

Poslovni rezultati upravičili pričakovanja

Mitja Svoljšak

upravljavec NFD

Pregled pomembnejših dogodkov

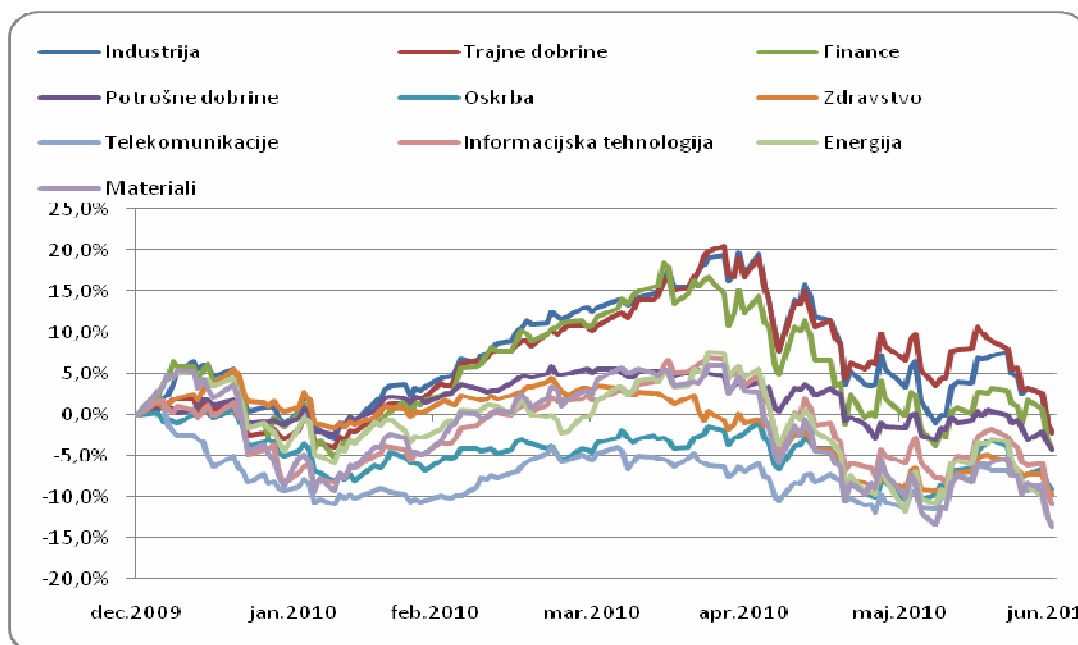
Kapitalske trge so v začetku leta močno pretresli dogodki, povezani s katastrofalnim stanjem grških javnih financ. Javni dolg, ki naj bi po trenutnih ocenah znašal celo okoli 140 % grškega BDP, je seveda zelo daleč od mastrichtsko določenih 60 %, natančnejši vpogled v bilance ostalih evropskih držav pa je pokazal, da je tudi v večini evropskih držav stanje daleč od zelenega. Ta razkritja so bila povod za obrat na delniških trgih po vsem svetu – medtem ko so ti do konca lanskega leta zabeležili izjemno rast, se je gibanje tečajev v letu 2010 korenito spremenilo. Pomembnejši regionalni delniški indeksi so v letošnjem letu izgubili med 5 in 10 % vrednosti, kitajski, zaradi vladnih ukrepov za ohladitev nepremičninskega trga in pregretega gospodarstva, še približno 15 odstotnih točk več. Med pomembnejšimi dogodki lahko omenimo tudi ekološko katastrofo v Mehikem zalivu, ki se je začela z eksplozijo BP-jeve vrtine Deepwater Horizon konec aprila in ki je pripomogla k strmemu padcu delnic energetskih družb. Seveda so dogajanje na svetovnih borzah vseskozi krojile tudi periodične objave makroekonomskih podatkov in četrtletni poslovni rezultati. V splošnem lahko rečemo, da se stanje v realnem sektorju v zahodnih ekonomijah izboljšuje, a je okrevanje zelo počasno. Boljšo sliko kaže večina razvijajočih se gospodarstev, na čelu s Kitajsko, ki je s skoraj 12 % rastjo BDP v prvem četrtletju pravzaprav zašla že v nasprotni ekstrem. Vztrajno izboljševanje se kaže tudi v bilancah podjetij, kjer pa na razpoložnje vlagateljev v vedno večji meri vplivajo številke na vrhu izkazov uspeha (torej podatki o prodaji), ne le tiste pod črto (čisti dobiček). In te se, žal, večinoma še ne izboljšujejo...

Kako so se obnesle delnice finančnih družb?

Prerez znotraj finančne panoge pokaže, da so se v letošnjem letu najbolj obnesle družbe, ki se ukvarjajo z upravljanjem in investiranjem v nepremičnine ter nepremičninski skladi (REITs), ki so pravzaprav edini beležili rast vrednosti (v povprečju slabih 5 %), najslabše pa diverzificirano finančno posredništvo (-9 %). Regijsko so bile ob polletju edine s pozitivnim predznakom ameriške finančne družbe (če izzamemo Čile, ki ima v primerjalnem indeksu le dva predstavnika), na drugem koncu porazdelitve pa najdemo finančne družbe iz Evrope, Avstralije in Japonske.

Če se omejimo zgolj na ameriški trg (Slika 2), ugotovimo, da so bile finance s 4,2 % padcem med boljšimi panogami. Najmanj je izgubila panoga industrije (-1,9 %), največ pa materiali (-13,7 %).

Slika 1: Gibanje panožnih indeksov znotraj indeksa S&P 500 v letošnjem prvem polletju



Vir: Bloomberg, lastni izračuni

Poslovni rezultati v drugem četrtletju

Finančne družbe, ki so do tega trenutka objavile svoje rezultate, v veliki večini niso uspele povečati svojih prihodkov ali pa so jih povečale manj od pričakovanj. Za to so med drugim krive še vedno precej negotove razmere v gospodarstvu, razdolževanje potrošnikov in podjetij ter s tem anemični obrestni prihodki. Manj prihodkov je bilo tudi v segmentu investicijskega bančništva, konkretnije pri trgovanju ter svetovanju pri izdajah novih vrednostnih papirjev, prevzemih in združitvah. Na drugi strani je zelo razveseljivo dejstvo, da se nadaljuje trend zmanjševanja potrošniških slabih posojil. Odpisi iz tega naslova (»nedelujoča« hipotekarna posojila, zamude plačil pri kreditnih karticah ipd.) se vztrajno znižujejo, banke pa tudi znižujejo rezervacije za te namene, kar je vsekakor pozitiven signal. Na žalost se stanje slabša pri posojilih za nakup komercialnih nepremičnin. Bilance stanja so razveselile predvsem z objavljenimi količniki kapitalne ustreznosti, ki kažejo na precejšnjo »varnostno rezervo« v največjih ameriških bankah (v nekaterih primerih je količnik Tier 1 znašal tudi preko 15 %; Basel II predpisuje 4 %). Spet po drugi strani finančne družbe še vedno niso začele z izplačevanjem dividend (oziroma njihovim povečanjem/vrnitvijo na stare ravni, glede na ustvarjeni dobiček), kar bo eden izmed pomembnih signalov, da so se razmere v finančni panogi trajneje izboljšale.

Utrip in predvidevanja za prihodnost

Pred nekaj dnevi so v bili objavljeni rezultati evropskega bančnega stres testa. Ti so bili relativno dobri, kdo bi morda rekel pričakovano dobri. Precej kritik namreč leti na rigoroznost testa (podrobnejše poročilo je na voljo na strani CEBS <http://www.c-eps.org/EuWideStressTesting.aspx>). Test je namreč izpostavil le 7 od 91 testiranih evropskih bank, ki bi utegnile imeti težave s kapitalsko ustreznostjo v primeru »pesimističnega« scenarija, kar je precej manjši delež kot v (bolj strogem) ameriškem bančnem stres testu maja lani (10 kapitalsko neustreznih bank od 19.). Rezultat in pravzaprav že test sam po sebi, je na trg prinesel več optimizma, ki je povezan s povečanim zaupanjem vlagateljev. Slednje pa je najbolj iskana »dobrina« na kapitalskih trgih od poka »finančnega balončka« leta 2007.

Podobno poskuša najprej okrepiti zaupanje vlagateljev v kapitalske trge novi Dodd-Frank-ov zakon (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), ki uvaja vrsto sprememb pri regulaciji finančnih trgov v ZDA. Med drugim večjo transparentnost pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti; mehanizem, ki bi čim manj boleče dopuščal propad tudi največjih finančnih družb; poseben odbor, ki bi bdel nad sistemskim tveganjem; več moči delničarjev pri upravljanju podjetja in določanju plačila glavnemu izvršnemu direktorju; Volckerjevo pravilo (Volcker rule), ki bo omejilo špekulativno trgovanje bank za lasten račun (proprietary trading), dezinvestiranje hedge in private equity skladov idr... Nova finančna pravila so sprejeli tudi že v Veliki Britaniji, k večji fiskalni disciplini pozivajo tudi evropski politiki in ECB.

Vse to in pa konstantno izboljševanje poslovnih rezultatov finančnih in ostalih družb ter makroekonomskih podatkov, je na trg vneslo več zaupanja in več optimizma. To se v zadnjem času ne kaže toliko preko rasti delniških tečajev, temveč bolj z vztrajnim nižanjem nekaterih drugih indeksov. Med najpomembnejšimi so indeksi volatilnosti (VIX, VSTOXX), ki merijo pričakovano nihajnost na delniških trgih. Vztrajno se izboljšujejo tudi indeksi, ki merijo likvidnost na medbančnem trgu (Ted spread, LIBOR-OIS spread). Kljub vsemu je zaupanje še precej krhko, kar se je nazadnje pokazalo ob izjavi predsednika FED, g. Bernankeja, ki je izgleda za ameriško gospodarstvo opisal kot »neobičajno negotove« (unusually uncertain), kar je delniške trge v hipu obrnilo za več odstotkov navzdol in povzročilo nekajdnevno analiziranje teh dveh besed... Tako zaradi v preteklosti močno okrnjenega zaupanja, tečaji po odboju z dna že nekaj časa ne najdejo prave smeri, kljub temu, da se gospodarske razmere v resnici izboljšujejo.

Svojevrstna težava za prihodnji razvoj dogodkov je tudi obilno zadolževanje držav v preteklosti – tako v času konjunktore kot v času recesije, ko se je poskušalo gospodarski voz potegniti iz živega peska. Zaradi tega bo morala biti prihodnja rast nujno počasnejša, saj bo potrebno servisirati obstoječe dolgove. Poleg tega bo potrebno postopno umakniti vrsto državnih vzpodbud, ki so blažile vplive recesije in poskušale stimulirati gospodarstvo (financiranje delovnega časa, davčne vzpodbude za nakup nepremičnin, motornih vozil,...).

Kako negativno to lahko vpliva na delniške tečaje, smo imeli priložnost videti konec junija in v začetku julija, ko so na trg začeli prihajati z ameriškega nepremičninskega trga. Ta je beležil močan upad števila prodanih nepremičnin, potem ko so se aprila iztekle davčne vzpodbude za nakup novih stanovanjskih nepremičnin. Hkrati s padcem na borzah so se zelo hitro ponovno pojavili apologeti teorije dvojnega dna in za nekaj časa se je teorija, da se bo Zemlja začela vrteti v nasprotno smer, spet zazdela povsem verjetna. Kar je po svoje seveda koristno: po tehnološkem stapedu od leta 1993 do 2000, strmoglavljenju do 2002, nepremičninsko-finančni hiperprodukciji in eforiji do 2007, prerokb propada kapitalizma in sveta nasploh do 2009, strmega odboja navzgor v letu 2009... verjamem, da bi bilo obdobje počasne, zmerne rasti nadvse dobrodošlo.

Mitja Svoltjšak,
upravljavec

mitja.svoljsak@nfd.si

Celotni, daljši, prispevek je dostopen na portalu [mojNFD](#).