

IZ BANČNEGA POSLOVANJA NA BORZO IN NAZAJ¹⁸

Franjo Štiblar

1. Uvod

36

Vprašanje je, kako se je v zadnjih letih v Sloveniji spremenilo obnašanje finančnih in nefinančnih subjektov v oblikovanju njihovih finančnih portfeljev. Borzna evforija, ki se je kazala v rasti borznih indeksov in s tem donosov na borzi, je preusmerila finančne prihranke nefinančnih akterjev (posameznikov, podjetij, skladov) na borzo. Nefinančni sektorji (prebivalci, podjetja) so nenadoma postali borzni igralci in »eksperti«. Tudi same banke (in zavarovalnice, skladi) so svoje naložbe (aktivo) v večji meri preusmerile na borzo. Pri tem so ravnale v svojem imenu na svoj račun, nič več le kot izpolnjevalke želja komitentov, torej v tujem imenu na svoj račun. Po svoje so postale v večji meri investicijske banke; univerzalno bančništvo je dobilo v Evropi in pri nas polni pomen. Prej neznatni delež vrednostnih papirjev v portfelju nefinančnih in finančnih akterjev se je znatno povečal v času 2004-2008.

Istočasno zniževanje centralno-bančnih in zato tudi bančnih obrestnih mer je takšno prestrukturiranje finančnih prihrankov iz bank na borzo še pospešilo. Donosi iz naložb v vrednostne papirje so bili zaradi rasti njihovih tečajev višji od pasivnih obrestnih mer za nefinančne akterje; donosi od naložb v vrednostne papirje so bili za banke višje od aktivnih obrestnih mer.

Vendar je borzni balon počil, cene vrednostnih papirjev so padle, donosi na borzi so postali negativni, bančne obrestne mere pa so ostale pozitivne. To bi moralo preusmeriti finančne prihranke nazaj v banke. V 2010 borzni indeksi znova (pre)hitro rastejo; ali se bodo prihranki znova v večji meri usmerili na borze? Lekcija iz krize ne bo pomagala? Dejstvo, da za bančne prihranke garantirajo celo države, za borzne izgube pa ne, ne pomaga?

Podobno analizo je napravil že Velimir Bole ob vstopu Slovenije v EU v 2004, ko so ob liberalizaciji kapitalskih tokov in borznega poslovanja banke istočasno neustrezno znižale pasivne obrestne mere in s tem dodatno »pregnale« nefinančne varčevalce iz bančnih depozitov na borzo.

18 Delu sta pripomogla Velimir Bole in Meta Ahtik, a za vsebino odgovarja samo avtor.

Nekaj empiričnih preizkusov teh gibanj s poudarkom na čas finančne krize vsebuje ta članek. Želi ugotoviti prisotnost pozitivnega odnosa med strukturo finančnih sredstev in strukturo njihovih donosov.

Na razmerje bank in borze je mogoče gledati iz treh vidikov:

- 1/ kam vlagajo nefinančni deponenti: v bančne depozite ali v vrednostne papirje?,
- 2/ kako banke strukturirajo aktivo svojih bilanc: dajejo kredite ali kupujejo vrednostne papirje?,
- 3/ kakšna je struktura akterjev na borzi: banke ali borznoposredniške hiše? (kar ni predmet tega članka).

37

Empirični del analize vsebuje prikaz časovnih vrst borznih in bančnih agregatov na letni ravni za obdobje 1993-2009 in regresijsko analizo vpliva relativnih donosov na strukturo finančnih portfeljev (struktur) nefinančnih akterjev in bank.

Članek sestavlja po uvodu postavitev hipoteze in teoretičnega modela za njeno testiranje, predstavitev podatkov in njihova interpretacija, izračuni povezav in vplivov (korelacija in regresija) ter zaključna interpretacija preverjanja hipoteze z nekaj posplošitvami kako ravnati.

2. Teoretični okvir: model

2.1. Vprašanje

Osnovno vprašanje je, ali je prišlo, in če je, zakaj je prišlo do signifikantne spremembe v odnosu pomena borze in bančnega sektorja v Sloveniji, v preteklem obdobju 15 let, posebej v času finančne krize?

2.2. Hipoteza

Izbor strukture finančnih naložb nefinančnih sektorjev (prebivalstva, gospodarstva) in tudi bank se spreminja v skladu s spremembami (tveganju prilagojenih) pričakovanih donosov posamezne oblike naložb. V času hitrejše rasti borznih indeksov od gibanja pasivnih (nefinančni sektorji) oziroma aktivnih (banke) obrestnih mer se finančni prihranki (oziroma naložbe) preusmerjajo na borzo. Ob padcu borznih indeksov se prihranki nefinančnih sektorjev vračajo v relativno donosnejše (in varnejše) bančne depozite, naložbe bank pa v kredite nefinančnim sektorjem in ne v vrednostne papirje. V času borzne ekspanzije se vloga bank na borzi povečuje; univerzalno bančništvo se polno uresniči. Tudi Slovenija (in širše EU) bi potrebovala Glass-Steagal zakonodajo, ki loči klasične bančne posle, za katere po depozitni shemi v končnem garantira država, od samostojnih naložb v svojem imenu za svoj račun bank na borzi, za posledice katerih država ne more garantirati, saj gre za borzne »špekulacije«.

2.3. Model

Posamezni gospodarski osebek (prebivalstvo, gospodarstvo, banke) maksimira donos iz različnih vrst finančnih naložb pod omejitvijo celotnih finančnih prihrankov, ki jih ima na razpolago za naložbe.

a) nefinančni investitor (fizična ali pravna oseba):

$$\text{Max } \pi = D * i_p + W * d$$

pod pogojem: $D + W = FS$

Kjer je: π = profit

D = bančni depozit

i_p = pasivna obrestna mera

W = vrednostni papirji

d = donos na vrednostni papir = sprememba borznega indeksa

FS = finančni prihranki nefinančnih sektorjev

Kot rezultat izpeljave je ocenjena enačba, v kateri je razmerje med bančnimi depoziti in naložbami v vrednostne papirje odvisno od razlike v donosu na oboje:

$$D/W = g + h * (i_p - d), \quad (1)$$

kjer je g regresijska konstanta, h regresijski koeficient. Oba imata po izpeljavi hipotetično pozitivne vrednosti.

b) banka

Maksimiranje profita (π) in izpeljava je enaka kot pri nefinančnem investitorju, le namesto depozitov (D) nastopajo krediti nefinančnim sektorjem (K) in z njimi aktivna obrestna mera bank (i_a), in ne pasivna obrestna mera, kot alternativa naložbam v vrednostne papirje W z donosom d :

$$\text{Max } \pi = K * i_a + W * d$$

Pod pogojem: $K + W = FN$

Ocenjena enačba za banke je razmerje med krediti (K) in naložbami v vrednostne papirje (W), ki skupaj tvorijo finančne naložbe bank (FN), kot funkcija razlike med aktivno obrestno mero (i_a) in spremembo v borznem indeksu (d).

$$K/W = v + z * (i_a - d) \quad (2)$$

kjer je v regresijska konstanta, z regresijski koeficient; za oba je hipoteza, da sta pozitivna.

3. Empirični del

3.1. Metodološki problemi in poenostavitve

V empiričnem delu je narejenih nekaj predpostavk in poenostavitev:

- Naložbe na borzo, ki se primerjajo s stanjem depozitov v bankah (ali kreditov bank), so izmerjene s tržno kapitalizacijo, kar je vrednost, ki vključuje tako količino kot ceno (indeks). Gre za približek, saj natančnejših podatkov ni mogoče dobiti.
- Gre za parcialno analizo, saj sta v portfelju (aktivni) nefinančnih varčevalcev ali bank upoštevani samo dve obliki, depoziti v banko (ali dani krediti bank) proti nakupom vrednostnih papirjev,
- Pri depozitih in naložbah v vrednostne papirje bi morale biti kot pojasnjevalne spremenljivke donosi na vse vrste finančnih naložb, ne le donos na izbrano odvisno spremenljivko; poenostavljeno so vključeni samo donosi neposredno obravnavanega para alternativnih naložb.
- Pri naložbah bank je pomen vrednostnih papirjev mnogo večji v zabilanci (gre za garancije, zavarovanje z njimi) kot v aktivni bilanci banke sami; a jih ne vključujemo v analizo

39

Letni podatki za slovenske banke in Ljubljansko borzo za obdobje 1993- 2009 so prikazani v dodatku.

Komentar gibanja osnovnih serij v opazovanem obdobju 1993-2009

- Absolutne serije

Skupni bančni depoziti in krediti so vse opazovalno obdobje rasli, vendar v obdobju borznega booma z manjšo dinamiko. Nominalne pasivne in aktivne obresti in obrestne marže v obdobju 1993-2009 so se zmanjševale. Borzni indeks je stalno rasel, razen 1996 in 2005; v 2006-2007 je eksplodiral, da bi 2008 močno padel, v 2009 se je malo popravil, a ostal nižji kot je bil pred začetkom borznega booma v 2004. Vloga bank na borzi je v opazovanem obdobju naraščala, najbolj v prometu, sledi v številu akterjev, najmanj v številu transakcij.

Borzna kapitalizacija je stalno naraščala in dosegla maksimum v 2007, ko je bila preko 26 milijard € ali tri četrtine BDP, v 2008 je padla pod polovico BDP; v 2009 se je popravila nad polovico BDP. Bančni vrednostni papirji v aktivni bank naraščali ves čas, razen v letu 2008.

Razmerje med obsegom bančnih depozitov in borzno kapitalizacijo je upadalo, z izjemo 1999-2000, 2005 in 2008. Dvig v 2009 kaže na povratek akterjev na borzo. Krediti glede na borzno kapitalizacijo so trendno padali, vendar z izjemami: najprej so naraščali v 1993-1995, v 1999, 2001, stagnirali 2002-2006, najnižji so bili 2007, narasli so v 2008 in padli v 2009. Podobna je dinamika bančnih kreditov na vrednostne papirje bank v njihovi aktivni. Razlika med donosi v banki in na borzi je pozitivna v 1993-1996, negativna v 1997-1998, pozitivna v 1999-2000, negativna v 2001-2009, razen v 2005 in zelo pozitivna v 2008. Pozitivna razlika pomeni večji donos v bankah, negativna pa, da se splačajo naložbe na borzi.

3.3.3. Izračuni

V regresiji je analiziran vpliv relativnega donosa na relativni indikator naložb, kakor so specificirane v enačbah (1) in (2). Osnovna hipoteza je: relativno višji kot so donosi določene oblike finančnih naložb, večji je delež finančnih prihrankov, ki so vanje naloženi. Pri tem je zanemarjeno, da so mogoče tudi druge oblike portfelja (realne naložbe, nepremičnine, v tujino...), ki z veliko spremembo donosnosti lahko vplivajo na obe analizirani obliki. Študija se je osredotočila le na odnos med banko in borzo.

			R ²	F	DW
(1) Depstrka	= 2.69 (4.80)	+ 0.029 * Ipsbind (1.63)	0.15	2.64	0.45
(2) Krestrka	= 2.12 (5.88)	+ 0.026 * lasbind (2.34)	0.27	5.48	0.70
(3) D(Krestrka)	= -0.20 (-1.08)	+ 0.0063 * D(lasbind) (1.62)	0.16	2.63	1.70
(4) D(Kresbavp)	= 0.072 (1.05)	+ 0.0050 * D(lasbind) (3.63)	0.50	13.2	1.16

Serije spremenljivk v regresijskih enačbah so stacionarne. Pojasnjevalna moč izbranih neodvisnih spremenljivk je šibka, vendar še statistično signifikantna. Specifikacije s stopnjami rasti spremenljivk dajo statistično boljše rezultate (enačbe 3 in 4); signifikantnost (t, F) in pojasnjenost (R²) je večja; avtokorelacije ni ali pa je šibka (DW).

Nizke vrednosti regresijskih koeficientov kažejo na relativno šibko elastičnost spremembe odstotnega razmerja med bančnimi in borznimi agregati na razliko v donosih. Naložbeno politiko nefinančnih sektorjev (prebivalstvo, podjetja) kaže enačba 1, naložbeno politiko banka pa enačbe 3 in 4

Po enačbi 1 povečanje razlike med donosom od obresti in donosom borznega indeksa za eno odstotno točko poveča razmerje med depoziti in vrednostnimi papirji za 0.029 (torej za 2.9 %). Vsebinsko sprejemljiv rezultat potrjuje hipotezo, da višji relativni obrestni donos poveča delež finančnih naložb v bančne depozite na račun vrednostnih papirjev, in obratno.

Enačba 2 kaže, da povečanje relativnega donosa od obresti za dane kredite bank glede na rast borznega indeksa za eno odstotno točko poveča deleže kreditov v borzni kapitalizaciji za 0.026 (2.6 %). To potrjuje hipotezo in je vsebinsko sprejemljivo: relativno povečanje aktivnih obrestnih mer glede na donos iz vrednostnih papirjev poveča delež bančnih naložb v kredite v primerjavi z nakupi vrednostnih papirjev.

Po enačbi 3 enoodstotna rasti relativnega donosa na bančni kredit glede na rast borznega indeksa kapitalizacijo povzroči 0.006 (0.6 %) rast razmerja krediti/tržna kapitalizacija. Vsebinsko sprejemljivo potrjuje hipotezo, da relativno izboljšanje donosov na dane kredite glede na donose iz vrednostnih papirjev povečuje bančne naložbe v kredite in zmanjšuje naložbe v vrednostne papirje.

41

Po enačbi 4 enoodstotno rast razmerja aktivna obrestna mera/borzni indeks poveča rast koeficienta bančni krediti/bančni vrednostni papirji za 0.004977 (0.5 %). To je vsebinsko smiselno in potrjuje hipotezo, da ob relativno višjih obrestih glede na donos vrednostnih papirjev banke več kreditirajo nefinančne sektorje kot vlagajo v vrednostne papirje.

4. Zaključek

Empirična analiza potrjuje hipotezo, da so se v času borznega booma zaradi višjih donosov na borzi kot so bile obrestne mere tako nefinančni osebki (podjetja in prebivalci) kakor tudi banke same močno preusmerili iz bančnih depozitov in kreditov v borzne transakcije – nakupe vrednostnih papirjev. Borzni padec ob nastanku finančne krize v 2008 je povzročil vračanje nefinančnih osebkov nazaj v banke in bank nazaj v osnovno kreditiranje. Vendar je že v 2009 spet prisoten povratek na borzo, kar opozarja na potencialno ponovno napihovanje borznega balona. V obnašanju navedenih gospodarskih osebkov so bile različne stopnje tveganj na borzi in v bankah premalo upoštevane. Uveljavljeno obnašanje po načelo krдела je zmanjšalo percepcijo borznih tveganj; kar je vodilo v precejšnje (vsaj kratkoročne) izgube, ko so se s pokom borznega balona tveganja na borzi uresničila. Državne intervencije so bile v pomoč bankam (zato večja varnost, lahko tudi moralni hazard), ne pa finančnim transakcijam na borzi. V 2009 so si borzni indeksi opomogli, proces se postopno nadaljuje v 2010, a ostajajo v preteklosti že doseženi maksimum nedosegljivi. Hitrih velikih zaslužkov na borzi ne bo več, dokler bo negativna izkušnja poka v 2008 zavirala ponovno napihovanje borznega balona.

Banke pri tem izgubljanju obsega poslovanja na račun borze niso povsem nedolžne. Kakor ob vstopu v EU v 2004 so tudi v nadaljnjih letih, posebno pa v kriznih časih vodile politiko prenizkih pasivnih in aktivnih obrestnih mer. Analiza kaže, da tudi v Sloveniji z relativno nerazvito strukturo finančnega sektorja akterji iz nefinančnega in finančnega sektorja reagirajo na absolutne in relativne spremembe cen (donosov) na bančnem in na borznem trgu. Elastičnosti niso zanemarljive: sprememba donosa v korist naložbe v vrednostni papir

glede na donos na depozit v banko (ali banke za dani kredit) za eno odstotno točko poveča naložbe v vrednostne papirje v primerjavi z bančnimi depoziti (krediti) za skoraj 3 %.

Iz ugotovljenega sledi nekaj priporočil.

Prebivalci (in podjetja) morajo pri izbiri oblike finančnih prihrankov v večji meri upoštevati povezanost potencialno višjih donosov na borzi z večjimi tveganji. Če se tveganja uresničijo v izgubah, jim jih ne bo nihče (depozitna shema, državna finančna intervencija) pokril. Upanje, da bodo pravilno zaznali obrat v gibanju vrednosti delnic (borznih indeksov) in se pravočasno umaknili iz borze, je naivno. To uspe kvečjemu manjšini dobro poučenih in vplivnih, ki s svojimi ravnanji pogosto zavestno še sami povzročajo borzna nihanja (na primer shorting - kratke prodaje), iz katerih kujejo dobičke na račun nepoučene in nevlplivne večine igralcev na borzi.

Banke naj za pridobivanje pasivnih in aktivnih poslov s nefinančnimi osebki (podjetji, prebivalstvom) dvignejo aktivne in pasivne obrestne mere, da razlika v donosih ne bo prevelika in bodo ohranili osnovne, klasične oblike bančnega poslovanja. Njihov premik v borzne posle, s katerimi postajajo v resnici investicijske banke, pa bi moral biti omejen: Depozitne sheme in končno intervencije države lahko veljajo le za klasično poslovanje bank, za njihove borzne nastope v lastnem imenu za svoj račun ne. Morda je čas, da v se razmerah okrepljene vloge borz v kontinentalnem sistemu univerzalnega bančništva sprejme zakonodaja v obliki ameriškega Glass-Steagall zakona za ločitev klasičnih komercialnih bančnih poslov od investicijskega. V ZDA Volkerjeva komisija Obamove administracije predlaga dejansko vrnitev tega zakona, ki je bil odpravljen v 1990-tih letih. V EU bi ga morali v novih razmerah močnejše vloge borz v finančnem sektorju podobno zakonodajo prvič na novo uvesti.

Literatura in viri:

Agencija za trg vrednostnih papirjev, Letna poročila, več let

Aver, Boštjan, Petrič, Matjaž, Zupančič, Blaž: Učinkovitost trga kapitala. V: Mramor, Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana, 2000

Banka Slovenije. Poročilo o finančni stabilnosti, Ljubljana, maj 2009 in prej

Banka Slovenije: Stabilnost slovenskega bančnega sistema, Ljubljana, december 2009

Bilten Banke Slovenije, Ljubljana, razne številke

Bole Velimir:

Fleuriot, Michel: Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry. The McGraw-Hill Companies. 2008.

Gole, Nejc: Kreditni krč spodbudil izdajo obveznic. Delo FT. 15. februar 2010. str. 15.

Lamb, Katrina: The Rise Of The Modern Investment Bank. Članek dostopen na spletni strani: <http://www.investopedia.com/articles/08/investment-banks.asp?viewed=1>.

Mastnak, Simon: Po krizi po denar na borzo. Delo FT. 14. december 2009. str. 40.

Morrison Alan, Wilhelm William J.: Investment Banking: Institutions, Politics and Law. Oxford University Press. New York. 2007.

Mramor, Dušan, Jašovič, Božo: Capital Market Development. Chapter 17. V: Mrak, Mojmir, Rojec, Matija, Silva-Jauregui, Carlos. Slovenija: From Yugoslavia to European Union. The World bank. Washington. 2004.

Novak Bojana, Gazvoda Maja, Divjak Marjan: Finančni instrumenti in njihovi trgi. V: Mramor, Dušan.: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana. 2000.

Štiblar, Franjo: Svetovna gospodarska kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?. Založba ZRC. Ljubljana. 2008.

Štiblar Franjo, Voljč Marko: The Banking Sector, v Mrak Mojmir and all ed.: From Yugoslavia to the EU, The World Bank, 2004, p.263-276

Vehovec Rok: Pomen borze za banke v Sloveniji, diplomsko delo, Pravna fakulteta v Ljubljani, 2010

Veselinovič, Draško: Trgi nove Evrope in slovenski finančni trg v evropskem prostoru. Bančni vestnik št. 12. 2007. str. 27-29.

Podatki

	Deps	Ip	Ia	Trka	Bind	Kres	Dbane	Dbanpr	Dbanpo	Sbind	Depstrka	Kresstrka	Ipsbind	Iasbind	Bavp	Kresbavp
1993	2782	34.2	48.6	42537	1000	2121	3088	3891	3380	20.0	6.54	4.99	14.20	28.60		
1994	3769	29.0	38.9	496.99	1396	2605	25.81	39.58	2722	16.4	7.58	5.24	12.60	22.50	1161	2.24
1995	4717	16.2	23.4	655.21	1448	3710	33.33	25.44	1708	3.7	7.20	5.66	12.48	19.68	1396	2.66
1996	5321	15.6	22.6	1009.49	1183	4151	26.67	27.34	23.01	-18.3	5.27	4.11	33.93	40.93	1444	2.88
1997	6031	13.5	20	2138.58	1404	4491	26.19	36.33	28.99	18.7	2.82	2.10	-5.21	1.29	1573	2.86
1998	7035	11.2	16.1	3759.40	1705	5608	31.03	31.90	26.56	21.4	1.87	1.49	-10.23	-5.33	1745	3.21
1999	7580	8.2	12.4	3312.32	1806	6787	28.57	33.61	26.07	5.9	2.29	2.05	2.31	6.51	1840	3.69
2000	8593	11.2	15.8	8228.33	1807	7493	32.35	32.05	26.21	0.1	1.04	0.91	11.11	15.71	2066	3.63
2001	10723	11.3	15.1	6327.55	2151	8497	33.33	39.65	31.90	19.0	1.69	1.34	-7.71	-3.91	2482	3.42
2002	11662	9.1	13.2	9434.12	3340	8926	37.04	44.90	31.72	55.2	1.24	0.95	-46.14	-42.04	2906	3.07
2003	12120	6.1	10.8	10276.48	3931	10053	37.04	42.71	33.52	17.7	1.18	0.98	-11.61	-6.91	3227	3.12
2004	12902	3.7	8.7	12609.12	4904	11988	37.07	39.61	29.24	24.7	1.02	0.95	-21.04	-16.04	4019	2.98
2005	13978	3.1	7.8	13315.75	4630	14693	44.44	51.39	36.29	-5.6	1.05	1.10	8.69	13.39	5213	2.82
2006	14974	2.8	7.4	18779.12	6382	18249	45.83	55.85	40.50	37.9	0.80	0.97	-35.06	-30.46	6204	2.94
2007	16356	3.9	5.3	26658.63	11369	24231	50.00	50.37	37.83	78.1	0.61	0.91	-74.20	-72.80	8025	3.02
2008	17537	4.7	6.2	14879.07	3695	28426	52.17	53.49	35.13	-67.5	1.18	1.91	72.18	73.72	7393	3.84
2009	18230	2.9	5.6	19585.25	4078	29203	56.00	68.11	36.98	10.4	0.93	1.49	-7.43	-4.72	9138	3.20

Viri podatkov: Bilten BS, interni podatki EIPF, podatki ljubljanske borze, Vehovec (2010)

Legenda spremenljivk:

Deps = skupni depoziti, milijoni €, Ip = pasivna bančna obrestna mera, %
Ia = aktivna bančna obrestna mera, % Trka = tržna kapitalizacija, milijoni €
Bind = borzni indeks, 1993 = 1000, točke Kres = skupni krediti bank, milijoni €
Dbane = odstotek bank v številu borznih akterjev, % Dbanpr = odstotek bank v vrednosti borznega prometa, %
Dbanpo = odstotek bank v številu borznih transakcij, % Sbind = stopnja rasti borznega indeksa, %
Depstrka = skupni depoziti v banke/tržna kapitalizacija, Kresstrka = skupni krediti bank /tržna kapitalizacija
Ipsbind = pasivna obrestna mera - rast borznega indeksa, % Iasbind = aktivna obrestna mera - rast borznega indeksa, %
Bavp = vrednostni papirji v aktivni bank, milijoni €, Kresbavp = skupni krediti bank/vrednostni papirji v aktivni bank.