

La intervenció del SVB genera dubtes entre els inversors.

13 de març de 2023

El món torna a posar el focus sobre el sector financer després d'uns quants anys en l'oblit, ja que, després de diversos dies d'especulacions, el banc Silicon Valley Bank (SVB) va ser intervingut divendres passat per la Corporació Federal d'Assegurança de Dipòsits (FDIC en les seves sigles en anglès), la qual passa a assumir a partir d'ara el rol de custodi dels dipòsits del banc. El banc privat era el setzè banc més gran de tot el país, amb més de 200 mil milions de dòlars en actius.

SVB, el banc de referència per a la societat tecnològica nord-americana, resultava crític perquè suposava el nexa d'unió entre el món financer i el desenvolupament de les operacions de moltes de les companyies que lluiten avui en dia per canviar el món a través dels seus descobriments i desenvolupaments.

L'accelerador de la caiguda del banc va ser l'anunci, a mitjans de la setmana passada, de la intenció d'ampliar capital de forma accelerada per valor de 1.750 milions de dòlars amb l'objectiu de cobrir pèrdues esperades per valor de 1.800 milions de dòlars de cara al primer trimestre de 2024 a causa de la venda forçada d'actius per fer front al reemborsament dels dipòsits dels seus clients. A partir d'aquell moment, els clients del banc, la majoria entitats radicades a Califòrnia, van iniciar una forta acceleració en la sortida desordenada de dipòsits, arribant fins i tot a superar els 40.000 milions en un sol dia, fet que va deixar l'entitat al caire del col·lapse, del qual finalment no podria escapar, i que va forçar la intervenció del regulador per intentar evitar un contagi a la resta del sistema que ocasionés danys irreversibles en la confiança dels agents.

Què és el que va fallar en el banc per acabar amb el seu col·lapse?

A simple vista, l'entitat financera estava ben capitalitzada, es finançava amb els dipòsits dels seus clients (i, per tant, no depenia excessivament del finançament en mercat) i els préstecs als seus clients suposaven un percentatge molt raonable dels dipòsits dels seus clients. A més, segons les ràtios que calculen la solvència del banc, l'entitat tenia suficient capital per aguantar períodes futurs d'estrès. De fet, el banc tenia una qualificació creditícia per al seu deute de grau d'inversió tant per Moody's com per Standard and Poor's, les principals agències de qualificació creditícia del món.

Així, la pregunta que tots ens fem és la següent: Què és el que ha passat perquè el banc col·lapsi si sobre el paper tot estava sota control?

El principal punt que explica la caiguda del banc el podem trobar en la diferència en el seu balanç. Si bé en el passiu, la part de finançament del banc, com hem apuntat no hi havia gaire complicacions, en l'actiu es podien observar els principals punts crítics. En particular, en termes de durada hi havia un *mismatch* o desajust del balanç en què el venciment dels actius no es corresponia amb el venciment dels passius.

Així, l'actiu es componia bàsicament d'emissions de renda fixa, lletres i bons, bàsicament a tipus fix i amb una durada elevada, essent la majoria emissions sostingudes per hipoteques la liquiditat de les quals és escassa, a més de préstecs al sector tecnològic amb focus en companyies joves de caràcter tecnològic (generalment sense estar emparades per actius tangibles en basar el seu èxit en les idees). Algunes d'aquestes emissions es troben comptabilitzades en partides comptables a venciment, de manera que no calia una actualització del seu valor real segons les característiques de mercat. No obstant això, el fet que comptablement no s'hagi de reflectir la realitat no significa que no s'hi hagi d'enfrontar.

El banc, que estava sota pressió des dels últims mesos pel degoteig continu en la sortida de dipòsits dels seus clients fruit de les dificultats operatives d'aquests (companyies tecnològiques amb alta dependència en els mercats de capital) atès el cost de finançament més gran i el cost d'oportunitat més gran per l'atractiva remuneració de les lletres nord-americanes que rendien per sobre del 5 %, es va veure en l'obligació de reduir el seu balanç a través de vendes d'actius, amb la qual cosa es va originar una pèrdua de 1.800 milions de USD i la conseqüent necessitat d'augmentar capital per complir amb les ràtios requerides.

L'ampliació de capital va fracassar i els esdeveniments es van precipitar fins al col·lapse del banc.

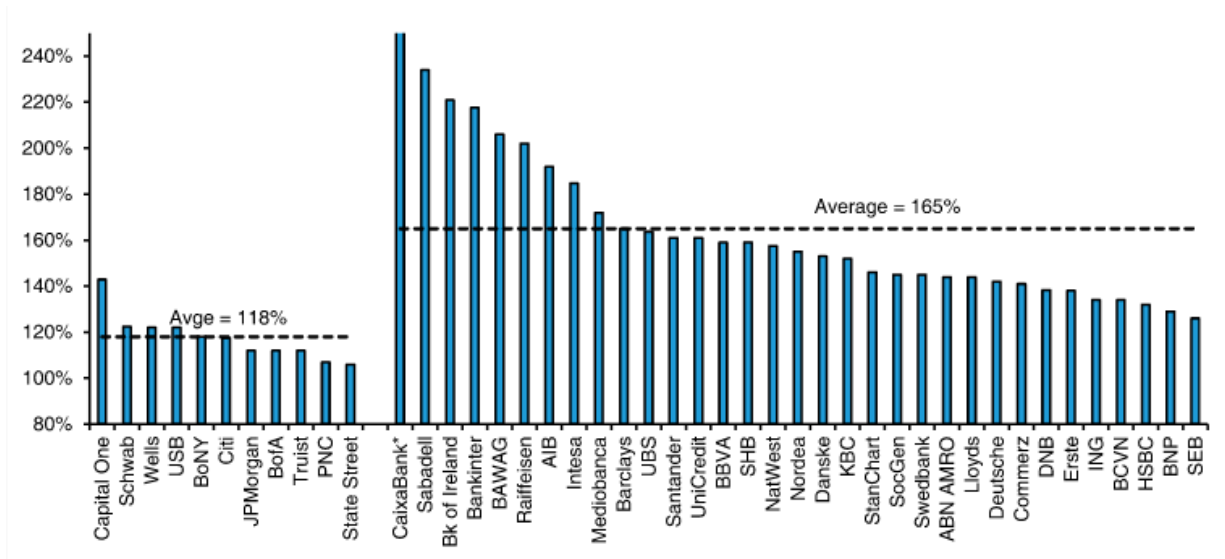
Com afecta la situació als bancs europeus?

Encara que en principi es tracta d'un esdeveniment delimitat a territori nord-americà, atesa la particularitat del banc i la seva mala pràctica en la gestió del balanç, els inversors automàticament busquen possibles ramificacions a la resta del món. I per ordre de rellevància, el segon més sensible és el europeu, focus d'anteriors crisis en el passat.

No obstant això, i a diferència del cas nord-americà, el sector financer europeu ha estat de forma inequívoca sota la lupa del regulador de manera contínua durant els últims anys, elevant-s'hi les seves exigències any rere any sense cap treva. En aquest sentit, les exigències pel que fa a capital a la zona euro són superiors en termes de percentatges de capital regulador i, encara que mai no es poden descartar casos extrems de volatilitat, les probabilitats de contagi a l'altre costat de l'Atlàntic són, avui en dia, baixes segons les posicions de capital.

Aquest punt es pot observar en el gràfic següent, en el qual els principals bancs europeus tenen ràtios de liquiditat (Liquidity Coverage Ratio, que mesura el percentatge d'actius líquids necessaris per finançar les operacions dels bancs a curt termini) per sobre dels seus comparables nord-americans.

Gràfic 1. Ràtios LCR (Ràtios de Cobertura de Liquiditat) per a bancs europeus per sobre del 100 % mínim regulador i superiors a les dels seus comparables nord-americans.



Font: AllianceBernstein

Quines són les principals conseqüències del cas actual?

- La Reserva Federal / FDIC / Tresor nord-americà ha reduït el risc de contagi a través del seu compromís d'assegurar tots els dipòsits del SVB, no només per imports per sota de 250.000 USD, que inicialment era la franja subjecta a garantia.
- No obstant això, no es tracta d'un rescat del banc, per la qual cosa els deutors i els accionistes no estan emparats sota la protecció del regulador i podrien patir pèrdues.
- L'escrutini de mercat és probable que continuï a curt termini, i els noms amb una posició més feble podrien veure's perjudicats, especialment contra els noms més sòlids en termes de capital, solvència i liquiditat.
- La probabilitat de recessió ha augmentat significativament, per la qual cosa les pujades continuades dels tipus d'interès podrien patir aviat un alto en el camí.

Impactes en els tipus d'actiu

Després dels forts moviments durant les primeres setmanes de 2023, els inversors han tornat a activar el mode cautela i els actius de risc han caigut de manera important en els últims tres dies. Així, els principals selectius nord-americans, com són el Dow Jones o l'S&P500, es deixen més d'un 3 % en els últims dos dies. Paral·lelament, els índexs europeus, la composició dels quals sol tenir una inclinació més cíclica, cauen més d'un 5 % en les últimes dues sessions, tant en el cas de l'Euro Stoxx 50 com en el cas de l'IBEX 35, la representació del sector financer dels quals és molt elevada.

No obstant això, el que sí que resulta destacable és la tornada a la normalitat en termes de comportament dels actius lliures de risc, cosa que el 2022 no va passar. Així, les corbes de tipus d'interès han retrocedit notablement i, recordant la relació inversa entre rendiment i preu, tornen a lluir com a actiu a considerar en un entorn d'aversion a risc. Destaquen especialment els trams curts de les corbes, els quals també tenen un component d'expectatives sobre tipus d'interès i en els quals els rendiments han passat del 5,07 % i del 3,34% per als bons a 2 anys nord-americà i alemany el dia 8 de març als rendiments actuals del 4,12 % i del 2,60 %, respectivament.

Sens dubte, els propers esdeveniments de mercat seran un tema a monitorar de prop. No obstant això, volem aprofitar per remarcar que mantenim el nostre optimisme moderat en el futur mentre les carteres de Caixa Enginyers Gestió segueixen invertides sota les tres premisses següents:

1. **Models de negoci superiors.** La companyia mitjana de les nostres carteres opera amb millors marges i rendibilitats més grans que els seus universos d'inversió gràcies a les seves posicions privilegiades en les seves indústries.
2. **Més solvència financera.** Pel que fa al palanquejament financer (endeutament), les companyies que formen les carteres tenen nivells de deute clarament inferiors respecte als seus índexs de referència. A banda de la flexibilitat més gran que això atorga, és precisament en períodes d'estrès com l'actual quan aquest punt es posa clarament en relleu.
3. **Més creixement dels negocis.** Generalment, els negocis en cartera continuen beneficiant-se de diferents vents de cua gràcies al fet d'estar immerses en diferents tendències de creixement secular, cosa que els permet seguir creixent per sobre de les economies i de les indústries.

Amb tot, des de Caixa Enginyers Gestió mantindrem el focus en l'equilibri de les carteres, amb l'objectiu de seguir navegant en aquest entorn amb escassa visibilitat i ple de reptes de la manera més exitosa possible, sense perdre de vista el nostre objectiu de

protegir el patrimoni dels partícips i amb la voluntat de compondre el capital a llarg termini a través d'una aproximació socialment responsable.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, el dia d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni citant-ne les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.