswelle im japanischen Bankensektor kam, die noch immer anhält.

Die Gesundung der Banken seit 2005 sowie Corporate-Governance-Reformen, initiiert von Premierminister Shinzo Abe, haben seit 2012 zu einem stärkeren Fokus auf die Aktionäre beigetragen: Banken schütten nun mehr Dividenden aus, und die Dividendenrendite steigt von 0,4 % im November 2006 auf 4,2 % im Mai 2019.

Ausschüttungen japanischer Banken an die Aktionäre steigen

Dividendenrendite in %



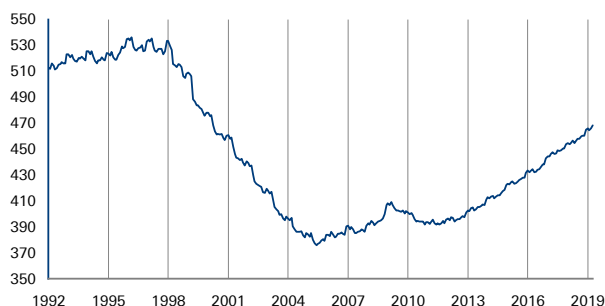
Quelle: Thomson Reuters; Stand: 31.5.2019

Immerhin erfüllen die japanischen Banken ihre makroökonomische Aufgabe der Kreditvergabe. Die Gesundung der Bankbilanzen bewirkte eine Stabilisierung des

ausstehenden Kreditvolumens ab 2005, womit sich das Kreditangebot merklich verbesserte. Die Strukturreformen und Stimuli im Rahmen der „Abenomics“ sorgten dann ab 2012 für eine Belebung der Kreditnachfrage.

Japanische Banken erfüllen seit 2005 wieder ihre makroökonomische Aufgabe der Kreditvergabe

Ausstehendes Kreditvolumen in Billionen Yen



Quelle: Thomson Reuters; Stand: 31.5.2019

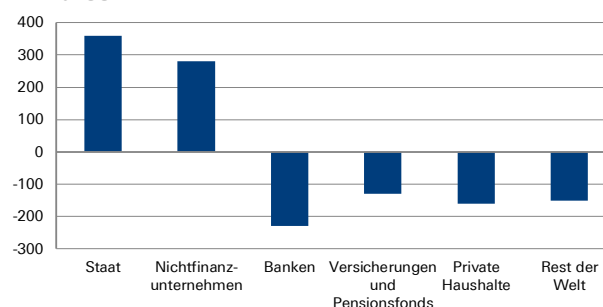
Wirtschaftspolitisch besteht somit in Japan kein Handlungsbedarf. Die Banken dürften tendenziell größer werden, die Profitabilität allenfalls geringfügig steigen, die Ausschüttungen an die Aktionäre hoch bleiben und viele Banken werden Ertragschancen im Ausland suchen.

Eurozone: Schwieriges Umfeld für Banken

Eine Analyse des McKinsey Global Institutes zeigt eindrücklich die Auswirkungen der Niedrigzinsen in der Eurozone. So reduzierten sich in der Eurozone die Zinszahlungen der Staaten und Unternehmen (beides große Schuldner) von 2007 bis 2012 um insgesamt etwa 350 Mrd. USD und 275 Mrd. USD. Banken gehörten zu den großen Verlierern mit etwa 225 Mrd. USD geringeren Zinseinnahmen, da die Zinsspanne zwischen Kredit- und Einlagezinsen über diesen Zeitraum deutlich geschrumpft ist.

Gewinner und Verlierer der Niedrigzinspolitik in der Eurozone

Änderung der Zinsausgaben und -einnahmen von 2007 bis 2012 in Mrd. USD

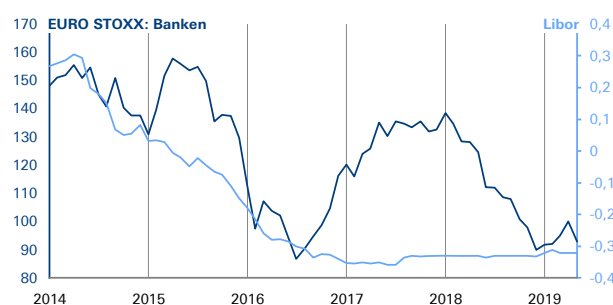


Quellen: McKinsey, Standard & Poor's, Bankrate, Eurostat, Bloomberg, European Fund and Asset Management Association, IWF, EZB

Die Perspektive einer lang anhaltenden Negativzinsperiode in der Eurozone bedeutet, dass Banken in der Eurozone und vor allem in Deutschland kaum eine Perspektive haben, ihre Profitabilität auf absehbare Zeit merklich zu verbessern, was sich auch in der Aktienkursentwicklung niederschlägt.

Aktienkurse der Banken in der Eurozone seit Beginn der Niedrigzinspolitik unter Druck

EURO STOXX Banken, Kursindex und Libor, drei Monate in %



Quelle: Thomson Reuters; Stand: 31.5.2019

Immerhin erfüllen die Banken in der Eurozone aber ihre makroökonomische Aufgabe der Kreditvergabe. Die EZB könnte jedoch mit ihrer Negativzinspolitik die Überlebensfähigkeit der Banken zunehmend gefährden, so dass sie früher oder später ihr Kreditangebot einschränken müssten – mit negativen Folgen für die Wirtschaft. Es dürfte daher nur eine Frage der Zeit sein, bis die EZB ein gespaltenes Reservesystem einführt, das die Banken in großen Teilen von der Negativzinslast befreit. Die Negativzinsen kosten laut Handelsblatt insbesondere deutsche Banken etwa 10 % ihres Gewinns.

USA: Zinssenkungen immer wahrscheinlicher

In den USA ist derzeit keinerlei Inflationsdruck (Mittwoch) erkennbar. So sind die Lohnstückkosten seit dem vierten Quartal 2017 nicht mehr gestiegen, sondern tendieren nur seitwärts. Die Beschleunigung des Lohnwachstums wurde somit eins zu eins durch ein höheres Produktivitätswachstum gedeckt. Die geringe Inflationsdynamik eröffnet der US-Notenbank den Spielraum, die Leitzinsen zu senken, falls sich die Wirtschaft stärker abschwächen sollte. Vor diesem Hintergrund werden die Einzelhandelsumsätze (Freitag) sowie die Industrieproduktion (Freitag) einen wichtigen Baustein für den Leitzinsausblick liefern. Die Finanzmarktakteure rechnen derzeit mit zwei bis drei Leitzinssenkungen bis Jahresende. Da wir der Ansicht sind, dass der Rückgang der Kapitalmarktzinsen seit Jahresanfang schon jetzt die Wirtschaft stimuliert – mit positiven Auswirkungen ab dem dritten Quartal –, sehen wir derzeit noch keine Notwendigkeit für Leitzinssenkungen in den USA. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 60 % erwarten wir daher unveränderte Leitzinsen bis Jahresende und mit einer Wahrscheinlichkeit von 40 % zwei Leitzinssenkungen.

China: Neue Schritte zur Konsumbelebung

In dieser Woche beschloss die chinesische Regierung weitere Maßnahmen zur Konsumbelebung. Die Wirtschaft scheint wohl vom Handelskonflikt hart getroffen

worden zu sein – das dürften die Daten zur Industrieproduktion (Freitag) sowie zu den Einzelhandelsumsätzen (Freitag) zeigen.

Immer wieder steht dabei die Frage im Raum, ob der chinesischen Regierung nicht das Geld für immer weitere Stimuli ausgehen könnte. Die Regierung kontrolliert jedoch die Zentralbank, die großen Staatsbanken sowie die Staatsunternehmen. Im Endeffekt kann sie daher entweder mithilfe der Zentralbank Geld drucken oder mithilfe der Staatsbanken Kredite in die Wirtschaft pumpen und unterliegt daher keinen Beschränkungen. Nur eine schon hohe Inflation würde weiteres Geld drucken problematisch machen. Wäre China auch von ausländischen Krediten abhängig und hätte demzufolge ein hohes Leistungsbilanzdefizit, könnten Ausländer die Kreditvergabe einschränken und damit weitere Stimuli in China verhindern. China hat jedoch eine niedrige Inflation, eine ausgeglichene Leistungsbilanz sowie ein hohes Auslandsvermögen. Für neue Stimuli gibt es also genügend Spielraum.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.