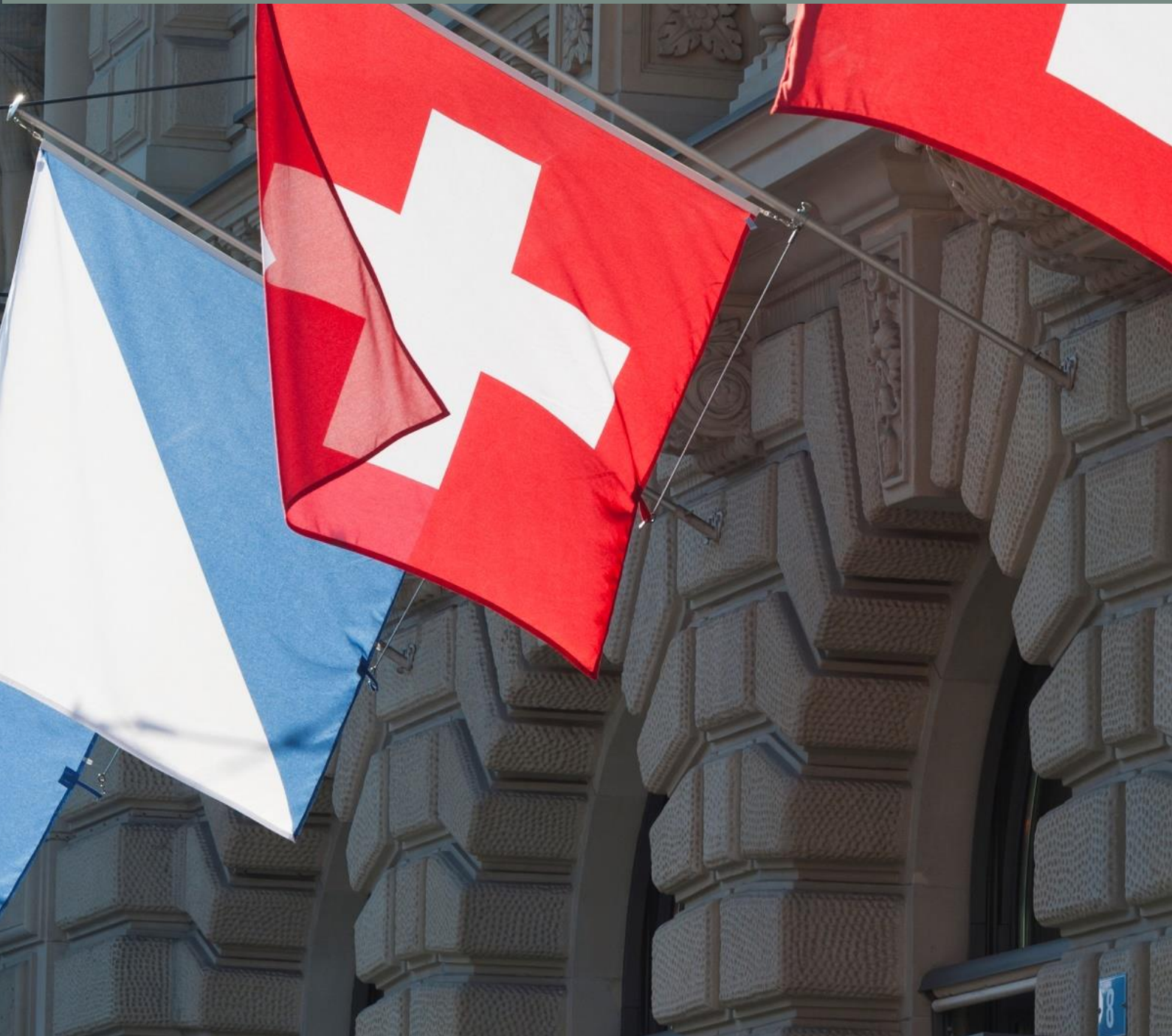




MAJ  
INVEST

# BIG PICTURE

Den finansielle uro  
Marts 2023





Temaanalyse den 20. marts 2023  
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest og  
Peter Emil Bundgaard Mondrup, økonom

## Vi er ikke på vej mod en ny finanskriser

Dårlig risikostyring og for stor risikoappetit hos en særlig gruppe banker førte i sidste uge til store kursbevægelser og frygt for en ny finansiel krise. Det var især i særlig grad bankaktierne og en række bankobligationer, der reagerede med kursfald. Maj Invest vurderer ikke, at der er tale om et generelt problem i banksektoren. Problemerne er knyttet til de banker, der har mangelfuld risikostyring, og banker, der har været involveret i risikable ventureudlån og risikable investeringer. Særligt banker med eksponering mod kryptoindustrien har været udfordret af en generel mistillid. Hovedparten af de væsentlige konjunkturdata viser, at global økonomi ikke er på vej i recession, men derimod drevet i en positiv retning af høj beskæftigelse og stigende realløn.

## Hvad er der sket, og hvor stort er omfanget indtil videre?

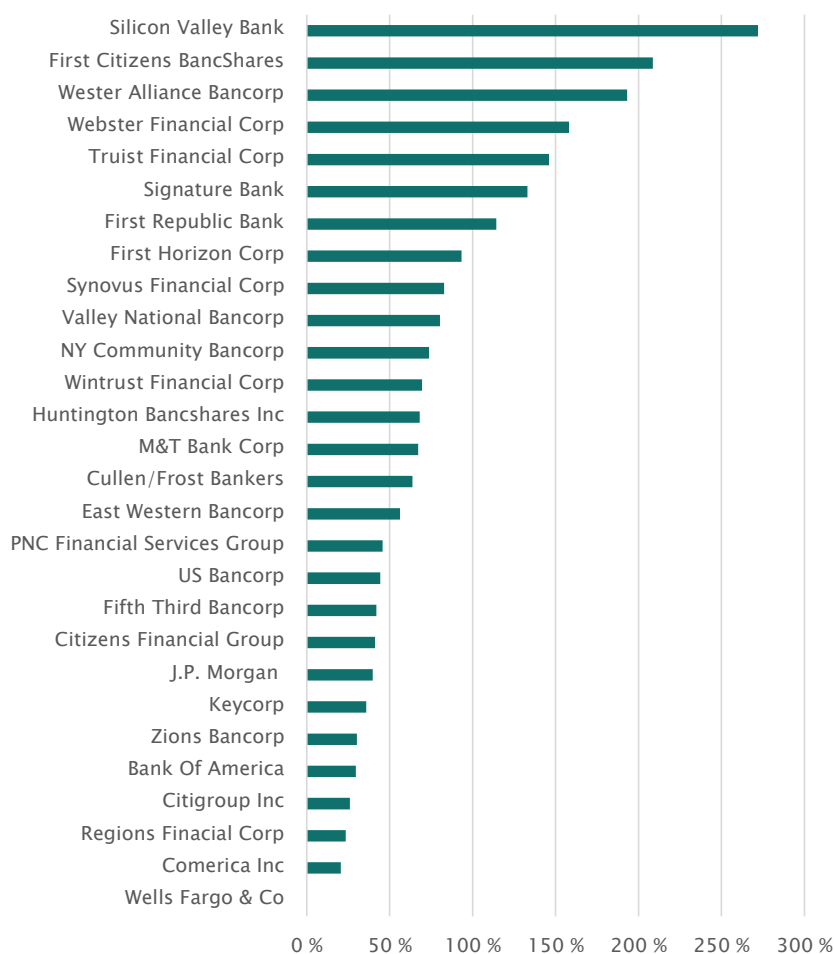
I USA er fire banker indtil videre i så store problemer, at de enten er overtaget af myndighederne eller har modtaget betydelig hjælp fra andre banker. Problemerne startede hos den lille bank Silvergate (balance på 12 mia. dollar), der fokuserer på kryptoindustrien. Den nu lukkede kryptoplatform FTX var en af bankens største kunder, og da den gik ned, trak flere kunder deres penge ud af Silvergate. Silvergate meddelte derfor, at de ville stoppe deres forretning i midten af forrige uge. Dette var muligvis et forvarsel på, hvad der kunne ske senere på ugen, men fik ikke stor opmærksomhed på grund af bankens beskedne størrelse.

I forrige weekend fulgte så nyheden om, at Silicon Valley Bank (balance på 212 mia. dollar) og Signature Bank (balance på 110 mia. dollar) var overtaget af FDIC. Silicon Valley Bank, der havde et stort fokus på tech startups, blev ramt af et regulært "bank run", da der opstod tvivl om bankens overlevelse. Det skyldes, at bankens indlån var investeret i obligationer med betydelig renterisiko, som var faldet i kurs efter de relativt store stigninger i den amerikanske styringsrente. Bankens tab blev store og solvensen i banken dermed usikker. Det var tilstrækkeligt til, at kunderne frygtede bankens overlevelse og derfor hurtigt trak deres indskud ud. Kundernes indlån er nu garanteret af FDIC, mens aktionærer og kreditorer står til at miste deres værdier.

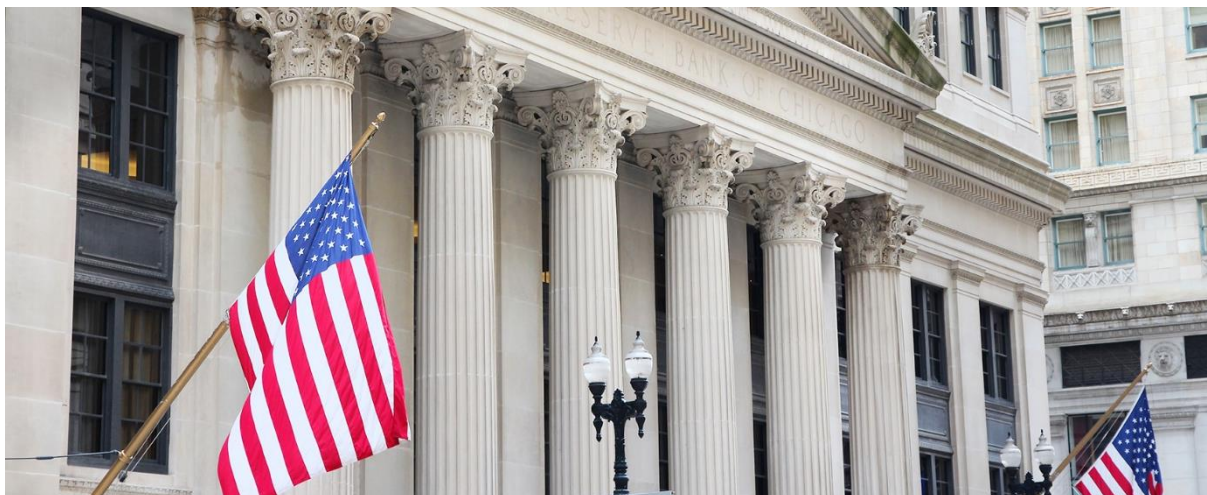
Nervøsiteten spredte sig derefter hurtigt til kunder i Signature Bank, som siden 2018 har satsset på forretning knyttet til kryptoindustrien, og indlånsflugten førte også her til, at FDIC måtte overtage denne bank. Senest er First Republic Bank (balance på 213 mia. dollar) kommet i problemer og har nu fået tilført 30 mia. dollar af en række store amerikanske banker med J.P. Morgan i spidsen for at gøre dem i stand til at udbetale indlån til nervøse kunder. Men det er et åbent spørgsmål, om de 30 mia. dollar er nok. Det kan sagtens være, at denne bank skal have tilført mere likviditet, selvom den tilsyneladende ikke mangler egenkapital. I Maj Invest forventer vi, at noget sådant kan ske de næste uger. Men det vil stadig ikke være udtryk for et systematisk og stort tillidsproblem, som vi så under finanskrisen i 2008. De nuværende problemer har en helt anden karakter, idet alle større banker i dag har stærk solvens og likviditet. Reguleringen af bankerne er i dag helt anderledes og håndfast, end det man så i 2008.

Fælles for de amerikanske problembanker er, at de har taget for stor risiko og haft en meget stor balancevækst de sidste fem år – se oversigt over dette i figur 1. En stor balancevækst kan tyde på, at de har en for lempelig kreditpolitik og dermed har fået mange dårlige kunder ombord. Der kan godt opstå mistillid til flere af de mindre amerikanske banker i denne kategori. De vil opleve, at indlån trækkes ud, men det vil være problemer, som kan løses ved indgreb fra myndighedernes side.

**Figur 1: Amerikanske banker med stor balancevækst (balancevækst mellem 2018 og 2022)**



Kilde: Bloomberg.



I Europa er nervøsiteten kommet til udtryk ved mistillid til den schweiziske bank Credit Suisse (balance på 576 mia. dollar). Credit Suisses aktiviteter går på tværs af lande og regioner, og banken er desuden – trods dens efterhånden beskedne størrelse – en vigtig del af det internationale derivatmarked. Derfor er banken vigtigere for den globale finansielle verden end de ovennævnte amerikanske banker.

Baggrunden for, at Credit Suisse står dårligt, er en række sager knyttet til hvidvask, en generelt presset forretningsmodel, vigende markedsandele og for store omkostninger. Flere skift i ledelsen har medført, at Credit Suisse nærmest har været i et kontinuert restruktureringsprogram siden finanskrisen. Det gør Credit Suisse sårbar, både i relation til egne resultater, men også i relation til frygt for økonomiens generelle sundhedstilstand.

Den schweiziske nationalbank har i første omgang meddelt, at Credit Suisse vil få adgang til ekstra likviditet på 50 mia. schweizerfranc. Det har beroliget markederne, men løser ikke bankens langsigtede udfordringer. Credit Suisse er mandag morgen blevet overtaget af UBS. I den forbindelse er de ansvarlige obligationer (AT1) for i alt 17 mia. schweizerfranc blevet værdiløse, mens aktieejere modtager kurs 0,76 schweizerfranc, svarende til et kurstab siden primo året på omkring 70 pct. Dette indikerer tydeligt, at de såkaldte ansvarlige låneobligationer bestemt ikke er risikofrie og reelt ikke kan sammenlignes med almindelige realkredit- og virksomhedsobligationer.

Når man vurderer krisens omfang, er det centralt at vurdere bankernes størrelse og deres rolle i resten af økonomien – se figur 2. Slår man de fem nævnte problembanker sammen, har de en samlet balance på omkring 1.100 mia. dollar. Et stort beløb, men under en tredjedel af balancen hos verdens største bank, J.P. Morgan, og under 5 procent af verdens ti største bankers samlede balancer. Billedet er det samme, når man ser på totale indlån.



**Figur 2: Ti største banker samt de fire krisebanker (mia. dollar)**

	Balance	Indlån	Market Cap, pre-crash	Market cap, nu
J.P. Morgan	3.665.743	2.340.179	420.370	370.304
Bank Of America	3.051.375	1.930.341	272.851	222.667
HSBC	2.966.530	1.570.303		
BNP Paribas	2.855.955	1.079.488	85.648	66.289
Citigroup Inc	2.416.676	1.365.954	101.423	86.131
Credit Agricole	2.321.739	884.651	37.279	31.819
Wells Fargo & Co	1.881.016	1.383.985	176.908	142.623
Banco Santander	1.857.993	1.098.307	69.231	55.689
Barclays	1.831.273	660.287	32.952	25.998
Societe general	1.592.531	561.114	23.692	17.679
Credit Suisse	576.373	252.994	11.840	3.164
First Republic Bank	212.639	176.437	22.732	4.289
Silicon Valley Bank	211.793	173.109	16.756	6.278
Signature Bank	110.364	88.590	6.978	4.408

Kilde: Bloomberg.

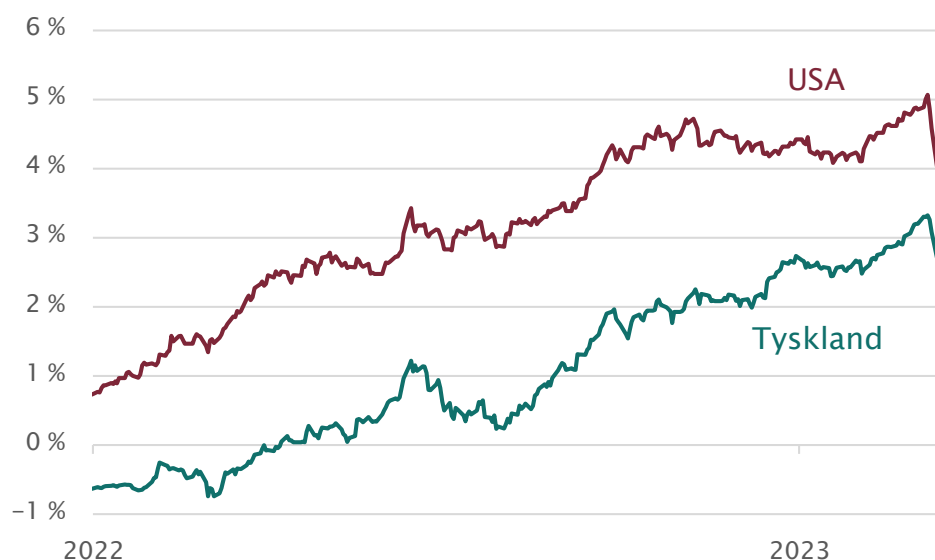
Bankernes betydning for realøkonomien er vanskeligere at sige noget definitivt om. Det er dog værd at hæfte sig ved, at hverken kryptoindustrien eller tech startups, som de amerikanske problembanker fokuserede på, spiller nogen central rolle for den samlede amerikanske økonomi. Derudover er problemet hurtigt blevet indkapslet af myndighederne og ser derfor ikke ud til at sprede sig i finansmarkederne. Den dominoeffekt, man så under finanskrisen, har vi ikke set tegn på. De store sikre banker udgør et bolværk mod dette. Med andre ord er de ramte amerikanske banker ikke systemisk vigtige, og derfor vil de isoleret set næppe have effekt på realøkonomien.

Credit Suisse er den største og globalt set den mest betydningsfulde bank af de omtalte problembanker. Centralbankens hurtige respons og UBS' overtagelse vil også her indkapsle risikoen for, at finansielle tab spredes og multipliceres. Credit Suisse har i flere år været en risikabel og usikkert drevet bank, og derfor er det faktisk ikke overraskende, at den er i problemer. Det centrale er som nævnt, at de systemisk vigtige banker ikke har samme problemer.

## Finansmarkedets reaktioner

Obligationsrenterne og bankaktierne har reageret på nyhederne. Særligt den korte rente er faldet, fordi investorerne trækker indskud ud af problembanker og placerer i korte obligationer, og fordi man forventer, at centralbankerne nu ikke vil stramme pengepolitikken, men derimod indstille eller direkte standse de planlagte rentestigninger. Sidste uge bød på fald på omkring 100 basispunkter i den amerikanske 2-årige statsrente, og udviklingen var den samme i Tyskland – se figur 3. Rentefaldet er et klart bevis på, at finansmarkederne forventer et ”full stop” for stramninger af pengepolitikken. Implicit ligger der en forventning om, at Fed har strammet pengepolitikken for meget og endda risikerer at sende økonomien i recession.

Figur 3: 2-årig statsrente



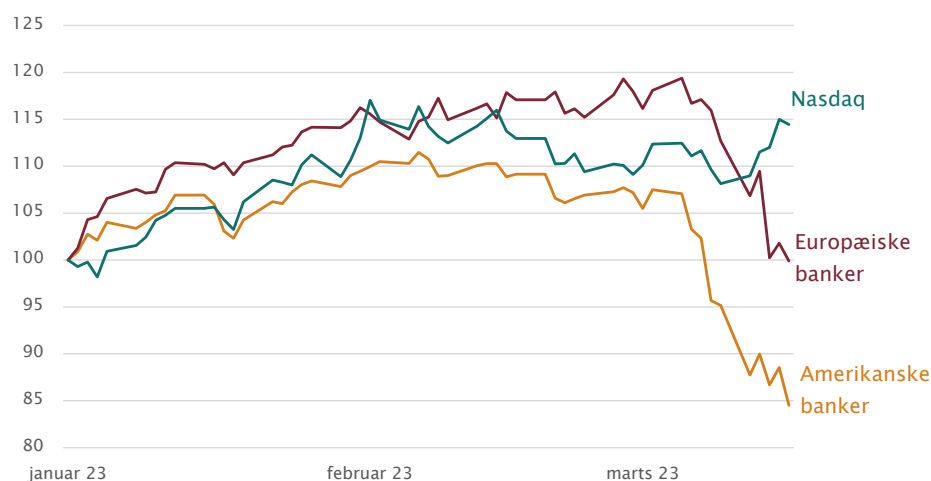
Kilde: Bloomberg

Bankaktierne faldt kraftigt i kølvandet på nyhederne. Det var ikke blot de kriseramte bankaktier, men bankaktier som helhed, der faldt tilbage – se figur 4. Frygten for, at tab af indlån og en recession vil ramme indtjeningen i bankerne, er forklaringen på dette. Her er det

dog vigtigt at understrege, at bankerne som helhed er velkapitaliserede og ikke bør få brug for yderligere kapital til at stå imod eventuelle pres på indlånsmassen. Underliggende er der faktisk meget, der taler for en forbedret indtjening i banksektoren som helhed. Global vækst er tiltagende, og de (snart) stigende renter vil forbedre bankernes kerneforretning. Der er dog fortsat en lille gruppe af mindre banker, som kan blive presset – her følger vi situationen nøje.

Fra figur 4 er det også klart, at andre dele af aktiemarkedet har klaret finansuroen pænt. Nasdaq-indekset er ikke videre påvirket, og selvom de faldende renter er en del af forklaringen på dette, er forventningen i aktiemarkedet tilsyneladende, at der ikke er tale om en alvorlig finanskrise, men derimod enkeltstående bankproblemer.

**Figur 4: Kursudvikling år til dato (indekstal)**

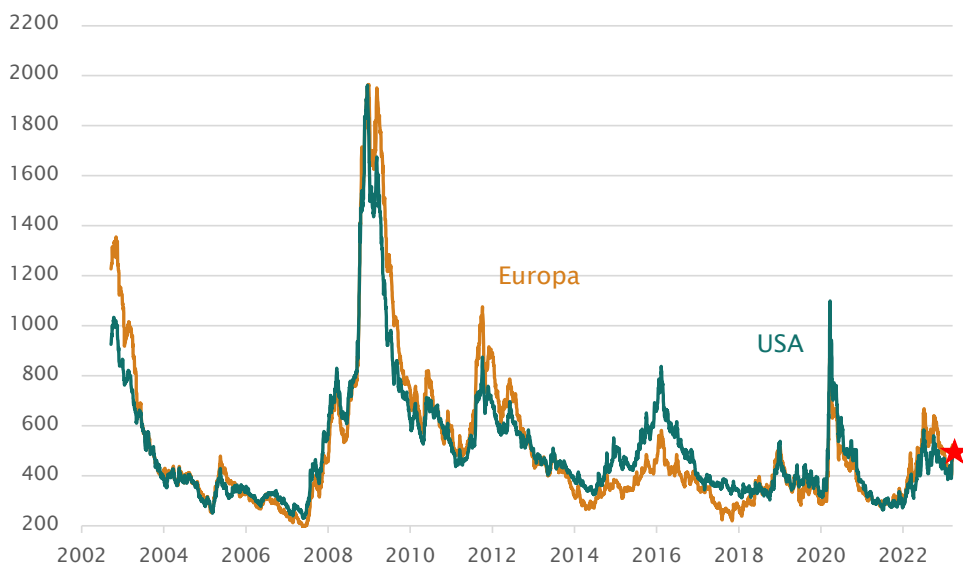


Kilde: Bloomberg.

Som det fremgår af figur 5, er de såkaldte creditspænd på high yield-obligationer i både USA og Europa også "kørt ganske kraftigt ud". Det vidner om øget usikkerhed i denne del af obligationsmarkedet. Men ser man på det i et længere historisk perspektiv, er stigningerne langt mindre alvorlige, end vi har set det i tidligere kriser.



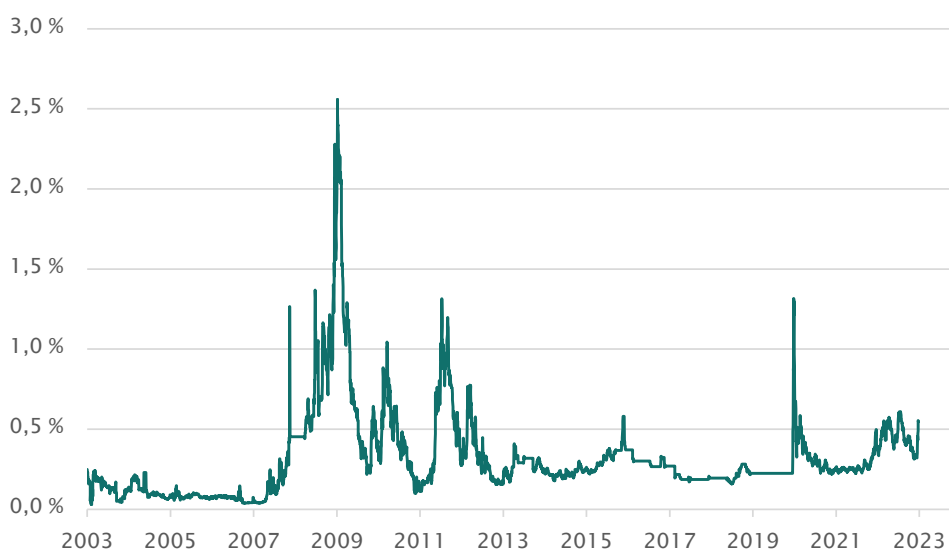
**Figur 5: Kreditspænd (basispunkter)**



Note: Europa: Forskellen mellem Euro Corporate High Yield Index og EU statsrente. USA: US Bloomberg Corporate High Yield Index og amerikansk statsrente. Kilde: Bloomberg.

Udviklingen i J.P. Morgans 1-årige credit default swap (forsikring mod konkurs) er yderligere tegn på, at den nuværende situation er langt mindre alvorlig end tidligere kriser – se figur 6. Selvom CDS'en er steget voldsomt den seneste uge, er niveauerne helt anderledes end tidligere. Samtidig er det et afgørende udtryk for, at denne krise ikke er systemisk, men kun et problem for udvalgte mindre banker. Det koster således fortsat omkring 0,5 pct. at forsikre sig mod en konkursrisiko for J.P. Morgan.

**Figur 6: J.P. Morgans 1-årige credit default swap**



Kilde: Bloomberg.

Der er ikke tvivl om, at finansmarkederne sender klare signaler om, at der er stress i systemet. Det ses i udvidelserne i kreditspænd og de kraftigt faldende renter. Når det er sagt, viser tallene også, at situationen er meget langt fra de alvorlige finanskriser, som verdensøkonomien tidligere har været ramt af. Der er med de data og den viden, vi har om de ramte banker, ingen grund til at frygte hverken finanskriser eller recession. Problemet er indkapslet, og realøkonomien i USA er fortsat solid.

## Realøkonomien er fortsat stærk

I tider hvor medier og finansmarkeder kun fokuserer på meget få forhold, er det vigtigt at træde et par skridt tilbage og bruge tid på at vurdere det, vi kalder for "Big Picture". For global økonomi er i øjeblikket på vej ind i en periode, hvor væksten kan overraske positivt.

I USA er beskæftigelsen rekordstor, og udviklingen i reallønnen har i de seneste måneder været positiv. Det er godt nyt for de amerikanske forbrugere, der – som altid – er den centrale drivkraft bag amerikansk vækst. Sammen med de meget store investeringer i grøn energi, forsvar og "reshoring", har den amerikanske økonomi udsigt til vækstfremgang i de kommende år. Det er korrekt, at de højere renteniveauer vil begrænse investeringer og vækst i de svageste virksomheder. Måske vil nogle af de svage virksomheder endda gå konkurs. Men det er i virkeligheden en god ting, at de svageste virksomheder, der hovedsageligt har været holdt i live af lave renter, bliver presset til effektiviseringer eller alternativt lukket ned.

Flere taler om, at den nuværende finansielle uro i bankerne kan få indirekte konsekvenser for økonomien gennem et lavere udbud af kredit. Bankudlån (kredit) er vigtigt for økonomiens efterspørgsel, men de amerikanske forbrugere og virksomheder har fortsat stor opsparing fra covid-perioden. Dette vil til en vis grad kunne kompensere for en faldende udlånslyst i banksektoren.

I Europa er man ikke bekymret for udviklingen endnu. ECB hævdede i torsdags styringsrenten med 50 basispunkter og ryster dermed ikke på hånden i forsøget på at få inflationen ned. ECB gør kun dette, hvis de ser tydelige tegn på vækstfremgang.

## Konklusioner

- Dette er absolut ikke en finanskriser – de systemisk vigtige banker har tilstrækkelig likviditet og solvens.
- Det er en kriser for udvalgte banker, der har taget for stor risiko eller været dårligt drevet i de seneste år.
- Silicon Valley Bank har lavet alvorlige fejl på baggrund af en for stor risikoappetit, som har medført en usund balance. Banken er overtaget af myndighederne, og problemet er indkapslet.
- Credit Suisse har igennem lang tid taget for stor risiko. Nationalbanken i Schweiz har tilført likviditet, og banken er nu overtaget af UBS. Credit Suisse har således først og fremmest konsekvenser for kunder og investorer og er ikke et udtryk for et generelt problem i banksektoren.
- Realøkonomien er fortsat i vækst og ser ikke ud til at blive ramt af finansiell uro.
- Sandsynligheden for rentestigninger er større end sandsynligheden for lavere renter i de kommende kvartaler.

### **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.

Materialet er beskyttet af ophavsretslovgivningen i Danmark. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Maj Invests tilladelse, andet end i det omfang det er nødvendigt til andre personer inden for samme organisation.



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