

Focus

Probleme bei Finanzwerten noch nicht ausgestanden

Dieser Sektor steht nach wie vor unter dem Einfluss der Kreditkrise und der schwachen Konjunktur. Anlass für eine Bestandsaufnahme.

Für eine Weile hatte es den Anschein, als hätten sich die Märkte beruhigt. Seit Mitte Mai reißen die Negativmeldungen aus dem Finanzsektor jedoch nicht ab. Erneute Abschreibungen, zusätzliche Aktienemissionen, Finanzierungsschwierigkeiten, Herunterstufung der Ratings, Dividenden fallen aus, unerwartet hohe Verluste, die Immobilienpreise im freien Fall in den USA und Großbritannien – nahezu täglich wartet der Finanzsektor mit neuen „Schreckensmeldungen“ auf. Altaktionäre sind besonders betroffen: Nicht nur fallen die Dividenden aus, sondern zusätzliche Kapitalerhöhungen führen zu einer Verwässerung der Gewinne je Aktie.

Wir sind daher vorsichtig, was die Aktien von Finanzinstituten betrifft. Wir setzen auf Banken mit soliden Refinanzierungsquellen (z. B. starkes

Einlagengeschäft) sowie Banken, die von der Wachstumsdynamik in den Schwellenländern profitieren. Zurzeit ziehen wir (Investment-Grade-) Unternehmensanleihen von Finanzdienstleistungsunternehmen Aktienwerten vor. Nach unserem Dafürhalten haben sich die Spreads (Risikoaufschlag auf Staatsanleihen) bei Corporate Bonds im Verhältnis zum von uns eingeschätzten Risiko zu stark ausgeweitet. Nichtsdestotrotz werden die Unternehmensanleihemärkte von Liquiditätsproblemen und trüber Stimmung heimgesucht. Die kommende Berichtssaison sollte die Situation im Finanzsektor etwas erhellen. In dieser Focus-Ausgabe umreißen wir unsere Prognosen für die aktuelle Entwicklung dieses Sektors bei Aktien und Anleihen.



Bert Veldman

**Senior Investment
Manager Global Equity**

Banken im Kapitalrausch

Das wahre Ausmaß der Kreditkrise hat sich erst im Laufe des vergangenen Quartals gezeigt. Zahlreiche Finanzinstitute haben bereits in großem Umfang Not leidende Kredite und Investments abgeschrieben. Zur Refinanzierung ihrer finanziellen Sicherheitspuffer suchen sie jetzt ihr Heil am Kapitalmarkt. Bloomberg-Daten zufolge wurde auf diese Weise im zweiten Quartal 2008 weltweit neues Kapital in Höhe von 110 Milliarden Euro aufgenommen, davon 58,8 Milliarden Euro allein in Europa. Dies war in vielen Fällen mit der Ausgabe neuer Aktien verbunden und führte damit zu einer erheblichen Verwässerung der Beteiligungen von Altaktionären.

Gegenüber dem ersten Quartal, als weltweit Neukapital in Höhe von 56,6 Milliarden Euro eingeworben wurde (16,6 Milliarden Euro in Europa), hat sich der Rekapitalisierungsprozess damit erheblich beschleunigt. Staatliche Investmentfonds (besser bekannt unter der Bezeichnung „Sovereign Wealth Funds“ (SWFs) haben bereits großes Interesse an den Aktien-

emissionen angemeldet. So verschaffte sich das britische Bankhaus Barclays im Juni über eine Kapitalerhöhung im Werte von 1,8 Milliarden Pfund eine Kapitalspritze aus dem ölfreudigen Katar. Auch andere Institute sammelten frisches Kapital aus Asien und dem Nahen Osten ein.

Es überrascht daher nicht, dass der Finanzsektor unter diesen Bedingungen nur enttäuschend abschneidet. Weltweit fielen Finanzaktien im zweiten Quartal um durchschnittlich 12 Prozent; damit haben diese Titel im bisherigen Jahresverlauf um fast 29 Prozent nachgelassen. Seit seinem Höchststand im April 2007 gab der MSCI World Financials Kursindex im Durchschnitt um 43 Prozent nach (auf Euro-Basis).

Kreditportfolios weiter unter Druck

Die Zunahme der Kapitalspritzen im zweiten Quartal hängt eng mit dem fortgesetzten Verfall der Kreditmärkte rund um den Globus zusammen. Der anhaltende Niedergang des US-Immobilienmarktes führte zu steigenden Verlusten in den Hypothekenportfolios, die mittlerweile von Subprime nicht nur in das nächsthöhere Segment „Alt-A“, sondern auch ins „Prime“-Segment übergreifen haben. Laut dem Case/Shiller-Hauspreisindex vom April fiel der Durchschnittspreis von Immobilien in den 20 größten US-Städten annualisiert um 15,3 Prozent. Damit rutschen diese Preise schneller als in den Vormonaten, und ein Ende ist noch nicht in Sicht.

Hinzu kommen steigende Abschreibungen auf risikoreiche Unternehmenskredite („Leveraged Loans“), die in den letzten Jahren von Banken auf der Suche nach höheren Renditen ausgegeben wurden. Im gegenwärtigen Umfeld ist es natürlich weitaus schwieriger, Portfolios mit Problemerkrediten abzustoßen. Verluste bei der Liquidierung von Positionen sind daher unvermeidlich. Auch bei den Außenständen für Verbraucherkredite (Kreditkarten und Privatdarlehen) ist eine anhaltende Verschlechterung zu beobachten, da die hohen Treibstoffpreise die Privateinkommen zunehmend belasten. Ein weiterer Faktor ist, dass zahlreiche Banken sich bei Spezialkreditversicherern, so genannten Monolinern, gegenüber den mit komplexen Derivaten verbundenen Risiken versichert hatten. Auch diese

Versicherer müssen jetzt Verluste hinnehmen; in vielen Fällen wurde ihr Kreditrating bereits herabgestuft. Da dies wiederum zu einer Minderung des Wertes der entsprechenden Versicherungspolizen führt, müssen Banken abermals Abschreibungen vornehmen.

Abbau der Fremdverschuldung noch nicht abgeschlossen

Die Finanzdienstleistungshäuser reagieren mit Kostensenkungen auf die Probleme, häufig durch Stellenabbau. Gleichzeitig sehen sie sich gezwungen, ihre Fremdverschuldung zu reduzieren, indem sie demgegenüber den Eigenkapitalanteil ausbauen. Der Anteil der Fremdmittel an der Bilanzsumme sinkt dadurch. Dazu bedient man sich Kapitalerhöhungen, Verkauf von Unternehmensanteilen und Verzicht auf Dividendenausschüttungen. Beim Deleveraging handelt es sich indes um einen langwierigen Prozess, der sich über mehrere Quartale hinziehen kann. Dies hat natürlich auch Folgen für die erwarteten Kapitalrenditen. Für die Finanzdienstleister geht es hier nicht nur um eine massive Beschneidung ihrer profitabelsten Tätigkeiten. Gleichzeitig müssen die Banken ihre Aktivitäten über eine Zunahme des teureren Eigenkapitals finanzieren. Insofern bemühen sich die Aktienmärkte derzeit, auszuloten, welche Kapitalrenditen mittelfristig bei Banken machbar sind.

Bei Finanzaktien bleiben wir untergewichtet

Auf den ersten Blick erscheinen die Bewertungen im Hinblick auf KGVs, Buchwerte und Dividendenrenditen niedrig und damit attraktiv. Inwieweit das strukturelle Ertragsniveau angemessen ist, bleibt jedoch abzuwarten. Ein weiterer wunder Punkt sind die Dividenden. Aus diesem Grunde halten wir bis auf weiteres an unserer untergewichteten Position fest. Unsere Positionierung ist auf Banken mit starkem Einlagengeschäft, die daher weniger dem Risiko finanzieller Schwierigkeiten ausgesetzt sind (vor allem asiatische Banken), und Banken mit Engagement in den wachstumsstarken Schwellenländern ausgerichtet. Die Gewichtung britischer Banken haben wir angesichts des gebeutelten Immobilienmarktes in Großbritannien heruntergefahren.



Abschreibungswelle setzt sich fort



Caspar van Grafhorst

Leiter Investment
Grade Credits

Seit Mitte Juni erleben wir eine deutliche Eintrübung der Stimmung an den Unternehmensanleihemärkten. Besonders betroffen sind die Anleihen von Unternehmen des Finanzsektors. Dennoch liegen die Credit Spreads immer noch unter ihrem Stand von Ende März. Für die Verschlechterung der Marktstimmung gibt es drei Gründe: steigende Inflation, Furcht vor weiteren Abschreibungen und Refinanzierungsorgen.

Die Banken hängen für ihre kurzfristige Finanzierung (um sich z. B. mit dem nötigen Betriebskapital zu versorgen) von anderen Banken ab und müssen zu diesem Zweck Sicherheiten bieten. Verschlechtert sich die Qualität dieser Sicherheiten (dabei kann es sich beispielsweise um ein Kreditportfolio handeln), sinkt die Bereitschaft anderer Banken, Kredit zu geben. Das kann ernste Folgen haben. Dies gilt in erster Linie für die kurzfristige Refinanzierung. Probleme können sich dadurch auch mit den Monolinern (Kreditversicherern) ergeben.

So hält Merrill Lynch beispielsweise ein 18 Milliarden US-Dollar schweres Portfolio von CDOs und ABS-Anleihen (Collateralised Debt Obligations bzw. Asset Backed Securities – beides in Verruf gekommene Structured-Credit-Produkte). Dieser Bestand ist größtenteils über Monoliner versichert. Da die Kreditratings dieser Monoline-Versicherer jetzt allerdings herabgestuft wurden, ist das Risiko nicht nur für Merrill Lynch gestiegen, sondern auch für andere Banken, die ihre Kreditbestände auf die Weise versichert haben. Am Markt befürchtet man jetzt, dass dies zu erneuten massiven Abschreibungen führen wird und die Banken zur Liquidierung von Positionen gezwungen sind.

Bei Merrill Lynch erwartet der Markt Abschreibungen in Höhe von 5 Milliarden US-Dollar im zweiten Quartal. Andere prominente Opfer der Kreditkrise, wie Citigroup und UBS, werden wohl ebenfalls umfangreiche Abschreibungen ankündigen, wenn auch in geringerem Umfang als im ersten Quartal. Auch die anderen Banken werden wohl nicht verschont bleiben. Dieser Prozess könnte noch über mehrere Quartale anhalten, das Größte ist aber wohl ausgestanden. Momentan steht der Markt allerdings unter dem Eindruck der jüngsten Abschreibungswelle und Berichten von Banken, die im Zuge der Krise in eine Schieflage geraten sind.

Spreads im Hinblick auf die Risiken zu hoch

Wir betrachten die Rahmendaten momentan als neutral. Die Spreads bewegen sich derzeit auf einem Niveau, das die fundamentalen Risiken unserer Meinung nach nicht widerspiegelt. Investment-Grade-Unternehmensanleihen – insbesondere die des Finanzsektors – sind zurzeit sehr attraktiv bewertet. Natürlich ist der gesamtwirtschaftliche Rahmen angesichts der rückläufigen Konjunktur im Augenblick nicht besonders günstig

für Banken. Das bedeutet, dass Banken zwangsläufig einen Rückgang ihrer Kreditfazilitäten und einen Anstieg ihrer Risikovorsorge erleben werden. Gleichwohl liegt der prozentuale Anteil der Kreditausfälle bei fast null und der prognostizierte Anstieg war bisher moderat. Über die nächsten Monate sollten die Meldungen sich indes beruhigen. Das bedeutet allerdings nicht unbedingt, dass auch die Märkte gelassen bleiben. Schließlich begann die Krise bereits im Juli letzten Jahres und ihre Folgen sind immer noch nicht überwunden.

Liquidität bleibt niedrig

Die Sommermonate sind seit jeher von niedriger Liquidität gekennzeichnet. Liquidität ist in diesen Monaten ohnehin schon knapp auf den Geldmärkten, und in den letzten Wochen hat sich die Lage noch verschärft. Die Sauregurkenzeit wird dem nicht viel entgegen setzen. Es wäre jedoch verfehlt, dies auf mangelndes Vertrauen am Interbankenmarkt zurückzuführen. In Anbetracht der aktuellen Probleme bei der Neubewertung und drohender Abschreibungen sind Banken bei der Kreditvergabe jetzt einfacher vorsichtiger. Überdies müssen Banken sich darauf einstellen, dass viele Unternehmen bereits über zugesagte Kreditlinien verfügen. Diese Kreditnehmer können die zugesagten Kredite jederzeit in Anspruch nehmen; die Banken sind zur Auszahlung verpflichtet. Dazu müssen aber ausreichend Mittel zur Verfügung stehen.

Versicherer wechseln zu Unternehmensanleihen

Ein weiterer interessanter Trend, der sich seit April abzeichnet, ist der Aufkauf großer Unternehmensanleihebestände – häufig in Milliardenhöhe – durch Versicherungsgesellschaften. Hier findet eine Verlagerung von Staatsanleihen zu Bonds hervorragend gerateter Banken und sonstiger Unternehmen statt. Das ist insofern plausibel, als dass der Zeitpunkt jetzt nach der extremen Ausweitung der Spreads im ersten Quartal günstig für die langfristige Bevorratung ist. Außerdem ist das gegenwärtige – von steigender Inflation und steigenden Langfristzinsen – geprägte Umfeld für Staatsanleihen ungünstig.

Unveränderte Positionierung

Unsere Positionierung hat sich gegenüber dem letzten Quartal kaum verändert. Bei nachrangigen Krediten von Finanzinstitutionen bleiben wir Übergewichtet. Unsere Präferenz für Banken mit Filialnetz, über das sie sich mit Refinanzierungsquellen versorgen, hat sich nicht geändert. Die überwiegende Mehrheit der im Fonds gehaltenen Bankanleihen stammen von soliden und finanzkräftigen europäischen Retail-Banken, die zu den führenden Häusern ihrer jeweiligen Regionen zählen.

Aufgrund der negativen Marktstimmung und der ruhigen Sommermonate haben wir uns jedoch gegen das höhere Risiko im unteren Laufzeitenbereich abgesichert, indem wir das nachrangigste Segment innerhalb unserer Bankposition absichern. Angesichts des gegenwärtigen Wirtschaftsklimas (geringes Wachstum, hohe Inflation) sind wir auch in den zyklischen Sektoren untergewichtet.

Rechtlicher Hinweis:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken und stellen auf keinen Fall ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar. Diese Publikation ist ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Obwohl der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen. Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen.

Weder ING Investment Management (die für diesen Zweck ING Asset Management (Europe) B.V. als Rechtsperson angibt) noch irgendeine andere zur ING-Gruppe gehörende Gesellschaft oder Körperschaft noch irgendwelche Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer oder Mitarbeiter können direkt oder indirekt für irgendwelche in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen. Wenn Sie Investmentdienstleistungen in Anspruch nehmen möchten, wenden Sie sich bitte an unser Büro, das Sie gerne näher beraten wird. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht.

Für alle in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere gelten andere Risiken und Geschäftsbedingungen, die von jedem Anleger vor einem Anlagegeschäft einzeln durchzulesen sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen auf keinen Fall eine Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren dar. Bezüglich der in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise weitere Informationen über bestimmte für diese Produkte oder Wertpapiere geltende Beschränkungen aufgrund der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen erforderlich. Diese Publikation ist nicht als Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren gedacht und auch nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verbreitung solcher Materialien aufgrund geltender Vorschriften oder Gesetze verboten ist. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von ING Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei ING Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter www.ing-investments.de erhalten.