

Kann man 2024 mit Bankanleihen etwas verdienen?

Februar 2024

**NUR FÜR PROFESSIONELLE /
QUALIFIZIERTE INVESTOREN**
Werbematerial

Kann man 2024 mit Bankanleihen etwas verdienen?



Etrit Vllasalija
Anleihenanalyst
London



Michael Habib
Anleihenanalyst
Los Angeles



Franz Lathuillierie
Anleihenanalyst
Singapur

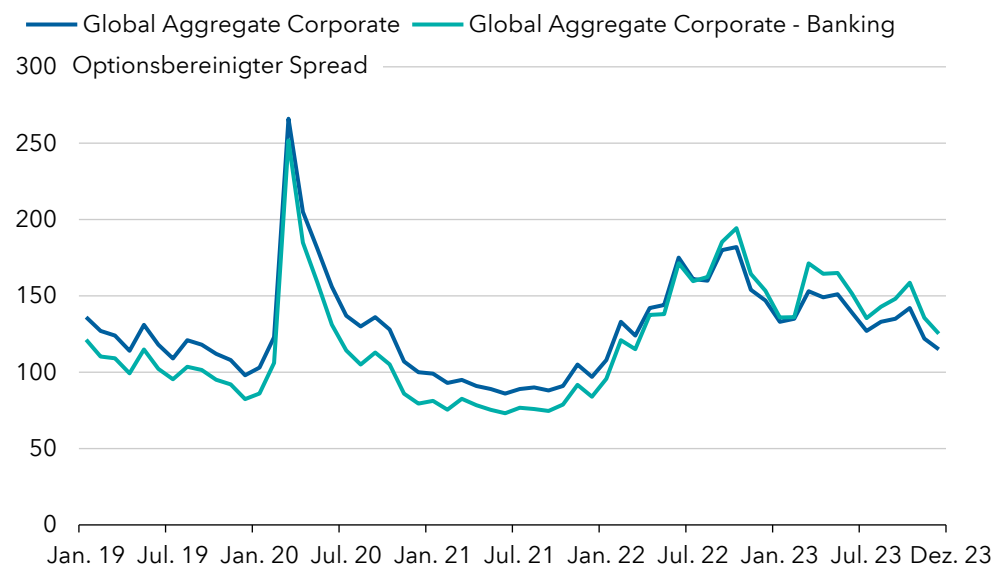
Im Überblick

- Von US-Regionalbanken abgesehen sind die Fundamentaldaten des Bankensektors heute so gut wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Dennoch liegen die Spreads von Bankanleihen über dem Marktdurchschnitt - wegen der hohen Emissionsvolumina, der anhaltenden Zweifel an den Regionalbanken und der Unsicherheit über die Konjunktur. Überdurchschnittliche Spreads von Bankanleihen sind ungewöhnlich, sodass der Einstiegszeitpunkt günstig scheint.
- Generell haben Banken, von US-Regionalinstituten abgesehen, von den steigenden Zinsen profitiert. Jetzt, wo mit Zinssenkungen gerechnet wird und sich die Notenbanken um eine weiche Landung bemühen, haben viele Banken ihre Zinsrisiken abgesichert, um die Erträge zu stabilisieren. Da Banken am Markt oft als Konjunkturproxys gelten, dürften nachlassende Rezessionsrisiken Bankanleihen helfen.
- Aufgrund aufsichtsrechtlicher Reformen nach der US-Regionalbankenkrise dürften auch in den nächsten Jahren viele Bankanleihen begeben werden. Langfristig dürfte sich die Kapitalausstattung der Banken dadurch verbessern, was für Anleiheninvestoren nur gut sein kann. Auf jeden Fall werden Banken jetzt sehr viel mehr auf die Stabilität und Qualität ihrer Einlagen achten.

Mit etwa 27%¹ Indexanteil (gemessen am Marktwert) sind Bankanleihen der größte Sektor des internationalen Investmentgrade-Marktes. Wie die folgende Abbildung zeigt, lagen ihre Spreads Anfang 2024 über dem Marktdurchschnitt. Zurzeit schätzen wir Banktitel positiv ein. In künftigen Spreadausweitungen sehen wir daher eine Chance, Positionen aufzustocken.

Spreads von Bankanleihen jetzt über dem Marktdurchschnitt

OAS des Global Aggregate Corporate - Banking und des Global Aggregate Corporate im Vergleich



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

OAS: optionsbereinigter Spread.

Quelle: Bloomberg, Stand 31. Dezember 2023

In dieser Studie beantworten wir Fragen zu Bankanleihen, die unsere Kunden häufig stellen. Wir analysieren, was der Konjunkturausblick bedeutet, welche Auswirkungen die nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank im März 2023 geplanten Regulierungsänderungen haben und mit welchen Chancen und Risiken zu rechnen ist.

Banken und die Konjunktur

2023 hatte die Konjunktur großen Einfluss auf Bankanleihen. Dieses Jahr dürfte sich das nicht ändern.

Am Markt rechnete man zuletzt nicht mehr mit einer längeren Phase höherer Zinsen, sondern mit einer weichen Landung. Man hoffte auf einen Rückgang der Inflation auf den Zielwert und niedrigere Leitzinsen. Auch wenn die Weltwirtschaft zuletzt sehr stabil war und USA sowie Europa eine Rezession bislang erspart blieb, besteht das Risiko weiter. Für alle diese Entwicklungen scheinen die Banken gerüstet, aber nicht alle gleich gut.

1. Bloomberg Global Aggregate Corporate Index.

„Higher for Longer“ stützt die Nettozinsmargen

2023 war man fast durchweg der Meinung, dass die Notenbanken die Zinsen nicht so bald senken können. „Higher for Longer“ ist für Banken meist gut, da höhere Zinsen in der Regel höhere Nettozinsmargen bedeuten.

Aber es gibt Unterschiede: Banken mit vielen variabel verzinslichen Hypothekenkrediten profitieren stärker von hohen Zinsen als Institute mit mehr Festzinsdarlehen. In Europa zeigt sich das auch bei einem Ländervergleich. Weil in Frankreich Hypothekenkredite mit mehreren Jahrzehnten Laufzeit üblich sind, nützt ein Zinsanstieg französischen Banken oft weniger als Instituten aus anderen europäischen Ländern.

In den USA wiederum muss man zwischen großen Universalbanken und Regionalinstituten unterscheiden. Für die Großbanken ist eine längere Hochzinsphase gut, aber den Regionalbanken können steigende Leitzinsen gewisse Probleme bereiten. Sie müssen dann nämlich höhere Einlagenzinsen zahlen, was Nettozinsmargen und Gewinne schwächt. Kleinere Banken leiden oft darunter, dass ihre Festzinsanlagen bei steigenden Zinsen an Wert verlieren.

Weiche Landung: Schlecht für die Nettozinsmarge, aber gut für andere Erträge

Mit dem Rückgang der Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2023 veränderte sich der Fokus. Jetzt wird damit gerechnet, dass den Notenbanken eine weiche Landung der Konjunktur gelingt und dass sie dieses Jahr mit Zinssenkungen beginnen. Wenn die Hochzinsphase zu Ende geht, geraten die Nettozinsmargen unter Druck. Für andere Ertragsquellen der Banken sind niedrigere Zinsen aber gut. Allerdings gibt es große Unterschiede zwischen den Instituten.

Wo Einlagen schnell abgezogen werden können und der Wettbewerb groß ist, müssen sich Banken mit der Weitergabe von Zinssenkungen an ihre Kunden zurückhalten - mit negativen Folgen für ihre Margen.

Allerdings sind die Nettozinsmargen nicht die einzige Ertragsquelle einer Bank. Hinzu kommen Gebühreneinnahmen, Kommissionen und das Assetmanagement- und Versicherungsgeschäft. All das ist weniger zyklisch und stabilisiert daher die Gewinne.

Hinzu kommt, dass die Politik die Banken aufgrund der zinsbedingt höheren Erträge ins Visier genommen hat. Manche europäischen Länder haben sogar Übergewinnsteuern eingeführt. Wenn die Zinsen jetzt sinken, könnte sich das wieder ändern - und vielleicht müssen sie ihren Kunden dann auch nicht mehr so hohe Einlagenzinsen bieten. Auch für US-Regionalbanken könnten fallende Leitzinsen eine gewisse Entspannung bedeuten, da der Wettbewerb um Einlagen dann nachlassen könnte.

Für Institute mit einem höheren Anteil variabel verzinslicher Kredite sind fallende Zinsen aber naturgemäß zunächst einmal schlecht, da sie mit ihren Krediten dann weniger verdienen. Andererseits könnte die Nachfrage nach variabel verzinslichen Hypothekenkrediten steigen, sodass ein höheres Volumen die niedrigeren Margen abfedern könnte.

Fallende Zinsen sind für Banken also eine Herausforderung, doch können sie die Folgen durch Absicherungsgeschäfte abmildern. Die Bereitschaft dazu unterscheidet sich aber von Region zu Region und manchmal auch von Bank zu Bank. In Asien haben Absicherungsgeschäfte meist eine recht kurze Laufzeit, sodass sie kaum Auswirkungen auf die Erträge haben. In den USA und Europa ist

es anders. Weltweit haben Banken aber ihre Zinsrisiken oft erfolgreich abgesichert. Viele Institute sind heute gut auf fallende Zinsen vorbereitet – ganz anders als auf die steigenden Zinsen der letzten Jahre.

Rezessionen: Eine Herausforderung für Banken

Banken kann man als Proxys für die Konjunktur ansehen. Eine Rezession würde ihnen schaden. Investoren verlangen daher einen Risikoaufschlag für Anleihen hoch verschuldeter Institute.

Grundsätzlich ist der Bankensektor fundamental stabil. Wenn aber mit einer Rezession gerechnet wird, achten Investoren zunehmend auf die Qualität der Bankaktiva und mögliche Kreditausfälle. Wahrscheinlich geraten US-Regionalbanken dann stärker unter Druck als andere. Ihre Fundamentaldaten sind zwar gut, doch gelten sie als weniger solide, sodass ihre Anleihen hinter die von Großbanken zurückfallen könnten. Vor allem in China könnte die Qualität der Aktiva unter einer Rezession stark leiden; gerade bei Krediten an kleinere und mittlere Unternehmen scheinen hier Ausfälle und Zahlungsrückstände möglich.

Die Folgen der Mini-Bankenkrise

Strengere Regulierung

Im März 2023 erlebten die USA eine Mini-Bankenkrise, ausgehend von der Silicon Valley Bank. Danach schlug die Bankenaufsicht höhere Eigenkapitalanforderungen vor. Unter anderem sollen die Regeln für verlustabsorbierendes Kapital (Total Loss-Absorbing Capacity, kurz TLAC) jetzt auch für global nicht systemrelevante Banken (GSIB) mit über 100 Milliarden US-Dollar Aktiva gelten. Die betreffenden Institute müssen langfristiges Fremdkapital halten, das im Fall der Fälle zur Deckung von Verlusten eingesetzt werden kann.

Kurzfristig führen diese neuen Regeln zu einem höheren Angebot an Bankanleihen und damit vermutlich zu einer schlechteren Markttechnik. Für nicht amerikanische Investoren dürfte auch noch eine Rolle spielen, dass wohl mehr Yankee-Anleihen begeben werden, also Titel von Banken mit einem großen US-Geschäft, aber einer Zulassung in einem anderen Land. Längerfristig dürfte sich die Kapitalausstattung der Banken also weiter verbessern, was für Bankanleihen insgesamt gut wäre.

Strategische Konsequenzen

Wie stabil ist Ihr Einlagengeschäft?

Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank hatte auch damit zu tun, dass ihr Einlagengeschäft sehr konzentriert war und schnell viele Einlagen abflossen. Nach Angaben der Fed wurden am 9. März 25% der Einlagen abgezogen, weitere 60% am 10. März. Diese enormen Zahlen zeigen, dass Bankeinlagen in Zeiten digitaler Finanztransaktionen und sozialer Medien wesentlich flüchtiger sind. Bank Runs können heute eine enorme Dynamik entwickeln.

Weil das den amerikanischen Regionalbanken bewusst ist, achten sie jetzt sehr viel mehr auf die Stabilität und Qualität ihrer Einlagen und werden sich vermutlich auch um längere Fristen bemühen. Sie achten aber auch genau darauf, dass die Kreditlaufzeiten nicht zu lang sind.

Die Gewinne der Regionalbanken hängen künftig also stärker von der Aktivseite ab. Bei fallenden Zinsen würde also auch das Gewinnpotenzial fallen. Die Laufzeit der Aktiva lässt sich aber nicht von jetzt auf gleich verlängern. Es ist ein langfristiger Prozess. Im laufenden Zyklus sind Zinsrisiken ohnehin gut abgesichert, sodass fallende Zinsen den Erträgen nur wenig schaden werden.

Liquidität

Die Mini-Bankenkrise war zwar eine US-Krise, doch haben Banken weltweit daraus ihre Schlüsse gezogen. Einer davon ist, dass die Notenbanken in Krisenzeiten jetzt sehr viel schneller Liquidität zur Verfügung stellen als früher. Wie die US-Institute achten auch Banken in Europa jetzt sehr viel mehr auf Liquidität und Liquiditätsstruktur. Dabei stehen europäische Banken schon recht gut da. Sie halten etwa 80% ihrer Liquidität in Geldmarktanlagen und die übrigen 20% in internationalen Staatsanleihen.

Lokaler werden

Durch die Krise hatten asiatische Banken zunehmend den Eindruck, dass die Risiken in anderen Ländern größer sind als am Heimatmarkt. Entsprechend gering ist daher ihr Interesse an einem internationalen Engagement.

Auf die Größe kommt es an

Eine weitere Lektion aus der Krise ist, dass große Institute sehr viel besser mit Schwierigkeiten zurechtkommen. Entsprechend groß ist der Anreiz zu fusionieren oder andere Banken zu übernehmen – auch wegen der vorgeschlagenen Änderungen der amerikanischen Bankenregulierung. So wird eine Bank mit Aktiva von heute 95 bis 99 Milliarden US-Dollar demnächst sehr viel strenger reguliert, wenn die Aktiva die 100-Milliarden-Marke überschreiten. Daher kann es klug sein, sich mit einem anderen Institut zusammenzuschließen, um gleich eine Bilanzsumme von 200 Milliarden US-Dollar oder mehr zu haben.

Fusionen und Übernahmen sind zwar wünschenswert, aber im derzeitigen Konjunkturmilieu schwierig und daher unwahrscheinlich. Wegen des Zinsanstiegs seit 2022 haben viele Banken nicht realisierte Verluste in ihren Büchern. Wer also eine andere Bank übernimmt, muss solche Löcher zurzeit noch mit sehr viel Kapital stopfen. Weil aber nicht mehr mit langfristig hohen Leitzinsen gerechnet wird, ist das Zinsniveau in den letzten Monaten generell gefallen. Geht es weiter zurück, werden die Verluste zum Teil wieder wettgemacht. Banken könnten sich dann wieder mehr für Fusionen und Übernahmen interessieren, vor allem in den USA.

In Europa hingegen bremsen strukturelle Faktoren die Übernahmeaktivitäten. Nach wie vor gibt es keinen einheitlichen europäischen Bankenmarkt, was länderübergreifende Fusionen erschwert, und es gibt auch noch keine echte europäische Einlagensicherung. Beides wären aber Voraussetzungen für größere Fusionen und Übernahmen. Unterdessen zeigen sich die Größenvorteile in Asien mittlerweile eindrucksvoll. Hier dominieren weiterhin große Institute, während kleinere Banken schon seit längerem Marktanteile verlieren.

Anlagechancen und -risiken

Obwohl die Fundamentaldaten nicht amerikanischer Regionalbanken heute so gut sind wie seit Jahrzehnten nicht mehr, sind ihre Anleienspreads zurzeit höher als die anderer Unternehmen. Das erklärt sich durch die bessere Markttechnik für Industrieanleihen und die Erwartung, dass das so bleibt. Hinzu kommen die anhaltend unsichere Konjunkturlage und die Restzweifel an den US-Regionalinstituten.

In den letzten Jahren wurden sehr viele Bankanleihen begeben, da die Institute höhere Kapitalanforderungen erfüllen mussten. Unternehmen aus anderen Sektoren emittierten hingegen nur sehr wenig Fremdkapital – und das zu einer Zeit, als die Anlegernachfrage hoch war. Am Markt rechnet man damit, dass dies zunächst so bleibt. Wenn es so kommt und Banken weiterhin sehr viele Anleihen begeben, Industrieunternehmen aber nicht, könnten Bankanleihen weiterhin Zinsaufschläge bieten. Würden die Emissionen von Bankanleihen aber zurückgehen, könnten sich die Spreads gegenüber anderen Unternehmensanleihen verengen.

Ein anderer für Banken wichtiger Faktor ist die Konjunktur. Banken gelten oft als Proxy für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Wenn also die Konjunkturrisiken nachlassen, dürfte sich der Spread zwischen Bankanleihen und anderen Unternehmensanleihen ceteris paribus verengen. Bei neuen Rezessionsorgen wäre die Lage für Banken aber wieder sehr viel schwieriger. Dann werden sich die Spreads wohl noch stärker ausweiten.

Regionale Unterschiede und Chancen

Es gibt durchaus regionale Unterschiede. Asiatische Banken sind für Investoren zurzeit nicht sehr interessant, und die derzeitigen Kurse chinesischer Banktitel sind nur dann gerechtfertigt, wenn sich alles perfekt entwickelt. Und doch gibt es einzelne günstig bewertete Papiere, vor allem in Hongkong.

Größere Chancen sehen wir in den USA. Die ordentlichen Erträge im 3. Quartal 2023 haben Befürchtungen zerstreut, dass die Nachwirkungen der Regionalbankenkrise anhalten. Daher haben wir unser Engagement erhöht und sowohl in Großbanken als auch in Regionalinstitute investiert.

Die vermutlich besten Aussichten bietet aber zurzeit Europa. Die Spreads europäischer Bankanleihen sind weiter als die amerikanischer und asiatischer Titel – und das, obwohl die Regulierungen hier besonders streng und Kapitalpuffer sowie Fundamentaldaten entsprechend gut sind.

Besonders interessant scheinen in Europa Titel aus Spanien, Irland und Griechenland. Hier wurden viele Banken nach der internationalen Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise verstaatlicht. Seitdem haben sie ihre Finanzen in Ordnung gebracht und die Rentabilität deutlich gesteigert. Die Fundamentaldaten haben sich also verbessert. Außerdem zählen diese Länder in Europa zurzeit zu den konjunkturell stärksten. Die Wirtschaft wächst, die Inflation ist niedriger als im EU-Durchschnitt, und Unternehmen wie Haushalte haben in den letzten 20 Jahren massiv Schulden abgebaut. All das spricht in den nächsten Jahren für eine hohe Qualität der Bankaktiva.

Etrit Vllasalija ist als Anleihenanalyst bei Capital Group verantwortlich für europäische Banken mit Investmentgrade-Status und Flugzeugleasing. Er hat neun Jahre Investmenterfahrung und ist seit sechs Jahren bei Capital, zunächst als Research Associate. Davor war er Aktienanalyst bei der Société Générale. Er hat einen Master von der Jönköping International Business School und einen Master in Finanzen von der Lund University School of Economics and Management. Vllasalija arbeitet in London.

Michael Habib ist als Anleihenanalyst bei Capital Group verantwortlich für kanadische, amerikanische und australische Banken. Er hat zehn Jahre Investmenterfahrung und ist seit fünf Jahren bei Capital. Davor war er Private Equity Associate bei der Bank of America Merrill Lynch und der Audax Group. Er hat einen MBA von der University of Chicago und einen Bachelor (Hons) von der University of Western Ontario. Habib arbeitet in Los Angeles.

Franz Lathuillierie ist als Anleihenanalyst bei Capital Group verantwortlich für asiatische Finanzanleihen. Er hat 21 Jahre Investmenterfahrung und ist seit fünf Jahren bei Capital. Davor war er CFO von AXA in Thailand und Indonesien. Er hat einen MBA von der ESSEC Business School. Außerdem ist er CGMA® und Mitglied des Institute of Actuaries. Lathuillierie arbeitet in Singapur.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF5448200 M DE AT CH (DE) P**