

CAP FOCUS

Chokket fra bankkollaps

Den seneste uge har været turbulent. Kollapset for de to amerikanske regionsbanker SVB og Signiture Bank samt et truende kollaps for en tredje First Republic Bank kom som chok. Situationen betød, at alverdens bankaktier faldt og at forventningerne til centralbankernes fremtidige renter blev revideret ned. Er en GFC 2.0 på vej? I vores note <https://c-a-p.dk/this-is-not-a-new-banking-crisis-but-expect-more-victims-from-the-new-rate-credit-regime-17-mar-2023/> argumenterer vi for, at vi ikke i første omgang står over for en global bank-krise men, at vi, i første omgang, skal se på en bredere kreds af selskaber og industrier som ofre for den radikalt forandrede finansielle virkelighed.

Vi burde ikke være så chokerede

Men vi burde måske ikke være så chokerede? Siden 1.kvartal 2022 har det været tydeligt, at rente, kredit og likviditets-betingelserne var i kraftig forandring (**FIG 1**). Og det er naturligvis kun blevet værre med FED og andre centralbankers aggressive opstrammings-politik siden da. Overraskelsen er derfor først og fremmest, at det tog så lang tid før den globale økonomi viste svaghedstegn. Nu viser de sig. Ikke som lavere beskæftigelsesgrad og inflation, men som stress for selskaber med lav-kvalitet og høj gældsætning.

Der er flere ofre på vej grundet det nye Kredit & Likviditets klima

I en åben markedøkonomi er det kun naturligt, at svage virksomheder lider først. Og vi står derfor helt som vanligt over for en konkurs- og default bølge. Denne bølge forventer vi er startet nu.

Hvis vi derfor vender vores aktiescreener på hoved, og kikker på salgs-cases frem for købs-cases, så er alle de finansielle virksomheder der i den seneste uge har vist svaghed (inkl. Credit Suisse) på den salgsliste (se **FIGUR 3**). Vi forventer at det bl.a. på denne liste vi vil finde nye ofre for det aktuelle Kredit & Likviditets-klima. Hvis vi så

Afkast & Risiko Vurdering:

Vores Risiko-allokerings-indeks indikerer fortsat undervægt.

Vores Likviditetsindikator bevæger sig igen i negativ retning understøttet af bl.a. bankrapporter om opstramning af kreditvilkår. For Aktier, så er en langsommere inflationsnormalisering og fortsat centralbank opstramning de åbenlyse modvendsfaktorer i den kommende tid.

også vender blikket mod nordiske aktier, så viser **FIGUR 4** en tilsvarende screening for vores region. Der er nogle overraskende kandidater i mellem synes vi. Se selv på **side 4**.

I vores note (se ovenfor) kan du læse mere om de industrier, hvor vi forventer, at krisen kommer til at kradsse mest pga. det nye Kredit & Likviditets regime.

FED rente ses lavere om 12 måneder

Ugen der gik bød som sagt på flere interessante bevægelser i de finansielle markeder. Aktiekursfaldet for især finans og value-aktier er naturligvis det, der gør mest ondt. Men på positivsiden har stats-rentefaldet i USA være bemærkelsesværdigt stort. På **FIG 2** kan det ses, at de amerikanske pengemarkeds-handlere har købt 12 måneders fed fund futures op svarende til en hel procent lavere fed fund rente i dag end den vi gik ind i SVB krisen med. Og måske endnu væsentligere, den Fed Fund Target rente som pengemarkedet nu ser om 12 måneder, svarer til en rentenedsættelse på 0.5% fra i dag. Optimismen omkring FEDs reaktion på den regionale bank-stress har generelt flyttet hele rentekurven i USA ned. Med 100 bps i 2 års punktet og 50 bps i 10 års renter. Vi bruger bevægelsen til at lukke vores 2-10 års rente-flader med en gevinst på 40 bps. Dette udtrykker så også vores generelle holdning til den korte rente. Den er p.t. for lav synes vi.

FOMC Møde 21-22.3

Vi ved ikke hvad FOMC kommer med næste uge 21-22.3. Hvem ved det? Vi er ikke fan af Powells FED, der virker mere stemnings-drevet end regel

drevet. Ikke desto mindre har vi blikket stift rettet mod dette møde, da det efter vores mening kan blive definerende for både aktier og obligationer i renten af 2023. Hvis FED signalerer, at rentestien har nået sin top, så rallier bl.a. vækst-aktier som allerede indikeret i ugen der gik.

Powells problem er, at inflationen i USA ikke er faldet tilstrækkeligt til, at FED kan stoppe sin rente-medicin. Og hvis han sammen med det FOMC beslutter sig for at stoppe renteforhøjelserne nu, så risikerer han at sende uhensigtsmæssige signaler til finansmarkederne der besværliggør FED's inflationsbekæmpelse. Der er her to problemstillinger:

1. Hvis FED undlader at stramme op mens inflationen fortsat er for høj (sidste uges offentliggjorte CPI Feb steg m/m 0.4% mod forventet 0.3%), så sender FOMC et signal om, at inflationsbekæmpelse er underordnet finansiell stabilitet og vækst-hensyn. Det burde FOMC i vores optik ikke lade ske. De kan miste langsigtet troværdighed i.f.t. inflation og skubbe til de meget centrale inflationsforventninger i opadgående retning. Det kan også få aktiemarkedet til at fortsætte sin afhængighed af lave renter som den væsentligste katalysator for aktiemarkedet via høj værdiansættelse modsat at drive aktier op via indtjening.

2. Hvis FED, modsat ECB i den forgangne uge, ikke hæver rente som planlagt, så signalerer han, at krisen for nogle få lav-kvalitetsbanker frygtes at være en større krise for hele den amerikanske regionalbank-sektor. Det bliver en potentiel krise ikke mindre af.

Regionalbanker i USA står svagt

Selvom vi ikke forventer, at den aktuelle bank-stress udvikler sig til en egentlig bank-krise og derfor en GFC 2.0, så kan vi ikke slippe for at være bekymrede for bank-aktier – især i USA. Os der kan huske Bear Sterns husker kun alt for godt, at banken gik ned i 1.kvartal 2007 – altså mere end 18 måneder før Lehman's kollaps og GFC. Tingene tager med andre ord tid, og som vi ser det, er der højst sandsynligvis flere bank krak i vente i den amerikanske regionale bank sektor. Den er klart mere udsat end både den hjemlige sektor og den brede europæiske sektor.

Bankerne er måske ikke så kapitalstærke som vi tror

Derfor er det også vigtigt at have for øje, hvad der egentligt fik SVB ned. Ud over en for meget høj eksponering til Krypto og Tech venture markedet, så var det tab på deres obligationsbeholdning. Banker – globalt set – har alle stedet benyttet statsobligationer – korte som lange – som en del af deres kapitalberedskab. Når kurstab på lange obligationer har været i omegnen af 30%, så er de kapitalbaser vi alle sammen tror er høje, og som vi selv advokerer for stiller banker langt bedre end i 2008, måske alligevel ikke så høje.

Interventionen fra FED/Treasury i sidste weekend var vigtig

Her er sidste weekends FED/Treasury intervention måske især vigtig. FED åbnede nemlig et program The Bank Term Funding Programme der betyder, at banker nu kan låne og beregne Kernekapital på de nominelle værdier af højkvalitets-obligationsporteføljer og ikke deres aktuelle markedsværdi. Ud over dette, så sikrede indgrebet bankindsud i de nødlidende banker ud over de 250.000 USD der er sikret af FDIC.

Ugens sidste pointe

Det bringer os frem til ugens sidste pointe. Banker med stort indlånsoverskud står fortsat stærkt. De funder deres udlån og øvrige aktiviteter med en rente der er klart under den facilitet centralbanker kan levere, hvilket, især efter renteforhøjelserne, har løftet rentemarginalen. Deposit-rige banker kan både udlåne kort og placere kort i obligationer til højere rente end den man funder sig til. Vi ser derfor fortsat investeringsmuligheder i banker, men det kræver høj kvalitet og stort indlånsoverskud, når vi investerer. P.t. er vi kun neutralt investeret i Finans-aktier med value-tilt.

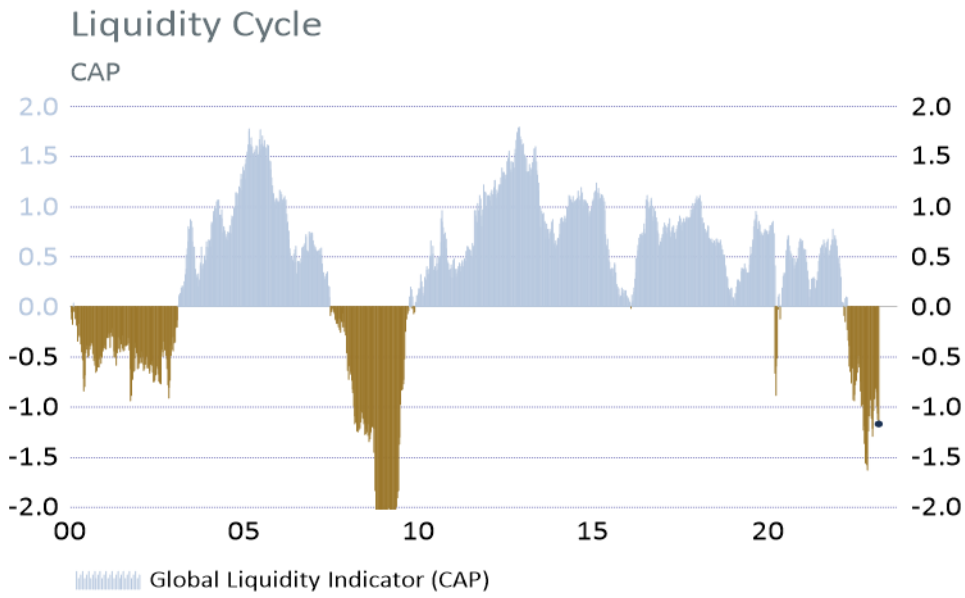


Relevante noter:

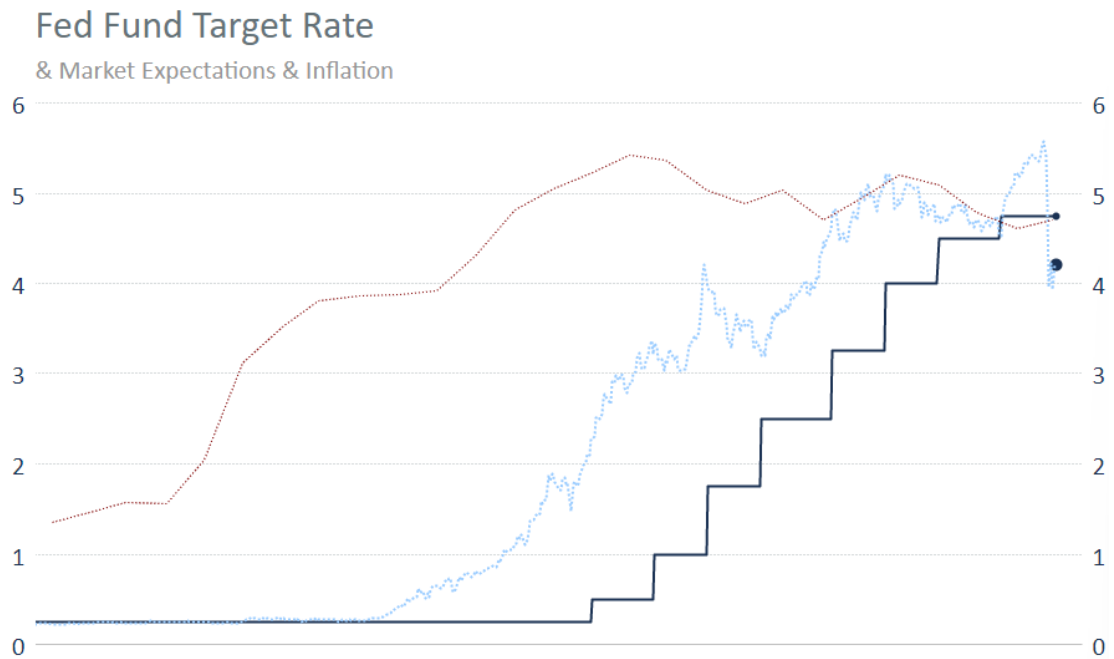
<https://c-a-p.dk/this-is-not-a-new-banking-crisis-but-expect-more-victims-from-the-new-rate-credit-regime-17-mar-2023/>
<https://c-a-p.dk/cap-focus-in-danish-valuation-for-globale-aktier-er-for-hoj1-mar-23/>
<https://c-a-p.dk/global-equity-valuation-is-still-too-high-28-feb-2023/>
<https://c-a-p.dk/cap-focus-in-danish-temaskift-pa-vej-20-feb-23/>
<https://c-a-p.dk/the-easy-part-of-the-inflation-normalization-is-ending/>
<https://c-a-p.dk/cap-focus-10-feb-2023-finansmarkederne-drevet-af-optimistisk-disinflations-forventning/>
<https://c-a-p.dk/liquidity-continues-to-tighten-10-feb-2023/>
<https://c-a-p.dk/fomc-almost-done-job-market-more-tightening-needed-feb-6-2023/>
<https://c-a-p.dk/climate-report-feb-2023/>

FIGUR 1

Liquidity has been in deficit since Mar-22.
A deficit like the current one was last experienced in connection to GFC in Jun-07 to Sep-09



FIGUR 2



FIGUR 3

NOTE: SCREENING EFTER GLOBALE AKTIE-SALGSKANDIDATER: A) LAV CAP RANK B) HØJ GÆLDSBYRDE

Identifiers					Pricing			Debt Burden			Screening Scores
RIC	Company	Country Code	Sector	Industry	Market Cap (Bn. USD)	Return 1 week (%)	Return 1mth. (%)	Debt/ Equity (FY0)	Total Debt/ EBITDA (FY0/FY1)	Net Debt to EBIT (FY1)	CAP Ranking Total
WDC.OQ	Western Digital Corp	US	Information Technology	Technology Hardware, Storage & Peripherals	11.3	-5.4%	-19.1%	57%	3.47	8.62	4.2
OCCDL	Ocado Group PLC	GB	Consumer Staples	Food Retail	4.4	-12.6%	-28.9%	104%	-	11.31	4.3
CCLL	Carnival PLC	GB	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines	11.3	-16.1%	-17.4%	200%	-	7.01	4.6
DISH.OQ	DISH Network Corp	US	Communication Services	Cable & Satellite	5.3	-11.6%	-28.7%	119%	7.73	9.23	4.6
CCLN	Carnival Corp	US	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines	11.3	-16.6%	-23.7%	200%	-	6.97	5.6
PNML	Pennon Group PLC	GB	Utilities	Water Utilities	2.7	1.4%	-3.2%	200%	8.71	1.71	6.7
NCLH.N	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	US	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines	5.6	-16.4%	-23.5%	200%	-	7.30	7.2
TDOC.N	Teladoc Health Inc	US	Health Care	Health Care Technology	4.0	-3.5%	-19.1%	67%	15.00	1.91	7.7
CSGN.S	Credit Suisse Group AG	CH	Financials	Diversified Capital Markets	3.8	-16.9%	-19.5%	200%	15.00	-	9.0
RCL.N	Royal Caribbean Cruises Ltd	US	Consumer Discretionary	Hotels, Resorts & Cruise Lines	16.5	-11.9%	-14.3%	200%	15.00	6.09	9.3
BAN	Boeing Co	US	Industrials	Aerospace & Defense	124.2	-0.3%	-5.1%	0%	15.00	6.59	9.4
VNO.N	Vornado Realty Trust	US	Real Estate	Office REITs	3.1	-13.1%	-29.7%	144%	10.46	3.73	9.7
PEAK.N	Healthpeak Properties Inc	US	Real Estate	Health Care REITs	11.8	-7.6%	-16.9%	0%	5.86	5.53	10.2
SIVB.OQ	SVB Financial Corp	US	Financials	Regional Banks	6.3	-60.3%	-65.9%	37%	2.14	-	10.4
FRC.N	First Republic Bank	US	Financials	Regional Banks	7.2	-65.7%	-70.7%	7%	0.50	-	10.5
WIZZ.L	Wizz Air Holdings PLC	CH	Industrials	Airlines	3.6	-3.7%	2.7%	200%	15.00	15.00	10.5
DLR.N	Digital Realty Trust Inc	US	Real Estate	Specialized REITs	30.8	-3.9%	-5.2%	94%	7.41	6.46	10.6
SVTL	Svevia Trent PLC	GB	Utilities	Water Utilities	8.6	2.5%	0.6%	200%	7.74	7.42	10.7
ARE.N	Alexandria Real Estate Equities Inc	US	Real Estate	Office REITs	21.9	-10.4%	-23.4%	54%	6.16	5.62	11.0
UU.L	United Utilities Group PLC	GB	Utilities	Water Utilities	8.7	2.6%	-0.9%	200%	8.60	3.13	11.9
KINVB.ST	Kinnevik AB	SE	Financials	Multi-Sector Holdings	3.9	-7.4%	-3.7%	7%	1.10	-	12.8
VFC.N	VF Corp	US	Consumer Discretionary	Apparel, Accessories & Luxury Goods	8.1	-13.4%	-23.9%	154%	4.48	3.80	13.3
FABG.ST	Fabege AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.6	-3.9%	-12.4%	76%	15.00	15.00	13.6
SAGA.ST	Sagax AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	7.8	-3.1%	-3.6%	98%	11.44	8.44	13.8
TLIT.MI	Telecom Italia SpA	IT	Communication Services	Integrated Telecommunication Services	7.0	-0.8%	4.2%	187%	6.51	4.22	13.8
WALLB.ST	Wallenstam AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.3	-1.1%	-13.5%	92%	15.00	15.00	14.1
PLD.N	Prologis Inc	US	Real Estate	Industrial REITs	110.7	-3.2%	-6.2%	45%	5.83	4.37	14.1
CAST.ST	Castellum AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	4.1	-3.1%	-13.3%	99%	14.08	11.56	14.1
DWNG.DE	Deutsche Wohnen SE	DE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	9.0	-4.9%	-5.3%	59%	3.28	12.50	14.4
NWLOQ	Newell Brands Inc	US	Consumer Discretionary	Housewares & Specialties	5.0	-8.8%	-17.0%	153%	4.51	4.57	14.5
KMX.N	Carmax Inc	US	Consumer Discretionary	Automotive Retail	3.5	-12.3%	-20.5%	200%	15.00	1.68	14.6
CNP.N	CenterPoint Energy Inc	US	Utilities	Multi-Utilities	18.1	3.2%	-1.4%	168%	5.91	4.91	14.6
LUMN.N	Lumen Technologies Inc	US	Communication Services	Alternative Carriers	2.6	-16.4%	-33.8%	197%	3.15	4.27	14.9
D.N	Dominion Energy Inc	US	Utilities	Multi-Utilities	45.7	0.1%	-4.6%	164%	6.32	5.64	15.2
FRT.N	Federal Realty Investment Trust	US	Real Estate	Retail REITs	8.0	-4.6%	-10.0%	143%	6.61	5.69	15.2
SWK.N	Stanley Black & Decker Inc	US	Industrials	Industrial Machinery	12.3	-4.4%	-9.0%	77%	4.85	5.88	15.7
UDR.N	UDR Inc	US	Real Estate	Residential REITs	13.4	-2.8%	-9.0%	134%	6.03	5.26	15.7
ELBR	Elis Group SA	BE	Utilities	Electric Utilities	9.0	-3.9%	-11.8%	161%	8.00	6.34	15.9
COFB.BR	Cofinimmo SA	BE	Real Estate	Health Care REITs	3.0	2.9%	-1.5%	79%	13.24	11.35	16.0
EZJL	Eszjet PLC	GB	Industrials	Airlines	4.7	-3.0%	3.4%	170%	7.24	0.49	16.0
DLML	Derwent London PLC	GB	Real Estate	Office REITs	3.4	-2.2%	-5.3%	32%	8.07	7.28	17.9
EXRN	Extra Space Storage Inc	US	Real Estate	Specialized REITs	21.2	-2.9%	-0.6%	200%	5.64	5.13	18.5
BXP.N	Boston Properties Inc	US	Real Estate	Office REITs	8.4	-15.6%	-26.1%	200%	8.00	7.64	18.5
LAND.L	Land Securities Group PLC	GB	Real Estate	Diversified REITs	5.7	-5.8%	-9.0%	58%	8.12	7.65	18.8
WYNN.OQ	Wynn Resorts Ltd	US	Consumer Discretionary	Casinos & Gaming	12.3	-4.3%	-0.7%	0%	15.00	5.02	19.4
KOJAMO.HE	Kojamo Oyj	FI	Real Estate	Real Estate Operating Companies	3.1	-6.6%	-18.3%	96%	15.00	14.45	19.5
VNA.DE	Yonovia SE	DE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	17.2	-10.3%	-22.2%	124%	5.10	15.00	19.5
A/W.K.N	American Water Works Company Inc	US	Utilities	Water Utilities	26.8	0.4%	-7.8%	161%	6.44	5.42	19.6
BALDB.ST	Fastighets AB Balder	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	4.9	-5.1%	-16.3%	152%	15.00	15.00	19.7

FIGUR 4

Identifiers					Pricing			Debt Burden			Screening Scores
RIC	Company	Country Code	Sector	Industry	Market Cap (Bn. USD)	Return 1 week (%)	Return 1mth. (%)	Debt/ Equity (FY0)	Total Debt/ EBITDA (FY0/FY1)	Net Debt to EBIT (FY1)	CAP Ranking Total
KINVB.ST	Kinnevik AB	SE	Financials	Multi-Sector Holdings	3.9	-7.4%	-3.7%	7%	1.10	-	12.8
FABG.ST	Fabege AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.6	-3.9%	-12.4%	76%	15.00	15.00	13.6
SAGA.ST	Sagax AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	7.8	-3.1%	-3.6%	98%	11.44	8.44	13.8
WALLB.ST	Wallenstam AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.3	-1.1%	-13.5%	92%	15.00	15.00	14.1
CAST.ST	Castellum AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	4.1	-3.1%	-13.3%	99%	14.08	11.56	14.1
KOJAMO.HE	Kojamo Oyj	FI	Real Estate	Real Estate Operating Companies	3.1	-6.6%	-18.3%	96%	15.00	14.45	19.5
BALDB.ST	Fastighets AB Balder	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	4.9	-5.1%	-16.3%	152%	15.00	15.00	19.7
WIHL.ST	Wihlborgs Fastigheter AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.4	-2.0%	-10.4%	115%	12.04	10.10	21.1
SBBS.ST	Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB	SE	Real Estate	Real Estate Operating Companies	2.1	-6.9%	-22.7%	143%	15.00	15.00	21.7
GN.CO	GN Store Nord A/S	DK	Health Care	Health Care Equipment	2.9	-7.8%	-10.5%	200%	5.40	4.49	21.8
ALMB.CO	ALM Brand A/S	DK	Financials	Property & Casualty Insurance	2.7	-4.8%	-3.5%	12%	1.33	-	21.9
EGTAB.ST	EGT AB	SE	Financials	Asset Management & Custody Banks	24.1	-9.9%	-12.3%	34%	2.94	-	26.3

FIGUR 5

CAP Allokering - Overvægte

<i>Renter</i>	<i>Aktier</i>
Region Danmark	Region Emerging Markets
Varighed Kort	Stil Faktor Value, Stabile (Low Vol)
Kredit Investment Grade	Makro Faktor Defensive
Trade Køb US Kort vs US Lang	Trade Køb Value mod Vækst

DISCLAIMER

Finanstilsynet er tilsynsmyndighed for Copenhagen Allocation Partner.

Indholdet af nærværende rapport er udarbejdet med det formål at give en generel information om investeringer. Rapporten kan således ikke erstatte finansiell rådgivning og kan hverken anses for at være et tilbud om at yde finansiell rådgivning eller et tilbud om nogen anden rådgivning eller service. Investorer opfordres til at kontakte egen investeringsrådgiver for individuel information om eventuel investering, skatteforhold med videre før køb eller salg af værdipapirer.

Investorer gøres opmærksomme på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges. Copenhagen Allocation Partner's forventninger til finansmarkedernes udvikling generelt, og enkeltinvesteringer i særdeleshed er således ingen garanti for fremtidige gevinster.

Vi har bestræbt os på at sikre, at oplysningerne i rapporten er så fuldstændige og korrekte som muligt, men kan ikke garantere dette, og påtager os intet ansvar for fejl eller udeladelser. Copenhagen Allocation Partner påtager sig heller ikke ansvar for ændrede forudsætninger eller eventuelle fejl i materialet. Der tages også forbehold for ændringer i markedsforhold, afkast, udbytter, kurser, rentesatser, gebyrer, priser og andre betalinger, skatteforhold, tryk- og slåfejl med videre.

Copenhagen Allocation Partner fraskriver sig ethvert ansvar for tab i forbindelse med disponeringer alene foretaget på grundlag af materialet. Copenhagen Allocation Partner er endvidere ikke ansvarlig for tab og skader som følge af tredjemands uberettigede adgang til materialet via C-A-P.dk eller på anden vis.