Meer rendement met banken

Beschrijving

Sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis is het niet aantrekkelijk meer om in aandelen van banken te beleggen. De gemiddelde medewerker van een bank heeft te maken met meer regels dan de gemiddelde ambtenaar en dankzij technologie wordt zoâ??n beetje elke functie van een bank overbodig. Toch zorgt de hogere en versteilende rentecurve er voor dat banken profiteren in de vorm van hogere rentemarges, terwijl het uitblijven van een recessie zorgt voor beperking van de kredietverliezen. Beleggers die focussen op kwaliteit, beleggen niet in banken. Een bank heeft namelijk altijd een slechte balans. Tegenover alle uitzettingen staat verrassend weinig eigen vermogen. Daardoor kunnen slechts beperkte kredietverliezen het hele eigen vermogen wegvagen.

Overheden hebben er echter alles aan gedaan om er voor te zorgen dat banken na de Grote FinanciÃ«le Crisis niet te veel risico meer lopen, vooral ten kosten van het rendement op het eigen vermogen. Vandaar dat in de huidige omgeving van lage kredietopslagen, achtergesteld papier van banken nog altijd voldoende compensatie geeft voor het risico. Daarmee is het een beter alternatief dan de aandelen van banken.

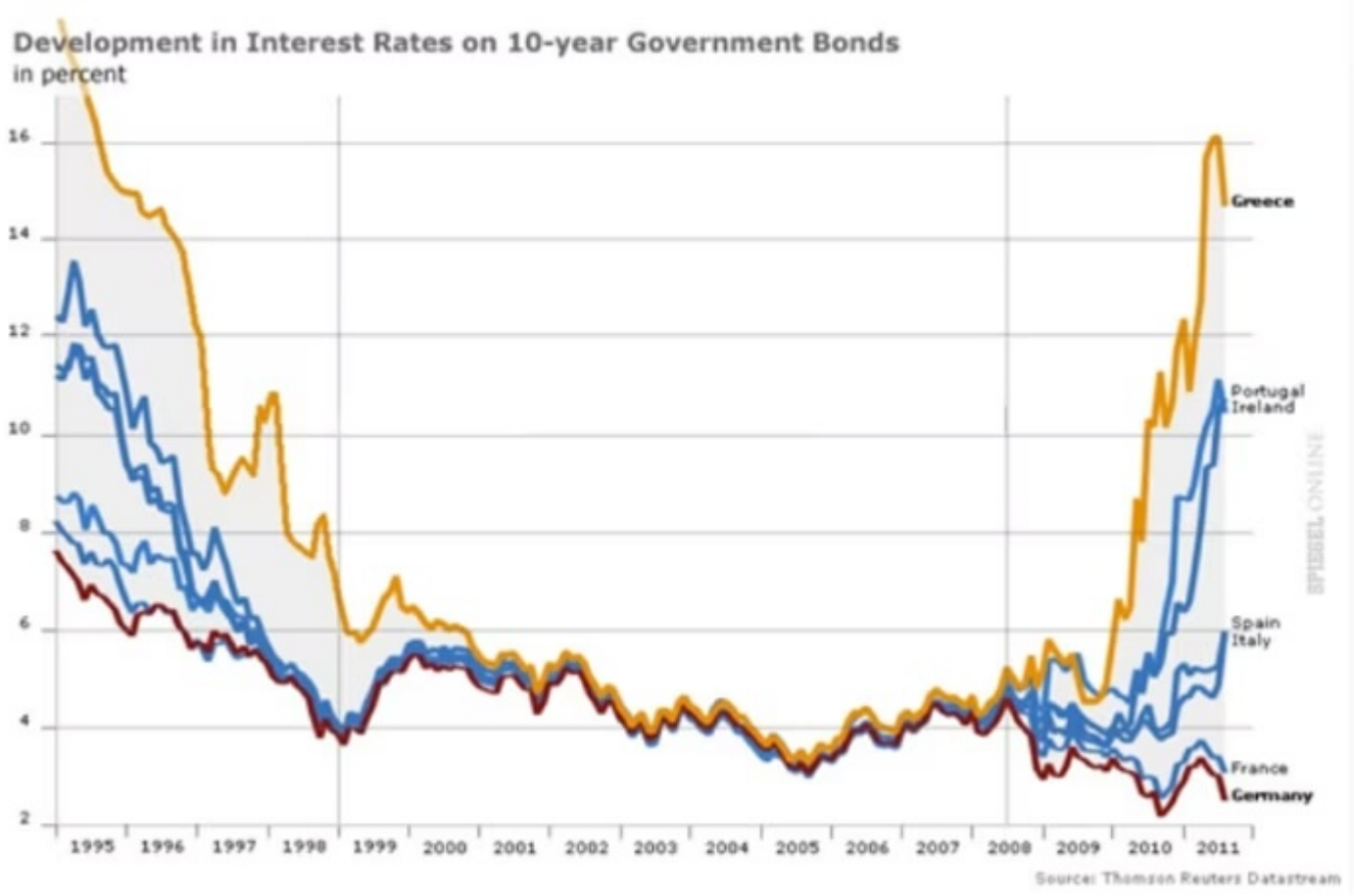
Main differences between securities

	Senior Non MREL	Senior MREL	Tier 2	AT1
Subordinated	No	No	**Yes**	**Yes**
Perpetual / Dated	**Dated**	**Dated**	**Dated**	Perpetu
Callable	No	Possible	Possible	Yes
Coupon cancellation	**No**	**No**	**No**	Possib
Write down in case of resolution	Possible but very unlikely	Possible	**Yes**	**Yes**
Automatic Equity Conversion or Nominal Write down	**No**	**No**	**No**	Yes

Overheid medeveroorzaker financiÃ«le crisis

Ook de overheid maakt soms fouten. Het probleem in de financiÃ«le wereld is dat als de overheid een fout maakt dit de kans sterk vergroot dat zoâ??n fout uitgroeit tot een systeemcrisis. Neem bijvoorbeeld de Griekse crisis die zorgde voor de eurocrisis. Draghi is nog steeds bezig om er voor te zorgen dat de

euro dit kan overleven, ondanks het feit dat hij met zijn speech over een hommel in 2012 tijd heeft gekocht voor de eurozone om aan zoâ??n oplossing te werken. De fout die toezichthouders toen maakten was dat ze voor alle staatsobligaties in de eurozone een nul procent risicoweging hadden Dat betekent dat ze geen vermogenseisen stelden aan de banken wanneer ze die kochten. Het is nog te begrijpen dat Duitse staatsobligaties geen risicoweging hadden, maar in het geval van Griekenland (en nog enkele andere landen) was zoâ??n level playing field toch echt te veel eer.

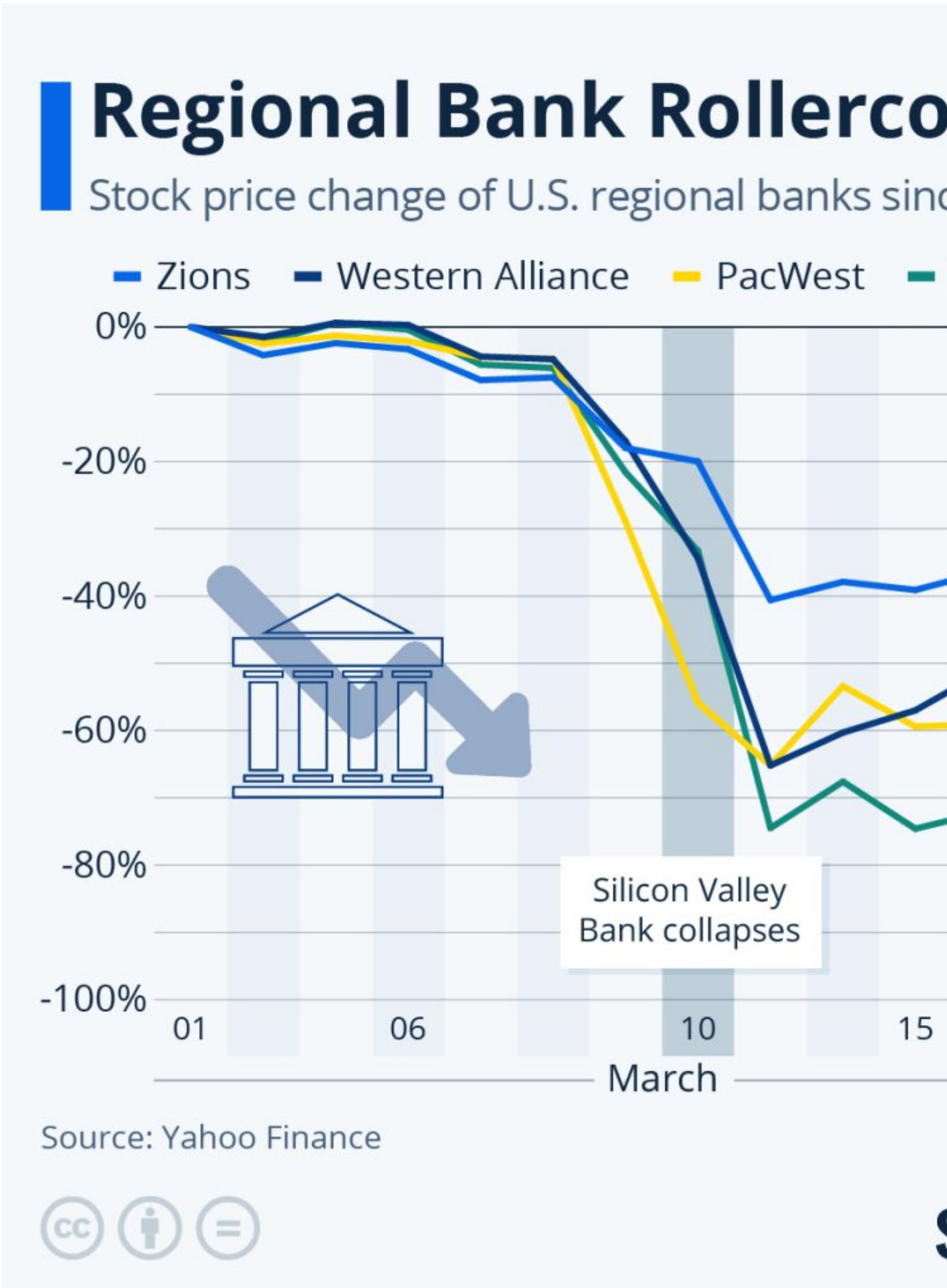


Het gevolg was dat financiÃ«le instellingen in het kader van de convergentie van de kredietopslagen op staatsobligaties zich gingen volladen met diezelfde obligaties, liefst van landen met de hoogste opslagen. Dat zorgde er voor dat een betrekkelijk klein probleem (Griekenland) zulke grote gevolgen kon hebben in de eurocrisis van 2012. Via de banken besmette het Griekse probleem alle financiÃ«le instellingen en daaraan gekoppeld de andere landen van de eurozone.

Regionale bankencrisis

Dat het ook na de Grote FinanciÃ«le Crisis nog fout kan gaan bewijst het omvallen van enkele regionale banken in de VS. De konden door de uitbundige liquiditeit en de extreem lage rente het geld alleen nog uitzetten in langlopende Amerikaanse staatsobligaties. Met de belofte van de Federal Reserve op zak dat de beleidsrente langer laag zou blijven, leek dit een mogelijkheid om met de ogen dicht geld te verdienen. Alleen toen de centrale bank in een ongekend tempo de rente moest verhogen,

waren de koersverliezen op Amerikaanse staatsobligaties al snel hoger dan het totale eigen vermogen van veel Amerikaanse banken.


Regional Bank Rollerco
Stock price change of U.S. regional banks sinc
Zions
Western Alliance
PacWest
0%
-20%
-40%
-60%
-80%
-100%
Silicon Valley Bank collapses
01
06
10
15
March
Source: Yahoo Finance

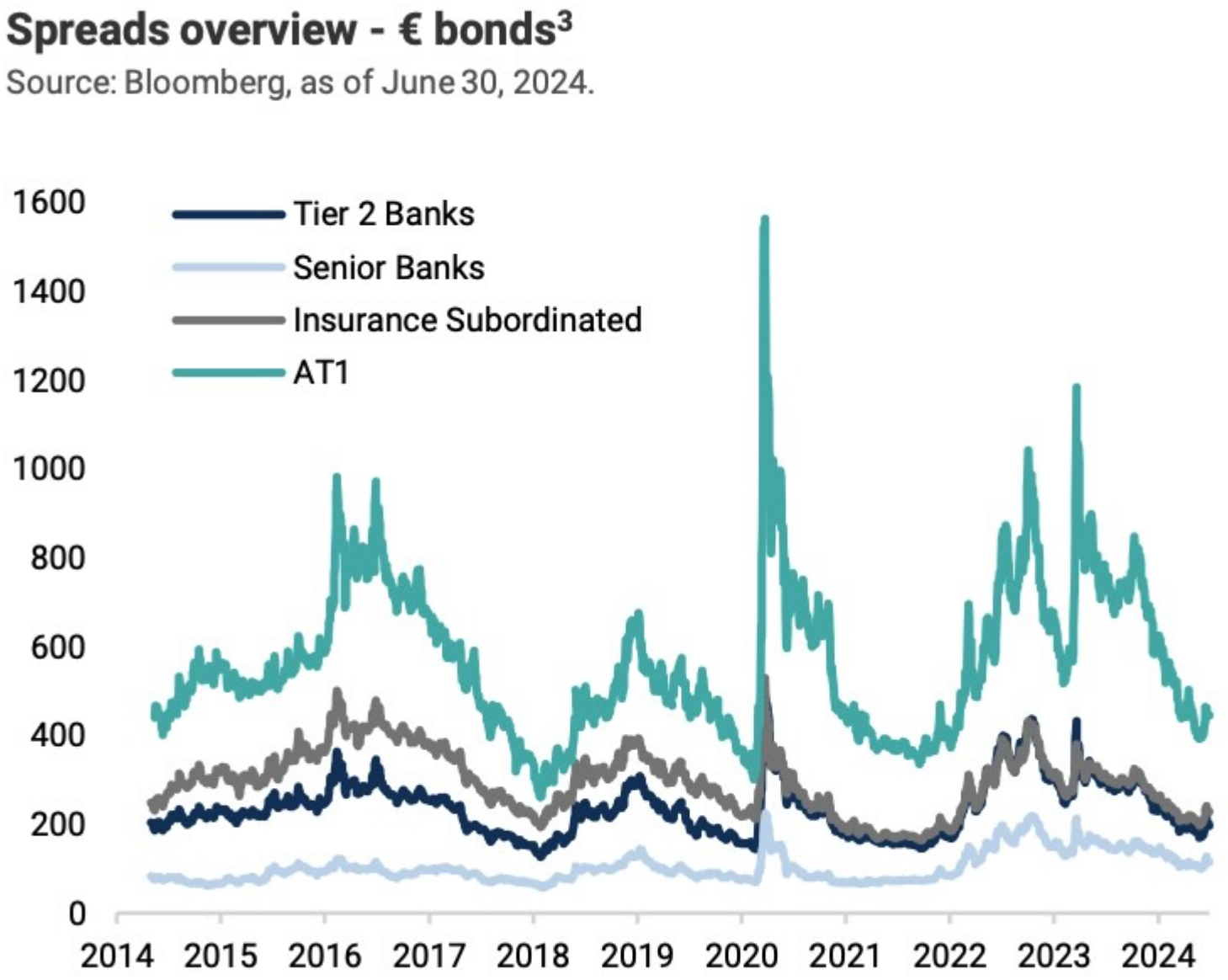
Dankzij de maatregelen die genomen zijn na de Grote FinanciÃ«le Crisis, is een escalatie naar een systeemcrisis voorkomen. Even leek het nog fout te gaan in het Verenigd Koninkrijk waar pensioenfondsen door een absurde gedachtenkronkel (tot wel vier keer leveraged LDI-programmaâ??s, wat effectief neerkwam op het met geleend geld bijkopen van staatsobligaties op het historisch dieptepunt van de rente) op enkele uren na failliet waren. Alleen door een 180-graden draai van de Bank of England kon erger worden voorkomen

Banken mogen niet meer omvallen

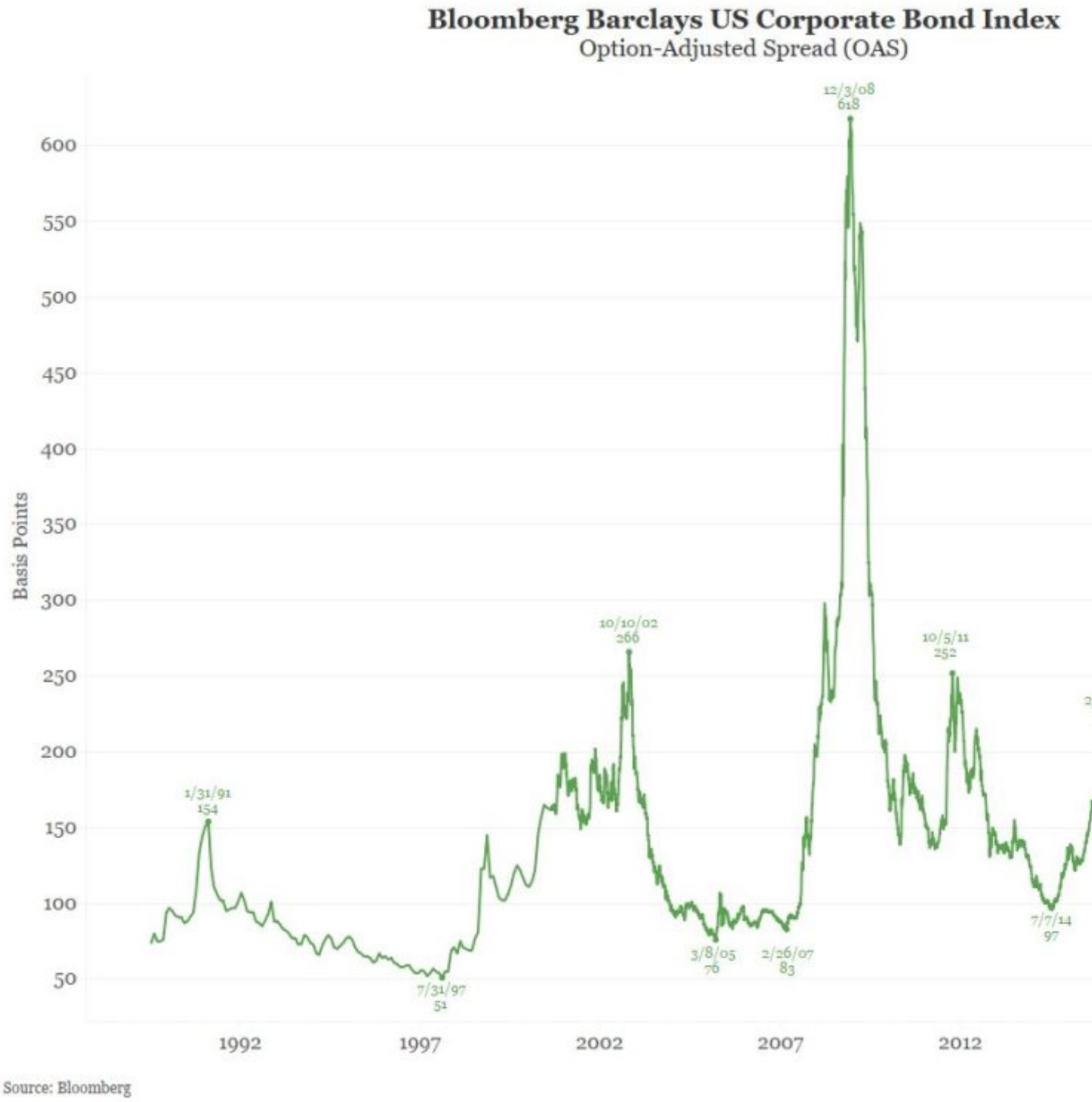
Door de Grote FinanciÃ«le Crisis, de eurocrisis en recent de crisis met regionale banken in de Verenigde Staten worden er voortdurend maatregelen genomen om systeemrisicoâ??s te beperken. De maatregelen zijn zelfs zo streng dat dit de belangrijkste verklaring is voor de sterke groei van â??private debtâ??. De verdiencapaciteit van banken wordt beperkt, maar het feit dat een bank omvalt, moet zo veel mogelijk worden voorkomen. Dat is natuurlijk onaantrekkelijk voor aandeelhouders, maar niet voor obligatiehouders. Alleen zijn de kredietopslagen op senior obligaties van banken, net als de kredietopslagen bij bedrijfsobligaties en zelfs high yield-obligaties tot een dieptepunt gedaald.

Achtergestelde obligaties van banken

Omdat banken werken met hun balans is eigen vermogen duur. Bovendien stellen toezichthouders sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis steeds hogere eisen aan dat eigen vermogen. In combinatie met de beperkte winstgevendheid van banken is het niet aantrekkelijk om eigen vermogen op te halen via een aandelenemissie. Om niet alleen afhankelijk te zijn van niet uitgekeerde winsten, hebben banken de mogelijkheid om hun eigen vermogen uit te breiden met aanvullend (vreemd) vermogen dat aan bepaalde voorwaarden voldoet.



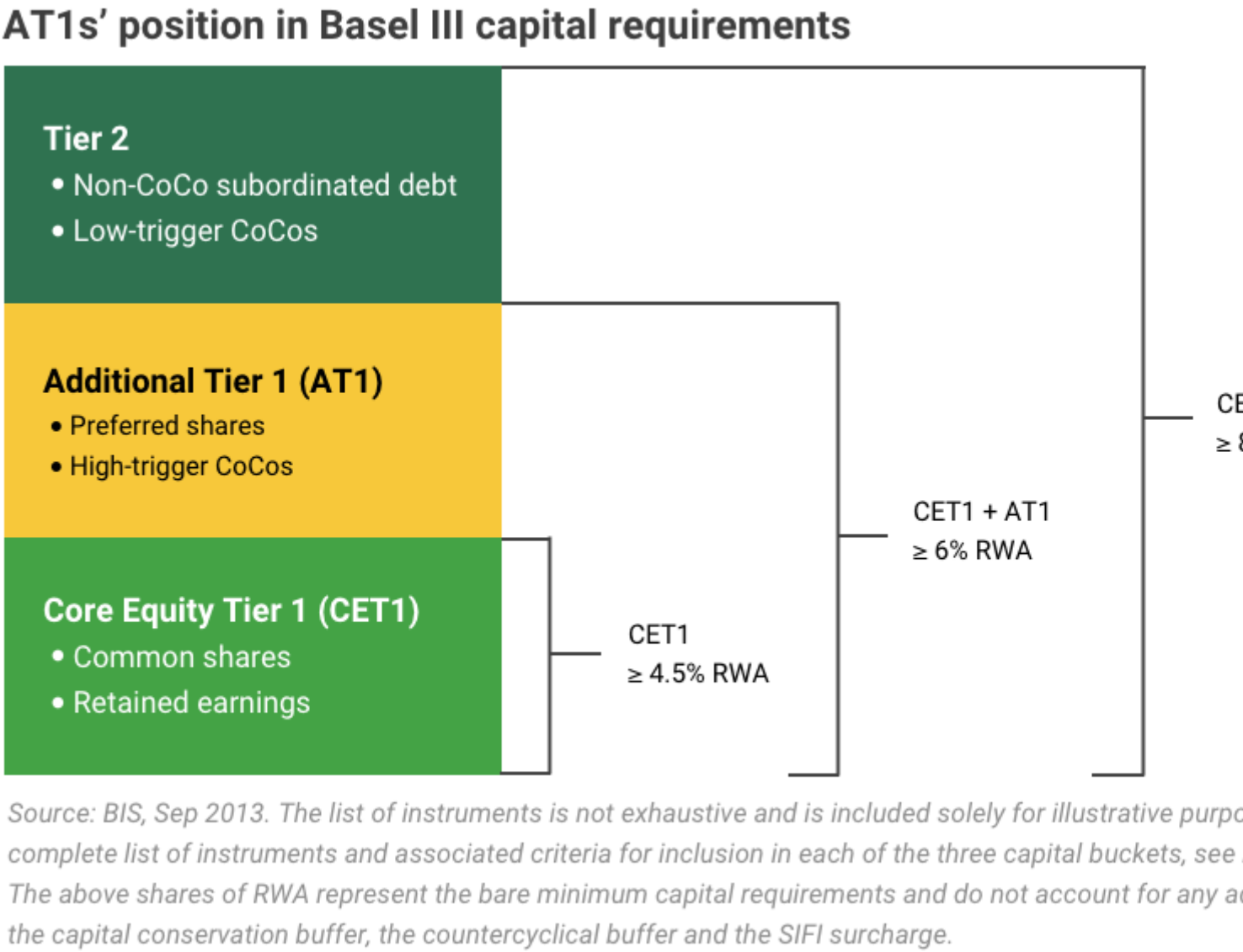
Dat valt dan onder het kernkapitaal of Tier 1- of Tier-2-vermogen. Deze zijn achtergesteld bij senior obligaties van banken, maar hoewel dit onderdeel bedoeld is als buffervermogen blijkt in de praktijd dat het faillissement van een bank meestal een â??digitaleâ?? gebeurtenis is. Als de bank valt, is het verschil in rangorde opeens niet meer zo groot. Omdat de verliesabsorptie in de praktijk vaak niet blijkt te werken, heeft de toezichthouder in AustraliÃ« besloten om dit achtergestelde papier uit te faseren. Zoâ??n vaart zal het in Europa niet lopen, maar feit is wel dat achtergesteld papier dat niet meer aan de voorwaarden voldoet (dus niet meer hoort tot het kernvermogen) meestal snel wordt afgelost, omdat het anders een wel erg dure manier van funding is.



Relatief aantrekkelijke kredietopslagen

In de afgelopen jaren zijn veel kredietopslagen ingekomen. Bij bedrijfsobligaties en high yield-obligaties zijn die zelfs zo laag dat de compensatie onvoldoende is voor het gemiddelde risico aan kredietverliezen over de cyclus. Natuurlijk zorgt het uitblijven van een recessie voor lagere kredietverliezen, maar in kredietmarkten is het meestal niet verstandig om op het scherpst van de

snede te opereren. Achtergestelde obligaties van banken bieden echter nog altijd voldoende vergoeding voor het risico. Dit is een rechtstreeks gevolg van het strengere toezicht in combinatie met hogere kapitaalseisen. Dat zorgt voor een forse beperking van eventuele kredietverliezen. Bovendien zullen overheden en toezichthouders er alles aan doen om een faillissement van een bank te voorkomen.



Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin