



CREDIT SPECIAL

9. Januar 2019

Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigerem Balance-Akt

AUTOR

Dr. Susanne E. Knips
Senior Credit Analyst
Telefon: 0 69/91 32-32 11
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Leitung Research

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

2019 sollten sich die Bonitätskennzahlen im europäischen Bankensektor stabil entwickeln. Viele Institute haben beim Eigenkapital inzwischen ihre Zielquoten erreicht oder stehen kurz davor, so dass wir keine nennenswerten Steigerungen mehr erwarten. Aufgrund des fortgeschrittenen Kreditzyklus haben sich die Risiken in manchen Bereichen allerdings bereits deutlich erhöht. Dabei dürften gut diversifizierte große Banken die Risiken besser abfedern können als kleine Institute mit regionalem Fokus. Ein hohes Emissionsvolumen und der Ausstieg der EZB aus der ultra-lockeren Geldpolitik sprechen für eine Ausweitung der Spreads. Insgesamt raten wir Anlegern, sehr selektiv vorzugehen und 2019 auf hohe Qualität zu setzen.

Gewinne in Balance

Das relativ solide wirtschaftliche Umfeld in unserem volkswirtschaftlichen Haupt-Szenario¹ sollte die Bonität europäischer Banken weiter stützen. Der Kreditzyklus ist allerdings weit fortgeschritten; der Margenwettbewerb nimmt stetig zu. In einer solchen reifen Phase besteht üblicherweise das Risiko, dass die Institute Qualitätsabschläge im Neugeschäft hinnehmen. Der moderate Zinsanstieg im Jahresverlauf dürfte zwar die Erträge stützen, aber auch für ein Ende der zuletzt historisch niedrigen Kreditrisikokosten sorgen.

Unsere Volkswirte gehen für das 3. Quartal 2019 von einer Anhebung des EZB-Einlagenzinses von derzeit -0,4 % auf -0,2 % aus. Für sich genommen könnte dies nach unserer Schätzung bei einer diversifiziert aufgestellten Bank schon im Folgejahr zu einem Gewinnanstieg von grob gerechnet 2 bis 3 % führen. Gemäß unserer Sensitivitäts-Berechnung wäre mittelfristig bei einem parallelen Anstieg der Zinskurve um 100 Bp. ohne Berücksichtigung weiterer Auswirkungen sogar ein Gewinnanstieg im 2-stelligen %-Bereich möglich, insbesondere bei Banken mit hohen Kundeneinlagen. In einem solchen Szenario wäre aber auch davon auszugehen, dass die hohen Bewertungen in manchen Bereichen zum Vorschein kämen und wieder mehr Rückstellungen für Kreditrisiken zu bilden wären. Eine zunehmend vorsichtige Sicht vertreten wir bspw. für Teile der gewerblichen Immobilienfinanzierung, Konsumentenfinanzierung und Leveraged Lending. In unserem Haupt-Szenario gehen wir für 2019 davon aus, dass sich die positiven und negativen Effekte auf die Ergebnisse der Banken die Balance halten und die Gewinne stabil bleiben.

Regulatorische Eigenkapitalquoten vielfach auf der Zielgeraden

Immerhin ist der Sektor insgesamt robust aufgestellt. Insbesondere große Institute haben ihre Hausaufgaben gemacht und Bail-in-Kapital aufgebaut. Das Financial Stability Board in Basel attestierte den großen international tätigen Banken in seinem 4. Fortschrittsbericht zu regulatorischen Reformen des Finanzsektors Ende November 2018 im Vorfeld des G20-Gipfels in Buenos Aires die vollständige Erfüllung der 2010 beschlossenen Basel III-Vorgaben. Laut dem Bericht haben die Banken ihr hartes Kernkapital gegenüber rund 2 Bio. USD im Jahr 2011 auf 3,7 Bio. USD 2017

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.

¹ Siehe unsere Publikation: [„Märkte und Trends 2019 – Weltwirtschaft im Fitnessstudio“](#) vom 26.11.2018

nahezu verdoppelt. Dies sei ihnen vor allem aus der Thesaurierung eigener Gewinne gelungen, während der Abbau von Aktiva und Kapitalerhöhungen eine eher untergeordnete Rolle gespielt habe.² Nachholbedarf bei der Emission von Schuldtiteln zur Erreichung der regulatorischen Mindestkapitalforderungen bestehe laut European Banking Authority EBA aber noch vielfach bei mittelgroßen und kleinen Instituten.

Zeiten wachsender Eigenkapitalquoten dürften allmählich zu Ende gehen

Die Banken in unserer Beobachtungsliste haben ihre Zielquoten für das regulatorische Eigenkapital inzwischen entweder erreicht oder stehen kurz davor. Wir gehen daher davon aus, dass die Institute ihre Kernkapitalquoten nun nicht mehr wesentlich steigern werden. Gewinne werden gemäß unserer Erwartung wieder für höhere Ausschüttungsquoten und Aktienrückkäufe verwendet werden.

Risikotragfähigkeit auch durch institutionellen Rahmen weiter gestärkt

Aus unserer Sicht hat auch der deutlich verbesserte institutionelle Rahmen die Risiken im Finanzsektor erheblich gesenkt. Der europaweit einheitliche Aufsichts- und Abwicklungsmechanismus³ ermöglicht eine weit bessere Krisenprävention und im Ernstfall funktionsfähigeres Krisenmanagement als vor der nun zehn Jahre zurückliegenden Finanzmarktkrise, so dass das System insgesamt stabiler ist.

Anstehende ESM-Reform stützt institutionellen Rahmen weiter

Durch die anstehende Reform des europäischen Stabilitätsmechanismus ESM soll die Widerstandsfähigkeit des Sektors noch weiter gestärkt werden: Spätestens ab 2024 soll der ESM als gemeinsame Letztsicherung⁴ für den Banken-Abwicklungsfonds SRF eingesetzt werden. Beide Fonds verfügen über eine Zielgröße von je 60 Mrd. EUR. Darauf haben sich die Staats- und Regierungschefs der EU-27 auf dem Euro-Gipfel am 14.12.2018 geeinigt. Ergibt ein für 2020 geplantes Gutachten ausreichende Fortschritte bei der Reduktion der Risiken in den Bankbilanzen, könnte die Letztsicherung sogar schon früher greifen. Ferner hat die Euro-Gruppe⁵ den Auftrag erhalten, bis Juni 2019 die erforderlichen Änderungen des ESM-Vertrags vorzubereiten.

Nationale Divergenzen als Hürde für grenzüberschreitende Fusionen

Es bestehen allerdings europaweit weiterhin enorme Unterschiede bei der Bilanzqualität. Während die skandinavischen Banken hohe Eigenkapitalrenditen erzielen, ist die Profitabilität vieler deutscher Häuser nicht auskömmlich. Einige Banken - insbesondere in Südeuropa - haben noch immer mit hohen Beständen an notleidenden Krediten zu kämpfen. Wir führen die nationalen Divergenzen insbesondere auf unterschiedliche strukturelle, politische und regulatorische Rahmensetzungen in den Ländern zurück. Verbunden mit teils schwachen Geschäftsmodellen sehen wir in den strukturellen Divergenzen ein Haupthindernis für grenzüberschreitende Fusionen. Die Europawahlen im Mai könnten die national unterschiedlichen Interessenlagen nochmals verdeutlichen.

² Ein ähnliches Bild ergibt sich u.a. aus den Stress Tests von EZB und nationalen Aufsehern in Europa.

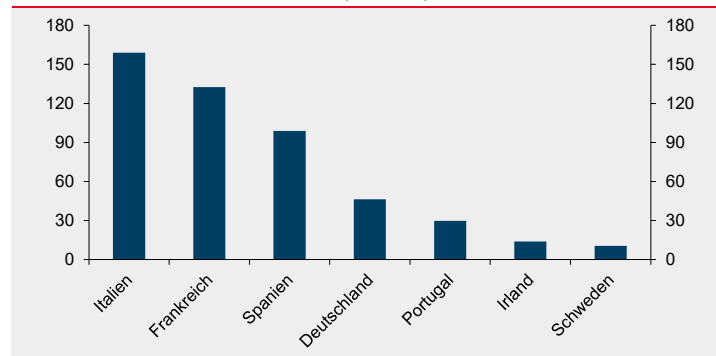
³ Single Supervisory Mechanism SSM sowie Single Resolution Mechanism SRM

⁴ Sogenannter Backstop

⁵ Gremium der Europäischen Union, in dem die Staaten der Eurozone ihre Steuer- und Wirtschaftspolitik koordinieren. Auf dem Euro-Gipfel im Juni 2018 hatte die Euro-Gruppe das Mandat erhalten, ein Reform-Paket zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion vorzulegen. Dieses war Grundlage der Entscheidung des Euro-Gipfels am 14.12.2018.

Bankensektor mit stark unterschiedlichen Risiken

Notleidende Kredit* bei Banken, Mrd. EUR (Juni 2018)



* Brutto vor Kreditrisikovorsorge-Rückstellungen
Quellen: EBA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Technischer Wandel führt zur Disruption der Geschäftsmodelle

BigTechs machen Banken Konkurrenz

Die Digitalisierung schreitet mit großer Geschwindigkeit voran und trägt zu einer Verschärfung des Wettbewerbs bei. Umfassende digitale Prozesse und Kundenangebote sind zu selbstverständlichen Voraussetzungen für erfolgreiche Geschäftsmodelle geworden. Häufig arbeiten die Institute mit FinTechs partnerschaftlich zusammen oder haben sogar Beteiligungen daran erworben. Längst treten aber auch BigTechs, etwa Amazon und Google, massiv in den Markt ein. Neue Technologien sorgen auf breiter Front für eine Disruption der Geschäftsmodelle. Beispiele hierfür sind Payment/Cash Management, Algorithmic Trading, Robo Advisory und Peer-to-peer-Lending. Die enormen Investitionen in die IT belasten vorerst die Gewinne. Der technische Wandel birgt aber auch Chancen zur Effizienzsteigerung. Aus unserer Sicht werden mittelfristig die Häuser als Gewinner aus dem innovativen Prozess hervorgehen, die heute aus einer Position der Stärke heraus agieren und den technischen Wandel anführen können.

Zunahme des Emissionsvolumens bei erstrangig unbesicherter Anleihen

TLTROs für Emission von Senior Unsecured Anleihen entscheidend

Die Emissionen erstrangig unbesicherter Bankanleihen im EUR Benchmark-Format dürften 2019 im Vorjahresvergleich (mit fixem Kupon: 103 Mrd. EUR)⁶ zunehmen. Zum einen wird der Bedarf nach Bail-in fähigen Bonds anhalten. Hinzu kommen steigende Fälligkeiten und Geschäftsvolumina. Ferner könnten die ab Juni 2020 auslaufenden TLTRO-Programme der EZB im Gesamtvolumen von 503 Mrd. EUR⁷ schon 2019 zu Vorfinanzierungen führen. Insbesondere italienische und spanische Banken haben sich umfangreich an diesen Programmen beteiligt. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Zentralbank ein weiteres längerfristiges Finanzierungsprogramm auflegt.

Weiterer Anstieg der Spreads zu erwarten

Bei Bond-Auswahl weiter auf Qualität setzen

Bei den Spreads gehen wir trotz der Erwartung einer soliden Bonitätsentwicklung von einem leichten Anstieg aus. Gründe hierfür sind das zunehmende Angebot, der Ausstieg der EZB aus der ultra-lockeren Geldpolitik⁸ und kurzfristig eine Fortsetzung des unfreundlichen Marktumfeldes. Wir empfehlen daher, bei der Auswahl der Bonds auf hohe Qualität zu setzen. Belastend sind derzeit noch der Handelskonflikt zwischen USA und China sowie der Brexit. Währungsrisiken bei Banken mit hohem Engagement in Lateinamerika und der Türkei dürften hingegen sinken: Nach Jahren der Abwertung erwarten wir für die Schwellenländer-Währungen 2019 eine Bodenbildung.

⁶ Quelle: Bloomberg

⁷ Exklusive 12,4 Mrd. EUR bereits 2018 abgelöst, darüber hinaus wird im März 2021 ein TLTRO-Volumen von rund 233 Mrd. EUR aus dem Jahr 2017 fällig

⁸ Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten der EZB hatte indirekt auch Auswirkungen auf die Spreads von Bankanleihen, obwohl diese nicht direkt enthalten waren.

Brexit lastet auf Geschäftsumfeld

In ihrem Haupt-Szenario⁹ gehen unsere Volkswirte von einem geordneten Brexit mit einer Übergangsphase bis mindestens Ende 2020 aus. Der Wille der Vertragsparteien zur Sicherstellung des gegenseitig offenen Marktzugangs scheint uns bei Finanzdienstleistungen jedoch geringer als im grenzüberschreitenden Personen- und Warenverkehr. Ferner ist das Risiko eines ungeordneten Brexit nicht zu vernachlässigen.¹⁰

Innerhalb des Bankensektors sind naturgemäß die Institute aus Großbritannien am meisten vom Brexit betroffen. Zum einen entstehen bei ihnen direkte Kosten, etwa beim Transfer von Aktivitäten nach Europa, bzw. bei der Gründung von Tochtergesellschaften. Bei den entsprechenden EU-Einheiten entstehen zusätzliche Verwaltungs- und Personalkosten, aber auch Kosten der Bereitstellung von Kapital und Liquidität. Zum anderen resultieren für die britischen Banken aus einem schwächeren Wirtschaftswachstum in ihrem Kernmarkt Belastungen für ihre Geschäftsaktivitäten, etwa in Form niedrigeren Neugeschäfts oder höherer Kreditausfälle.

Immerhin hat die Bank of England in ihrem jüngsten Stresstest den sieben größten britischen Häusern eine ausreichende Belastbarkeit attestiert. Demnach könnten diese selbst einen harten Brexit verkraften; selbst schwerwiegendere Verwerfungen als in der zehn Jahre zurückliegenden Finanzmarktkrise würden sie solide überstehen – Verbraucher und Unternehmen könnten weiter bedient werden.

Die in London ansässigen Banken, die Europageschäft betreiben, haben sich bereits weitgehend auf den Brexit eingestellt und sind nach unserer Beobachtung überwiegend dabei, entsprechende Aktivitäten in Europa aufzubauen.¹¹ Im Gesamtkontext werden die direkten Auswirkungen aus der Verlagerung von Geschäftsaktivitäten recht überschaubar sein. Aus unserer Sicht sind vielmehr die gesamtwirtschaftlichen Brexit-Folgen für die Geschäftsaktivitäten der Banken und somit ihre Bonitätskennzahlen entscheidend. Ferner gehen wir davon aus, dass kleinere Banken mit starkem Fokus ihrer Geschäftsaktivitäten auf Großbritannien überproportional von den Brexit-Auswirkungen betroffen sein werden. Insgesamt erwarten wir eine im Vergleich zu anderen EU-Banken deutlichere Spread-Ausweitung für UK Bankanleihen bei recht hoher Volatilität, solange es keine von den Parlamenten ratifizierte Einigung gibt. Dies führt letztlich wiederum zu höheren Refinanzierungskosten und somit Gewinnbelastungen für die Institute.

Für die Banken aus den übrigen 27 EU-Ländern erwarten wir weit geringere Brexit-Auswirkungen, wobei auch hier die makroökonomischen Risiken aus unserer Sicht im Vordergrund stehen. Laut dem kürzlich veröffentlichten Finanzstabilitätsbericht der EZB entfielen bei den von der EZB beaufsichtigten systemrelevanten Instituten im Durchschnitt noch immer rund 7 % der Vermögenswerte auf Engagements in Großbritannien.

EU Notfallpaket für ungeordneten Brexit wahrt Finanzmarktstabilität

Ein ungeordneter Brexit hätte weitere Auswirkungen, wobei die davon ausgehenden Risiken erfreulicherweise durch Übergangslösungen erheblich reduziert wurden.

- Die EU-Kommission hat am 19. Dezember ihren Notfallplan für den Fall eines ungeordneten Brexits veröffentlicht, der u.a. Maßnahmen für den Finanzsektor vorsieht. Diese beziehen sich insbesondere auf Derivate: Beim Derivate-Clearing sollen zentrale Gegenparteien (CCPs) mit Sitz in Großbritannien für eine Frist von 12 Monaten weiterhin in der EU anerkannt werden. Ferner soll bei bilateralen Derivate-Kontrakten ohne CCPs, bei denen der Kontrahent seinen Sitz in Großbritannien hat, innerhalb einer 12-monatigen Über-

⁹ Siehe unsere Jahresausblicks-Publikation: „[Märkte und Trends 2019 – Weltwirtschaft im Fitnessstudio](#)“ vom November 2018

¹⁰ Siehe unsere Publikation „[Länderfokus Brexit](#)“ vom 6.9.2018

¹¹ Siehe unsere Publikation: „[Finanzplatz Frankfurt – Koffer packen bei Brexit-Banken](#)“ vom September 2018

gangsfrist die Übertragung auf einen EU-Kontrahenten ermöglicht werden, ohne dass weitere Clearing-Pflichten oder Margin-Anforderungen ausgelöst werden.¹²

Diese Übergangslösung trägt aus unserer Sicht erheblich dazu bei, das Risiko von Finanzmarkturbulenzen zu reduzieren: Bei unveränderten Rahmenwerken hätten zentrale Gegenparteien beim Derivate-Clearing (CCPs) mit Sitz in Großbritannien zum Großteil unmittelbar durch CCPs mit Sitz in einem EU-27-Staat ersetzt werden müssen. Dies wäre nach unserem Verständnis teils nach EU-Recht zwingend, teils ergäbe es sich aus Markt-Standards. Nach Schätzungen der EZB wickeln britische CCPs rund 90 % der EU-27 Zins-Swaps ab. Das Nominalvolumen von OTC Derivate-Kontrakten aus EU-27-Ländern bei britischen CCPs, das nach März 2019 ausläuft, beläuft sich laut Bank of England auf rund 41 Bio. GBP. Auch bilaterale Derivate zwischen Großbritannien und EU-27 ohne CCPs hätten betroffen sein können: Kontrakte, die ab März 2019 fällig werden, betragen laut Bank of England rund 18 Bio. GBP. Die beabsichtigte Übergangsfrist ermöglicht nach unserem Verständnis nunmehr einen Aufschub bei den Verhandlungen zwischen beiden Ländern oder im schlimmsten Fall die Umschreibung von Derivaten innerhalb eines Jahres.

- Ein weiteres Problemfeld ergibt sich, wenn EU-27-Banken Bonds nach englischem Recht begeben haben, die sie bisher auf ihre MREL-Quoten anrechnen können. Häufig sind die Anleihebedingungen aber bereits so ausgestaltet, dass die EU Abwicklungsbehörden sie weiter anerkennen, oder die Verträge werden entsprechend angepasst. Alternativ müssten die Banken weitere MREL-Papiere emittieren. Für die Banken in unserer Coverage erwarten wir hieraus keine bemerkbaren Auswirkungen.

Weiterhin hohe Spreads bei italienischen Bankanleihen

Durch die am 19. Dezember 2018 vorerst erzielte Einigung zwischen EU-Kommission und Italien im schwelenden Haushaltsstreit ist es zwar wie von uns erwartet zu einer Annäherung zwischen Rom und Brüssel gekommen.¹³ Die Auseinandersetzung hat aber die von der italienischen Politik ausgehenden Unsicherheiten erneut deutlich gemacht. Dies spiegelt sich auch in den Spreads italienischer Bankanleihen wider: Seit Mai 2018 sind sie deutlich gestiegen und liegen verglichen mit anderen europäischen Wettbewerbern auf weit höherem Niveau. Neben dem unsicheren Geschäftsumfeld ist dies auf die deutliche Spread-Ausweitung bei den teils umfangreichen Beständen an italienischen Staatsanleihen zurückzuführen. Die gegenseitige Abhängigkeit von Banken und Staat ist somit weiter als hoch einzustufen. Gleichzeitig leiden die Banken unter den erhöhten Kapitalkosten infolge gesunkener Anleihe- und Aktienkurse. Dies wird noch dadurch verschärft, dass sie 2020 bis 2021 günstige TLTRO-Finanzierungen von rund 240 Mrd. EUR zurückzahlen müssen.

Der Anteil notleidender Engagements am Kreditvolumen ist zwar – vor allem wegen Problemkredit-Verkäufen – rückläufig, liegt aber mit zuletzt 9,7 % noch weit über dem europäischen Durchschnitt. Bei einem Anstieg im weiteren Kreditzyklus könnten die Problemkreditquoten bei italienischen Banken mittelfristig überproportional steigen, was wir auf strukturelle Ursachen – bspw. im Insolvenzrecht oder in der Wettbewerbsfähigkeit des Mittelstands – zurückführen.

Auch für die italienischen Banken gilt u.E., dass insbesondere kleinere Banken mit regionalem Fokus unter den Belastungen leiden, während gut diversifizierte große Wettbewerber mit internationalem Geschäft die Effekte besser abfedern können. Insgesamt rechnen wir für 2019 weiter mit vergleichsweise hohen Spreads bei den Bonds italienischer Banken.

¹² Als dritte Maßnahme für den Finanzsektor ist eine Übergangsfrist für Zentralverwahrer von 24 Monaten vorgesehen.

¹³ Siehe unsere Jahresausblicks-Publikation: [„Märkte und Trends 2019 – Weltwirtschaft im Fitnessstudio“](#) vom November 2018

Weitere Credit Specials:

Bankanleihen in Deutschland: Neue Preferred Senior Anleihen vor dem Start

25.06.2018

Notleidende Kredit in Europa: Neue Vorschriften in Europa kein großer Wurf

20.03.2018

Ungedeckte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzrangfolge

14.02.2018

Erfolgsstory Corporate Schuldscheindarlehen – Solide Adressen bleiben die Regel

22.01.2018

Europäische Bankanleihen: EZB regelt Notenbankfähigkeit neu

21.12.2017

Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen

28.11.2017

Private Banken in Deutschland: Reform der freiwilligen Einlagensicherung

26.09.2017

NSFR: Banken auf Kurs, Malus für Covered Bonds?

02.08.2017

Europäische Banken: IFRS 9 erhöht Gewinnvolatilität

18.07.2017

Italienische Banken: Erneut Staatsgelder für Banken in Europa

27.06.2017

Corporate Schuldscheindarlehen – Wachstumsmarkt mit solider Kreditqualität

22.05.2017

Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken: Weitere Anpassungen absehbar

03.01.2017

Europäische Banken: Negativzinsen – neue Welt für Banken

26.09.2016

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf

www.helaba.com/de/research

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■