

## Die gewaltigen Herausforderungen des europäischen Bankensektors

Von Barbara Mainieri, Buy-side Credit Analyst bei DPAM

Im Gegensatz zu früheren Finanzkrisen werden im Jahr 2020 die Banken nicht als Ursache angesehen. Stattdessen haben die Entscheidungsträger umgehend massive Unterstützung geleistet, um sicherzustellen, dass die Banken Teil der Lösung sind. Die Zentralregierungen haben Einzelpersonen und Unternehmen über das Bankensystem fiskalische Anreize in Form von Moratorien, Kreditbürgschaften, direkten Liquiditätshilfen und einer stärkeren Kreditvergabe an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) gewährt.

Um die Rolle der Banken in dieser Krise zu stärken, hat die Europäische Zentralbank (EZB) sehr unterstützend gewirkt und beschlossen, vorübergehend folgende Punkte zuzulassen:

- **Kapitalentlastung:** Kapitalfreisetzung in Höhe von über 120 Mrd. EUR, um Verluste aufzufangen (weltweit etwa 500 Mrd. USD), dank des vorübergehenden Einsatzes von Kapital- und Liquiditätspuffern, Umsetzung von Artikel 104.a (der es den Banken erlaubt, AT1- und Tier2-Anleihen zum Aufbau von Kapitalpuffern zu verwenden), Verpflichtung der Banken, keine Dividenden zu zahlen und Aktienrückkäufe zu tätigen (ca. 30 Mrd. EUR Kapitalersparnis)..
- **Liquiditätshilfe:** Lockerung der TLTRO 3-Bedingungen zur Unterstützung der Kreditvergabe an KMU, was der Nettozinsmarge zugute kommt (bis zum -1%-Zinsniveau). Im September 2020 erreichte die gesamte Mittelverwendung der EZB den neuen Rekord von 1,75 Billionen EUR (gegenüber 1,26 Billionen EUR während der Staatskrise 2011/2012).
- **Buchhalterische Entlastung:** Flexibilität bei der Anwendung von IFRS9 bei der Anerkennung notleidender Kredite (NPLs), die durch öffentliche Maßnahmen unterstützt werden.
- **Regulatorische Erleichterungen:** Verschiebung von Stresstests, Aufschub bei der Umsetzung von Basel IV und Änderung des ‚Temporären Rahmens‘ für staatliche Hilfsmaßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft.

**Der Bankensektor reagiert sehr empfindlich auf die wirtschaftlichen und geopolitischen Spannungen.** Während die Qualität der Kreditaktiva vorerst unter Kontrolle zu sein scheint, hat COVID-19 das makroökonomische Umfeld stark beeinträchtigt, was eine Qualitätsverschlechterung der Aktiva in den nächsten Quartalen impliziert. In der Zwischenzeit werden sich lang anhaltend niedrigere Zinssätze auf die Einnahmengenerierung auswirken. Die Risikokosten erreichten im ersten Halbjahr 2020 rund 88 Basispunkte (fast das 4,4-fache im Vergleich zum Vorjahreszeitraum mit 20 Basispunkten), und der Marktkonsens geht davon aus, dass die Risikokosten für EU-Banken bis Ende 2020 im Durchschnitt über 100 Basispunkte liegen werden. Doch selbst wenn die Rückstellungen zugenommen haben, bieten die Bilanzahlen nicht genügend Klarheit über neue notleidende Kredite, was hauptsächlich auf die fiskalische

Unterstützung der Volkswirtschaften und die Unterlassungsmaßnahmen der Banken zurückzuführen ist. Kredite der Stufe 3 (notleidende Kredite) sind nahezu stabil, während Kredite der Stufe 2 (mit deutlichem Anstieg des Kreditrisikos) moderat zugenommen haben, was Zweifel an der Stärke des Bankensektors aufkommen lässt; die Qualität der Aktiva einiger Banken könnte sich in den nächsten Quartalen als wesentlich schwächer erweisen als erwartet. Im Durchschnitt haben europäische Banken ein Kreditengagement von 15 bis 20% gegenüber denjenigen Sektoren, die am stärksten von COVID-19 betroffen sind. Transparenz- und Sensitivitätsanalysen von Bilanzen und Wertentwicklungen sind von entscheidender Bedeutung, um die Bedenken der Investoren hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Geschäftsmodelle von Banken Rechnung zu tragen.

In einigen europäischen Regionen, in denen das Wachstumstempo der NPLs im Allgemeinen höher ist, **dürfen die Risiken nicht unterschätzt werden**. Kürzlich hat die italienische Bankenvereinigung ("Associazione Bancaria Italiana") hervorgehoben, dass die durchschnittliche Höhe notleidender Kredite in Italien immer noch über dem von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde vorgegebenen Ziel von 5% liegt, ungeachtet der Reduzierung um 130 Milliarden Euro, die im Zeitraum zwischen 2015 und 2020 erreicht wurde. Es besteht ein hohes Risiko, dass sich der positive Trend umkehrt und die bisher unternommenen Anstrengungen gefährdet werden. Positiv zu vermerken ist, dass die Schaffung einer europäischen ‚Bad Bank‘ an Dynamik gewinnt und der Markt für NPLs trotz der Pandemie noch immer lebendig ist: Unicredit verkauft gerade NPLs in Höhe von 1,5 Milliarden Euro, während BPER eine Verbriefung in Höhe von 1,2 Milliarden Euro abschließt.

Seit Beginn der COVID-19-Krise sind die **Rating-Herabstufungen bei Banken im Vergleich zum Unternehmenssektor recht intensiv gewesen**, mit einer deutlichen Verschiebung zu BBB+/BBB und einem weiterhin negativen Ausblick. In einigen Fällen wurde dies auch durch das Länderrisiko verschärft, wie unter anderem bei Italien, Belgien, Frankreich und dem Vereinigten Königreich.

Unter diesen fragilen Umständen vernichten die europäischen Banken eindeutig Unternehmenswert, wobei die Eigenkapitalrendite (ROE) unter den Eigenkapitalkosten liegt. Kostensenkung und Fusionen und Übernahmen (M&A) sind zwei Optionen, die in diesem Umfeld niedriger Zinsen und schrumpfender Wirtschaft (BIP der EU bei -21,1% im 2. Quartal 2020) zur Verfügung stehen. Dank eines günstigen EZB-Ansatzes (keine Kapitalaufstockung und Verwendung von ‚Badwill‘, einer Bedingung, die entsteht, wenn der für identifizierbare Vermögenswerte gezahlte Preis niedriger ist als ihr fairer Nettomarktwert) gewinnt die inländische und grenzüberschreitende Konsolidierung an Tempo.

Die **Rentabilitätslücke europäischer Banken gegenüber den US-Banken wächst eindeutig**, und obwohl die sechs größten Wall-Street-Banken rund 35 Milliarden USD für potentiell notleidende Kredite zurückgelegt haben, erzielten sie im zweiten Quartal immer noch fast 13 Milliarden USD Gewinn. Die grenzüberschreitende Konsolidierung ist daher die wichtigste Triebkraft, um europäische Champions zu schaffen, die im internationalen Wettbewerb bestehen können. In den vergangenen Wochen sorgten mehrere Schlagzeilen im Zusammenhang mit möglichen M&A-Aktivitäten von europäischen Champions für Schlagzeilen: Der CEO der Deutschen Bank betrachtet M&A als eine Option für das nächste Jahr; UBS ist ein möglicher Kandidat für nationale und grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten; BBVA ist an Sabadell interessiert und Credit Agricole wird wahrscheinlich sein Italien-Geschäft ausbauen. Auch die Commerzbank ist ein starker Kandidat für eine Konsolidierung. Das Haupthindernis ist jedoch nach wie vor die Nichtvollendung des Europäischen Einlagensicherungssystems (EDIS), das auch als dritte Säule der Europäischen

Bankenunion bezeichnet wird.

In Italien, Spanien und Deutschland ist der Bankensektor immer noch zu zersplittert, obwohl dies der richtige Zeitpunkt wäre, um Ineffizienzen zu beheben. In Italien und Spanien sind die mittelgroßen/kleinen Banken schwach, haben eine geringe Rentabilität, eine relativ hohe Kostenbasis und ein erhebliches Niveau an NPLs. Darüber hinaus gefährden sowohl der teure als auch der eingeschränkte Marktzugang die Emission von ‚Bail-In‘-fähigen Anleihen, mit dem Risiko, dass der Steuerzahler erneut die Verluste von Banken, die in Konkurs gehen oder gehen könnten, zu tragen hat. Meiner Meinung nach ist Konsolidierung ein Weg, um stärkere Institute in Europa zu haben, die in der Lage sind, das Interesse institutioneller Anleger zu wecken und über höhere Eigenmittel und Passivpuffer verfügen.

In dieser Hinsicht kann **die Konsolidierung von Intesa und UBI in Italien sowie Caixa und Bankia in Spanien als Auslöser für mehr M&A-Aktivitäten in Europa angesehen werden.**

Vom Bankensektor emittierte Anleihen machen rund 27% des Iboxx Euro Corporate Investments Grade Index aus und damit zum größten Sektor. **Ein Engagement bei Banken ist daher für festverzinsliche Anleger unvermeidlich.** Nach einer massiven Ausweitung im März/April 2020 erholten sich die Spreads von Bankanleihen rasch wieder, was hauptsächlich auf die Unterstützung der EZB und die fiskalischen Maßnahmen der nationalen Regierungen zurückzuführen ist. Im September 2020 betrug der Anteil der negativ verzinslichen Anleihen im Investment-Grade-Universum 22% bei Finanztiteln gegenüber 20% bei Unternehmen, während er im Dezember 2019 13% respektive 14% betrug. Mit ihrem derzeitigen Spread sind sowohl vorrangige als auch nachrangige Anleihen (Tier 2), die von Banken ausgegeben wurden, hoch bewertet. Nachrangige Anleihen scheinen im Vergleich zu hybriden Unternehmensanleihen mit einer Rendite von 1,16% gegenüber 2,33% (2,35% und 3,17% im April 2020) teuer zu sein.

Zusätzliche Tier 1-Bankanleihen (AT1) haben einen besseren relativen Wert im Vergleich zu Tier 2 und hochverzinslichen BB-Anleihen. Dennoch profitiert das AT1-Segment von der vorübergehenden Unterstützung durch die Regulierungsbehörden, die Kupons gegenüber Dividenden bevorzugen, und von der Umsetzung des Artikels 104.a, der es den Banken ermöglicht, mehr AT1 zu emittieren, um ihr Kapital zu erhöhen, was zu einem niedrigeren Kupon und einem geringeren ‚Non Call‘-Risiko führt. AT1 sind jedoch komplexere Produkte, und nur spezialisierte Investoren sollten in diesem Segment aktiv sein.

**Es ist davon auszugehen, dass die Spreads von Bankanleihen in den kommenden Monaten aufgrund der zweiten COVID-19-Welle, der allgemeinen Wirtschaftsaussichten und der Ergebnisse der US-Präsidentenwahlen unter Druck geraten werden.** Die Höhe der NPLs wird auch von der Ausweitung der fiskalischen Unterstützungsprogramme und Schuldentilgungsaufschüben abhängen. Der Bloomberg-Konsens erwartet einen Rückgang der Gewinne um 48% im Jahr 2020 und eine Erholung um etwa 58% im Jahr 2021. Nichtsdestotrotz liegt der Puffer des ‚Common Equity Tier 1‘ (CET1) im Vergleich zu den Anforderungen (%RWA) für die meisten Banken über 3%, einschließlich der italienischen nationalen Champions (Unicredit liegt bei etwa 4% und Intesa deutlich über 4,5%).

Daher ist es besser, **den sichersten Teil der Kapitalstruktur zu bevorzugen** (vorrangige Anleihen, obwohl der Anteil der Anleihen mit negativer Rendite beträchtlich ist) und **Banken mit einer besseren Rentabilität und einem niedrigeren Niveau an NPLs.** Die nordischen Banken und Retail-

Banken aus Kerneuropa (hauptsächlich französische, Benelux- und Schweizer Institute) sind die bevorzugte Wahl, während wir Großbritannien und die Banken der europäischen Peripherie angesichts der aktuellen Bewertung am wenigsten bevorzugen. Letztere schnitten aufgrund von Konsolidierungen und besseren Wertentwicklungen der Staatsanleihen recht gut ab. Daher ist die Wahrscheinlichkeit eines neuerlichen Katalysators in der zweiten Hälfte des Jahres 2020 begrenzt.

Auf der anderen Seite des Ozeans haben **US-Banken bereits niedrigere Rückstellungen im 3. Quartal 2020 und weiterhin hohe Kapitalmarkteinnahmen aus dem Handel vorweggenommen.** Angesichts der guten Rentabilität der Wall-Street-Banken sind Anzeichen für höhere Zahlungsrückstände bei Verbraucher- und gewerblichen Immobilienkrediten verkraftbar. Für Anleihegläubiger ist auch hier ein positives Element die Ankündigung der FED, dass die größten US-Banken zum Zweck der notwendigen Kapitalerhaltung für weitere drei Monate Beschränkungen bei Dividenden und Aktienrückkäufen unterliegen werden.

**Kapitalerhaltung ist und wird für Anleiheninvestoren ein Hauptaugenmerk sein.** Eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von etwa 5 bis 6% ist nicht nur niedrig, um Aktienanleger anzuziehen, sondern auch um internes Kapital zum Schutz der Anleihengläubiger zu generieren. Darüber hinaus wird ein Risikoaufwand von 150 bis 200 Basispunkten über einen längeren Zeitraum zu erheblichen Verlusten für den Bankensektor führen, da die Zinssätze niedrig sind. Europäische Banken stehen wieder einmal vor wirklich schwierigen Zeiten.

## SCHLÜSSELBOTSCHAFTEN

- **Der Bankensektor reagiert sehr empfindlich auf wirtschaftliche und geopolitische Spannungen.** Infolgedessen haben die Entscheidungsträger dem Bankensektor vorübergehend **Liquidität und Kapital** zur Verfügung gestellt, um die Stabilität des Sektors zu sichern und sicherzustellen, dass die Banken Teil der Lösung der COVID-19-Krise sind.
- Auf der einen Seite unterstützen Schuldentilgungsmoratorien und andere kreditnehmerfreundliche Maßnahmen die **Kreditqualitäten**. Auf der anderen Seite verschleiern sie die zugrunde liegende Notlage vieler Kreditnehmer. Dies hat zur Folge, dass sich die Qualität der Aktiva der Banken viel schwächer erweisen könnte als es die Zahlen vermuten lassen. **Im Durchschnitt halten europäische Banken Kreditengagements von 15 bis 20% in Sektoren, die am stärksten von COVID-19 betroffen sind.**
- Ein hohes Risiko einer Qualitätsverschlechterung von Vermögenswerten in Verbindung mit dem Niedrigzinsumfeld und einem schwierigen Zugang zu den Aktien- und Anleihen-Primärmärkten für einige Finanzinstitute könnte die **Stabilität der nationalen Bankensektoren** gefährden.
- **Konsolidierung** scheint im gegenwärtigen Marktkontext eine der wenigen Optionen zu sein, die zur Sicherung der Stabilität und zur Verbesserung der **Effizienz** der europäischen Banken sowie zur Schaffung **internationaler Champions** zur Verfügung stehen.
- Mit Blick auf festverzinslichen Anlagen sollte **in der zweiten Jahreshälfte vorsichtig agiert werden.** Die zweite COVID-19-Welle, die gesamtwirtschaftlichen Aussichten und die US-Präsidentschaftswahlen werden vermutlich zu einer erhöhten Volatilität und erhöhten Risiken im Bankensektor führen, so dass es vorzuziehen wäre, **in den sichersten Teil der**

**Kapitalstruktur zu investieren** (vorrangige Anleihen, obwohl der Anteil der Anleihen mit negativer Rendite beträchtlich ist) und in **Banken mit einer besseren Rentabilität und niedrigeren Kreditausfällen**.