

Azijski tigri

v pričakovanju razpleta na Zahodu

Mitja Svoltjšak

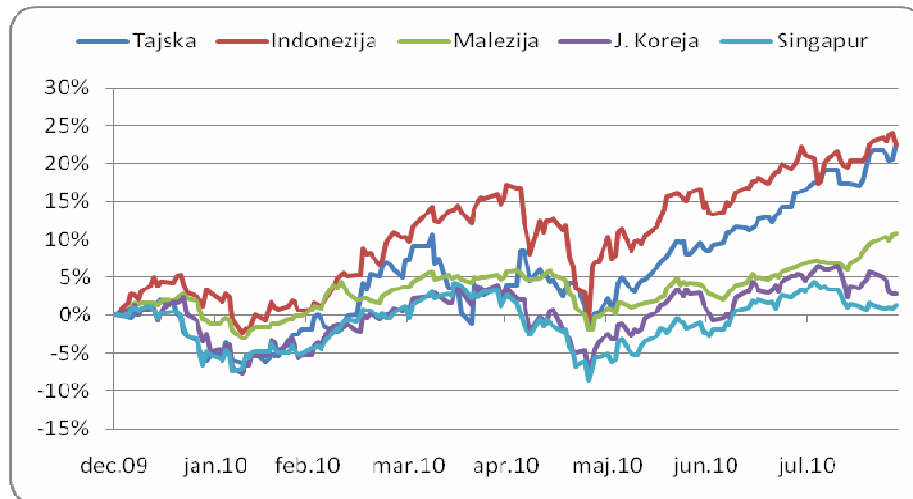
upravljavec IS

Od objave zadnjega Kapitalskega utripa, povezanega s trgi Azije in Oceanije, so se razmere na trgih korenito spremenile, o čemer pričajo delniški tečaji, ki so se ponovno obrnili navzdol. Če smo zadnjič ob koncu ocenili, da so tečaji kratkoročno dosegli plafon in da lahko, ob odsotnosti presenečenj (političnih, vremenskih ipd.), pričakujemo stagnacijo tečajev, je potrebno ugotoviti, da se je zgodilo prav to – presenečenje v obliki bankrota Grčije in resno dolžniško krizo nekaterih drugih evropskih držav. To je povzročilo nov preplah na trgih, kar je ob hkratnih ukrepih Kitajske, ki želi zavreti pregret nepremičninski trg, povzročilo nov negativni trend, ki se je v primeru Japonske in Vietnama prevesil celo v medvedjega (t.j. padec tečajev z lokalnega vrha za dvajset ali več odstotkov)...

PREGLED DOGAJANJA V ZADNJIH DVEH ČETRTLETJIH IN TRENUTNO STANJE

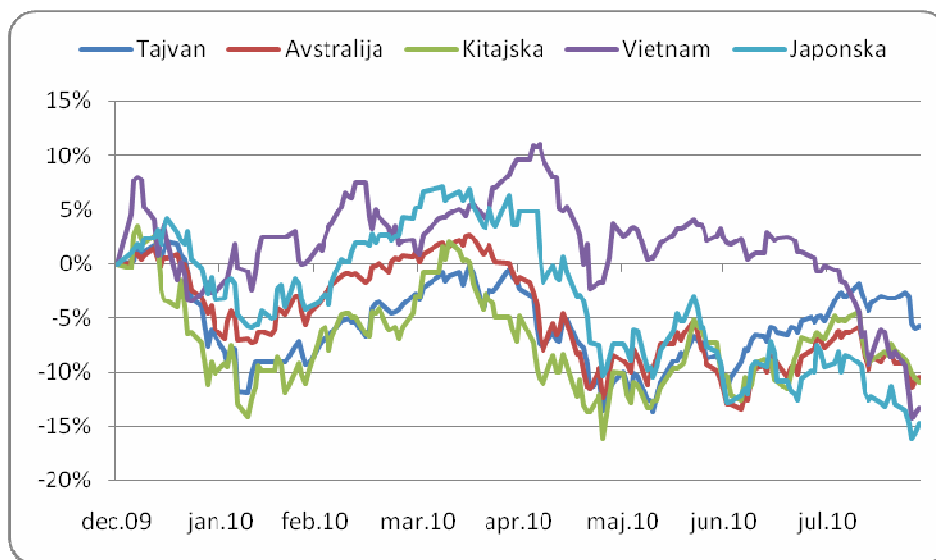
Pregled sprememb delniških indeksov pokaže, da so se najpomembnejši azijski trgi v letošnjem letu gibali precej raznoliko. Glede na začetek leta so trgi v povprečju, merjeno v lokalnih valutah, zabeležili od 23% rasti (Tajska, Indonezija), do 15% padca (Japonska) (Slika 1, Slika 2). Če k temu dodamo spremembe vrednosti lokalnih valut, se razpon še poveča (Tabela 1). Upoštevajoč valutna gibanja je bil edini trg, ki je v letošnjem letu izgubil vrednost, vietnamski. Zaradi grške dolžniške krize ter nezaupanja v skupno evropsko valuto, ki je sledilo, so vse azijske valute v letošnjem letu pridobile vrednost proti euru.

Slika 1: Gibanje delniških indeksov petih rastočih azijskih trgov v obdobju od 1.1. do 27.8.2010 (v lokalnih valutah)



Op.: Prikazano je gibanje indeksov z Bloomberg oznako SET (Tajska), JCI (Indonezija), KLCI (Malezija), KOSPI (J. Koreja) in STI (Singapur). Vir: Bloomberg.

Slika 2: Gibanje delniških indeksov petih padajočih azijskih trgov v obdobju od 1.1. do 27.8.2010 (v lokalnih valutah)



Op.: Prikazano je gibanje indeksov z Bloomberg oznako TWSE (Tajvan), AS25 (Avstralija), HSCEI (Kitajska), VNINDEX (Vietnam) in NKY (Japonska).

Tabela 1: Spremembe delniških indeksov držav iz regije Azija/Oceanija v lokalnih valutah, preračunane v eure in spremembe vrednosti lokalnih valut, vse v obdobju od 1.1.2010 do 27.8.2010.

Država	Indeks	Spr. indeksa (lokalna valuta)	Spr. indeksa (prerač. v EUR)	Spr. vred. valute
Tajska	SET Index	22,6%	47,2%	24,7%
Indonezija	JCI Index	22,5%	44,0%	21,5%
Malezija	KLCI Index	10,9%	36,3%	25,4%
Singapur	STI Index	1,4%	18,4%	17,0%
J. Koreja	KOSPI Index	2,8%	12,7%	9,9%
Tajvan	TWSE Index	-5,7%	6,2%	11,9%
Japonska	NKY Index	-14,7%	4,5%	19,2%
Avstralija	AS25 Index	-10,4%	0,1%	10,5%
Kitajska	HSCEI Index	-10,9%	0,0%	10,9%
Vietnam	VNINDEX Index	-13,3%	-7,3%	6,0%

Vir: Bloomberg, lastni preračuni.

V primerjavi z zahodnimi trgi lahko ugotovimo, da se je večina azijskih odrezala bolje. Indeks evropskih delnic S&P Europe 350 je letos izgubil 1,5%, ameriški S&P 500 pa je porasel za dobrih 7% (po zaslugi skoraj 13 odstotne rasti tečaja USD proti EUR).

Merjeno s primerjalnim indeksom podsklada NFD Azija/Oceanija, v katerem imajo največjo utež japonske, kitajske in avstralske delnice, pa je regija Azija/Oceanija v obdobju od začetka leta pridobila slabih 6% (merjeno v EUR).

Azijske delnice so že v letu 2009 beležile višjo rast od tistih na Zahodu in ta trend se ohranja tudi v letu 2010. Glavni razlog za to so bolj zdrave javne finance azijskih držav, ugodnejša demografska slika ter rezerve pri produktivnosti in gospodarski rasti (uvajanje tehnoloških inovacij v proizvodne procese, rast delovno aktivnega prebivalstva).

Seveda ima tudi ta rast svoje meje, ki jih med drugim določajo predvsem povpraševanje na njihovih izvoznih trgih, ti pa so v veliki meri na razvitem Zahodu. Tako smo lahko v letošnjem letu na trgih, tudi azijskih, ponovno začutili več negotovosti, katere iniciator je bila Grčija s svojim javnofinančnim fiaskom. Zaradi negotove prihodnosti eura, spričo katere je njegova vrednost v letošnjem letu precej padla, se je podražil izvoz v Evropo. Hkrati je Kitajska, ki je poleg držav na Zahodu najpomembnejši tržišče, uvedla vrsto restriktivnih ukrepov, s katerimi želi ohladiti svoj nepremičninski trg in pregreto gospodarstvo, ki je v prvem četrtletju poraslo za skoraj 12% glede na tisto v enakem lanskem obdobju.

Nadpovprečne stopnje rasti v regiji na eni ter težave globalnega gospodarstva na drugi strani, so rezultirale v solidni rasti večine tečajev na azijskih borzah, ki je bila, predvsem po zaslugi rasti vrednosti lokalnih valut proti euru, v nekaterih primerih izredno visoka (Tajska, Indonezija, Malezija). K temu je pripomogla tudi vrnitev tujega kapitala, ki po rasti v letu 2009, okrepljenem zaupanju in pomanjkanju dovolj donosnih naložb, ponovno išče priložnosti v Aziji. Po trendu zmanjševanja neto denarnih prilivov iz ZDA, ki je trajal od leta 2006 do začetka leta 2009, so se ti v lanskem in letošnjem letu okrepili in postali pozitivni¹.

Rast borznih tečajev je trenutna vrednotenja večine azijskih trgov približala zgodovinskim povprečjem (razmerje med ceno in trenutnim dobičkom na delnico), v nekaterih primerih pa so vrednotenja še precej nizka (upoštevaje profitne marže in donosnost kapitala) – kot je to v primeru Vietnama, Singapurja ali Južne Koreje (Tabela 2).

Tabela 2: Relativna vrednotenja izbranih azijskih držav, v obdobju od 1.1.2003 do 31.12.2008 (zadnji celotni borzni cikel)

Država	Indeks	Trenutna vrednost P/E	Zgodovinska povp. vred. P/E (mediana) ⁽²⁾	Odstopanje od zgod. povp. (%)	Trenutna profitna marža (PM)	PE to PM ⁽³⁾	Trenutni ROE	PE to ROE ⁽³⁾
Vietnam	VNINDEX Index	9,9	24,6	-59,7%	25,88	0,38	25,6	0,39
Singapur	STI Index	11,8	N.P. ⁽¹⁾	N.S. ⁽¹⁾	32,75	0,36	17,9	0,66
J. Koreja	KOSPI Index	11,4	11,6	-1,5%	19,03	0,60	16,3	0,70
Kitajska	HSCEI Index	13,4	13,0	2,8%	20,49	0,65	16,8	0,79
Tajska	SET Index	11,5	11,5	0,3%	14,87	0,96	17,7	0,80
Malezija	KLCI Index	15,0	15,3	-1,9%	21,83	0,79	19,0	0,90
Tajvan	TWSE Index	15,8	16,9	-6,3%	23,71	0,63	16,0	0,93
Indonezija	JCI Index	14,8	14,9	-0,8%	19,37	1,61	30,0	1,04
Avstralija	AS25 Index	15,1	15,4	-2,2%	16,18	1,06	13,9	1,23
Japonska	NKY Index	22,5	23,2	-3,0%	5,14	4,37	7,8	2,89

Opombe:

1. N.P. = ni podatka, N.S. = ni smiselno;
2. Podatki o zgodovinski povp. vred. P/E za Vietnam so izračunani na podlagi podatkov v obd. od jan. 2006 do konca 2008, podatki za Avstralijo pa od jul. 2003 do konca 2008.
3. Op.: »PE to PM« = PE / PM; PE*PM=P/S. »PE to ROE« = PE / ROE; PE*ROE=P/B

Vir: Bloomberg, lastni preračuni.

UTRIP IN PRIČAKOVANJA

Razpoloženje vlagateljev se je po objavah počasnejše rasti, tako v razvitih kot največjih razvijajočih se gospodarstvih, seveda ponovno poslabšalo, povečala se je tudi volatilitnost na trgih. Špekulacije o dvojnem dnu so bolj žive, dodatno skrb pa vzbuja vprašljivost uspešnosti morebitnih novih ukrepov centralnih bank in držav, ki so si že s prvim valom reševalnih paketov »pridelale« precejšnje dolgove.

Glede na trenutna cenovna vrednotenja, predvsem glede na razmerje med cenami delnic in trenutnimi dobički družb, v bližnji prihodnosti (do konca leta) ne moremo pričakovati posebne rasti delniških tečajev v azijski regiji, v najboljšem primeru bodo ti stagnirali ali beležili minimalne rasti. Cenovni večkratniki dobičkov, ki so trenutno okoli svojih povprečij ter nizki večkratniki knjigovodskih vrednosti in vrednosti prodaje, sicer sami po sebi ne bi bili razlog za takšno napoved, poglaviten vzrok tiči v trenutnih razmerah v realnem sektorju, tako v azijskih državah kot na njihovih izvoznih trgih na Zahodu. Le-te in pa napovedi za bližnjo prihodnost ne obetajo rasti dobičkov družb, prej nasprotno. Kot rečeno so vse bolj žive špekulacije o dvojnem dnu na Zahodu, hkrati pa največji razvijajoči se gospodarstvi v Aziji, Kitajska in Indija, uvajata restriktivne ukrepe zaradi prehitre rasti v preteklih četrletjih. Tudi Japonska ima obilo težav, ne samo zaradi šibkega ameriškega povpraševanja, temveč tudi zaradi močnega jena (posledično drag izvoz), ki se je izkazal za izredno trdoživega v boju z ukrepi japonske centralne banke za njegovo oslabitev.

Mitja Svoltjšak, upravljavac IS

mitja.svoljsak@nfd.si