



Blitzlicht

SENIOR FINANCIALS – 25. April 2023

Die Kreditrisiko Aufschläge für Banktitel haben die historische Bandbreite nach oben verlassen. Bankenanleihen handeln heute im „Need to Repair“ Bereich, sie offerieren eine deutliche Risikoprämie gegenüber vergleichbaren Unternehmensanleihen.

Bankenanleihen im defensiven Portfolio: Toxische Mischung oder einmalige Chance?

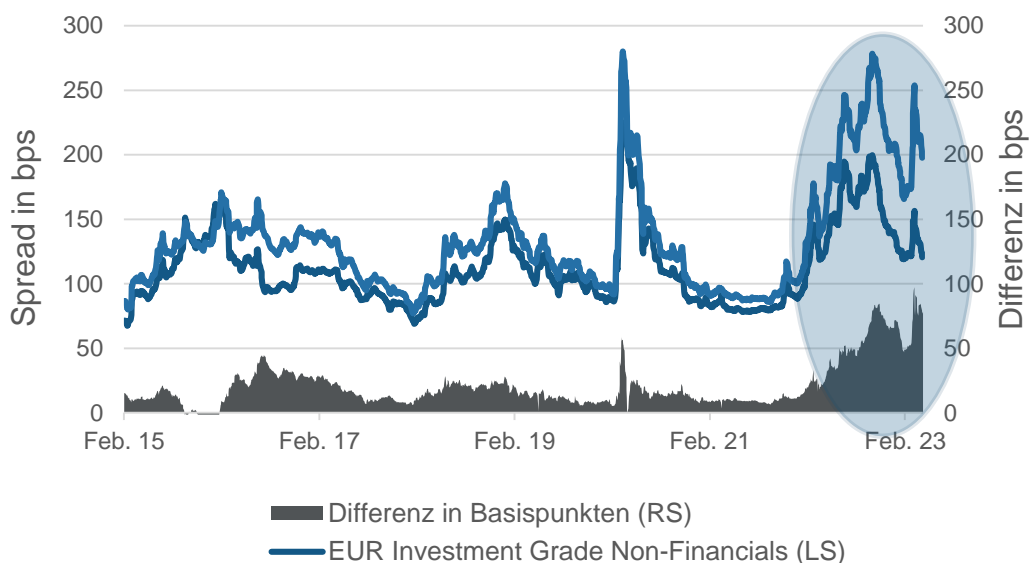
„Dies ist aus meiner Sicht mittelfristig nicht nachhaltig und erfordert weitere Maßnahmen zur Stabilisierung, insbesondere für die aus unserer Sicht schwächer aufgestellten Institute. Gleichzeitig sind starke, diversifizierte Emittenten in gleichem Maße von der Ausweitung der Risikoprämien betroffen.“ meint Alexander Grun, Credit Analyst der HAGIM.

kurzfristigen Bereich eine Mehrrendite von 70bps gegenüber Unternehmensanleihen mit gleicher Bonität (mind. Rating von A-).

Im historischen Kontext ist das eine selten dagewesene Situation. Wir sehen hier eine attraktive Einstiegsmöglichkeit, insbesondere unter Berücksichtigung der nach wie vor bestehenden Risiken für den Sektor.

Höherrangige Anleihen von großen systemrelevanten Banken bieten aktuell im

Anleihen von Banken offerieren signifikanten Mehrertrag



Quelle: Bloomberg, Bloomberg Euro-Aggregate Financials (LEEFTRU), Bloomberg Euro AGG Corporate Ex. Financials (LECFTRU), Stand 21.04.2022



Anleihen sind derzeit die stabile Säule der Bankenfinanzierung

Bankenrisiken sind komplex und treten in Ihrer Wahrnehmung plötzlich auf. Eine Vertrauenskrise entzieht einer Bank die Finanzierungsgrundlage quasi über Nacht. Das größte Risiko ist immer die Finanzierungsseite der Bank. Vereinfacht haben Banken drei Bausteine zur Finanzierung ihres Geschäftes:

Eigenkapital (ca. 15% der Bilanzsumme) – wirklich mehr davon?

Der schnelle politische Ruf nach erhöhten Eigenkapitalunterlegungen ist auf emotionaler Ebene nachzuvollziehen. In der Realität lieferten Europäische Banken im vierten Quartal 2022 eine durchschnittliche magere Eigenkapitalrendite von 8%.¹ Welcher rationale Investor wäre denn bereit, bei den nach wie vor vorhandenen systemischen Risiken zusätzliches Eigenkapital beizusteuern, für einen Ertrag, der dann marginal über dem von risikofreien Staatsanleihen liegt?

Die Eigenkapitalunterlegung über weitere regulatorische Maßnahmen zu erhöhen (sie lag im vierten Quartal 2022 im Mittel bei 15,3%), ist aus unserer Sicht marktgerecht nicht möglich. Hierfür bedarf es einer deutlichen Reduzierung der Kosten in den Banken, um den Return on Equity und damit den Eigenkapitalpuffer zu verbessern. Dies wird kurzfristig unseres Erachtens eher nicht in allen Instituten umsetzbar sein.

- › Bleibt also nur die Abwicklung bzw. Verstaatlichung des Sektors? Für uns - zumindest kurzfristig - keine Option.

Einlagen (ca. 50-70% der Bilanzsumme) – diese müssen stabil bleiben:

Im ersten Schritt wird hier über die Einlagensicherung die wichtigste Finanzierungssäule einer Bank unterstützt.

Das ist im aktuellen Zinsumfeld nicht ausreichend, weil das Bankgeschäft defacto nicht fristenkongruent finanziert werden kann. Das heißt, im Normalfall stehen kurzfristigen Einlagen kurzfristige Kredite gegenüber. Langfristige Kredite werden mit langfristigen Spareinlagen finanziert. Wenn aber, wie aktuell, längerfristige Anlagen für Anleger weniger attraktiv sind und Banken auch für kurzfristige Einlagen keine marktgerechten Konditionen zahlen, dann sichten Anleger auf Alternativen um und parken ihr Ersparnis in Geldmarktfonds, Apple Guthabenkonten oder kurzlaufenden Staatsanleihen. Damit wird den Instituten eine wichtige Finanzierungsgrundlage entzogen - das kommt einem Bank Run gleich.

Wir sehen, dass gerade seit Credit Suisse und SVB die Kreditinstitute ihre Konditionen noch einmal deutlich verbesserten und die März Zinserhöhung der EZB an die Kunden praktisch voll weitergegeben haben.



1) Quelle: EBA Risk Dashboard Q4 2022



Der durchschnittliche Zinssatz auf 1 Jahr Laufzeit stieg auf 2,3%, ein Plus von 0,5% gegenüber dem Vormonat.

- Wir erwarten, dass sich dieser Trend – vorausgesetzt die Profitabilität der Bank
- › erlaubt dies - fortsetzt und damit ein
 - › notwendiger Beitrag zur Stabilisierung der Einlagen von den Banken selbst geleistet wird und das Risiko des Einlagenverlusts weiter reduziert wird.

Kredite/ langfristige Schuldverschreibungen (ca. 5% - 10%) – die aktuell einzig stabile marktgerechte Finanzierungs-Säule:

Für eine fristenkongruente Finanzierung der Bankbilanz sind Schuldverschreibungen unverzichtbar, da hiermit langfristiges Kapital zur Verfügung gestellt wird. Die Entscheidung der Schweizer Finanzaufsicht FINMA im Rahmen der Credit Suisse Krise zur Verlustbeteiligung der Nachrangigen Anleihegläubiger (AT1) noch vor den Eigenkapitalgebern hat zur – aus unserer Sicht – extremen Ausweitung von Risikoaufschlägen für Banken beigetragen.

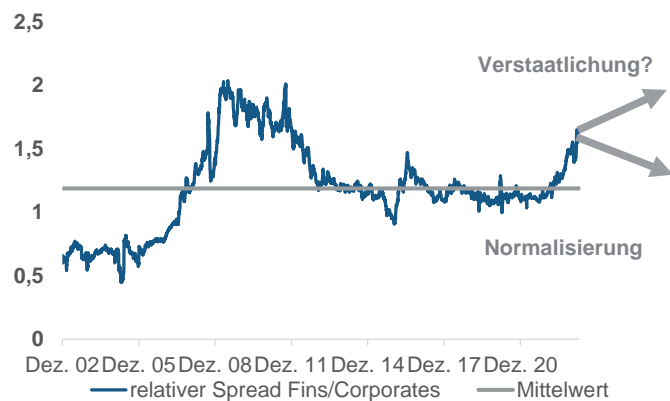
Bankanleihen handeln immer noch mit deutlichen Aufschlägen gegenüber den Spreads Ihrer Kunden (den Unternehmen). Das ist mittelfristig nicht tragbar. Durch die Klarstellung der Europäischen Regulierer (EBA, EZB), die Seniorität bei der Verlustbeteiligung zu berücksichtigen (d.h. Equity = first loss, Nachrang Gläubiger = second loss usw.) wurde die Position der Anleihe Investoren gestärkt. Die Risikoaufschläge sind wieder etwas zurückgekommen.

Gleichwohl sind wir uns der strukturellen und konjunkturellen Risiken im Europäischen Bankensektor bewusst und bevorzugen aus

diesem Grunde ausschließlich höherrangige Instrumente von Emittenten mit hoher Bonität und Profitabilität in einem defensiven Portfolio.

- Wir erwarten, dass sich diese Erholung
- › für diese Institute mittelfristig fortsetzt
 - › und die Spreads wieder von vergleichbaren Unternehmensanleihen liegen werden.

Financial Spread Prämie relativ zu Investment Grade Corporates



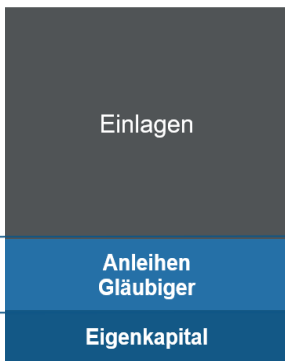
Quelle: Bloomberg, Stand: 21.04.2023

Bloomberg EuroAgg Financials Total Return Index, LEEFTREU
Bloomberg EuroAgg Corporates Excl. Financials Total Return Index, LECFTREU



Herausforderung

Einlagenverlust aufgrund attraktiverer Anlagen (Apple)
Vertrauensverlust
Inverse Zinsstruktur



Lösung

Verbesserung Zinsangebotes
Einlagensicherung
Normalisierung Zinskurve
Regulatorische Sicherheit zur Seniorität
Kostensenkungen Konsolidierung

Mischung der Strukturellen Rangigkeit

8% Rendite

Quelle: HAGIM, Stand: 21.04.2023

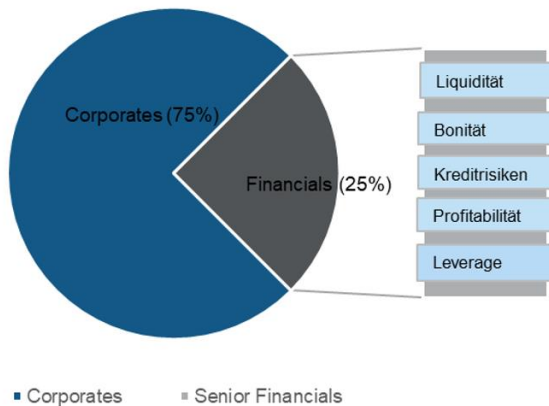
Eine defensive Strategie lohnt sich:

Ausschließlich Banken mit hoher Bonität und „Moving up the capital structure“

Bei der Einzeltitelauswahl selektieren und allokieren wir durch unsere Bottom up Analyse nach Profitabilität, Bonität, Liquidität und Kreditrisiko wie folgt:

- Emittenten mit starker Bonität (Rating von A- und höher)
- Allokation im höherrangigen Senior Bereich der Kapitalstruktur

Portfolio Allokation und Selektionskriterien für defensive Strategie



Quelle: HAGIM, Stand: 21.04.2023
Bildrechte: Canva.com

Ertragsoptimierung bei gleicher Bonität/ Seniorität

Portfolio Bestandteile	Corporates	Beimischung 25% Senior Financials
Ø-Rating	A	A
Seniorität	Senior Unsecured	Senior Unsecured
Laufzeit	< 2027	< 2027
Ø-Laufzeit (in Jahren)	2,56	2,56
OAS (in bps)	71	90
Rendite	3,39%	3,62%

Bonität A- und höher
Senior Unsecured
Laufzeit < 4 Jahre

Investmentkriterien

Scoring Model nach:
Liquidität, Bonität, Kreditrisiken, Profitabilität, Leverage

Quelle: HAGIM, Stand: 21.04.2023

Fazit

Wir sehen in der jüngsten Spread Ausweitungen bei Bankentiteln eine attraktive Gelegenheit, um über eine Beimischung von defensiven Senior Financials, den Ertrag im defensiven Portfolio zu erhöhen.

„Die jüngste Spread Ausweitung eröffnet eine attraktive Einstiegsmöglichkeit bei Banken hoher Bonität. Aus unserer Sicht überkompensieren aktuellen Prämien am kurzen Ende für die strukturellen Herausforderungen des Sektors. Eine Beimischung in einer defensiven Short Duration Strategie ist sinnvoll.“



Steffen Ullmann,
Portfolio Manager
Credit



Chancen und Risiken

- Zusätzliche Ertragsgenerierung bei gleich beurteilten Risiken
- Reduzierung des Zinsänderungsrisikos durch kürzere Laufzeiten
- Erfolgreiches aktives, flexibles und situationsbezogenes Management kann Zusatzerträge liefern – auch in adversen Marktphasen
- Diversifikationsbaustein im Gesamtportfolio

- Kursverluste aufgrund von Renditeanstiegen und/ oder erhöhten Risikoaufschlägen
- Anteilswert kann jederzeit unter den Kaufpreis fallen
- Nicht antizipierte Ereignisrisiken ohne Absicherungsmöglichkeit können zu außerordentlichen Verlusten führen
- Ratingmigration kann das durchschnittliche Portfolio Rating ändern
- Bei der Anlage in Wertpapiere kann ein Totalverlust nie ausgeschlossen werden

Disclaimer | Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und ist nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Finanzinstruments oder zur Übernahme einer Anlagestrategie zu verstehen. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Aussagen geben die aktuelle Einschätzung zum Erscheinungsdatum wieder. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Anlagen in Finanzinstrumente sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Der Umgang mit Interessenkonflikten in der HAGIM ist unter <https://www.ha-gim.com/rechtliche-hinweiserechtliche-hinweise> im Internet veröffentlicht. Die enthaltenen Informationen richten sich nur an Professionelle Kunden bzw. Geeignete Gegenparteien. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch an juristische Personen mit Sitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.