

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT, ALLOCATIE & STRATEGIE

In maart doemde het **spookbeeld van de financiële crisis** van zowat 15 jaar geleden opnieuw op. Hoewel er een aantal **gelijklopende elementen** zijn, zoals de Amerikaanse problemen die oversloegen naar Europa, zijn er **toch** een aantal **fundamentele verschillen**. Maar laat ons eerst kort de situatie schetsen alvorens deze verschillen te verduidelijken.

Maatschappelijk nut van een bank

We herinneren jullie aan de **dubbele functie van een bank speelt als kredietverstrekker**, naast haar eventuele rol als vermogensbeheerder. Deze rol kan ook worden uitgeoefend door een bedrijf dat geen bank is zoals bijvoorbeeld Orcadia AM. Vooreerst is ze een **intermediair** zodat wie wil lenen niet zelf moet zoeken naar iemand die hem wil ontlenen. **Daarnaast** heeft ze ook een **transformatiefunctie**. Wie leent voor een huis of voor een bedrijfsinvestering zoekt langetermijnfinanciering. Iemand die geld bij de bank in deposito geeft wil dat zijn geld snel beschikbaar is (vb om een onverwachte uitgave te kunnen doen of in afwachting van een belangrijke aankoop). **Door haar klanten** (zowel de depositohouders als de ontleners) **voldoende te spreiden kan de bank het inherente risico van deze transformatierol beperken**. De rentemarge van de bank (het verschil tussen de depositorente en de rente waaraan de bank ontleent) is de vergoeding die de bank voor het vervullen van deze belangrijke maatschappelijke rollen ontvangt.

Situatieschets

De vrees voor nieuwe zware turbulentie in de bankensector ontstond toen **Silicon Valey Bank (SVB)**, de 16e grootste bank van de VS, **met een liquiditeitscrisis werd geconfronteerd**. Wat voor het succes van de bank zorgde, werd ook haar ondergang: haar innige relatie met startups en venture capitalists in Californië. Net voor en tijdens de covid-crisis zag de bank een zeer sterke toename van de haar toevertrouwde deposito's. De toestroom was dermate groot dat ze onvoldoende kredieten kon verstrekken aan een rentemarge die ze als voldoende beschouwde. Ze belegde het surplus in staatsobligaties, waarbij ze merkkelijk langere looptijden moest aankopen om voldoende rente te ontvangen. Het wegtrekken van deposito's door de cashbehoefte van bepaalde depositohouders en het herplaatsen in kortetermijnobligaties (die na de renteverhogingen door de FED veel aantrekkelijker waren dan de depositorente) door anderen, verplichte de bank (een gedeelte van) de eerder aangekochte langetermijnobligaties te verkopen. Door de sterk gestegen rente diende hierop forse verliezen geslikt te worden, hetgeen de kapitaalbasis van de bank aantastte. Het aankondigen van een kapitaalsverhoging zorgde voor het ineensstorten van de beurskoers en een versnelde depositovlucht waardoor minder dan 24 uur later de bank omviel. **Luttele dagen later sloeg de vlam over naar Europa en werd het reeds fel geplaagde Credit Suisse met een gelijkaardig probleem geconfronteerd**. Binnen de week werd de bank onder zware Zwitserse druk door haar grootste concurrent UBS overgenomen.

Specifieke situatie

SVB werd gekenmerkt door een combinatie van kenmerken die we bij andere Amerikaanse banken gelukkig niet of nauwelijks zien. Eerst en vooral was de **klantenbasis zeer geconcentreerd** en was de groei van de deposito's uitzonderlijk hoog hetgeen de kiem zaaide van de latere problemen. Daarnaast waren **bijna alle deposito's hoger dan de grens van het Amerikaanse depositogarantiestelsel** (\$250.000) Ten slotte werd het **renerisico** op de gekochte activa (vooral Amerikaanse staatsobligaties) **niet of nauwelijks ingedekt**, hetgeen de bank blootstelde aan zeer grote latente verliezen. **Credit Suisse werd al geruime tijd geplaagd door schandalen en verloor al maanden klanten en deposito's**. Het omvallen van SVB zorgde ervoor dat de depositovlucht in die mate toenam dat Credit Suisse niet verder kon als onafhankelijke entiteit.

Fundamentele verschillen met de bankencrisis

We zien een aantal fundamentele verschillen tussen de recente gebeurtenissen en de bankencrisis van 2008. Het eerste en wellicht belangrijkste verschil is dat **destijds uitermate complexe, zagezegd risicoloze producten** (bvb CDO's en hun derivaten op subprime hypotheek) **gaten sloegen in het eigen vermogen** van bepaalde banken **hetgeen voor een depositovlucht zorgde**. **Nu zorgde de depositovlucht voor het verplicht realiseren van latente verliezen op activa waarvan er niet de minste twijfel is dat ze op vervaldag terugbetaald zouden worden**. Met andere woorden: er is totaal geen probleem zo lang er geen paniek ontstaat terwijl in 2008 de problemen zelf voor de totale paniek zorgde. Een ander fundamenteel verschil is dat **overheden geleerd hebben uit de financiële crisis en onmiddellijk en massaal ingrijpen** indien een bank in de problemen komt en niet meer de fout zullen maken om een bank "zo maar" failliet te laten gaan zoals destijds met Lehman Brothers. Ten slotte werden de **regels voor de banken** (Basel III normen) significant **aangescherpt**. De kapitaalvereisten werden opgetrokken en er werden liquiditeitsratio's ingevoerd. Wat de Basel-normen betreft is er wel een verschil tussen Europa en de VS. Door een wetwijziging van Trump vallen alleen de zeer grote banken (met een balanstotaal van meer dan \$250 miljard) onder deze wetgeving in de VS, en was SVB als 16de grootste Amerikaanse bank hiervan vrijgesteld.

Potentiële gevolgen

Het is nog te vroeg om nu reeds correct te kunnen inschatten wat de gevolgen voor de economie en de financiële markten zullen zijn. Waarschijnlijk zullen deze dubbel zijn. Ten eerste een **verdere verscherping van de prudentiële regels**, hetgeen een negatieve invloed zal hebben op de rendabiliteit van de banken. **Dit is slecht nieuws voor de sector maar wellicht niet voor de economie en de markt in zijn geheel aangezien het inherente risico zal afnemen**. Ten tweede is de kans groot dat (vooral de kleinere) Amerikaanse banken minder kredieten

zullen willen verstrekken om hun balans voldoende liquide te houden. We hadden het al over de **kredietvoorwaarden** in een vorige spotlight en de kans is groot dat deze nu nog gevoelig **verder zullen verstrakken**, hetgeen een **negatieve impact** op de economische **groei** zal hebben.



Bron: FRB – Senior Loan Officer Survey

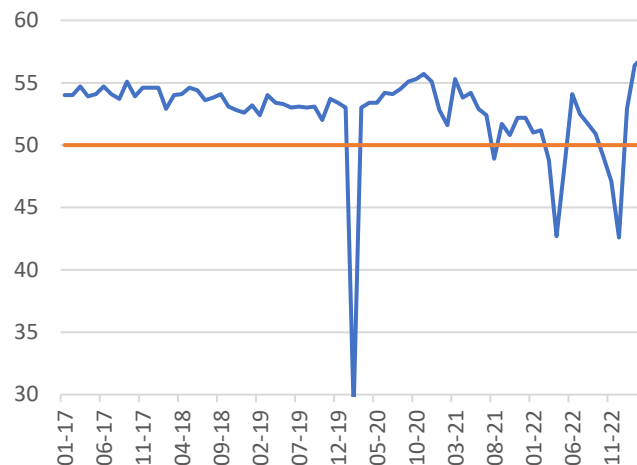
Ook in Europa zagen we – zij het in beperktere mate – een verstrenging van de kredietvoorwaarden maar we verwachten bij ons weinig tot geen invloed van de huidige perikelen.

Betere economische vooruitzichten in de VS...

De strengere kredietvoorwaarden zouden roet in het eten kunnen gooien voor een economische situatie die de laatste maanden opnieuw **rooskleuriger** werd. De in de VS gepubliceerde **PMI-services cijfers** bevestigden dat de sterke terugval van januari wel degelijk een “accident de parcours” was. De cijfers voor de industrie daarentegen blijven zwak. Ook de **consumentenbestedingen blijven meer dan op peil**. De meest recente cijfers gaven een groei van niet minder dan 3% op maandbasis aan. Merkelijk meer dan de verwachting (1.8%) en één van de grootste stijgingen in de afgelopen 20 jaar. Commentaren van een aantal bedrijven geven echter aan dat een zekere shift naar goedkopere producten merkbaar wordt hetgeen zou kunnen aangeven dat – op zijn minst een gedeelte van – de consumenten prijsgevoeliger worden.

... maar ook in de rest van de wereld

We hadden het in onze spotlight van februari al over de gunstige evolutie van de gasprijs in Europa. Sindsdien daalde deze nog verder. Een **positieve verrassing** bij de **energieafrekening** wordt zo **waarschijnlijker**, wat dan weer goed zou zijn voor de Europese groei. Ook de bedrijfsleiders werden positiever. **De voorlopige PMI-indicator klonk tot 52.3** (van 50.3 in januari) **merkelijk beter dan de lichte toename** (tot 50.6) **verwacht** door economen. Ook uit **China** komt gunstig nieuws. Het lijkt er meer en meer op dat ons scenario van een Chinese consument die vrijelijk consumeert na de lockdown zich lijkt te realiseren. We zien ook een **zeer sterke stijging van de PMI's naar het hoogste peil in de afgelopen jaren**.



Bron: Bloomberg – China Composite PMI

En aangezien, in tegenstelling tot het westen, China eerder met lage inflatie kampt, lijkt het onwaarschijnlijk dat de centrale bank zal ingrijpen om de relance te temperen.

Onzekerheid rond inflatie...

Het gunstige(re) nieuws op economisch vlak maakt de job van de Westerse centrale banken er niet makkelijker op. Er zijn tekenen dat het momentum van de daling van de inflatie afneemt in zowel Europa als de VS. In Europa werken wel twee deelcomponenten elkaar in belangrijke mate tegen. De sterke **afname van de energie-inflatie** (ondertussen een duidelijke deflatie) **neemt het op tegen een sterke stijging van de voedselprijzen**. Voorlopig halen de energieprijzen de bovenhand maar dat zou snel kunnen wijzigen gezien de hogere weging van voeding in de inflatiekorf. Dit noodzaakt de centrale banken om het monetaire beleid verder te verstrakken. De afgelopen weken toonden echter duidelijk aan dat dit de banken onder druk kan zetten en dus de financiële stabiliteit in gevaar kan brengen, hetgeen de centrale banken natuurlijk te allen prijze willen vermijden.

... zorgt voor onduidelijkheid rond de monetaire politiek

We stellen reeds geruime tijd dat de **centrale banken wellicht niet** zullen blijven **verstrakken tot de inflatie effectief onder de 2% zakt**, gelijk hoe een arbitrair gekozen cijfer. Niet alleen omdat een iets **hogere inflatie kan helpen** (mits financiële repressie) **de schuldgraad onder controle te houden**, maar ook omdat **de laatste druppel disproportioneel veel economische schade zou veroorzaken**. De huidige turbulentie bij de banken versterkt deze visie verder. **Keerzijde is** natuurlijk dat de **inflatie gedurende een langere periode hoger kan blijven dan de huidige marktverwachtingen**. Dit maakt ons inziens inflatiegelinkte obligaties opnieuw een stuk aantrekkelijker.

De juiste risico's nemen

Hetgeen we zagen bij de implosie van Credit Suisse versterkt onze voorkeur voor staatsobligaties en/of bedrijfsobligaties van (zeer) goede kwaliteit. Hun **AT1-obligaties** (afkorting voor Additional Tier 1), ook wel **CoCo's** (Contingent Convertibles) genoemd werden van de ene op de andere dag waardeloos. Sinds de oprichting van Orcadia stellen we dat dit soort producten **geen plaats hebben in een portefeuille van private klanten of in een sicav die voor hen bestemd is**. Juridisch gezien zijn het obligaties, in de praktijk gedragen ze zich meer als aandelen. We zijn van mening dat indien men het volledige

neerwaartse risico loopt, men maar beter ook het opwaarts potentieel heeft en met andere woorden de aandelen koopt.

Ondanks de verbeterde economische situatie behouden we onze **neutrale aandelenallocatie**, hoewel, en ondanks de bankenvrees, daalden de markten over de maand niet of nauwelijks, valt het niet uit te sluiten dat we nog

heropflakkingen van de volatiliteit zien. **We prefereren meer duidelijkheid**, onder andere rond de bedrijfsresultaten, af te wachten alvorens een hogere aandelenweging naar voor te schuiven.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contacteer ons:

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – Geert.Debuyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.