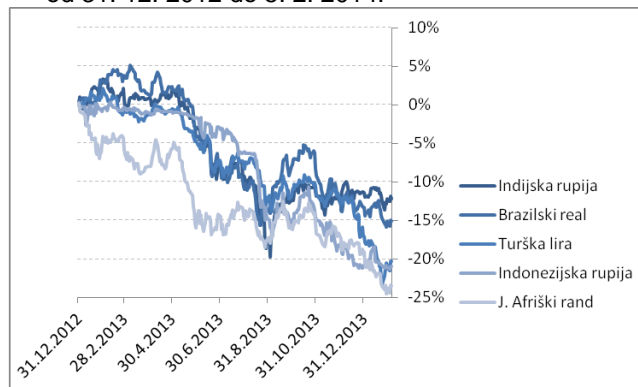


Se lahko azijska finančna kriza ponovi?

Pozornost vlagateljev je zadnje mesece, posebno pa zadnje tedne, močno usmerjena v valute držav Turčije, Brazilije, Indije, Indonezije in Južne Afrike, ki so se znašle na seznamu problematičnih trgov v razvoju, t.i. "krhkih pet" (*ang. Fragile Five*). Vlagatelji se namreč bojijo, da bi nadaljevanje upadanja vrednosti valut omenjenih držav glede na ameriški dolar (Slika 1) imelo širše razsežnosti, podobno kot v času latinske dolžniške krize v osemdesetih (Tekila efekt) in azijske finančne krize v poznih devetdesetih. Se bo torej kriza razvijajočih se trgov letos poglobljala in okužila tudi preostali svet, ali pa smo priča le povrnitvi v »normalna« uravnotežena razmerja in je bil januarski preplah pač zgolj preplah?

Slika 1: Gibanje izbranih valutnih tečajev v obdobju od 31. 12. 2012 do 5. 2. 2014.

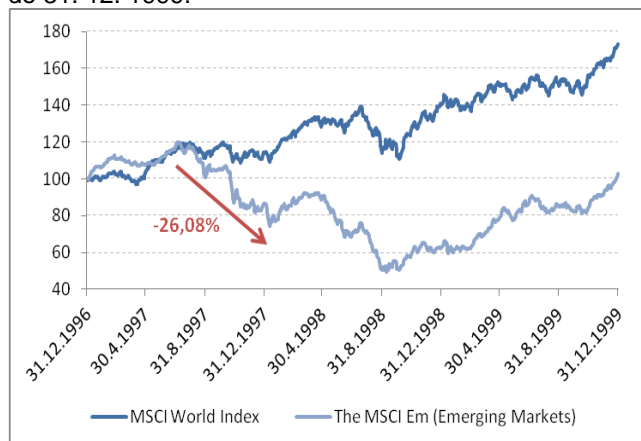


Vir: Bloomberg, 6. 2. 2014

Posledice padcev valut – kratek pregled zgodovine

Azijska finančna kriza je leta 1997 zajela velik del vzhodne Azije ter vzbudila strah vlagateljev zaradi nevarnosti globalnega širjenja. Začetek te finančne krize je povezan s strmoglavljenjem tajske valute bath, potem ko je bila tamkajšnja vlada zaradi pomanjkanja deviznih rezerv za podpiranje fiksnega menjalnega razmerja prisiljena sprostiti tečaj. Nezmožnost pravočasne poravnave obveznosti, denominiranih v tuji valuti, je Tajsko pripeljala na rob bankrota, kar je privedlo do panike med vlagatelji ter padca valut in borznih trgov mnogih južnovzhodnih azijskih držav. Vpliv t.i. »azijske gripe« so borzni trgi čutili tudi drugod po svetu. Panika vlagateljev se je med drugim poznala tudi v ZDA, saj je borzni indeks Dow Jones zaradi enodnevnega padca (-7,2 %) doživel manjši zlom. Omenjeni indeks je v preostanku leta nadoknadil večino izgubljene vrednosti in zaključil s pozitivno letno donosnostjo, podobno pa je veljalo tudi za svetovni borzni indeks, medtem ko so delniški trgi držav v razvoju občutno izgubili na vrednosti (Slika 2).

Slika 2: Gibanje svetovnega borznega indeksa razvitih držav - MSCI World in borznega indeksa trgov v razvoju - MSCI Em (v USD) v obdobju od 31. 12. 1996 do 31. 12. 1999.



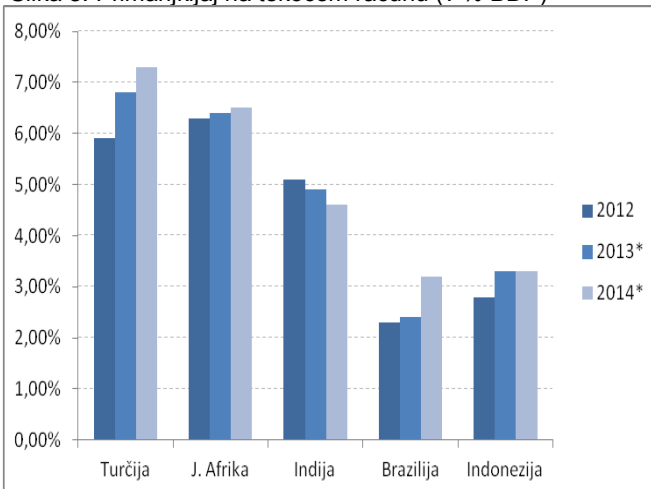
Vir: Bloomberg, 6. 2. 2014

Druga takšna kriza, povezana z močnim padcem valut, sega v čas naftnih šokov, ko so si latinskoameriške države zaradi financiranja industrializacije ter tudi zaradi močne rasti cen nafte na mednarodnih trgih izposojale čedalje večje vsote, medtem ko je dolg držav vztrajno naraščal. Istočasno je kombinacija upočasnjevanja svetovne gospodarske rasti in rasti obrestnih mer v ZDA ter Evropi povzročila rast stroškov zadolževanja držav Latinske Amerike. Sledil je padec valutnega tečaja mehiškega pesa, kar je državo potisnilo v insolventnost, saj ni bila več sposobna poravnati zunanjega dolga. Za veliko slabost se je v tej krizi izkazal predvsem kratkoročni dolg, saj ga države Latinske Amerike zaradi zaprtega dostopa do mednarodnih kapitalskih trgov niso bile več zmožne refinancirati.

Trenutna valutna kriza - kje so nevarnosti?

Nekateri investitorji vidijo tokratno nevarnost v usihanju kapitalskih tokov na trgih v razvoju, od katerih so odvisne zlasti Indija, Južna Afrika in Turčija. Kapitalske prilive namreč potrebujejo za financiranje visokega primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance (Slika 3) – uvoz teh držav je bistveno višji od izvoza. Kot smo videli iz prej navedenih primerov, je takšno zadolževanje lahko za državo usodno, zlasti v primeru poslabšanja gospodarske perspektive posamezne države. V zadnjem letu se je bojazen vlagatelj ravnal v povezavi s perspektivo trgov v razvoju povečala, in sicer zaradi pričakovane nižje gospodarske rasti. Gospodarsko ohlajanje so še nekoliko pospešili kapitalski odlivi, ki niso posledica zgolj slabše napovedi o gospodarski rasti, temveč tudi spremembe v denarni politiki ameriške centralne banke Fed. V pričakovanju višje ameriške gospodarske rasti, inflacije ter dviga splošne ravni obrestnih mer je namreč že krepko porasla zahtevana donosnost na 10-letne ameriške državne obveznice.

Slika 3: Primanjkljaj na tekočem računu (v % BDP)



Vir: IMF, * napoved

Beg kapitala iz trgov v razvoju je močno zamajal valutne tečaje Turčije, Brazilije, Indije in Južne Afrike ter zaradi rasti stroškov zadolževanja, zmanjšal sposobnost izposoje držav na mednarodnih trgih. Ravno tako kot odhajajoča plima, ki razkrije skrite čeri v visoki vodi, tako sedaj odlivanje kapitala razkriva težave držav trgov v razvoju – v primeru »krških pet« zlasti visok primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance.

Kakšne so napovedi - bo tokrat drugače?

Primerjava trenutne valutne krize na trgih v razvoju z azijsko finančno krizo v devetdesetih postreže z določenimi podobnostmi. Takrat je ohlapna monetarna politika ameriške centralne banke in japonske centralne banke BOJ vodila do kapitalskih prilivov na trge v razvoju, zlasti v Azijo. Tudi takrat je v ZDA prišlo do spremembe ohlapne monetarne politike, kar je privedlo do dviga obrestnih mer in spremembe kapitalskih tokov. Tukaj pa se vse podobnosti tudi končajo. Glede na trenutno začrtano politiko ameriške centralne banke Fed je tokrat bolj verjeten scenarij postopnega dviga obrestnih mer v ZDA, medtem ko je bil v času azijske krize dvig obrestnih mer dokaj hiter. To daje trgov v razvoju več časa, da se uspešno prilagodijo okolju naraščajočih obrestnih mer. Poleg tega so trgi v razvoju zaradi pretekle grenke izkušnje na krizo veliko bolj pripravljeni. Centralne banke azijskih držav imajo tudi veliko večje devizne rezerve kot v preteklosti in jih verjetno ne bodo zapravile za obrambo fiksnega valutnega razmerja. Bolj verjetno je, da bodo države raje z zmanjšanjem uvoza delovale v smeri odpravljanja primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance in s tem zmanjšale potrebo po zunanjem financiranju.

Zaradi navedenih razlogov ocenjujemo, da je tveganje ponovitve razsežnosti krize iz devetdesetih relativno majhno. Povečana nervoza med vlagatelji sicer v prihodnosti lahko povzroči večja nihanja tečajev svetovnih borznih indeksov, vendar pa zaradi kapitalskih odlivov iz trgov v razvoju, močnejših pretresov na kapitalskih trgih ne gre pričakovati. Najbolj verjeten scenarij tako ostaja zgolj nadaljevanje ohlajanja gospodarske rasti trgov v razvoju, ki pa je bolj posledica strukturnih težav v razvijajočih državah kot pa bega kapitala vlagateljev. Slednje pa so vlagateljem poznane že dlje časa, zaradi česar je verjetnost, da bi nadaljevanje krčenja razvijajočih gospodarstev imelo negativni vpliv na nadaljevanje okrevanja v ZDA in Evropi, dokaj majhna.

Zaradi znatnih padcev tečajev borznih indeksov trgov v razvoju so postala vrednotenja tamkajšnjih delniških naložb ugodnejša (kazalnik P/E = 10,75), zaradi česar ocenjujemo, da je za dolgoročne vlagatelje, ki svoje naložbene odločitve sprejemajo s poudarkom na temeljnemu vrednotenju in jih trenutna nervoza investitorjev glede trgov v razvoju ne skrbi, smiselno da v okviru razpršitve delniških naložb ohranijo delež naložb iz trgov v razvoju.

Martin Podberšič
upravitelj premoženja

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana, 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 oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 67/07, 100/07 popr., 69/08 in 40/09; v nadaljevanju: ZTFI), 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 389. člena ZTFI. 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 373. členu ZTFI. 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, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalnih 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 dovoljenja avtorja ni dovoljeno.