

MAJ
INVEST

BIG PICTURE

BANKSYSTEMET ER ROBUST OG IKKE I KRISE | MARTS 2023





Månedsoptdatering den 24. marts 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest.

Banksystemet er robust og ikke i krise

De seneste uger har været turbulente, og mange taler om en ny finanskriser. Dette er der ikke realøkonomisk belæg for. Det har absolut intet med finanskrisen i 2008 at gøre. Der er heller ikke grund til at være utryk ved banksystemet. De europæiske og amerikanske banker har solid egenkapital til at håndtere udsving i indtjeningen, og de har rigelig likviditet. Den regulering, som blev skærpet efter finanskrisen, har virket. Årsagen til den finansielle uro er, at enkelte banker tilsyneladende er dårligt drevet. Det kan ikke undgås, og dårlige virksomheder findes i øvrigt i alle brancher. Fordelen ved vores markedsmekanismer – også kaldet kapitalismen – er, at de dårlige virksomheder kommer i problemer og går konkurs eller overtages. Dermed løses problemet, og bagefter er økonomien blevet stærkere.

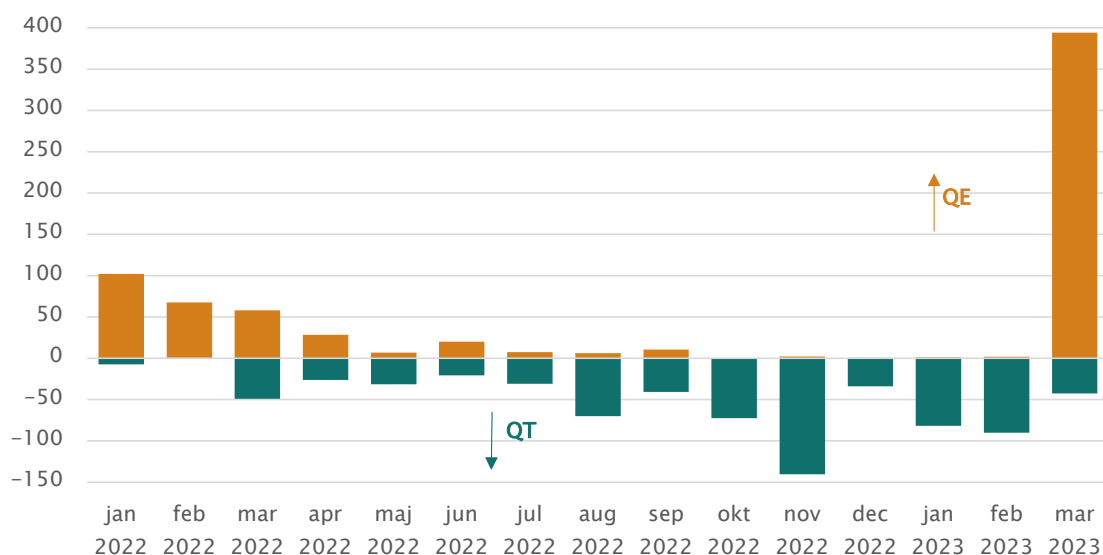
I de seneste uger er først Silicon Valley Bank og Signature Bank blevet overtaget af de amerikanske reguleringsmyndigheder. Senere er Credit Suisse blevet overtaget af UBS. Samtidig har centralbankerne grebet ind og tilført likviditet for at sikre, at almindelige kunder i disse banker ikke taber penge eller får låst deres konti. Alt er faktisk "kørt" efter bogen, og det er netop centralbankernes opgave at gribe ind i sådanne situationer.

De ramte banker er mellemstore, men på ingen måde systemisk vigtige. Deres størrelse målt på balance er omkring 1 pct. af det globale bankmarked. Når man alligevel griber hurtigt og konsekvent ind med "finansiell støtte", er det, fordi centralbankerne vil signalere, at den finansielle stabilitet er absolut topprioritet.

I det følgende gives et kort resume af hændelserne og en vurdering af, hvad det kan betyde for vores "realøkonomi" forstået som vækst, beskæftigelse, renter og aktieværdier.

Rentestigningerne siden starten af 2022 har givet kursfald på obligationer, og det har ramt nogle få banker, som ikke har ordentlig risikostyring. De ramte banker har særligt haft en stor rolle, når det gælder finansiering af venturevirksomheder og kryptoinvesteringer, men også andre risikovillige banker blev ramt. Det førte til, at kunderne hævede deres indlån, og dette blev selvforstærkende. Man kalder det for et "bankrun". I alt er der i USA hævet omkring 400-500 mia. dollar fra disse banker. Beløbene er efterfølgende blevet investeret i korte statsobligationer. Det har sammen med recessionsfrygt ført til et betydeligt rentefald i USA - fra 5 pct. til 4 pct. på de 2-årige obligationer. Dette bredte sig til Europa, fordi finansmarkederne som bekendt er globale og integrerede. Da Fed samtidig tilførte en tilsvarende likviditet (500 mia. dollar) til de ramte banker, blev effekten reelt, at obligations efterspørgslen samlet set steg med dette beløb. Det kan sidestilles med den form for pengepolitik, som kaldes QE - altså en pengepolitik, hvor centralbankerne køber obligationer og derved presser renten ned - se figur 1. Mange investorer har udlagt dette som bevis for, at centralbankerne nu vil standse deres stramninger af pengepolitikken og endda også holde inde med forhøjelser af styringsrenterne. Man tror ligefrem, at denne finansielle uro vil udløse stor tilbageholdenhed i udlån og stigende risiko for en økonomisk recession. Pludselig er investorenes forventninger blevet ændret til, at man tror på recession og rentefald.

Figur 1: Meget stor obligationsefterspørgsel har presset renten ned (Feds obligationskøb, mia. USD)

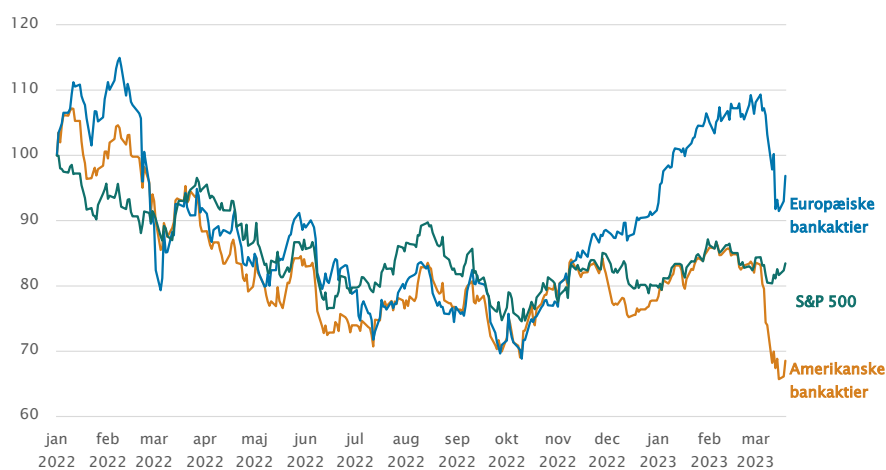


Note: Her angiver QE en udvidelse af balancen, mens QT angiver en reduktion af balancen.
 Kilder: Bloomberg og Fed.



I Maj Invest vurderer vi, at det forholder sig lidt anderledes. Dette er finansiel uro. Det vil holde op, og økonomien vil komme tilbage med fremgang i væksten og stigende renter. Den varige finansielle reaktion har nemlig alene ramt de dårlige bankers aktier og de risikofyldte finansvirksomheders obligationer. Dette er vist i figur 2, hvor man tydeligt ser, at det brede aktiemarked, repræsenteret ved det amerikanske aktieindeks S&P 500, ikke er faldet.

Figur 2: Det brede aktiemarked er ikke påvirket af bankuroen (kursudvikling aktier og banker)



Note: Europæiske banker er målt ved MSCI Europe Bank Indeks, amerikanske banker er målt ved MSCI US Bank Indeks. Indeks 3. januar 2022 = 100. Kilde: Bloomberg.

I figur 3 er vist udviklingen i merrenten på virksomhedsobligationer. Her er det tydeligt, at stigningerne er beskedne og helt i overensstemmelse med økonomiens tilstand. Det er end ikke i nærheden af finanskrisesituationen. Merrenten på virksomhedsobligationer, som man ser på figur 3, er omkring 5 procentpoint og ikke de 20 procentpoint, som vi så under finanskrisen.

Figur 3: Merrenten på virksomhedsobligationer tyder absolut ikke på en finanskrisen (amerikanske virksomhedsobligationer)



Note: Forskellen mellem US Bloomberg Corporate High Yield Index og amerikanske stater, basispunkter.

Kilde: Bloomberg.

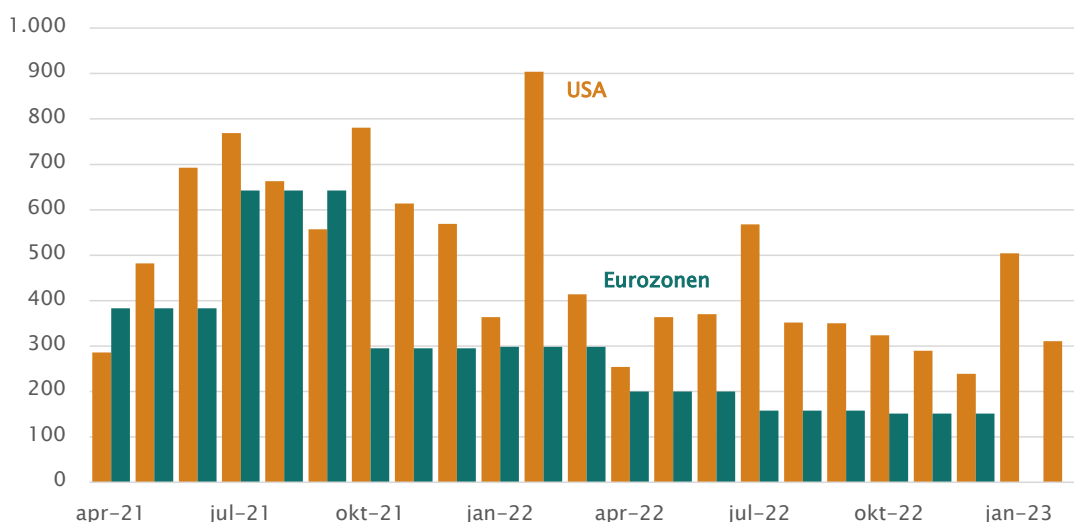


Realøkonomien er fortsat stærk

Selvom der er finansiell uro, peger udviklingen på finansmarkedet ikke på, at dette er starten på en krise. Styrken i den underliggende økonomi er til stede – særligt i USA, men til dels også i Europa. Det blev også understreget med rentestigningerne fra både Fed og ECB efter nyhederne om problemer i bankerne. Som investor er det vigtigt at se igennem det flimrende billede af kortsigtede nyheder og fokusere på de større linjer. Her er den globale vækst, som er drevet af forbrugerne i USA og Europa, fortsat intakt, og efterspørgslen vil højst sandsynligt også udvikle sig positivt de kommende 12 måneder. Årsagerne er den lave arbejdsløshed og aftagende inflation.

Arbejdsløsheden i USA er den laveste i mere end 50 år på 3,6 pct. af arbejdsstyrken, og selvom tallet er noget højere i Europa på 6,7 pct., er dette også det laveste tal siden statistikkens start i 1991. I figur 4 er det tydeligt, at der fortsat kommer flere i arbejde. De seneste måneder er der skabt mellem 240.000 og 500.000 nye jobs per måned i den amerikanske økonomi, og selvom tallet er lavere i Europa, er jobskabelsen faktisk 150.000 månedligt. Dette tegner et billede af en økonomi, hvor flere og flere får en indkomst, og det vil erfaringsmæssigt styrke privatforbruget. Det er den afgørende faktor for fortsat vækst. Derudover er det stramme arbejdsmarked med til at sikre arbejdstagerne lønstigninger på mellem 4 og 7 pct. årligt i både USA og Europa, hvilket også vil være med til at øge forbruget.

Figur 4: Det stærke arbejdsmarked vil medføre lønstigninger og øget forbrug (månedlige stigninger i beskæftigelsen, 1000 personer)



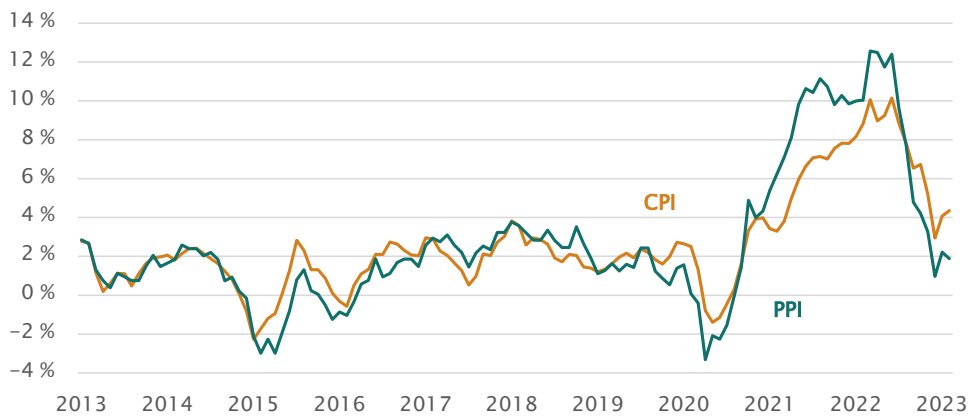
Note: Eurozonens beskæftigelse er opgjort på kvartalsbasis og vises som et månedligt gennemsnit i hvert kvartal.

Kilder: Bloomberg, Bureau of Labor Statistics og ECB.

En anden god nyhed for forbrugerne er, at inflationen fortsat viser tegn på at aftage i USA. De seneste måneder har godt nok budt på lidt højere inflationsrater end ventet, men dette er højst sandsynligt blot normale udsving i priserne. Ser man på producentpriserne, som påvirker priserne i resten af samfundet med forsinkelse, er stigningen de seneste 6 måneder omregnet til årsbasis kun omkring 2 pct. og dermed tilbage på de niveauer, vi så inden covid-19-krisen – se figur 5. Sidste måned var producenternes priser endda faldet. Dette tyder på, at priserne, som forbrugerne møder i de kommende kvartaler, også vil stige i mindre grad. Dette er positivt for forbrugerne, da inflationen derfor vil være mindre end lønudviklingen og dermed sikre husholdningerne reallønsfremgang. Fremgang i reallønnen er helt centralt for, at forbruget kan opretholdes, og derfor er det en af de makroøkonomiske faktorer, vi følger særligt nøje i øjeblikket.



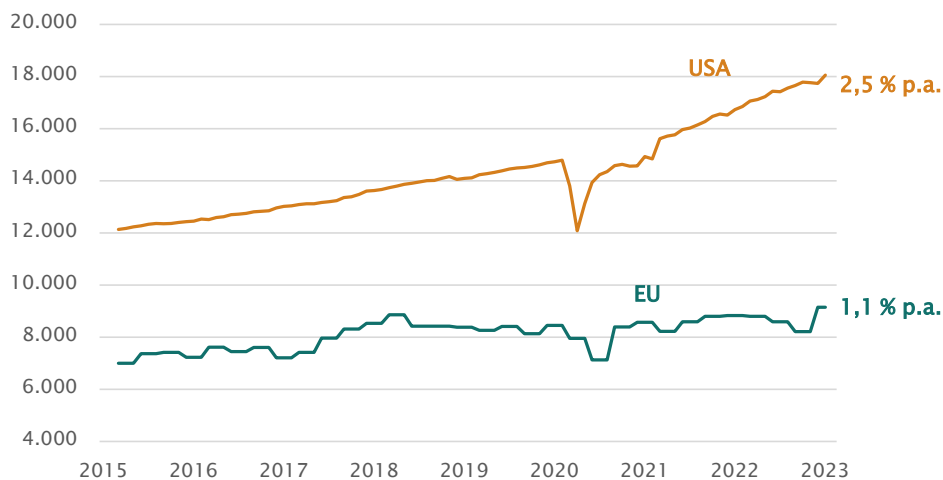
Figur 5: Inflationen viser fortsat tegn på at falde (de seneste inflationstal, 6 mdr. gl. gennemsnit)



Note: Prisindeksene er sæsonjusteret og vist i årsrater. Kilder: Bloomberg og Bureau of Labor Statistics.

Dette giver en stærk tro på, at forbruget, som er vist i figur 6, kan fortsætte den pæne vækst, vi har set de seneste år, kun kort afbrudt af covid-19-krisen. Grafen viser også, hvor stærkt forbruget reelt har været i de seneste otte år. I USA er det steget fra 12.000 mia. dollar i 2015 til nu at være omkring 18.000 mia. dollar. Det svarer til en årlig stigning på 2,5 pct., hvis man samtidig justerer for inflationen. Væksten er lidt lavere, men fortsat robust i Europa. Det vidner om økonomier, som er baseret på stærke underliggende strukturer, hvor stater, centralbanker og private virksomheder formår at holde efterspørgslen og økonomien på ret køl, selv i perioder med modvind. Covid-19-krisen var en ekstraordinær situation – ingen økonomier kan klare at være lukket ned i længere perioder. Derfor er det også svært at forestille sig, at problemer i en meget lille del af banksektoren skulle føre til store negative konsekvenser for privatforbruget.

Figur 6: Forbrugsvæksten er robust (privatforbrug målt i mia. USD)



Note: Privatforbrug i EU opgøres på kvartalsbasis. Privatforbruget er vist i løbende priser, mens vækstraterne er beregnet ud fra privatforbruget i faste priser. Kilder: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis og Eurostat.

Når det er sagt, så er en række markedsaktører bekymrede for, om problemerne i bankerne kan skabe en nedgang i udlån til virksomheder og private og dermed en nedgang i efterspørgslen og den økonomiske aktivitet. Pointen er relevant, men vi vurderer, at der kun bliver tale om mindre nedgange i udlån, som vil blive mere end opvejet af fremgangen i reallønnen. Derfor ser vi ikke en udlånskrise forude. Ligesom bankerne er forbrugerne velpolstrede, og selvom hele opsparringen fra covid-19-perioden næppe finder vej til øget forbrug, er de fleste husholdninger fortsat i stand til at "låne fra sig selv" ved at bruge af opsparringen i stedet for at optage lån til forbrug.

Uroen i banksektoren skal ikke negligeres, men når man dykker ned i finansmarkedernes reaktioner og ser på den underliggende realøkonomiske udvikling, er der ikke grund til bekymring for en ny bankkrise. De store og systemisk vigtige banker er veldrevne og har egenkapital til at modstå yderligere pres. Eventuelle likviditetsproblemer vil blive afhjulpnet af centralbankerne, som har vist sig særdeles handlekraftige. De gode nyheder er, at særligt amerikansk, men også europæisk vækst har det fint. Det vil styrke virksomhedernes indtjening og på sigt presse renten op igen. Selvom risikoen for en recession er steget oven på bankuroen, er det vores vurdering, at det mest sandsynlige scenarie er, at der falder ro over finansmarkederne igen.

Ansvarsfraskrivelse

Dette materiale er udarbejdet af Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). Materialet er alene udarbejdet som informationsmateriale. Materialet er ikke et tilbud eller en opfordring til køb/salg af værdipapir, valuta eller finansielt instrument.

Materialet tager ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold. Materialet er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, materialet giver kun generelle informationer om værdipapirer, herunder investeringsbeviser. Materialets informationer kan ikke erstatte individuel professionel rådgivning.

Materialet er baseret på informationer fra kilder, som Maj Invest finder troværdige, men Maj Invest påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af materialet, herunder eventuelle tab.

Maj Invest og dets moderselskab samt medarbejdere i Maj Invest kan udføre forretninger, etablere, afslutte, ændre eller have positioner i værdipapirer, valuta, finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. Maj Invest kan endvidere udføre investerings- eller porteføljerådgivning for kunder, som er omtalt i materialet, f.eks. Investeringsforeningen Maj Invest. Maj Invest har samarbejdsaftale om formidling af handel med og information om investeringsforeningsandele i Investeringsforeningen Maj Invest, og Maj Invest honoreres herfor.

Vurderinger i materialet er baseret på skøn og forudsætninger. En investering i værdipapirer, herunder investeringsbeviser, er forbundet med risici. Bevægelser i markedet generelt eller hændelser knyttet til værdipapirer kan påvirke kursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i præsentationsmaterialet forventede. Historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vurdering af fremtidige afkast er baseret på formodninger, som måske ikke realiseres.



Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S
Gammeltorv 18
1457 København K
Telefon 33 38 73 00