



Prof. Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach ist Swiss Finance Institute-Professor für Finanzen an der Eidgenössischen Technischen Hochschule Lausanne. Seinen Dokortitel in Finance erwarb er an der Wharton School of Business. Bevor er 2009 seine Lehrtätigkeit in Lausanne aufnahm, war er an der Ohio State University tätig. Zu seinen Forschungsgebieten zählen Corporate Governance sowie die Finanzkrise 2007 bis 2009 mit ihren Ursachen und Folgen.

Kreditwachstum und Bankenperformance

Eine Kernaufgabe von Banken ist es, Kundengelder entgegenzunehmen und Kredite zu vergeben. Für diese Dienstleistungen bezahlen die Banken ihre Gläubiger und belasten ihre Schuldner. Die Vergütung für diese Leistungen hängt von makroökonomischen Faktoren ab. Wenn die Kredite einer Bank überteuert sind, wird sie vermutlich ihr Geschäft an Wettbewerber verlieren. Bietet sie besagte Kredite hingegen zu günstig an, läuft sie Gefahr, für ihr Risiko nicht entsprechend entschädigt zu werden.

SFI-Professor Rüdiger Fahlenbrach untersuchte gemeinsam mit Robert Prilmeier, Tulane University, und René Stulz, The Ohio State University, das Kreditwachstum und die daraus resultierenden Erträge börsennotierter US-Banken im Zeitraum von 1972 bis 2014. Ihren empirischen Erkenntnissen zufolge schneiden Kredite schnell wachsender Banken in den drei Jahren nach der Hochwachstumsphase unabhängig vom Konjunkturzyklus schlechter ab als die Kredite anderer Banken. Es zeigte sich, dass Investoren und Aktienanalysten gleichermaßen die schlechtere Performance von Banken nach Zeiten hohen Wachstums nicht vollständig antizipieren.

Vergeben wachstumsstarke Banken schlechtere Kredite?

In ihrer Untersuchung stützten sich die Forschenden erstmals auf Daten von Kreditportfolios und Wertberichtigungen einzelner Banken anstelle von aggregierten Daten auf Länderebene wie in der bisherigen Literatur. Dabei haben sie festgestellt, dass wachstumsstarke Banken gleichzeitig hohe Renditen auf Vermögenswerten (ROA) und niedrige Wertberichtigungen aufweisen. Nach der Wachstumsphase hingegen verschlechtert sich die Rendite auf Vermögenswerte schnell und die Wertberichtigungen steigen in den nächsten drei Jahren deutlich an. Dieser Boom-and-Bust-Zyklus erklärt sich hauptsächlich dadurch, dass Banken, Aktienanalysten und Investoren die Kreditrisiken nicht angemessen berücksichtigen und die Risiken neuer Kredite zu optimistisch einschätzen. Manifestieren sich diese unterschätzten Risiken, bewerten die Investoren und Analysten die Qualität der Kredite neu. Dies hat zur Folge, dass die Reserven erhöht werden, die Aktienkurse der entsprechenden Banken sich unterdurchschnittlich entwickeln, Banken ihre Kreditvergabe reduzieren und Analysten über die Bankerträge überrascht sind.

Könnten auch M&As diesen Boom-and-Bust-Zyklus erklären?

Die Forschenden sind zudem der Frage nachgegangen, ob die Ergebnisse dadurch zu erklären sind, dass stärker wachsende Banken öfter mit anderen

Finanzinstituten fusionieren und infolge von Integrationskosten im Nachgang an erfolgte Zusammenschlüsse oder aber durch den Erwerb von Banken mit risikoreicheren Kreditportfolios niedrigere Renditen erwirtschaften. Dies wurde widerlegt: Wenn zwischen organischem Kreditwachstum und jenem durch Akquisitionen unterschieden wird, zeigt sich nämlich, dass der Rückgang der Rendite auf Vermögenswerte und der Anstieg der Wertberichtigungen in erster Linie auf dem organischen Kreditwachstum beruhen.

Verstehen Aktienanalysten Banken mit starkem Kreditwachstum?

Man könnte fragen, warum Investoren bankenspezifische Kreditzyklen nicht in ihre Bankenbewertungen einbeziehen. Daten zeigen, dass die Analysten das Bankenwachstum fälschlicherweise für sehr beständig halten. Analysten überschätzen die Erträge für wachstumsstarke Banken im Vergleich zu jenen mit niedrigem Wachstum um durchschnittlich sechs Prozent über einen Zeitraum von drei Jahren. Analysten scheinen zu viel aus dem jüngsten Wachstum zu extrapolieren. Die Realität hingegen zeigt ein anderes Bild: Wenn sich das Wachstum verlangsamt und Kredite sich als riskanter erweisen als erwartet, verschlechtert sich die Performance der Banken und die Reserven werden erhöht, was im Umkehrschluss zu schlechten Aktienrenditen führt.

Was heisst das für Investoren?

Die verwendete Stichprobe bezieht sich auf einen Zeitraum von über 40 Jahren und zeigt deutlich, dass nicht nur aggregierte landesweite Kreditbooms eine schwache Performance nach sich ziehen, sondern auch Bankenbooms. Investoren und Banken, die sich auf aktuelle Daten stützen, sind zu optimistisch eingestellt und halten Kredite für weniger riskant und profitabler, als sie tatsächlich sind. Erst über die Zeit stellen sie fest, dass ihre Erwartungen zu optimistisch waren, was sich in einer Zunahme der Kreditausfälle sowie nachfolgend in einer Verschlechterung der Aktienkursentwicklung manifestiert. Die wirtschaftlichen Folgen sind erheblich: Ein Portfolio von Bankaktien im höchsten Kreditwachstumsquartil bleibt jährlich um über fünf Prozent hinter einem Portfolio von Bankaktien im niedrigsten Kreditwachstumsquartil zurück. Eine Long-Strategie bei einem Bankenportfolio mit niedrigem Kreditwachstum und eine Short-Strategie bei einem Bankenportfolio mit hohem Kreditwachstum scheinen vor dem geschilderten Hintergrund attraktiv für Investoren zu sein.





Florian Esterer

Florian Esterer ist Leiter Core Equities bei der Bank J. Safra Sarasin. Er verfügt über 15 Jahre Investmenterfahrung als Leiter von Aktien-Teams bei verschiedenen institutionellen Vermögensverwaltern. Davor war er als Berater und Venture-Kapitalist tätig und lancierte mehrere Softwareunternehmen.

Kurzfristiger Gewinn oder langfristiger Erfolg für Banken?

Eine zentrale Aufgabe einer Bank ist es, Gelder von Sparern entgegenzunehmen und auf möglichst effiziente Weise an Kreditnehmer auszuleihen. Ob diese Geldvermittlung tatsächlich effizient ist, stellt das neue Forschungspapier von SFI-Professor Rüdiger Fahlenbrach et al. in Frage. Ihre Forschung zeigt, dass Banken, deren Kreditbuch im Vergleich zu jenem von Mitbewerbern überdurchschnittlich schnell wächst, in den Jahren nach der Expansion höhere Wertberichtigungen und niedrigere Erträge auf den Aktiven verzeichnen. Dieser Effekt scheint unabhängig vom allgemeinen Kreditwachstum oder vom Wirtschaftsumfeld zu sein. Zudem scheint aus den Daten hervor zu gehen, dass sich dieser Effekt nach Jahren niedrigen Wachstums verstärkt. Während dies aus makroökonomischer Sicht problematisch ist, lassen sich die Forschungserkenntnisse unter Anwendung einer mikroökonomischen Analyse der Bankenmärkte erklären.

Die Fungibilität des Geldes ist eine Bürde für die Banken

Eine Grundvoraussetzung des Bankensystems ist die uneingeschränkte Fungibilität des Geldes. Aus diesem Grund ist die Differenzierung bei der Kreditgewährung äusserst schwierig. Die weite Verbreitung von Vergleichswebseiten ist ein Beleg dafür. Wenn eine Bank Marktanteile dazugewinnen möchte, muss sie Kunden bessere Konditionen bieten als ihre Mitbewerber. Oder aber sie vergibt riskantere Kredite für einen vergleichbaren Preis. Beispiele hierfür wären die Kreditgewährung an einen Kreditnehmer mit einem höheren Risikoprofil oder die Vergabe von Krediten risikobehafteter Kategorien, wie ein ungesichertes Konsumentendarlehen anstelle einer Hypothek. Letzteres deckt sich auch mit den Erkenntnissen der Autoren, wonach wachstumsstärkere Banken bei Kreditvergabe höhere Erträge auf den Aktiven erzielen. In jedem dieser beiden Fälle unterbewerten die Banken jedoch den Kunden auf einer risikoadjustierten Basis, da die Renditen in den Folgejahren sinken.

Riskantere Kredite wirken sich verzögert auf die Erfolgsrechnung aus

Zum Teil ist der beobachtete Effekt den US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften zuzuschreiben: Eine Rückstellung kann nur vorgenommen werden, wenn der Kreditausfall wahrscheinlich ist. Rückstellungen in der Erfolgsrechnung sind keine statistisch erwarteten Verluste während der Laufzeit des Kredites, sondern wahrscheinliche, nachweisbare Verluste. Jedoch generieren die in einem Jahr gewährten Kredite erst langsam und über die Zeit Kreditausfälle, und die Rückstellungen für einen Jahrgang

steigen mit der Zeit, unabhängig davon, ob sich das Management bewusst war, riskantere Kredite zu gewähren oder nicht. Die in der Erfolgsrechnung ausgewiesenen Kreditkosten aggregieren aber alle in diesem Jahr angefallenen Kosten über alle vorhergehenden Kredit-Jahrgänge.

Die Entscheidung liegt zwischen Kostenführerschaft und Differenzierung

Angesichts des intensiven Wettbewerbs bezüglich der Kreditvergabe haben Banken auf dem Weg zum langfristigen Erfolg einige Hürden zu überwinden. Vereinfacht ausgedrückt, kann eine Bank entweder durch ein kostengünstiges Angebot oder über eine klare Differenzierung des Angebots erfolgreich sein. Ersteres ist leicht messbar, indem die Betriebskosten als Prozentsatz der Kreditbasis berechnet werden, während Letzteres schwieriger zu definieren ist. Allerdings machen die Krediterträge im Durchschnitt rund 50 Prozent der Bankerträge aus. Nahezu 30 Prozent stammen aus Kommissionserträgen. Die Fähigkeit, einem Kunden weitere Produkte und Dienstleistungen anzubieten, stärkt die Kundenbeziehung und senkt die Sensibilität der Kunden gegenüber den Kreditkonditionen. Dies sollte sich sowohl in höheren Kommissionserträgen als auch in niedrigeren Kosten bei der Akquisition neuer Einlagen niederschlagen. Unserer eigenen Analysen zufolge sind die folgenden Faktoren für die zukünftigen Renditen auf Vermögenswerten in abnehmender Reihenfolge von Bedeutung: Gebühren, Kredit-Ausfallraten, allgemeine Kosten und Kosten für Einlagen. Die statistische Signifikanz der Kreditmargen ist nur halb so hoch wie diejenige der Kommissionen. Das Erzielen höherer Erträge aus Krediten ist lediglich eine kurzfristige Strategie, die Durchdringung der Kundenbasis und die Erhöhung der Kommissionserträge hingegen eine langfristig orientierte. Interessanterweise zeigen unsere Analysen auch, dass sich die Finanzmärkte zu stark auf Zinsmargen konzentrieren und damit Wege für attraktive Anlagestrategien eröffnen.

Banken streben längerfristigen Erfolg oder kurzfristigen Gewinn an

Während ein schnelleres Kreditwachstum die Renditen über kürzere Zeithorizonte hinweg verbessern könnte, sorgt der Wettbewerbscharakter im Bankensektor dafür, dass wettbewerbsfähige Positionen, basierend auf Preisunterbietung auf mittlere Sicht, verschlechtert werden. Denn für den langfristigen Erfolg entscheidend sind die auf Kostenführerschaft oder starke Kundenbeziehungen fokussierten Strategien.

Der praktische Beitrag dieser Publikation wurde freundlicherweise unterstützt von einem Mitglied der

