



Strategiji v zadregi

12. april 2023, leto XV, št. 1



NLB Skladi, d.o.o.

Timotej Žlof

Finančni analitik

Kakšna je nevarnost za ponovitev bančne krize iz leta 2008?

Na nedeljski večer 14. septembra 2008 je investicijska banka Lehman Brothers s 639 milijardami dolarjev sredstev vložila zahtevek za zaščito pred stečajem po 11. poglavju ameriške zakonodaje o stečajih, kar je kasneje obveljalo kot uradni začetek velike finančne krize, ki je v naslednjih letih zajela bolj ali manj vsa razvita svetovna gospodarstva. Le desetletje in pol kasneje sta se največjemu propadu posamezne finančne institucije v zgodovini pridružili Silicon Valley Bank in Signature Bank, ob tem pa se je za trenutek zazdelo, da nas čaka nova večja bančna kriza.

Tako kot že pretežni del lanskega leta so tudi v začetku meseca marca tržni udeleženci tehtali objave vodilnih makroekonomskih indikatorjev in špekulirali, do kam bodo v prihodnjih mesecih centralne banke navile že tako visoke obrestne mere. Razpoloženje so močno spremenile objave, povezane z morebitno dokapitalizacijo ameriške regionalne banke Silicon Valley Bank, ki so ponovno zasejale nezaupanje v finančni sistem do te mere, da sta pokleknila 16. in 29. ameriška banka po obsegu sredstev. Sentiment pa se je hitro razširil tudi na kroničnega evropskega bolnika, banko Credit Suisse, ki je v zadnjem desetletju dobila dolgo brado vpletenosti v razne škandale in je v letu 2022 poslovala s kar 7,2-milijardno izgubo. Po hitrem posredovanju regulatorja je banko v težavah za »le« 3 milijarde švicarskih frankov prevzel neposredni konkurent UBS, lastniki podrejenih obveznic (z oznako Tier 1) pa so bili izbrisani v celoti.

Razlogi za propad Silicon Valley Bank in Signature Bank

Beg depozitov oziroma klasični »bank run«, ko so komitenti Silicon Valley Bank v samo 24 urah iz banke umaknili kar 42 milijard dolarjev depozitov oziroma 25 % vseh depozitov, se je pričel z objavo banke o nameravani dokapitalizaciji v višini 2,25 milijarde dolarjev, in sicer zaradi realiziranih izgub pri prodaji državnih obveznic. Seveda takšna dokapitalizacija v primerjavi z 200 milijardami dolarjev sredstev, kolikor jih je imela banka, ne bi smela sprožiti večje panike, če ne bi bilo kar 93,8 % depozitov v Silicon Valley Bank in 89,3 % v Signature Bank nezavarovanih. Zgolj platforma za televizijsko pretakanje Roku Inc. je na primer objavila, da je imela v Silicon Valley Bank v času propada banke približno 487 milijonov dolarjev, medtem ko meja jamstva za vloge v ZDA znaša 250 tisoč dolarjev. Tovrstni primeri služijo kot ponovni opomnik javnosti, da bančni sistem sloni na zaupanju in kako pogubna je lahko na kratek rok izguba vanj.

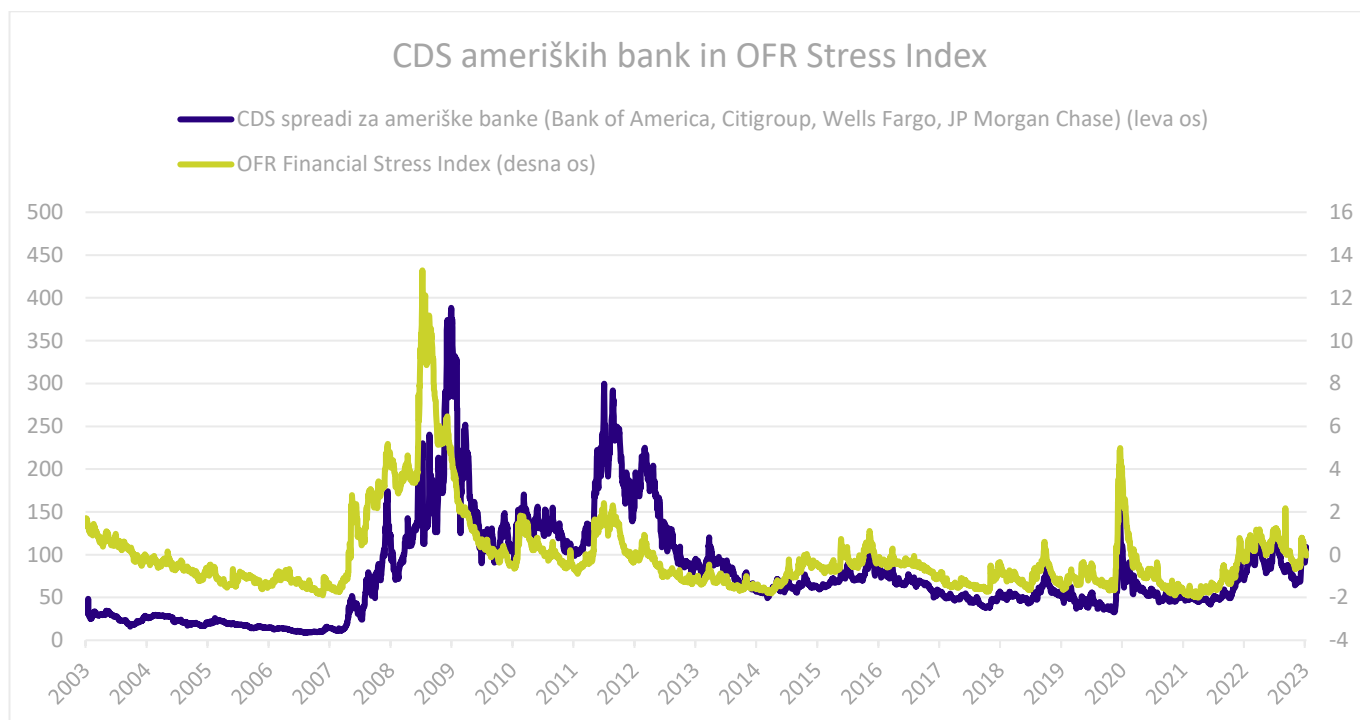
Razlike med letoma 2008 in 2023

Tokratni bančni pretres se od velike finančne krize iz leta 2008 kljub vsemu pomembno razlikuje. Prva razlika je v njegovem vzroku, ki tokrat ne tiči v zapletenih izvedenih finančnih instrumentih, zavarovanih z nepremičninskimi hipotekami vprašljive kakovosti, ampak v spremembi donosnosti najvarnejših dolgoročnih državnih obveznic, ki so posledica hitrih dvigov ključne obrestne mere ameriške centralne banke (Fed), ki je v boju zoper inflacijo v zgolj enem letu (od marca 2022) obrestno mero dvignila z 0,25 % na 5 %. Tokrat glavni problem tako ni visok delež slabih bančnih posojil, ampak obrestno tveganje bank. Hitro zaostrovanje obrestne mere je ustvarilo papirnate izgube za banke, ki so kupovale varne dolgoročne obveznice, ko so bile obrestne mere še nizke. Z odlivom depozitov so bile banke prisiljene v prodajo teh, kar je knjigovodske izgube spremenilo v realizirane. Kot vemo, se donosnost dolžniškega vrednostnega papirja poveča, ko njegova cena pade. In tako je hitra rast obrestnih mer v zelo kratkem času povzročila padec tržne vrednosti predhodno izdanega dolga – bodisi podjetniških obveznic ali državnih zakladnih menic. Na primer, povečanje donosnosti 30-letne obveznice za 2 odstotni točki lahko povzroči padec njene tržne vrednosti za približno 32 odstotkov. Skupno pa so imele ameriške banke v bilancah ob koncu leta 2022 kar za 620 milijard dolarjev nerealiziranih izgub iz naslova sprememb vrednosti dolžniških vrednostnih papirjev.



Druga pomembna razlika je v finančni kondiciji bank, ki je danes bistveno boljša kot pred petnajstimi leti. Dodd-Frankov zakon v ZDA in Basel III regulativa v Evropski uniji sta močno zaostri minimalne kapitalske in likvidnostne zahteve bank, uvedli strožji nadzor finančnih institucij in izvajanje rednih stresnih testov za primere izrednih dogodkov ter omejili stopnje finančnega vzvoda, s katerimi lahko banke poslujejo. Verjetnost, da bi se zašibil celotni bančni sistem, je tako bistveno nižja, hkrati pa je zaradi večjega nadzora nižja tudi možnost negativnega presenečenja. Efekt snežne kepe, ki povzroči začaran krog, ko kriza napaja samo sebe, je v današnjih časih mnogo manj verjeten, saj lahko vsaj za večino večjih članov bančnega sistema trdimo, da lahko dobro prebrodijo tudi večje pretrse.

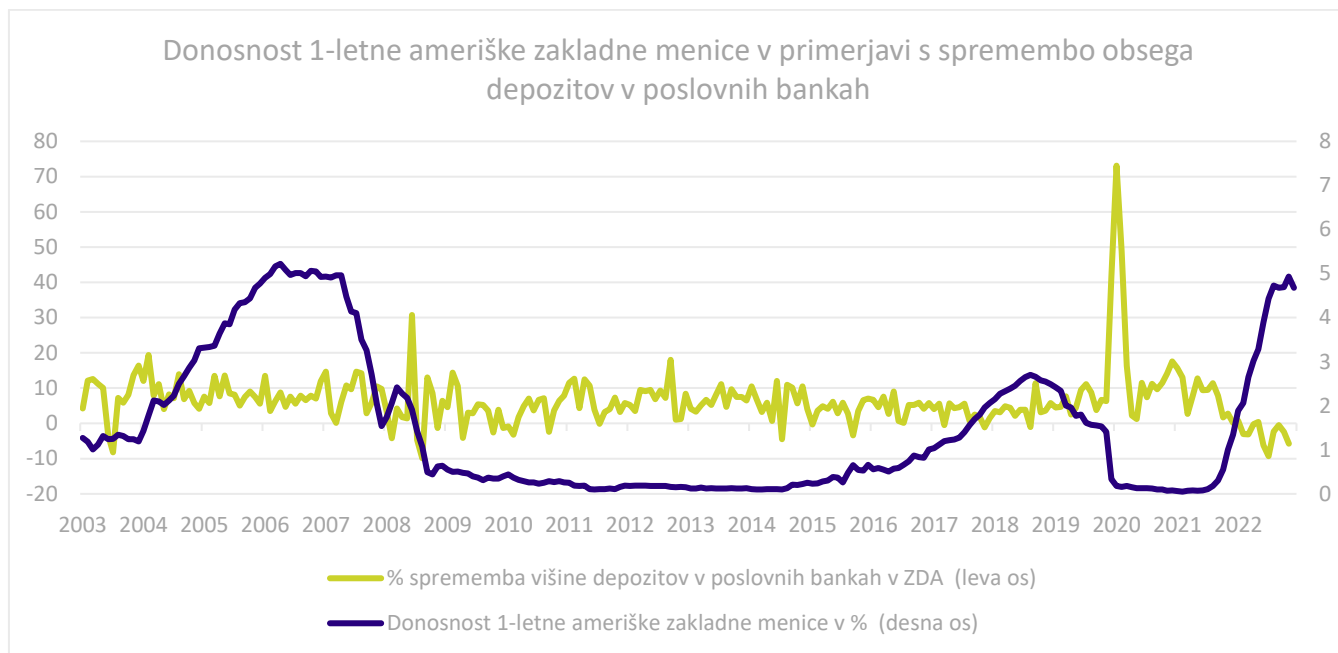
Tretjo pomembno razliko pa predstavlja odziv regulatorjev. Če so se ti v času velike finančne krize odzivali nerodno, neenotno in počasi, so se ob zadnjih dogodkih, tako v ZDA kot v Švici, odzvali ažurno in odločno, da bi kar najhitreje pomirili tržne deležnike. Da jim je to uspelo in je strah glede finančnega sektorja zaenkrat še v mejah normale, kažejo tako CDS pogodbe za zavarovanje zoper nezmožnost poplačila bančnih obveznic (pogodbe za kreditne zamenjave), ki v realnem času kažejo strah posojilodajalcev pred stečajem, kot tudi OFR indeks finančnega stresa. Oba sicer ostajata na povišanih ravneh, a se zgodovinsko gledano gibata pomembno nižje kot v času velike finančne krize 2008 kot tudi od začetka Covid krize 2020.



Vir: Bloomberg, 12. 4. 2023

Potencialna tveganja

Kljub razmeroma pozitivnemu pogledu na razrešitev trenutne situacije pa se je potrebno zavedati tveganj, ki jim je bančni sektor trenutno nadpovprečno izpostavljen. V prvi vrsti je likvidnostno tveganje, ki izvira iz odliva poceni baze depozitov, saj se je v zadnjih 12 mesecih skupna vrednost vlog na vpogled in drugih likvidnih vlog v ameriških bankah zmanjšala za kar 844 milijard dolarjev. Vrednost vezanih vlog se je na drugi strani povečala za 348 milijard dolarjev, sredstva v upravljanju skladov denarnega trga pa za 214 milijard dolarjev, medtem ko se je preostanek verjetno stekel v komponente, ki niso del M2, kot so skladi, s katerimi se trguje na borzi (ETF) ali neposredno na trg kratkoročnih obveznic. V danem trenutku je problematično, da je v zadnjem letu nastal zgodovinsko velik razkorak med ključno obrestno mero in depozitno obrestno mero, ki jo banke ponujajo za depozitne vloge. To v praksi spodbuja deponente, da svoja sredstva prenašajo v druge naložbe, kot so recimo zakladne menice, kjer lahko realizirajo višje donose, kar je še posebej nezanimljivo v okolju povišane inflacije. Banke s tem izgubljajo poceni vire financiranja in čedalje težje zagotavljajo kratkoročne vire financiranja za dolgoročno plasirane kredite, kar pod pritisk postavlja trenutni poslovni model bank. V ameriških bankah leži kar 1 bilijon dolarjev nezavarovanih depozitov, kar odpira ogromen potencial za selitev kapitala.



Višanje obrestnih mer je sicer imelo na kratek rok pozitivni vpliv na neto obrestno maržo bank, a hkrati draži vire financiranja. Zahtevane donosnosti na bančne obveznice bi se lahko še dodatno povečale po nedavnem manevru švicarske centralne banke, ki je Credit Suisse rešila tudi na račun izbrisa podrejenih obveznic. S tem so regulatorji kapitalnemu trgu poslali signal, da finančnih institucij niso več pripravljeni reševati na plečih davkoplačevalcev, ampak izključno lastnikov in posojilodajalcev, kar je rezultiralo v zahtevi po dodatni premiji za prevzemanje tveganja.

Vselej prisotno je tudi kreditno tveganje, saj nekatera poročila nakazujejo na naraščajoč problem izpostavljenosti manjših ameriških bank do poslovnih nepremičnin, ki predstavljajo skupno kar 43 % vseh posojil oziroma 1,9 bilijona dolarjev, kar je več kot dvakratnik od 0,9 bilijona dolarjev, kolikor znaša izpostavljenost velikih bank do omenjenega segmenta. Z morebitnim pojavom recesije in porastom slabih posojil, padcem vrednosti zavarovanj ter posledičnim naraščanjem razmerja loan-to-value oziroma LTV (višine posojil glede na vrednost zavarovanja), bi to pomenil dodaten pritisk na bilance bank. Nedavni dogodki so prav tako pokazali, da so v ZDA dobro regulirane velike banke, medtem ko nadzor nad manjšimi regionalnimi bankami šepa, čemur pritrjuje poziv ameriškega predsednika Bidna regulatorju k boljšemu nadzoru nad manjšimi finančnimi institucijami. Hkrati vsaka finančna kriza prinese konsolidacijo sektorja in tako z združitvami in pripojitvami, ki jih predstavljajo kot rešitve za problematične člene, ustvarjajo nove »too big to fail« igralce, kar začasno odloži problem, a se tveganje za težave v bolj oddaljeni prihodnosti poveča.

Za prihodnji razplet situacije v bančništvu bo ključno zaupanje, ki je po nedavnih dogodkih precej načeto, kar tržne deležnike hitreje pripelje k bolj impulzivnemu in neracionalnemu vedenju. V digitalni dobi, ko se novice bliskovito širijo po socialnih omrežjih in je premik sredstev oddaljen le klik ali dva v mobilni oziroma spletni banki, lahko kljub vsem likvidnostnim blažilcem morebitni »bank run« preko vikenda izsuši tudi relativno dobro banko.



Nasvet vlagateljem

Povišano nezaupanje v finančni sistem lahko vztraja še nekaj časa, pri čemer nekoliko večje tveganje nosijo manjše in srednje velike banke z višjim deležem nezavarovanih depozitov, ki se selijo k večjim bankam. Prav tako so nekoliko bolj tvegane ameriške banke, ki so manj regulirane v primerjavi z evropskimi in imajo višjo izpostavljenost dolžniškim vrednostnim papirjem ter poslovnim nepremičninam. Moramo pa se zavedati, da je celoten bančni sistem danes v bistveno boljši finančni kondiciji kot leta 2008 in da so se regulatorji odzvali zelo hitro in učinkovito. To v praksi pomeni, da kljub morebitnim pretresom v prihodnje v družbi NLB Skladi ne pričakujemo ponovitve bančne krize iz leta 2008. Še naprej menimo, da je najverjetnejši scenarij za letošnje leto blažja recesija v razvitem zahodnem svetu, zato vlagateljem svetujemo, da poskrbijo za primerno panožno in geografsko razpršitev svojega premoženja. Vlagateljem predlagamo, da naj kljub povečanim tveganjem pogumno vztrajajo pri varčevanju skladno z njihovim finančnim profilom. Ocenjujemo namreč, da bodo vlagatelji zaradi znižanih kazalcev vrednotenja za sprejemanje povišanih tveganj dolgoročno ustrezno nagrajeni. Morebitni vmesni pretresi pa so običajni del investiranja.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila, investicijske raziskave po 19. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 77/18 s spremembami in dopolnitvami, v nadaljevanju: ZTFI-1) oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu ZTFI-1, saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja ali za izvajanje investicijskih raziskav in finančnih analiz ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s posli s finančnimi instrumenti, saj med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.