



Geschreven op 30 maart 2023

MAANDELIJKSE NOTA - AANDELEN

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

STAAAN WE VOOR NIEUWE FINANCIËLE CRISIS?

De onrust bij de regionale banken in de VS en de ondergang van Credit Suisse hebben de vrees voor een nieuwe wereldwijde financiële crisis, vergelijkbaar met die van 2008, weer aangewakkerd. De brand lijkt echter onder controle te zijn dankzij het krachtdadige optreden van de belangrijkste betrokken autoriteiten. In Europa benadrukken de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale toezichhouders de soliditeit van de banksector en de strenge regelgeving, die in tegenstelling tot de VS ook geldt voor kleine instellingen. De huidige turbulentie heeft niets te maken met de Lehman Brothers episode van 2008.

DE MARKTEN MAKEN ZICHZELF GRAAG BANG

Wat is er dan gebeurd om het scenario van een zachte landing van de wereldeconomie op losse schroeven te zetten? **In de VS begint zware financiële stress** (zoals wel vaker in de economische geschiedenis), **vooral voor kleine banken die als zogenaamde systeemrelevante instellingen** (balanstotaal minder dan 250 miljard dollar) aan **de regelgeving ontsnappen**. Het begon allemaal met een golf van paniek onder de depositohouders van de Silicon Valley Bank (SVB), zelf gevoed door geruchten over de financiële gezondheid van deze instelling, die erg populair is bij de leiders van technologische start-ups. We vinden het een goede zaak dat ze voet bij stuk houden, want net de mensen die bleven vragen om minder overheid in de economie - de libertariërs van de westkust - aarzelden niet om de bescherming van al hun deposito's te eisen, die hun uiteindelijk werd toegekend boven de garantie van 250.000 dollar die de Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) bood. We zullen niet stilstaan bij de oorsprong van dit fiasco. Wij wijzen wel op het rampzalige beheer van het renterisico door deze bank, die zeer instabiele deposito's (Californische ondernemers kampen al enkele maanden met financieringsproblemen) had herbelegd in langlopend schatkistpapier toen de rente op een dieptepunt stond! Ondanks de latente verliezen die haar eigen vermogen verzwakten na de verstrakking van het monetaire beleid van de Federal Reserve, maar die de Amerikaanse bankregelgeving (die onder de regering-Trump werd herzien op een uitermate lakse manier voor kleine instellingen) toestond onder het tapijt te vegen (berekening van het eigen vermogen zonder latente verliezen), zag deze instelling haar eigen vermogen verdampen toen de vlucht van deposito's (in het jargon "bankrun" genoemd) haar dwong haar obligatieportefeuilles te verkopen. De aldus gerealiseerde verliezen liidden het faillissement in. Toen begon de "angstmachine" te werken: Aangezien de SVB niet de enige bank in een precare positie was (Signature Bank ging failliet in het kielzog van Silvergate Capital), zagen andere regionale banken hun deposito's snel wegsmelten (ten voordele van de grote instellingen die als solide werden beschouwd). **De Amerikaanse autoriteiten**

reageerden snel (sneller dan tijdens de *subprimecrisis*) door de banken alle nodige liquiditeit te verschaffen en de redding van de enkele betrokken instellingen te organiseren.

Uit sympathie, ongetwijfeld, en om redenen die niets te maken hebben met het toezicht op de sector of de schok van de rente op de waarderingen van activa, zijn de Europese markten **relatief turbulent geweest** als gevolg van **Credit Suisse**. Het begon allemaal met een ongepaste opmerking van de voorzitter van de Saoedische Nationale Bank (die inmiddels tot aftreden is gedwongen), die aangaf zijn belang niet te willen vergroten. Zwitserland zette meteen zijn schouders eronder en onderhandelde met UBS over de aankoop van de bank die betrokken was bij de meeste grote schandalen van de afgelopen tien jaar - de Greensill- en Archegos-zaken zijn de meest recente. Gezien de uiterst slechte reputatie en de wisselende resultaten gedurende lange tijd, zouden wij verbaasd zijn geweest als wij hadden vernomen dat de Europese banken sterk waren blootgesteld aan Credit Suisse. Dit was duidelijk niet het geval. De verdwijning van deze instelling komt geenszins als een verrassing voor de professionals. Als nevenschade en als gevolg van een golf van speculatie aangewakkerd door volatiliteitshongerige hedgefondsen moest Deutsche Bank communiceren over de sterkte van haar depositobasis en haar prudentiële ratio's. Met een hoogwaardige liquiditeitsratio (*liquidity coverage ratio* gelijk aan 137%) lijkt de Duitse instelling geen onmiddellijk risico te vormen. In tegenstelling tot de Verenigde Staten hebben de Europeanen de strenge regelgeving voor het bankwezen die na de crisis van 2008 is aangenomen (Basel III-akkoorden, versterkt door nationale regelgeving), behouden. De ECB heeft zojuist het door de Italiaanse bank Unicredit voorgestelde aandeleninkoopprogramma goedgekeurd, waaruit het vertrouwen van de toezichhouders blijkt.

ONDERSCHAT DE VUURKRACHT VAN CENTRALE BANKEN NIET

Laten we niet naïef zijn: geen enkele dosis regelgeving, hoe streng ook, kan voorkomen dat een bank ten onder gaat bij een *bankrun*. De autoriteiten kunnen de wettelijke solvabiliteits- en liquiditeitsratio's dan wel verstrengen en activiteiten met een hoog risico aan banden leggen, maar dit zal nooit voorkomen dat een slecht beheerde bank haar depositoklanten wegjaagt. Bovendien heeft de aanscherping van de prudentiële regels in Europa sinds 2008 de ondergang van sommige kleinere organisaties niet kunnen voorkomen, zonder echter paniek in de sector te veroorzaken (bijvoorbeeld Banco Popular - 148 miljard euro aan activa, de zesde grootste Spaanse bank - gekocht voor een symbolische euro door zijn landgenoot Santander in 2017, volgens het Europese afwikkelingsmechanisme). Vergeet niet dat Credit Suisse vóór de overname door UBS aan de door de toezichthouder opgelegde ratio's heeft voldaan. **De vraag is dan ook of het besmettingsrisico van de gebeurtenissen van de afgelopen weken aanzienlijk is. We denken van niet.** In geval van een grote crisis zouden de centrale banken, die lessen hebben getrokken uit de herhaalde schokken van de afgelopen vijftien jaar, zonder een seconde te aarzelen hun rol als "geldschietter van de laatste poging" op zich te nemen. De gehele banksector kan dus in geval van turbulentie alle nodige liquiditeit van de centrale banken verwachten. Laten we het nog eens herhalen: **een bankfaillissement wordt altijd veroorzaakt door een liquiditeitscrisis**, die zelf het gevolg is van een vertrouwenscrisis die soms eindigt met de ineenstorting van het eigen vermogen van de overtredende instelling. De snelle en krachtadige reactie van de Federal Reserve (liquiditeitsinjectie van 300 miljard dollar in het bankwezen binnen een week na de ineenstorting van de SVB) en de Zwitserse Nationale Bank (steun aan Credit Suisse en de overname van UBS) is in dit verband bijzonder verhelderend: we moeten de weken van uitstel en afstel door de overheid en de monetaire autoriteiten waarmee de turbulentie ten gevolge van de ineenstorting van Lehmann Brothers in 2008 werd omgeven, niet opnieuw beleven.

Bovendien, terwijl de aandeelhouders van een failliete bank kunnen vrezan alles te verliezen (evenals de coco die automatisch in aandelen worden omgezet volgens bepaalde solvabiliteitscriteria), zullen de depositohouders de grootste aandacht krijgen om een grootschalige bankrun te voorkomen. Dat is de toon van de Amerikaanse autoriteiten sinds de ineenstorting van de SVB-bank, waarvan de deposito's en leningen sindsdien met steun van de FDIC zijn opgekocht door de First Citizen Bank.

Wat de situatie van de Europese banken betreft, zijn hun soliditeit en de kwaliteit van hun resultaten, ondersteund door de stijging van de rentemarge, onmiskenbaar. In tegenstelling tot Amerikaanse banken wordt het renterisico (de *mismatch* tussen passiva en activa op de balans) op een ernstige en systematische manier beheerd, waardoor de volatiliteit van het eigen vermogen, bestraft door latente verliezen op effecten in portefeuille bij een rentestijging, sterk wordt beperkt (vgl. geen verslechtering van de *Tangible Common Equity Ratio* van de Europese instellingen). De balansen zijn sterk met goede liquiditeitsratio's (de deposito's zijn ook stabiel dan in de VS). De stabiliteit van de voorzieningen voor dubieuze debiteuren toont de kwaliteit van het kredietrisicobeheer van de systeembanken aan. De laatste *stresstests* (berekeningen van de gevoeligheid van de resultaten en het eigen vermogen voor

verschillende crisisscenario's) zijn niet alarmerend, en tot slot zijn de **toespraken van de regelgevende en toezichthoudende instanties eerder geruststellend**. Een ambtenaar van de Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, de Franse toezichthouder voor de banksector, zei onlangs dat het niet nodig was banken te dwingen terug geld uit te keren aan hun aandeelhouders. Hij wees daarbij op de gebrekkige afstemming tussen de Europese sector en de regionale banken in de VS, noch om de regelgeving in Europa aan te scherpen, in tegenstelling tot in de VS. Hij kon niet duidelijker zijn. Wij benadrukken ook dat de banken hun interbancaire kredietverlening na de *subprimecrisis* van 2008 en de staatsschuldcrisis van 2010-2012 aanzienlijk hebben verminderd. Hierdoor is het risico dat schokken van één bank op de rest van de sector worden overgedragen, kleiner geworden. De liquiditeitsbehoeften worden rechtstreeks gefinancierd door de ECB, die sinds de staatsschuldcrisis het aantal leningsprogramma's heeft uitgebreid naast de meer conventionele transacties.

Moeten we de crisis bij de *Community banks* en *Regional banks* daarom beschouwen als een storm in een glas water? Hoewel wij menen dat er geen reden tot paniek is, zijn wij voorzichtiger geworden over de gevolgen van deze crisis voor de Amerikaanse economische groei. Op zich zullen deze kleine banken in moeilijkheden waarschijnlijk een zeer beperkt effect hebben op de kredietmarkten. Dit is niet het geval als we naar de geaggregeerde data kijken, aangezien 38% van alle leningen in de VS worden verstrekt aan banken die kleiner zijn dan de vijftiengrootste instellingen (bron: Federal Reserve). Deze organisaties zijn goed voor 28% van de commerciële kredietverlening, 37% van de leningen voor woningen en 67% van de leningen voor commercieel vastgoed. **Gezien hun totale gewicht in de financiering van huishoudens en bedrijven is de gezondheid van kleine banken uiteindelijk essentieel voor de goede werking van de Amerikaanse economie.** Verschillende factoren kunnen de financiële voorwaarden verder aanscherpen op een moment dat de Federal Reserve onlangs haar beleidsrente heeft verhoogd (de *Fed funds* target rate ligt nu tussen 4,75% en 5%): bijvoorbeeld de mogelijke aanscherping van de regelgeving voor kleine banken (activa van minder dan 250 miljard USD), de noodzaak voor deze instellingen om hun kapitaalbasis te versterken, of de vrijwillige vertraging van de productie van leningen aan huishoudens en bedrijven om de solvabiliteits- en liquiditeitsratio's te verbeteren. Opmerkelijk is dat de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, Jerome Powell, zijn toespraak tijdens de laatste vergadering van *het Federal Open Market Committee* heeft afgezwakt door te suggereren dat de onrust in de banksector een vertraging van het monetaire verkrappingsproces zou kunnen rechtvaardigen. De markten hebben deze nieuwe situatie al gauw in zich opgenomen door in te zetten op een pivot in de komende zomer (monetaire versoepeling). Ter illustratie: de Amerikaanse *Savings & Loans-crisis* van begin jaren negentig (die verscheidene jaren duurde) heeft de Amerikaanse groei naar schatting ongeveer 0,5% van het bbp gekost. Elke vergelijking loopt mank, maar ondersteunt wel de mening van sommige economen dat **de risico's op een recessie voor de tweede helft van dit jaar weer toenemen. Toch zullen de gevolgen van de onrust veel minder groot zijn dan die van de subprimecrisis (7% bbp-verlies)**. Volgens Goldman Sachs is de kans op een recessie in de komende twaalf maanden nu 35% tegen 25% voor de ineenstorting van de SVB.

GEVOLGEN VOOR DE AANDELENMARKTEN

Hoewel de huidige bankenstress doet vermoeden dat er een einde komt aan de monetaire verstrakking door de Federal Reserve (rekening houdend met de effecten van de crisis bij de kleine banken op de kredietmarkten), lijkt het door de ECB gevolgde monetaire beleidspad nog steeds hetzelfde. De Europese monetaire en banktoezichthouders blijven van mening dat het Amerikaanse probleem beperkt blijft tot die markt en geen uitstaans heeft met Europese instellingen die in een strengere regelgeving dan in de VS als zeer sterk worden beschouwd. Deze crisis mag de ECB niet afleiden van haar doelstelling om de inflatie te bestrijden. Uit haar laatste economische prognoses blijkt dat de kerninflatie (exclusief energie en voedsel) nog steeds te hoog is met meer dan 7% (in 2023 wordt gemiddeld 4,6% kernprijsinflatie verwacht, 0,4% hoger dan de vorige prognose, maar nog steeds ver verwijderd van het streefcijfer van 2%). Ondanks de scherpe correctie van de groothandelsprijzen voor energie, die heeft geleid tot een daling van de nominale inflatieprognose voor 2023 (+5,3%, een daling met 1% ten opzichte van de vorige raming), blijft de inflatiedruk zich over de gehele economie verspreiden. We zien dit met name in de dienstensector, aangezien de lonen in de eurozone in de loop van het jaar met 5% stijgen (bron: Centrale Bank van Ierland). Het is echter duidelijk dat de bezorgdheid over de banksector het monetaire beleid in de komende maanden minder voorspelbaar maakt, wat de allocatiestrategieën van beleggers bemoeilijkt. Het is in deze fase immers moeilijk te beoordelen in hoeverre de liquiditeitssteun van

de centrale banken de verkrapping van de kredietmarkten compenseert, waarbij deze kwestie uiteraard centraal staat in de VS.

Sinds de stress als gevolg van het faillissement van de SVB hebben we vastgesteld dat de beleggers voorkeur geven aan de meer defensieve sectoren, ten nadele van de meer cyclische marktsegmenten (terugkeer van het recessiethema als gevolg van de verharding van de kredietmarkten, ook al is het nog wat vroeg om een effect van de turbulentie op de leidende economische indicatoren waar te nemen). Dat speelt de financiële waarden uiteraard parten. We vermelden de goede prestaties van technologieaandelen, die profiteren van de daling van de lange rente (verdiscontering van hun theoretische waardering) en de kracht van hun balansen. Vreemd genoeg werden de Europese beurzen het zwaarst geraakt, terwijl de bankfaillissementen zich vooral in de Verenigde Staten voordeden (het wrak van Credit Suisse is een speciaal geval). Dat kan worden verklaard door het aanzienlijke gewicht van de financiële sectoren in de indexen (16% in de eurozone). Veel beleggers hebben zeker snel gereageerd op de eerste schokken in verband met de Amerikaanse banken, misschien te snel door te beslissen om te arbitreran tussen sectoren die begunstigd werden door een economische activiteit die uiteindelijk robuuster was dan verwacht en defensieve sectoren die geacht werden het best bestand te zijn tegen een wereldwijde financiële crisis zoals in 2008. Indien de situatie niet netto verslechtert, zouden deze risicovolle allocatiewijzigingen uiteindelijk verliesgevend kunnen blijken.

CONCLUSIE

Het hele financiële systeem steunt op vertrouwen. In Europa is dit gebaseerd op een architectuur voor banktoezicht die sinds de crisis van 2008 aanzienlijk is versterkt. De herhaalde schokken van de afgelopen vijftien jaar hebben de ECB ertoe gebracht haar rol van geldschietster van de laatste kans op zich te nemen en haar interventiemogelijkheden op de krediet- en bankfinancieringsmarkten aanzienlijk te versterken. Een faillissement is altijd mogelijk, een instorting van het systeem niet. Deposithouders en beleggers moeten dit onthouden en niet gokken op uitstelgedrag van de autoriteiten die zich met een nieuwe crisis bezighouden. In de VS is het te soepele toezicht op kleine banken (activa van minder dan 250 miljard dollar) de oorzaak van de huidige crisis in een context van monetaire verstrakking. Onder Basel III-regels, die nu alleen van toepassing zijn op grote systeemrelevante instellingen, zouden hogere rentetarieven zich snel vertaald hebben in kapitaalverliezen en zouden de liquiditeitsratio's

hoger zijn geweest. Deze turbulentie en de gevolgen ervan voor de kredietmarkten zouden de Federal Reserve ertoe kunnen brengen haar monetaire verstrakking stop te zetten, in tegenstelling tot de ECB, die vastberaden blijft in haar strijd tegen de inflatie.

Natuurlijk raden we paniekvoetbal af. Aangezien het beleggersvertrouwen echter nog broos is, zal het enige tijd duren voordat de markten volledig gerustgesteld zijn over de soliditeit van het financiële stelsel. Aangezien de onzekerheden over het verloop van de economische groei, de inflatie en het monetaire beleid - om nog maar te zwijgen van de geopolitiek - groot blijven, zouden de markten volatiel kunnen blijven, wat beleggers goede beleggingskansen biedt. Bovendien zou de hoop op monetaire versoepeling door de Federal Reserve al in de zomer van volgend jaar aan diggelen kunnen worden geslagen, ervan uitgaande dat de druk op de banken snel wordt verlicht.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen.

Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen. Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (tel: +352 26 39 86) of door de website www.purecapital.eu te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktevolutie. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg. Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing