



CREDIT SPECIAL

2. April 2020

Europäische Bankanleihen: COVID-19 rückt Bilanzqualität in den Fokus

AUTOR

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

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit 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

Für den Bankensektor scheinen stark steigende Kreditausfälle mit erheblichen Eigenkapitalbelastungen unabwendbar. Die Austrocknung an den Geld- und Kapitalmärkten nimmt dies vorweg. EZB-Aufsicht und Geldpolitik haben mit massiven Gegenmaßnahmen für Stabilisierung gesorgt. Für die Bewältigung der Krise und Sicherstellung der Finanzstabilität ist nun entscheidend, dass die staatlichen Kreditprogramme für den Privatsektor Wirkung zeigen. Immerhin verfügen viele Banken nach den Regulierungsreformen der letzten Jahre über gute Bail-in-Puffer. Insbesondere Preferred Senior Unsecured Anleihen scheinen uns überwiegend gut vor Ausfallrisiken geschützt. Solange der weitere Verlauf der Pandemie völlig unklar bleibt, dürften Risikoaufschläge und Volatilität jedoch hoch bleiben.

Rezession mit stark steigenden Kreditausfällen absehbar

Die Corona-Krise wird auch für den europäischen Bankensektor spürbare Folgen haben. Eine Rezession im 1. Halbjahr 2020 (Siehe Wochenausblicks-Publikationen [„In der Rezession“](#) vom 20.3.2020 sowie [„Ausnahmestand“](#) vom 27.3.2020) mit stark ansteigenden Kreditausfällen in allen Kundensegmenten scheint unabwendbar. Zusätzlich zu explodierenden Kreditrisikokosten werden rückläufige Neugeschäftsvolumina und Erträge sowie fallende Bewertungen der Finanzaktiva Gewinne und Eigenkapital der Banken unter Druck setzen. Wir gehen davon aus, dass diese im aktuellen Umfeld bei der Kreditvergabe sehr restriktiv vorgehen. Gleichzeitig ziehen viele Firmenkunden ihre Kreditlinien und verschärfen dadurch die ohnehin angespannte Liquiditätssituation der Kredithäuser.

In manchen Bereichen sind durchaus auch stabile oder sogar positive Ertragsentwicklungen zu beobachten, etwa im Kapitalmarktgeschäft. Die hohe Volatilität, rege Emissionstätigkeit bei Corporates und weitere Spreads dürften die Kapitalmarkt-Erträge stützen. Dies wird aber die oben beschriebenen Belastungen wohl nicht kompensieren. Immerhin haben die Häuser ihre Eigenhandelsaktivitäten nach der Finanzmarktkrise abgebaut. Parallel dazu haben sie ihr Risikomanagement erheblich verbessert, so dass ihr Eigenkapital weniger sensitiv auf die Marktschwankungen reagiert als noch vor 10 Jahren.

Bilanzqualität rückt in den Fokus

Entscheidend ist nun, wie gut die einzelnen Adressen gegen die Krise gewappnet sind. Der Fokus der Marktteilnehmer hat sich deutlich weg von der Profitabilität hin zur Bilanzqualität verschoben. Insbesondere Eigenkapitalausstattung, Liquidität und Kreditengagement stehen nun im Mittelpunkt des Interesses. Die Sorge über Eigenkapitalbelastungen findet nicht zuletzt in den Aktienkursen ihren Niederschlag. Selbst bei grundsätzlich hoch profitablen Banken, die vor Ausbruch der Krise noch mit deutlichen Aufschlägen bewertet waren, befinden sich die Aktienbewertungen nun teils merklich unter Buchwert.

Die Corona-Krise trifft den Sektor immerhin zu einer Zeit, in der die Institute ihre Bilanzqualität in Folge der Finanzmarktkrise entscheidend verbessert haben und die Regulierungsreformen der letzten Jahre fast abgeschlossen sind. Mit der europaweit einheitlichen Regulierung signifikanter Institute besteht ein Rahmen für ein zielgerichtetes Krisenmanagement. Die Banken haben Prob-

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.

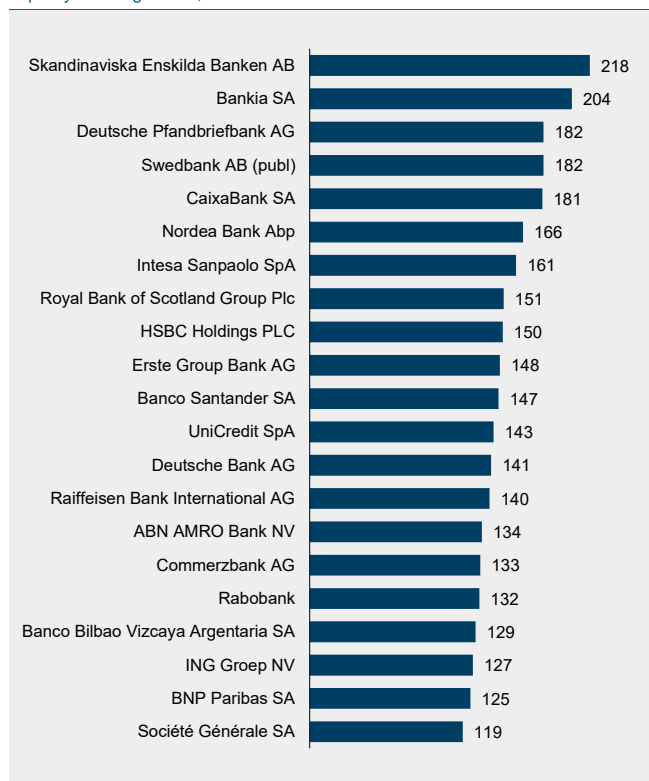
lembereiche reduziert oder sogar abgebaut und ihre Eigenkapital- und Liquiditätskennzahlen bedeutend erhöht, wenn auch zu Lasten der Profitabilität. Die Zielquoten beim regulatorischen Eigenkapital waren vor Ausbruch der Pandemie insbesondere bei den großen Häusern, die sich am Kapitalmarkt refinanzieren, vielfach erreicht, so dass Dividendenausüttungen und Aktienrückkäufe jüngst wieder auf der Tagesordnung standen. (Siehe Credit Special [„Europäische Bankanleihen 2020: Riskanteres Kreditwachstum bei Mager-Margen“](#) vom 22.1.2020)

Geldpolitik stellt Liquidität sicher

Eine erste große Herausforderung in der aktuellen Situation war aus unserer Sicht die Sicherstellung der Liquiditätsversorgung. Wie in Krisenzeiten üblich, schlug sich die hohe Nervosität hier unmittelbar nieder; die Geldmärkte sind gemäß unserer Beobachtung weiterhin deutlich beschädigt. Weltweit haben Geldpolitik und Aufsicht jedoch beeindruckend schnell und umfangreich mit Gegenmaßnahmen reagiert. Von Seiten der EZB sind hier insbesondere die verbesserten Konditionen beim langfristigen Refinanzierungs-Programm TLTRO, das Überbrückungs-Programm (LTRO) und die Aufstockung von Wertpapierkäufen durch das Pandemie-Ankaufprogramm zu nennen. Regulatorische Entlastung bringt darüber hinaus die vorübergehende Aussetzung der Mindest-Liquiditätsanforderung LCR von 100 %.

COVID-19-Krise rückt Liquiditätsquote

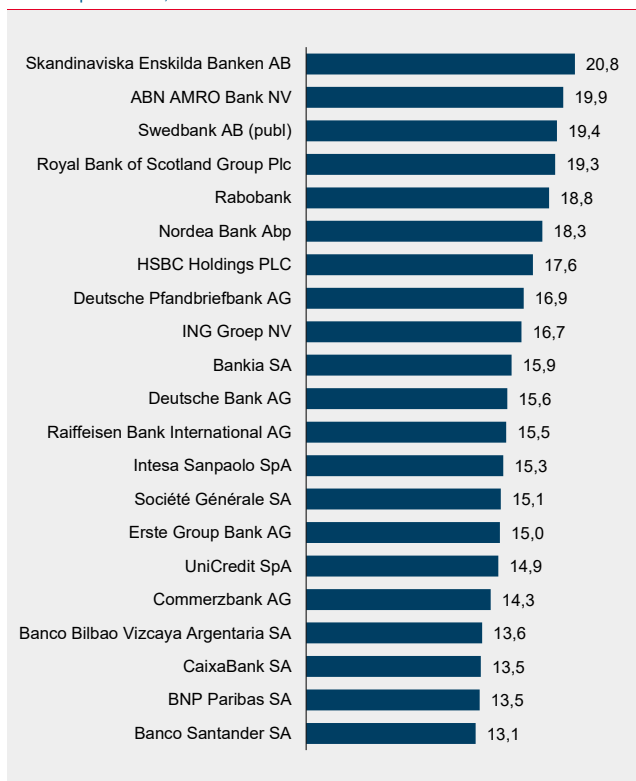
Liquidity Coverage Ratio, %



Quellen: S&P Global Market Intelligence, Helaba Volkswirtschaft/Research

... und Eigenkapitalquote in den Fokus

Tier 1-Kapital-Quote, %



Quellen: S&P Global Market Intelligence Helaba, Volkswirtschaft/Research

Erleichterung bei regulatorischen Anforderungen helfen

Ferner haben die Aufsichtsbehörden die Mindestanforderungen an die regulatorischen Eigenkapitalquoten gelockert. (Siehe Credit [Specials „Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock“](#) vom 13.3.2020 sowie [„Europäische Banken: EZB-Aufsicht legt mit weiteren Erleichterungen nach“](#) vom 24.3.2020). Neben den oben beschriebenen Auswirkungen auf das Eigenkapital sind diese durch den Anstieg der Risikogewichteten Aktiva (RWA) belastet. Letzteres ist insbesondere auf Bonitätsverschlechterungen bei Krediten und höhere Volatilitäten bei Finanzanlagen zurückzuführen. Gemäß des erst 2017 eingeführten Rechnungslegungs-Standards

IFRS 9 löst bereits ein schlechterer wirtschaftlicher Ausblick einen höheren Rückstellungsbedarf bei Kreditrisiken aus; schon vor Beginn der Corona-Krise war deshalb ein Anstieg der Kreditrisikokosten zu beobachten. (Siehe Credit Special [„Europäische Bankanleihen 2020: Riskanteres Kreditwachstum bei Mager-Margen“](#) vom 22.1.2020). Demgegenüber sollten die bereitgestellten Staatsgarantien für Kredite den zusätzlichen Rückstellungsbedarf zumindest teilweise kompensieren. Die Erleichterungen bei den regulatorischen Eigenkapitalanforderungen dürften dafür sorgen, dass die Banken überwiegend ihre Mindestquoten einhalten können. Die EZB-Aufsicht und andere Regulatoren forderten die Institute dennoch bereits auf, Dividendenzahlungen in der aktuellen Situation auszusetzen.

Fiskalpolitik entscheidend auch für Finanzstabilität

Entscheidend zur Bewältigung der Krise und für die Finanzstabilität ist aus unserer Sicht nun, dass die weltweit angestoßenen fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft Wirkung zeigen und die Mittel bei Unternehmen und Privatpersonen ankommen (siehe zu den fiskalpolitischen, geldpolitischen und regulatorischen Maßnahmen [„Vertrau\(d\)lich: Corona News“](#) mit regelmäßiger Aktualisierung, zuletzt vom 1.4.2020). Die beteiligten Institutionen in Europa stehen hier angesichts des Umfangs der Stützungsmaßnahmen vor enormen, auch technischen, Herausforderungen. In Deutschland summieren sich die jüngst angekündigten staatlichen Kredite und Garantien auf 550 Mrd. EUR, rund 15 % der gesamten Kundenforderungen von Banken.

Das KfW-Sonderprogramm macht davon 100 Mrd. EUR aus; seine Einrichtung läuft gemäß unserem Verständnis bereits auf Hochtouren: Stand 31.3.2020 lagen bereits 1.833 Anträge über ein Kreditvolumen von rund 9,0 Mrd. EUR vor. Davon entfielen alleine auf die 7 größten Anträge insgesamt rund 7,7 Mrd. EUR. Die Kreditvergabe erfolgt wie bei Förderkrediten durch Banken. Dabei können diese die Kredite durch KfW-Garantien besichern, allerdings nur bis zu 80 % bei großen und bis zu 90 % bei kleinen Unternehmen. Gemäß einer Umfrage unter mittelständischen Unternehmen wurden 74 % der von ihnen unter dem Programm beantragten Kreditanträge von den Hausbanken abgelehnt. U.E. ist eine Aufstockung des staatlichen Garantieanteils auf 100 % erforderlich, um den Erfolg des Programms sicherzustellen. Hierzu bedarf es jedoch gemäß unserem Verständnis einer Anpassung beim EU-Beihilfe-Recht.

Vielfältige Risiken auf Emittenten-Ebene

Naturgemäß bestehen große Unterschiede zwischen den Emittenten unserer Beobachtungsliste. Die ABN AMRO Bank etwa hat bereits den Ausfall eines US-Kredits in Höhe von 200 Mio. USD für das 1. Quartal vermeldet, während die Banco Santander sich zuversichtlich zeigte und von einem auf 5 % begrenzten Gewinnrückgang für das Jahr 2020 gg. Vj. ausgeht.

Die schwedischen Banken gehen mit vergleichsweise hohen Eigenkapitalquoten in die Krise, leiden jedoch unter dem Danske-Geldwäscheskandal. Die französischen Investment-Banken sind breit diversifiziert, jedoch auch stark vom USD abhängig. Die koordinierte Aktion zwischen Fed und weiteren Zentralbanken zur Bereitstellung von USD-Liquidität hat hier für Erleichterung gesorgt. Die spanischen Marktführer Banco Santander und BBVA sind ebenfalls sehr gut diversifiziert und stark auf das risikoärmere Retail Banking fokussiert, haben jedoch ein hohes Währungsrisiko. Die meisten deutschen Banken leiden eh schon unter ihrer strukturell niedrigen Profitabilität.

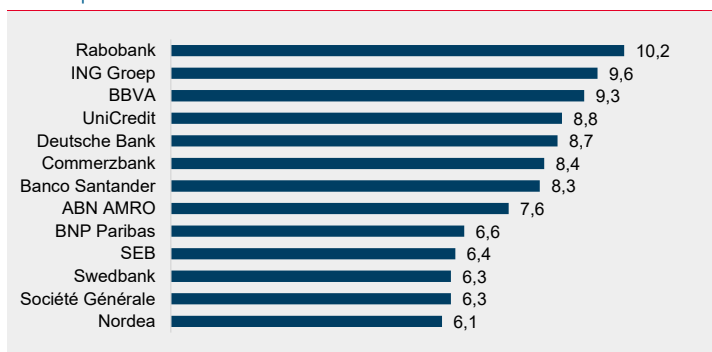
Die italienischen Banken sind in ihrem Heimatmarkt besonders stark von COVID-19 betroffen. Während einige kleinere regionale Banken in Italien – etwa MPS oder Banca Popolare die Bari – schon vor der COVID-19-Krise strauchelten, ist der Branchenprimus UniCredit hingegen nach seiner Restrukturierung und dem Verkauf von Problemkrediten sehr gut aufgestellt. Auch BNP Paribas hat mit BNL eine Tochter in Italien. Darüber hinaus rücken auch Emerging Market-Risiken wieder in den Blick. In diesem Zusammenhang sind vor allem Russland (z.B. Société Générale) und die Türkei (UniCredit, BNP, ING; BBVA) zu nennen.

Preferred Senior Anleihen durch teils hohe Bail-in-Puffer geschützt

Insbesondere Inhaber von Preferred Senior Unsecured Bankanleihen sind in unserem volkswirtschaftlichen Basis-Szenario recht gut vor Ausfallrisiken geschützt. Die Rabobank verfügt traditionell über einen sehr hohen Bail-in Puffer bestehend aus Eigenkapital, Nachrangkapital und Non-preferred Papieren. Erst ab einem Verlust in Höhe von 10 % der Bilanzsumme wäre bei ihr das gesamte Bail-in-Kapital aufgezehrt. Die global systemrelevanten Banken in Frankreich und Spanien haben relativ früh mit der Emission von Non-preferred-Anleihen begonnen, um ihre hohen regulatorischen Vorgaben zu erfüllen. Insbesondere die französischen Häuser planen aber noch weitere Non-preferred-Emissionen. Insbesondere in Schweden haben die Banken erst vergleichsweise spät mit der Emission von Non-preferred-Anleihen begonnen, was sich in ihren niedrigen Bail-in-Puffern widerspiegelt.

Teils hohe Bail-in-Puffer schützen Preferred Senior-Inhaber

Bail-in Kapital* in % der Bilanzsumme



* Kernkapital, Ergänzungskapital, Non-preferred Verbindlichkeiten
Quellen: Unternehmensdaten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch Commerzbank und Deutsche Bank verfügen aufgrund ihres hohen Altbestands an Non-preferred Papieren über vergleichsweise gute Bail-in-Puffer für Preferred-Papiere.¹ Bei der Commerzbank summieren sich alleine bilanzielles Eigenkapital und Nachrangkapital auf rund 30 Mrd. EUR, also weit mehr als die staatliche Eigenkapitalhilfe in Höhe von 18,2 Mrd. EUR, die sie 2008/09 in Anspruch nahm. Selbst Wertberichtigungen von noch nie gesehenen 10 % auf das Mittelstandsportfolio und weiter fallende Marktwerte italienischer Staatsanleihen im Bestand der Bank wären damit komfortabel abgedeckt.

Primärmarkt bei Senior Unsecured Bankanleihen vorerst ausgebremst

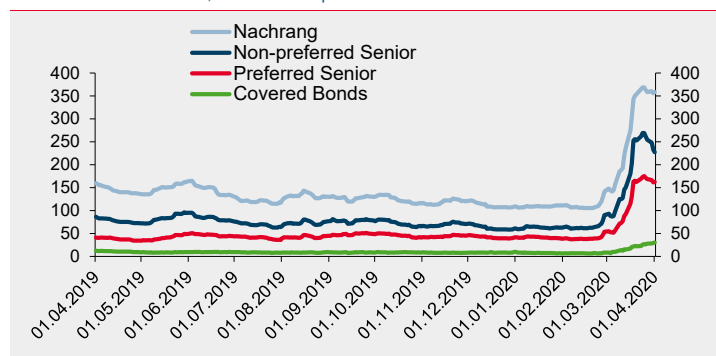
Die Banken sehen sich einer deutlichen erschwerten Kapitalmarktfinanzierung gegenüber; ihre Refinanzierungskosten sind signifikant gestiegen. So hatte beispielsweise die Aareal Bank kürzlich irritiert, als sie bei einer AT1-Anleihe von 300 Mio. EUR mit einem Kupon von 7,624 % vom ersten Kündigungstermin zum 30.4.2020 nicht Gebrauch machte. Senior Unsecured Emissionen von Banken sind weitgehend zum Erliegen gekommen. Allerdings hatte der Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen einen fulminanten Start ins Jahr mit Rekord-Emissionsvolumina, so dass sich einige Häuser vorfinanziert haben.

Die Refinanzierungskosten über Covered Bond Emissionen sind derweil relativ wenig stark gestiegen. Nach einer ruhigeren Phase dürften die Banken wieder verstärkt gedeckte Titel emittieren, zumal der Primärmarkt durch die Käufe der Zentralbanken gestützt wird.

¹ Siehe Credit Special: „[Bankanleihen in Deutschland: Neue Preferred Senior Anleihen vor dem Start](#)“ vom 25.06.2018

Spreads zuletzt stabil auf hohem Niveau

iBoxx Euro Banks-Indizes, ASW in Basispunkten



Quellen: Datastream, markt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auf hohe Bonität setzen

Die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen ist weiterhin äußerst hoch. Entwarnung auch für die Kapitalmärkte wird es wohl erst mit einem Medikament geben, bevor dann ein Impfstoff gefunden wird. Vorerst ist mit weiterhin hoher Volatilität zu rechnen; eine Rückkehr der Spreads auf Vorkrisenniveau erscheint vorerst unwahrscheinlich. Wir raten Investoren, sehr selektiv bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen vorzugehen. Bereits in unserem Jahresausblick hatten wir empfohlen, auf hohe Bonität zu setzen. Preferred-Papiere scheinen uns relativ gut vor Ausfallrisiken geschützt. Bei Non-preferred Papieren hingegen kann zumindest eine Wandlung in Eigenkapital je nach Verlauf der Krise nicht ausgeschlossen werden. Wir setzen daher nunmehr auf Preferred Papiere ausgewählter Emittenten mit hoher Bonität.

Pro Bankanleihen

- Erheblich gestiegene Bilanzqualität seit Finanzmarktkrise (v.a. gestiegene Eigenkapitalquoten, Problembereiche reduziert oder sogar abgebaut)
- Liquiditätspuffer deutlich erhöht
- Verbessertes Risikomanagement, eng beaufsichtigt bspw. durch Stresstests
- Liquiditätsbereitstellung durch EZB
- Dividendenzahlungen werden ausgesetzt
- Profitieren indirekt von hohem Staats-Support für Unternehmen
- Regulierungsreformen in der Bankenunion nach Finanzmarktkrise bieten heute weitreichende Instrumente zum Krisenmanagement

Kontra Bankanleihen

- Deutlicher Anstieg der Kreditausfälle zu erwarten
- Rezession belastet darüber hinaus Neugeschäft
- Hoher Stress bei Liquidität
- Ultralockere Geldpolitik der EZB belastet zugleich Margen und begrenzt Geschäftstätigkeiten
- Weiterer Verlauf der Pandemie nicht absehbar

Weitere Credit Specials:

Europäische Banken: EZB-Aufsicht legt mit weiteren Erleichterungen nach
23. 3.2020

EUR Corporatebond market: some signs of live at last
23.03.020

Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock
13.03.2020

Europäische Bankanleihen 2020 – Riskantes Kreditwachstum bei Mager-Margen
12.01.2020

Corporate Schuldscheinmarkt 2019 – Neulinge hoch im Kurs
20.09.2019

Europäische Banken: Finale Basel III-Regeln sorgen für Aufregung
08.08.2019

Europäische Banken: Nachhaltigkeit rückt in den Fokus
04.07.2019

Corporate Schuldscheinmarkt 2018 – Gute Bonitäten weiterhin dominierend
16.01.2019

Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigem Balance-Akt
09.01.2019

Non-preferred Senior Bankanleihen – Einführung in der EU und EZB-Fähigkeit
23.11.2018

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

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. ■