



Naložbeni**mozaik**

Naložbeni**mozaik**

VSEBINA

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Uroš Vek,
upravljavec premoženja,

02/229 1999, uros.vek@infond.si

ČLANA:

Aleš Šoba, CFA,
upravljaec – analitik,
02/229 1686, ales.soba@infond.si

mag. Jure Dubravica,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 2782, jure.dubravica@infond.si

AVTORJA ČLANKOV

Aleš Šoba, CFA,
upravljaec – analitik,
02/229 1686, ales.soba@infond.si

Uroš Vek,
upravljaec naložb,
02/229 1999, uros.vek@infond.si

<u>3</u>	Povzetek
<u>4</u>	Slovenija: Iz vzorne države v črno ovco Uroš Vek
<u>16</u>	Pribitek za kapitalsko tveganje (equitz risk premium - erp) Aleš Šoba, CFA
<u>25</u>	Literatura
<u>27</u>	Kazalo tabel in kazalo slik

Povzetek

V tej številki mozaika podrobneje analiziramo gospodarsko sliko Slovenije in predstavljamo, kako je nastal velik preobrat: od države, ki je bila vzor ostalim, ki je veljala za sinonim varčevanja in upoštevanja pravil ter je imela javne finance pod nadzorom, do države z velikimi težavami. Trenutno je Slovenija v središču pozornosti mednarodnih vlagateljev. Pozornosti te vrste si verjetno najmanj želi. V letih od osamosvojitve in še posebno v zadnjih desetih letih sta bila ekonomska politika in razvojni model Slovenije napačna. Koncept nacionalnega interesa je izpuhtel in čezmerna zadolženost državo trenutno drago stane (dobesedno).

Iz analize izhaja, da se že pet let makroekonomski indikatorji slabšajo, medtem ko so ostale države izpeljale reforme in naredile preboj. V procesu razdolževanja Slovenija ni naredila koraka naprej. Ključna sektorja, podjetniški in finančni, sta še zmeraj v začaranem krogu prezadolženosti. Na drugi strani se je javni dolg od svetovne finančne krize povzpел na slabih 54 % bruto družbenega proizvoda (BDP). Podjetja vse težje odplačujejo posojila, razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom je bistveno nad evropskih povprečjem. Finančni sektor v mednarodni primerjavi izkazuje relativno visok delež slabih posojil. Hkrati je, v evropski primerjavi, na strani virov nadpovprečno odvisen od tujega financiranja. Pot do okrevanja sestavlja kombinacija ukrepov, ki je usmerjena v razdolžitev finančnega in podjetniškega sektorja ter prenos del bremena na državo oz. davkoplačevalce. Temu mora slediti konsolidacija javnih financ, ker bo sicer makroekonomska slika postala nevzdržna.

Druga tema, ki smo jo obravnavali v tem mozaiku, je namenjena eni najpomembnejših mer v financah (pribitek za kapitalsko tveganje), ki je v zadnjem času znova deležna velike pozornosti. Mit, da je pribitek za kapitalsko tveganje vedno pozitiven oziroma konstanta, se je razblinil v

preteklem desetletju, ko so delnice močno zaostale za donosi obveznic. Danes slišimo, da je glavni razlog, zakaj so delnice najatraktivnejša naložbena skupina, to, da je pribitek za kapitalsko tveganje višji od zgodovinskih povprečij. Kaj sploh je pribitek za kapitalsko tveganje? Če pogledamo več različnih virov, vidimo, da obstaja veliko konceptov. Ker je to zelo pomembna mera, ki vpliva na odločitve vlagateljev, kako alocirati sredstva med različnimi naložbami, je ključno, da odgovorimo na osnovno vprašanje: kaj sploh je in koliko znaša danes?

Kljub najvišjim tečajem v zgodovini (S&P 500) je pri delnicah še nekaj prostora za rast, preden bomo prišli v nevarno območje. Tako ostajajo zanimivejša naložba, kot so obveznice, kar potrjuje nadpovprečen pribitek za kapitalsko tveganje, ki po nekaterih modelih ni bil tako visok vse od začetka 1980. let.

Slovenija v središču pozornosti

Pribitek za tveganje?

Delnice še vedno zanimivejše od obveznic



Uroš Vek

Makroekonomski kazalci
v vse slabši

Izboljšanje se pričakuje
2014

Svetla izjema je tekoči
račun plačilne bilance

Slovenija: Iz vzorne države v črno ovco

Po dveh letih je Slovenija ponovno stopila v recesijo, t.i. »dvojno dno (double dip)«. V letu 2012 je padec gospodarske aktivnosti znašal 2,3 %, v predhodni recesiji leta 2009 pa je bil padec večji, in sicer 7,8%. Gospodarski problemi Slovenije se kopičijo že vse od svetovne finančne recesije, kar je razvidno iz spodnje tabele. Ključni makroekonomski kazalniki, kot so gospodarska rast, javni dolg in brezposelnost so slabši kot leta 2007. Javni dolg in brezposelnost sta se v prikazanem obdobju več kot podvojila. Investicije v osnovna sredstva so v strukturi BDP-ja padle za več kot 10 odstotnih točk. Rast zasebne potrošnje je bila lani prvič od osamosvojitve negativna.

OECD v prihodnjem letu Sloveniji napoveduje nadaljevanje krčenja gospodarske aktivnosti, v letu 2014 pa naj bi ponovno imela rast. Prav tako pričakujejo poslabšanje razmer na trgu dela, brezposelnost naj bi namreč zrastle na skoraj 10 %. Tekoči račun plačilne bilance je edini makroekonomski kazalnik, ki se je opazno izboljšal. V letih gospodarske rasti je Slovenija izkazovala primanjkljaj, leta 2012 pa je presežek znašal 2,5 %. OECD v prihodnjih letih napoveduje nadaljevanje in celo podvojitev presežka na tekočem računu. Razlog za izboljšanje je nižji uvoz, predvsem zaradi recesije in nižje domače potrošnje.

Tabela 1: Pomembnejši makroekonomski kazalniki Republike Slovenije

realne rasti v %, razen kjer ni drugače navedeno

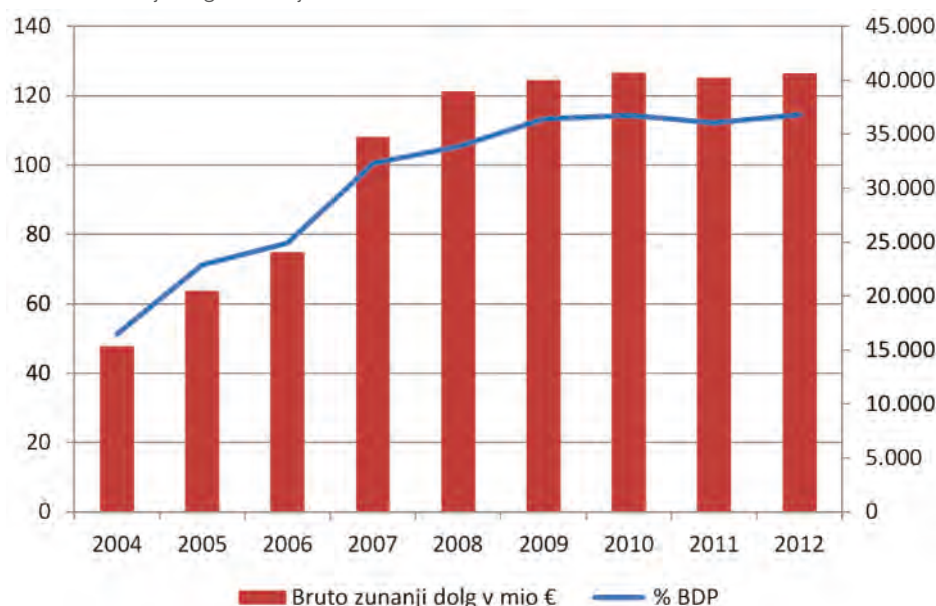
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P*	2014P*
Bruto domači proizvod	7	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,3	-2,1	1,1
BDP na prebivalca v € (tekoče cene)	17.135	18.420	17.415	17.379	17.620	17.244		
Zasebna potrošnja (delež v BDP v %)	52,5	52,6	55,7	57,2	57,8	58,3		
Državna potrošnja (delež v BDP v %)	17,3	18,1	20,1	20,7	20,8	20,6		
Investicije v OS (delež v BDP v %)	27,8	28,6	23,1	20,1	18,5	17,4		
Stopnja registrirane brezposelnosti	7,7	6,7	9,1	10,7	11,8	12		
Stopnja brezposelnosti ILO	4,9	4,4	5,9	7,3	8,2	8,9	9,7	9,8
Inflacija (povprečje leta)	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,6	2,3	1,8
Saldo tekočega računa PB (delež v BDP v %)	-4,8	-6,2	-0,7	-0,6	0	2,5	5,1	6,4
Javni dolg	23,1	22	35	38,6	46,9	53,9	58,5	61

*Projekcije za leto 2013 in 2014 so napovedi OECD.
Vir: UMAR in OECD.

Pred svetovno-finančno krizo je Slovenija imela visoko gospodarsko rast, nizko brezposelnost in zadolženost. Ključni steber rasti je bil lahek dostop do tujih posojil. Slovenski zunanji dolg je v zgolj osmih letih zrastle za več kot 2,6-krat, in sicer s 15,3 milijarde € na 40,6 milijarde €. V deležu BDP-ja se je s polovice povečal na

preko 114 %. Med gospodarsko rastjo se je dolg povečeval za okrog 3-5 milijarde € na letni ravni, izstopa pa leto 2007. Takrat se je zunanji dolg povečal za več kot 10 milijard €. Rast zadolževanja v tujini se v zadnjih letih umirja in ostaja na ravni dobrih 40 milijard €.

Slika 1: Zunanji dolg Slovenije



Zunanji dolg pomeni vse dolžniške obveznosti rezidentov do nerezidentov.
Vir: UMAR.

Zunanji dolg zrastle za
10 milijard €

Dolg ključna ovira do napredka

Zgodba Slovenije je v marsičem podobna krizam iz zgodovine, kot so svetovna gospodarska kriza iz leta 1929, azijska finančna kriza iz leta 1997 in zadnja svetovna finančna kriza iz leta 2008. Skupen imenovalac vseh je bil previsok dolg, njegova posledica pa proces razdolževanja. Le-ta je dolgotrajen, boleč in zahteva veliko truda pri sprejemanju strukturnih reform.

V svetu zadolženost, merjena v deležu BDP-ja, raste že več desetletji. Vendar se je od zadnjega desetletja prejšnjega tisočletja tempo pospešil. Skupen dolg desetih najbolj razvitih držav je zrastle z 200 % leta 1995 na 300 % BDP-ja leta 2008. Izjeme so bile Nemčija, Švica in Japonska ter države v razvoju, ki niso sledile ustaljenemu vzorcu. Svetovalna družba McKinsey (2012) je objavila študijo svetovnega dolga in razdolževanja. Privatni dolg desetih analiziranih gospodarstev se je od leta 2008, ko je dosegel vrh, znižal za 1,5 trilijona \$ oz. za 2 % do prvega četrtletja 2011. Na drugi strani se je javni dolg zvišal za 7,8 trilijona \$ oz. za 26 %. Zaradi tega se

je dvignil dolg vseh držav, medtem ko se je delež dolga v BDP-ju povzpela v sedmih od desetih držav. V ZDA, Južni Koreji in Avstraliji je delež dolga padel.

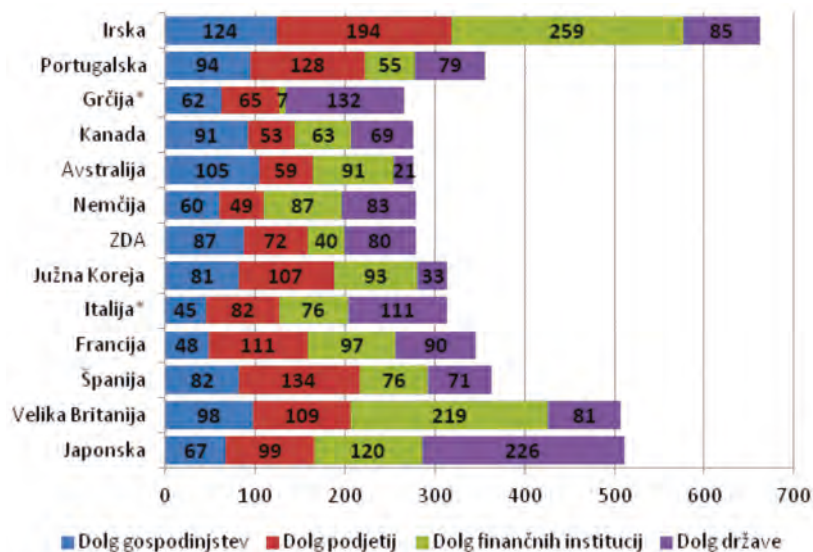
Dolg države je sestavljen iz javnega in privatnega dolga, slednji se deli na dolg gospodinjstev, podjetij in finančnih institucij. Struktura dolga se med državami močno razlikuje in je pomemben faktor, ki določa proces razdolževanja. Japonska ima velik delež javnega dolga v celotni strukturi dolga, medtem ko je delež dolga gospodinjstev pod povprečjem. Privatni dolg, predvsem finančnih institucij, predstavlja velik delež celotnega dolga Velike Britanije. ZDA, Kanada in Avstralija beležijo velik delež dolga gospodinjstev. Države v razvoju imajo nižji nivo dolga od razvitih, kar pa ne pomeni, da ne bodo imele težav pri pridobivanju virov financiranja. Povprečno razmerje med celotnim dolgom in BDP-jem največjih razvitih držav je 348 %, medtem ko na Kitajskem znaša 184 %, v Braziliji 148 %, Indiji 122 % in Rusiji 72 %.

Slovenska kriza podobna
ostalim

Zadolženost raste že več
desetletij

Slika 2: Struktura dolga izbranih držav

Povprečje razvitih držav 348% BDP-ja



Podatki so podani v % za drugo četrtletje 2011.

*Podatki za prvo četrtletje 2011.

Vir: McKinsey.

Celoten dolg Slovenije znaša slabih 196 % BDP-ja, kar je pod povprečjem razvitih držav in bistveno manj od Irske, Japonske, Velike Britanije in Španije. Rast v razmerju do BDP-ja je v petih letih znašala 55,9 odstotne točke. Podrobnejša analiza strukture dolga odkriva, da sta bila javni dolg, ki je leta 2012 narasel na 54 %, in dolg gospodinjstev relativno nizka. Dolg finančni institucij je prav tako relativno nizek, saj predstavlja zgolj 14,5 % BDP-ja, vendar se je v petih letih podvojil. V analizo smo zajeli zgolj bančni sektor, ker

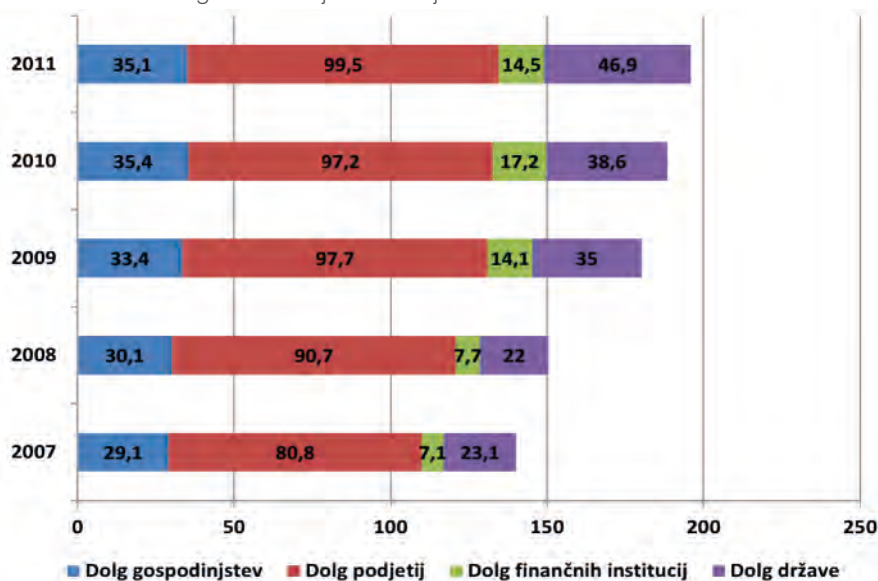
podatkov o ostalih finančnih institucijah nismo uspeli pridobiti. Zadolženost finančnega sektorja je nižja zgolj v Grčiji, medtem ko ostale države izkazujejo bistveno višjo zadolženost. Na drugi strani nadpovprečno izstopa dolg podjetij, ki je višji še zgolj v petih državah.

Ključni faktor zaviranja gospodarske rasti tako izhaja iz prezadolženosti podjetij ter prepočasnega procesa razdolževanja.

Slovenija pod povprečjem

Slika 3: Struktura dolga v Sloveniji v % BDP-ja

V 5 letih se je dolg izjemno povečal



Dolg finančnih institucij – izdani VP in podrejeni dolg bančnega sektorja.

Vir: Banka Slovenije, Ministrstvo za finance in Eurostat.

Proces razdolževanja se sploh še ni začel

V prvi številki Mozaika smo problem razdolževanja na svetovni ravni obravnavali globlje. V nadaljevanju bomo povzeli ključne ugotovitve najnovejših študij¹ in predstavili vzorčni primer Švedske.

Države, ki so brez večjih makroekonomskih pretresov izpeljale proces razdolževanja, so morale uspešno krmariti med obsegom in hitrostjo zniževanja dolga, proračunskega primanjkljaja, transferju premoženja od bogatejših k revnejšim in monetizaciji (ekspanzivna monetarna politika) dolga. Vsak izmed dejavnikov znižuje delež dolga v BDP-ju, a njihov vpliv na inflacijo in rast se razlikuje. Zniževanje dolga in proračunskega primanjkljaja ima deflacijske in recesijske učinke, monetizacija dolga pa inflacijske in stimulative učinke. Odvisno od kombinacije ukrepov Ray Dalio (2012, 3) razlikuje tri pristope razdolževanja:

- deflacijsko razdolževanje – ni poudarka na ekspanzivni monetarni politiki, nominalne rasti BDP-ja so nižje od nominalnih obresti, ni devalvacije valute, delež dolga v BDP-ju stagnira ali rahlo pada, ker ni bistvenih razlik v stroških financiranja in rasti;
- vzorčno razdolževanje – kombinacija ekspanzivne monetarne politike, devalvacije valute in kasnejšega zniževanja proračunskega primanjkljaja. Rasti BDP-ja so višje od nominalne obrestne mere, delež dolga v BDP-ju se zniža;
- inflacijsko razdolževanje – močan poudarek na ekspanzivni monetarni politiki in devalvaciji valute, kar povzroči hiperinflacijo.

McKinsey je v študiji ugotovil, da v večini primerov razdolževanje poteka v dveh fazah. Najprej se začne v privatnem segmentu, delež javnega dolga pa še narašča. Država poskuša nadomestiti izpad povpraševanja s spodbujanjem gospodarstva. Šele v drugi fazi se prične zniževati dolg javnega sektorja.

Švedska je v 90-ih letih 20. stoletja izpeljala podoben proces, ki je vzorčen primer za podrobnejšo analizo. Država je v 80-ih letih opravila deregulacijo finančnega sistema, ta pa je spodbudila dodatno kreditno povpraševanje. Delež privatnega dolga na Švedskem se je povzpел s 46 % v letu 1980 na 124 % BDP-ja leta 1989. Povzročil je nepremičninski in borzni balon. Po puku balona je gospodarstvo prešlo v recesijo in doživelo valutno deprecijacijo. Vlada je odreagirala in izvedla nezaželene strukturne reforme, ki so zajemale socialne transferje, delovno in pokojninsko zakonodajo ter deregulacijo nekaterih industrij.

V prvi fazi razdolževanja se je znižal delež dolga gospodinjstev, podjetij in finančnih institucij. To obdobje je spremljala recesija. V povprečju je padel delež privatnega dolga za dobro četrtino. Na drugi strani je rasel delež javnega dolga, saj so se zmanjšali davčni prihodki zaradi recesije in povečali izdatki za spodbujanje gospodarstva. Hkrati je država uvajala socialne in strukturne reforme, kar je kasneje omogočilo stabilno in trajnejšo gospodarsko rast.

V drugi fazi je sledilo razdolževanje javnega sektorja, kar je spodbudila ponovna gospodarska rast. Javni dolg se je nominalno dejansko povečal, vendar je bila rast počasnejša od realne rasti BDP in temu je svoje dodala še inflacija. Posledično je delež javnega dolga v BDP-ju začel padati.

Poudariti je potrebno, da se države, ki se trenutno ubadajo s prezadolženostjo, srečujejo s težjim makroekonomskim okoljem, saj je globalna gospodarska rast šibka in je malo prostora za fiskalno prilagajanje.

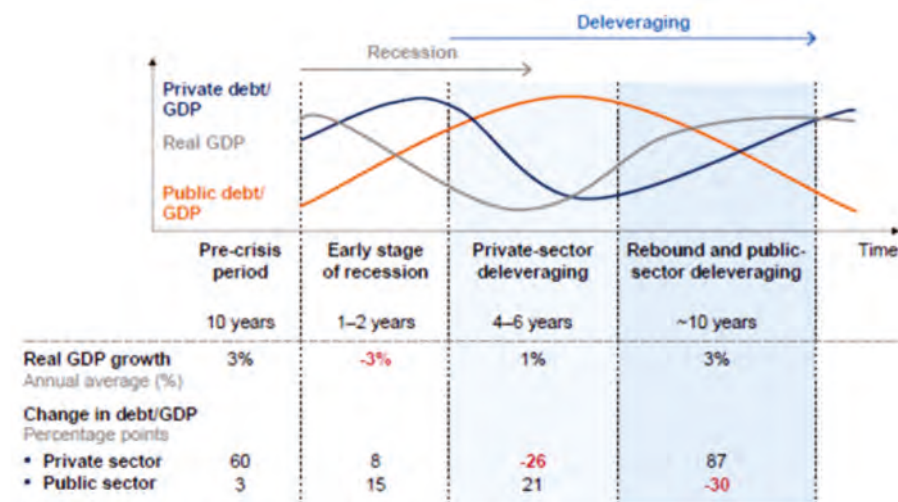
Švedska v 90-ih vzorno izpeljala razdolževanje

V prvi fazi se zniža privatni dolg

V drugi sledi javni sektor

¹ McKinsey Global Institute, Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth in Bridgewater – Ray Dalio, An In-Depth Look at Deleveragings.

Slika 4: Povzetek poteka vzorčnega razdolževanja na primeru Švedske



Vir: McKinsey, 2012.

Slovenija premalo agresivna

Slovenija je trenutno v prvi fazi, ki traja že od leta 2008 in je daljša od švedskega primera, ki velja za vzorčen primer reševanja prezadolženosti. Podrobnejši pregled gibanja skupnega dolga odkriva (glej sliko 3), da se skupni dolg v BDP-ju povečuje vse od svetovne-finančne krize. Skupni dolg se je od leta 2008 povzpela za 45,5 odstotne točke. Najbolj opazno je zrastle javni dolg, znotraj privatnega dolga pa predvsem dolg finančnih institucij in podjetij. V zadnjih letih

je sicer opaziti rahlo upadanje dolga finančnih institucij, vendar je to premalo agresivno. Slovenija je v prvi fazi recesije, kjer privatni kot javni dolg še naraščata. V prihodnje bo potrebno usmeriti ukrepe v dejansko razdolževanje, ko lahko pričakujemo opazno povečanje javnega dolga in znižanje privatnega, predvsem finančnega in dolga podjetij. To fazo bo spremljala nizka gospodarska rast oz. recesija.

Podjetniški sektor potrebuje korenito prestrukturiranje

Čezmerna zadolženost dejavnik zaviranja

V obdobju od izbruha svetovne finančne krize je med najpomembnejšimi zaviralnimi dejavniki poslovanja v ospredju čezmerna zadolženost slovenskih podjetij. Zato je bil v vsem tem obdobju dostop do virov financiranja, bodisi dolžniških ali lastniških, omejen. Podjetja med konjunkturo niso krepila lastniških virov financiranja, temveč so širitev poslovanja podpirala z rastjo posojil.

Dolg podjetij se je povzpela na 20,6 milijarde €

Zadolženost slovenskih podjetij pri bankah se je povzpela s 13 na preko 20,6 milijarde € v letih od 2006–2011, kar je rast za skoraj 60 %. Na drugi strani je bila rast depozitov v enakem obdobju zanemarljiva in je znašala zgolj 20,6%. Relativna neto zadolženost se je povzpela za 15 odstotnih točk, in sicer na 46,7% BDP-ja. Slovenska podjetja so imela

leta 2011 16,6 milijarde neto najetih posojil pri bankah.

Zadolženost slovenskih podjetij je očitna, tudi če opazujemo razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem. Kazalnik dolžniškega financiranja v evroobmočju je leta 2011 znašal okrog 70 %, v Sloveniji pa 143 %. Velik skok dolžniškega financiranja leta 2008 je predvsem posledica razvrednotenja lastniškega kapitala kot posledica padca vrednosti podjetij na Ljubljanski borzi. Podjetja so se sicer v preteklih letih razdolževala in pritoki lastniškega kapitala so bili pozitivni, vendar je bil tempo prepočasen. Od vrha v letu 2008, ko je doseglo 150 %, je dolžniško financiranje padlo za 7 odstotnih točk.

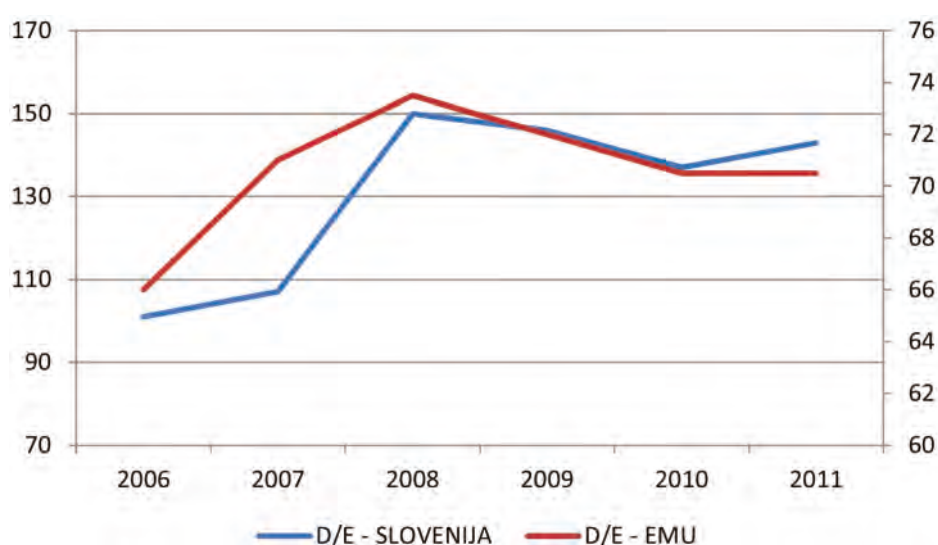
Tabela 2: Posojila in vloge podjetij pri bankah

	Zadolženost podjetij pri bankah		Vloge podjetij	Neto zadolženost	
	v mio €	v % BDP		v mio €	v % BDP
2006	13.019,70	41,9	3.341,10	9.678,60	31,20
2007	17.733,80	51,3	3.674,20	14.059,60	40,70
2008	21.003,70	56,3	3.711,80	17.291,90	46,40
2009	21.211,30	60,1	3.825,50	17.385,80	49,20
2010	21.282,90	60,1	4.032,70	17.250,20	48,70
2011	20.685,10	57,9	4.030,50	16.654,60	46,70

Vir: Banka Slovenija.

Neto zadolženost podjetij
pri 16 milijardah €

Slika 5: Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranje slovenskih podjetij (leva os) ter EMU (desna os)



Dolžniško financiranje
2-krat višje v Sloveniji

Vir: Banka Slovenije in Evropska centralna banka – Financial Stability Review.

Podjetja vse težje odplačujejo posojila

Sposobnost podjetij odplačevanja posojil iz tekočega poslovanja zaradi visoke zadolženosti se iz leta v leto slabša. Razmerje med dolgoročnimi obveznostmi² in EBITDA³ se je po letu 2007 dvignilo v večini dejavnosti. Dejavnost finančnega posredništva zaznamuje nizka sposobnost generiranja denarnega toka iz rednega poslovanja in visoka zadolženost, kar je povzročilo najvišje razmerje med dolgi in bruto denarnim tokom. Ob enakem EBITDA kot leta 2011 bi podjetja potrebovala 23 let za poplačilo vseh obveznosti. Visoko razmerje izkazujejo še sektor poslovanja z nepremičninami (11,5), gostinstvo (6,6),

promet – skladiščenje (6,1) in gradbeništvo (6). Med konjunkturo sta dejavnosti finančnega posredništva in poslovanje z nepremičninami imeli podoben vzorec oz. poslovni model, ki je temeljil na čezmernem zadolževanju podjetij ob hkratni pomanjkljivi presoji zmožnosti odplačevanja dolgov iz denarnih tokov. Na drugi strani je opaziti, da se je v celotni dejavnosti prometa – skladiščenja sposobnost odplačevanja obveznosti izboljšala. Leta 2009 je dejavnost potrebovala 19,5 leta, leta 2011 pa 6,1 leta za poplačilo dolgov.

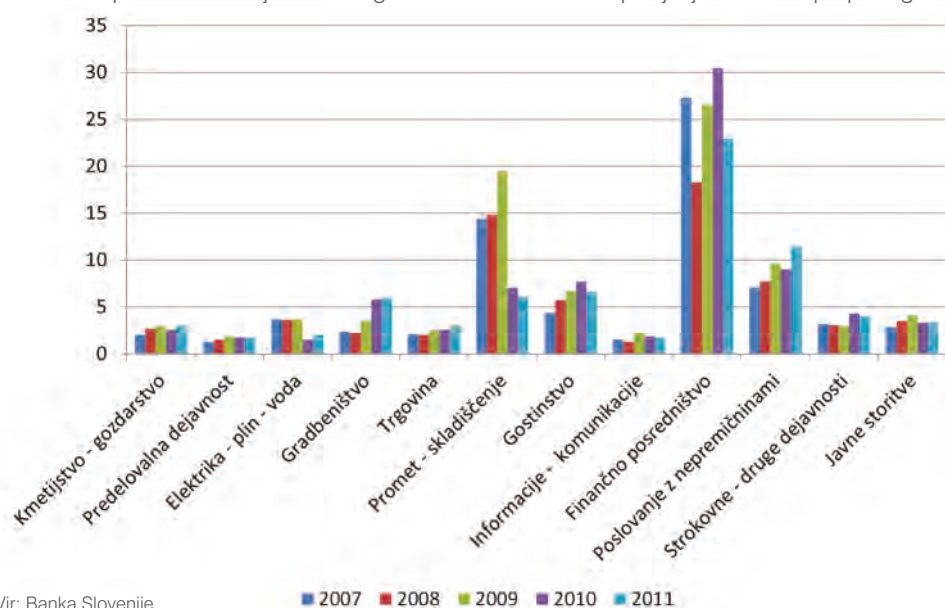
Razmerje dolg/EBITDA
previsoko

² Dolgoročne obveznosti = finančne in poslovne dolgoročne obveznosti do bank, dobaviteljev in drugih na zadnji dan določenega leta.

³ EBITDA = dobiček pred obrestmi, davki, deprecijacijo in amortizacijo (bruto denarni tok).

Finančno posredništvo in
poslovanje z
nepremičninami

Slika 6: Povprečno razmerje med dolgoročnimi obveznostmi podjetij in EBITDA po panogah



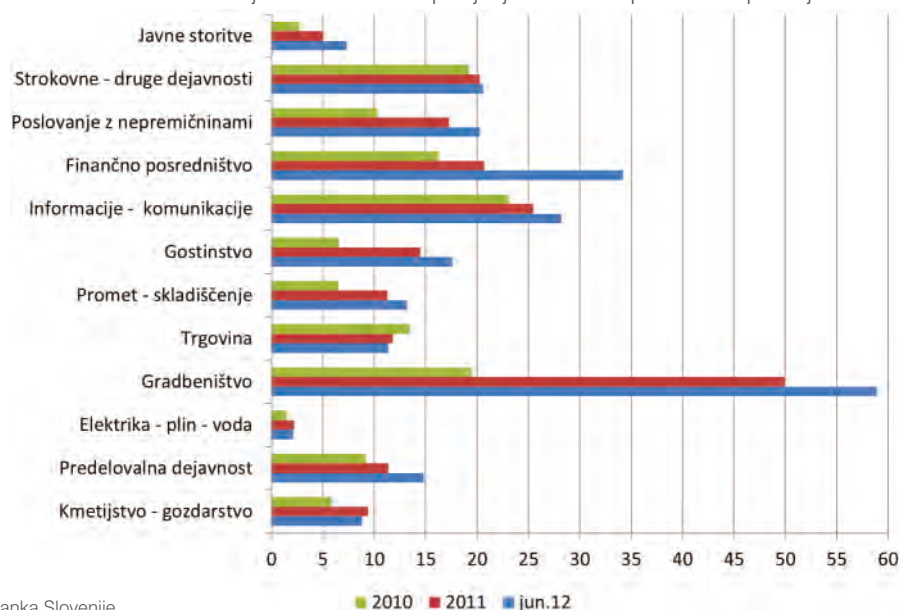
Vir: Banka Slovenije.

Največ slabih terjatev
v gradbeništvu

Slaba finančna slika slovenskega podjetniškega sektorja se zrcali tudi v povečevanju slabih terjatev⁴ do bank. Po deležu nedonosnih terjatev sta v ospredju gradbeništvo in finančno posredništvo, prvo s 58,9 % in drugo s 34,2 % vseh terjatev. V obeh dejavnostih je opazen velik skok v šestih mesecih do junija 2012, in sicer za 9 o.t. in 13,5 o.t. Na težaven položaj gradbenega sektorja kaže podatek, da 70 % vseh terjatev te dejavnosti zamuja s

plačilom obveznosti do bank. Skratka, verjetnost nadaljnjega naraščanja terjatev nad 90 dni je še naprej velika. Padanje gospodarske aktivnosti od druge polovice 2011 v Evropi je pustilo posledice na predelovalni dejavnosti, kjer so slabe terjatve narastle na 14,8 %. Najnižji delež slabih terjatev je v sektorjih električna – plin – voda (2,1%), javne storitve (7,3%) in kmetijstvo – gozdarstvo (8,8%).

Slika 7: Delež razvrščenih terjatev nefinančnih podjetij nad 90 dni pri bankah po dejavnostih



Vir: Banka Slovenije.

⁴ Slabe terjatve so tiste, katerih zamude pri odplačevanju posojil so daljše od 90 dni.

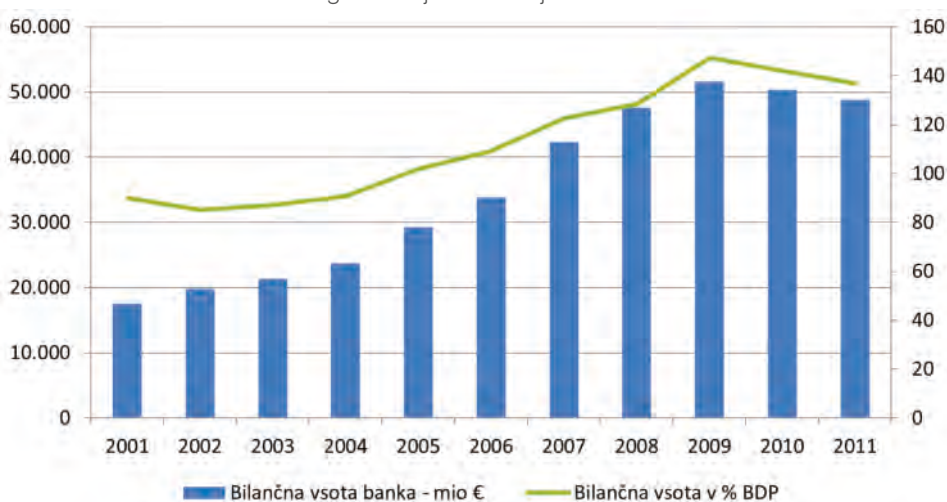
Finančni sektor majhen, a z veliko luknjo

Prezadolženost podjetniškega sektorja in trenutni problemi so močno povezani z rastjo bilančne aktive bančnega sektorja. Med konjunkturo je povprečna letna rast bilančne aktive znašala več kot 15 %. Najvišja posamična letna rast je bila med letoma 2005 in 2007, in sicer nad 20 %. Ekspanzija aktive je bila posledica nizkih obrestnih mer in lahkega dostopa do mednarodnih medbančnih virov

financiranja. Posledica potrebe po zunanjih virih financiranja, ker domačih preprosto ni bilo, je bilo povečanje zunanjega dolga. V letu 2007 se je le-ta povečal za 10 milijard €. Velikost celotnega bančnega sektorja je v obdobju desetih let zrastle za polovico na 137 % BDP-ja. Bančni sektor od 2009, ko je dosegel vrh, beleži padanje aktive. Gre za proces razdolževanje, ki pa je prepočasen.

Rast bilančne vsote v 2005 in 2007 nad 20%

Slika 8: Bilančna vsota bančnega sektorja v Sloveniji



Vir: Banka Slovenija.

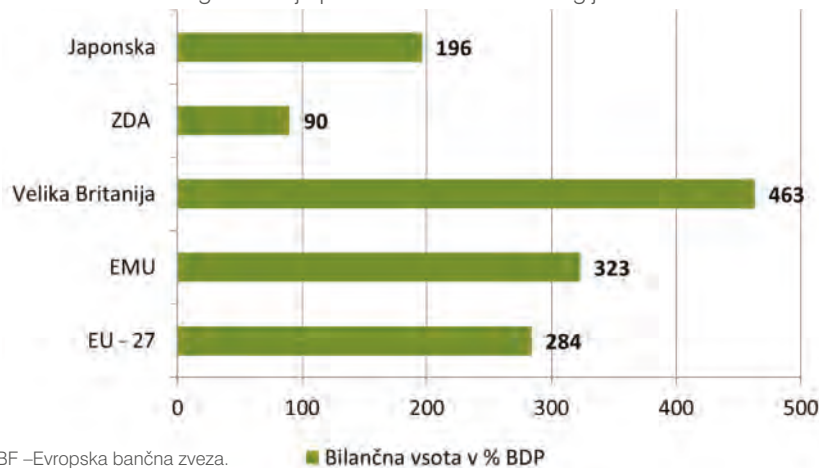
Bilančna vsota bank v Evropski monetarni uniji presega 300 % BDP-ja, medtem ko je v EU – 27 ta delež nekoliko manjši. Večji je še samo v Veliki Britaniji. To je predvsem posledica dejstva, da je London svetovni finančni center, kjer ima sedež veliko mednarodnih finančnih institucij. Na drugi

strani ameriški finančni sistem temelji na financiranju preko kapitalskega trga. Pomen bančnega sektorja je bil v ZDA vedno manjši kot v Evropi. V mednarodni primerjavi je slovenski bančni sektor relativno majhen in z njim povezane težave so lažje rešljive.

Bančni sektor velik okrog 140% BDP-ja

V Evropi finančni sektor bistveno večji

Slika 9: Velikost bančnega sektorja posameznih držav oz. regij v letu 2011



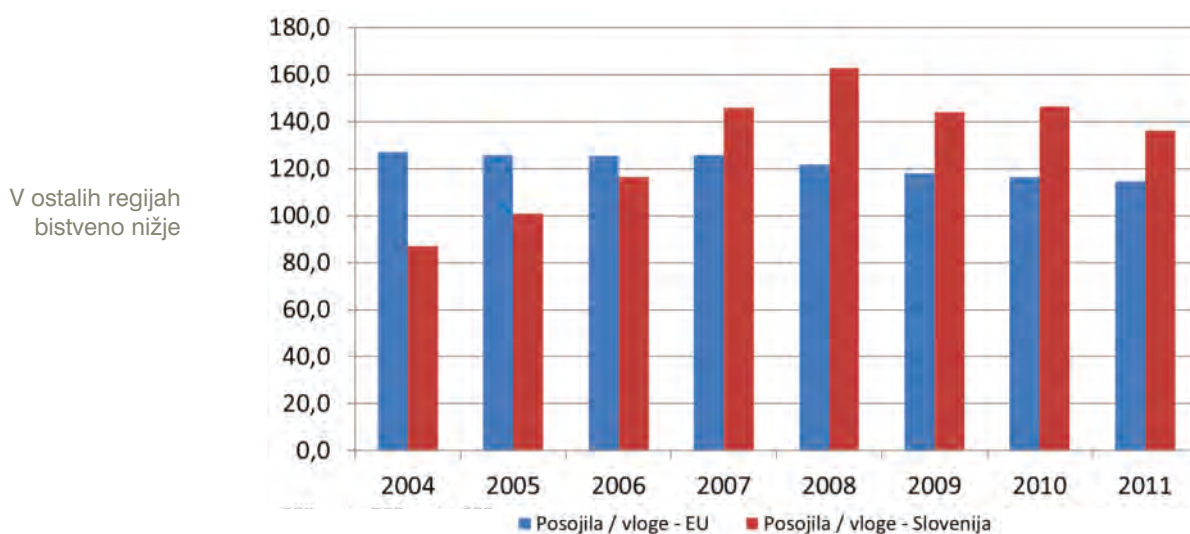
Vir: EBF –Evropska bančna zveza.

V Sloveniji razmerje
posojila/vloge pri 136%

Razmerje med posojili in vlogami nebančnega sektorja nakazuje na raven finančnega vzvoda finančnih institucij in izraža pomembnost virov financiranja. Evropski bančni sektor je imel leta 2011 dana posojila skoraj v celoti pokrita z vlogami nebančnega sektorja. Dana posojila v Sloveniji pa so leta 2011 presegala vloge za 36 %. Razdolževanje bank v obliki odplačil posojil in izdanih vrednostnih papirjev na mednarodnih grosističnih trgih je sicer prisotno vse od leta 2008, ko je doseglo vrh pri 162,7 %.

Odplačevanje mednarodnih posojil in izdanih vrednostnih papirjev izboljšuje dolgoročno vzdržnost financiranja bank, vendar je proces zniževanja finančnega vzvoda počasen in se bo še nadaljeval. Odvisnost slovenskega bančnega sistema od tujih virov financiranja je previsoka, saj je finančni vzvod oktobra 2012 še vedno znašal 137 %. Razloga sta predvsem zmanjševanje vlog države v drugi polovici leta in vse nižja stopnja rasti vlog gospodinjstev.

Slika 10: Razmerje med posojili in vlogami nebančnega sektorja v Sloveniji in EU



Vir: Banka Slovenije in EBF - Evropska bančna zveza.

Npr. ZDA 114%,
Velika Britanija 107%

Če si podrobneje ogledamo finančnih vzvod ostalih bančnih sektorjev, ugotovimo, da je Slovenija pri samem vrhu. Razmerje med posojili in vlogami bančnega sektorja v ZDA je bilo leta 2011 okrog 114 %, v Evropski monetarni uniji in Veliki Britaniji okoli 107 %, na Japonskem pa manj kot 70 %. Pri Japonski je potrebno poudariti, da je vse od krize v 90-ih letih prejšnjega stoletja praktično v gospodarski recesiji in je posojilna aktivnost padala. V

EU se je finančni vzvod, ki je bil bistveno nižji tudi med konjunkturo, od začetka krize zmanjšal za več kot 10 o.t. Evropske banke so v procesu razdolževanja od svetovne finančne krize močno napredovale. Analiza Mednarodnega denarnega sklada⁵ je pokazala, da je največje breme zniževanja aktive evropskega bančnega sektorja temeljilo na krčenju posojilne aktivnosti in izpostavljenosti do periferne Evrope.

Kakovost kreditnega portfelja vse slabša

Nizka gospodarska aktivnost in upadanje investicijskega povpraševanja se kažeta v kakovosti kreditnega portfelja slovenskega bančnega sistema. Dinamika zniževanja njegove kakovosti se je sicer leta 2012 nekoliko zmanjšala v primerjavi z letom prej, vendar se tveganje prihodnjih izgub odhodka in kapitala bank povečuje zaradi veliko nedokončanih stečajnih postopkov. Najnovejši podatki Banke Slovenije razkrivajo, da je bilo septembra 2012 za skoraj 10 milijard € posojil, pri katerih je plačilo obveznosti zamujalo. Od leta 2010 je ta znesek zrastel za 44,5 %. Nedonosne terjatve, merjene s terjatvami v zamudi nad 90 dni, so v celotnem bančnem sistemu znašale 14,2 % vseh razvrščenih terjatev. Skoraj polovico vseh terjatev pomenijo posojila podjetjem, od katerih jih 5,6 milijarde € zamuja s plačilom več kot 90 dni.

Delež nedonosnih terjatev v tej skupini je septembra 2012 znašal 24 %. Med dejavnostmi sta v ospredju sektor gradbeništva (58,9 %) in finančnega posredništva (34,2 %⁶).

Kakovost kreditnega portfelja se znotraj sistema močno razlikuje. Najvišjo kakovost dosegajo banke v večinski tuji lasti, kjer se je slabšanje kreditnega portfelja celo ustavilo. Na drugi strani so velike banke v pretežni domači lasti v povsem drugačni situaciji. V tej skupini bank je delež terjatev, ki zamujajo nad 90 dni, zrastel na 17,9 %. Vzrok je predvsem naraščanje nedonosnih terjatev nefinančnih podjetij, te so septembra dosegle 30,7 % razvrščenih terjatev. Za primerjavo, banke v večinski tuji lasti so imele v enakem času samo 6,4 % nedonosnih terjatev.

10 milijard € posojil zamuja s plačilom

Tabela 3: Struktura razvrščenih terjatev bank po skupinah komitentov in po zamudah pri poravnavanju obveznosti do bank, v mio € in v %

	Razvrščene terjatve		Struktura terjatev z zamudami			
	Dec. 2010	Sep. 2012	Skupne zamude		V tem: zamude nad 90 dni	
			Dec. 2010	Sep. 2012	Dec. 2010	Sep. 2012
Skupaj (v mio)	49.766	49.012	6.822	9.863	3.688	6.968
Podjetja	49,8	48,2	21,3	31,8	12,3	23,9
DFO	4,8	4,2	19,2	29,8	6,9	22,2
Gospodinjstva	20,3	20,6	9,8	-	4	-
Tujci	12,8	10,7	12,6	25,7	5,2	13,4
Država	4	6,9	1,4	4,3	0,1	0,5
Banke in hranilnice	7,6	7,2	1,4	0	0,2	0
Centralna banka	0,6	1,9	0	0	0	0
Drugo	0,1	0,3	0	0	0	0
Skupaj	100	100	13,6	20,1	7,4	14,2

Podatki za prebivalstvo za leto 2010 so ocenjeni na podlagi podatkov iz ankete.
Vir: Banka Slovenije.

7 milijard € terjatve z zamudo na 90 dni

Banke so v skladu s stanjem kreditnega portfelja pospešeno oblikovale slabitve in rezervacije. Od leta 2010 so te povzpele za 60 % na 3,9 milijarde €. Pokritost terjatev je znašala 7,88 %, pokritost nedonosnih terjatev pa je bila 55,4%. S podaljševanjem

krize se povečuje možnost za nadaljnje zniževanje vrednosti vseh oblik premoženja, tako nepremičnin kot vrednostnih papirjev. Banke bodo tudi v prihodnje morale oblikovati dodatne oslabitve.

Banke oblikovale za 3,9 milijarde rezervacij in slabitev

⁶ Podatka sta za junij 2012.

Slaba posojila v EU
zgolj 6%

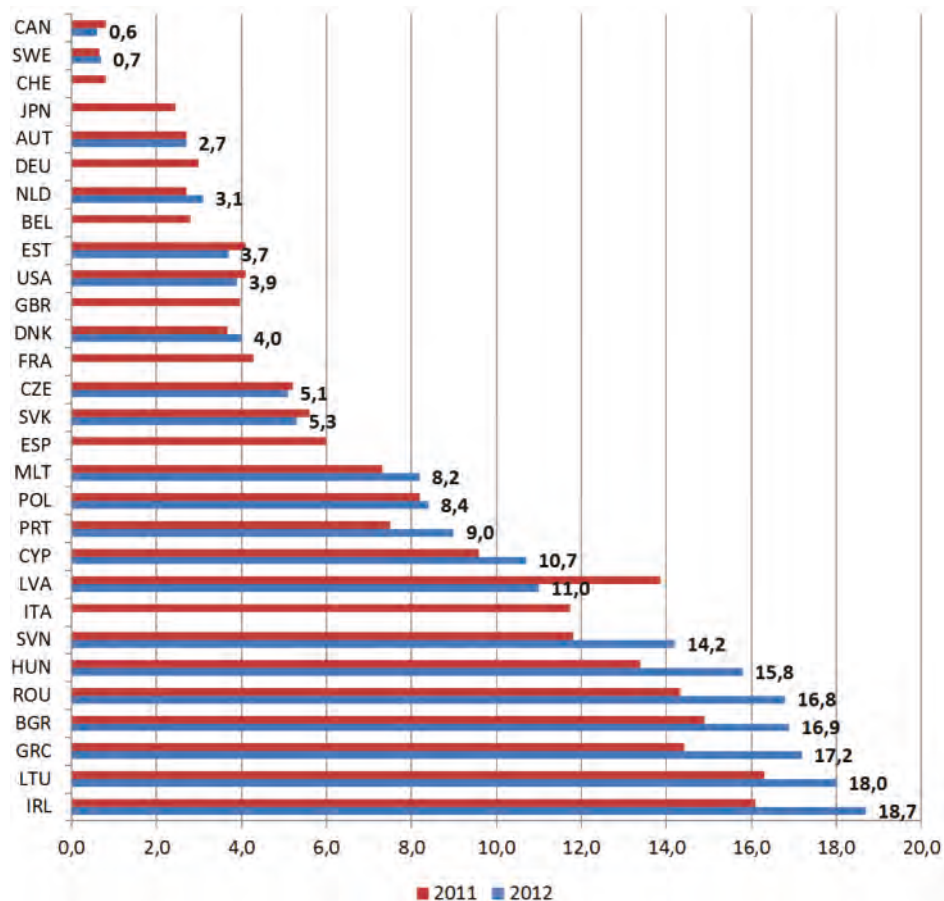
Mednarodna primerjava kakovosti kreditnih
portfeljev slovenski bančni sistem uvršča v
skupino držav z zelo visokim deležem t.i.
»slabih kreditov«. Višje so se uvrstile Irska,
Litva, Grčija, Bolgarija, Romunija in

Madžarska. Povprečje v Evropski uniji leta
2011 je bilo okrog 6 %, v monetarni uniji pa
še nižje, 5,6 %. Najnižje deleže slabih
kreditov imajo Kanada, Švedska in Švica.

Slika 11: Delež slabih posojil posameznih držav

Slovenija se uvršča visoko

Slabših je še zgolj
šest držav



Razhajanja na različnih področjih, kot so metode konsolidacije, računovodski standardi, obdavčitev in sistem nadzora, otežujejo primerjavo med državami. Podatki o deležih slabih posojil so zadnji znani.

Podatki za leto 2012 so večinoma za junij in marec. Podatki za Slovenijo so za september 2012. Švica, Japonska, Nemčija, Belgija, Velika Britanija, Francija, Španija in Italija: podatki samo za 2011.

Vir: Banka Slovenije in MDS – Financial Soundness Indicators.

Pot okrevanja skozi razdolžitev in konsolidacijo javnih financ

Pešanje gospodarske aktivnosti in nesposobnost uresničevanja strukturnih reform, ki traja že več kot pet let, je znižalo srednje- in dolgoročno pričakovanja o rasti na 1,8 %⁷ v obdobju od 2011 do 2060 (Johnson et al, 2012). Ključni faktor zaviranja rasti na dolgi rok bo staranje prebivalstva, to bo znižalo delež delovno aktivnih, pozitivna vpliva pa bosta izobraževanje in rast produktivnosti.

Slovenija za zdaj še ima škarje in platno v rokah, da se sama izvije iz krize. Vlada RS si bo zaupanje pridobila, če bo hitro in odločno ukrepala. Kratkoročno se bo morala, če želi ohraniti oz. celo izboljšati dolgoročno konkurenčnost gospodarstva, soočiti s tremi ključnimi problemi. Najprej bo potrebno razdolžiti podjetniški in finančni sektor, in sicer do konca leta. Vzporedno bo treba konsolidirati javne finance, ker se bo del bremena privatnega sektorja preprosto prenesel na državo in davkoplačevalce. Srednjeročno bi morali razmišljati o izboljšanju konkurenčnosti s t.i. »fiskalno devalvacijo«.

Razdolžitev podjetniškega in finančnega sektorja bo nedvomno kratkoročno negativno vplivala na gospodarsko rast. Ta proces je nujen, da se znižajo tveganja prezadolženosti gospodarstva in se vzpostavi zdrava osnova za prihodnjo gospodarsko rast. Maksimalni stroški razdolžitve bi lahko bili okrog 20-25 % BDP-ja oz. 7-8,5 milijarde €, kar so tudi ocene nekaterih institucij. Slovenski bančni sektor ima okrog 7 milijard € terjatev z zamudo nad 90 dni, a je hkrati že opravil 3,9 milijarde oslabitev in rezervacij. Višina stroškov bo seveda odvisna od višine že pripoznanih slabih terjatev v bilancah bank in nadaljnje gospodarske aktivnosti.

S sprejemom zakona o slabi banki in ustanovitvi Družbe za upravljanje terjatev bank (DUTB) reševanje slovenskih bank dobiva oblike. V prihodnje bo ključno ta proces urediti, a na tej ravni je še vrsta nejasnosti. Morali bi tudi prenoviti zakon o finančnem poslovanju, ki ureja postopek insolventnosti. Problem razdolžitve slovenskih podjetij je v tem, da je za upnike postopek pred sodišči dolgotrajen, in zato se zmanjšuje možnost reševanja podjetij. Upnik in dolжник sta bolj usmerjena v likvidacijo družbe kot v iskanje rešitev za ohranitev in nadaljevanje poslovanja. Na podlagi

podatkov iz najnovejše študije OECD-ja⁸ v Sloveniji povprečen stečajni postopek traja 24 mesecev, v državah, kot so Belgija, Kanada, Finska, Irska, Japonska in Norveška, pa manj kot leto dni.

Konsolidacija javni financ bo morala potekati hkrati z razdolžitvijo podjetniškega in finančnega sektorja. Breme privatnega sektorja bo namreč prešlo na davkoplačevalce. V letu 2012 je javni dolg znašal skoraj 54 % BDP-ja. Ta številka bo v 2013 bistveno višja, saj se bodo pokazali prvi učinki reševanja finančnega in podjetniškega sektorja. Ocene znašajo med 70-80 % BDP-ja. Če bodo stroški reševanja finančnega sektorja višji ali pa se unovčijo izdane garancije države (npr. DARS – ki pomeni 8-9 % BDP-ja), lahko ta delež še naraste. Skratka dolgoročno vzdržanost slovenskih javnih financ je ogrožena. Konsolidacija je nujna in mora potekati hkrati z reševanjem finančnega sektorja. Kombinacija ukrepov bi morala zajemati tako prihodkovno kot odhodkovno stran. Na področju izdatkov je bilo v prejšnjem letu nekaj narejeno in ta proces bi se moral nadaljevati, kot npr. zniževanje stroškov v javnem sektorju. Slediti bi morali še reformi zdravstvenega in socialnega sistema. Posledično to pomeni manj pravic in manj izdatkov za državo. Na strani prihodkov se obeta dvig davka na dodano vrednost in nadaljevanje rasti trošarin na izdelke, kot so cigarete in alkoholne pijače.

V ekonomski teoriji je pod imenom »fiskalna devalvacija« znana teorija profesorice z Univerze Harvard, Gite Gopinath⁹. Rešitev za države Evropske monetarne unije ne vidi v izstopu in devalvaciji lastne valute za spodbuditev izvoza, temveč v uresnitvi ukrepov, katerih učinek bi bil enak devalvaciji valute. Z dvigom davka na dodano vrednost in z znižanjem davka na dohodke lahko država enako vpliva na BDP, potrošnjo, zaposlenost in inflacijo kot ob devalvaciji. Dvig DDV-ja poviša cene izdelkov iz uvoza, saj tuja podjetja plačujejo davek na izdelke in storitve, prodane v državi. Nižji davki na dohodek omogočajo izničiti dvig davka na potrošnjo za domača podjetja in tako ni potrebe po dvigu cen izdelkov domačih proizvajalcev. Izvoz domačih podjetij je izvzet iz DDV-ja in z znižanjem davka na dohodke postanejo domača podjetja mednarodno konkurenčnejša, saj so proizvodni stroški nižji.

Slovenije še ima škarje in platno

Razdolževanje bo negativno vplivalo na rast

Javni dolg bo narastel na čez 80% BDP-ja

Konkurenčnost lahko izboljšali s fiskalno devalvacijo

⁷ OECD: Looking to 2060: Long-term global growth prospects.

⁸ OECD Economic Surveys – Slovenia april 2013.

⁹ Gopinath, et al. Fiscal Devaluations.



Aleš Šoba
CFA

Marks predstavil
več definicij

Osredotočili na S&P 500

Pribitek za kapitalsko tveganje (equity risk premium – erp)

Pribitek za kapitalsko tveganje lahko definiramo na več načinov. Howard Marks jih je povzel v nedavnem pismu vlagateljem¹⁰:

- zgodovinski presežni donos delnic nad netvegano mero donosa (risk free rate);
- minimalen zahtevan presežni donos, ki so ga zahtevali vlagatelji v preteklosti, da so se odločili za naložbo v delnice, in ne za netvegano naložbo;
- minimalen zahtevan presežni donos, ki ga vlagatelji zahtevajo danes, da se odločijo za naložbo v delnice, in ne za netvegano naložbo;
- presežni donos, ki ga vlagatelj lahko pričakuje, da ga bo dobil z naložbo v delnice, v primerjavi z naložbo v netvegano naložbo (netvegano mero donosa).

Po mojem mnenju je pomembna samo zadnja definicija:

Pribitek za kapitalsko tveganje je pričakovan presežni donos delnic nad netvegano mero donosa.

Zapišemo jo lahko z naslednjo enačbo:

ERP (Equity Risk Premium) = E (re) – E (rf)

Da lahko preverimo, koliko znaša danes pribitek za kapitalsko tveganje, moramo naprej ugotoviti, koliko znaša pričakovana donosnost delnic, in od nje odšteti netvegano mero donosa. V tem prispevku se bomo osredotočili na ameriški delniški indeks S&P 500, za netvegano mero donosa pa bomo uporabljali zahtevano donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic:

ERP = E (S&P 500) – E (10-letne ameriške državne obveznice)

Pristopi k ocenjevanju pribitka za kapitalsko tveganje

Poznamo več pristopov k ocenjevanju pribitka, večinoma pa jih delimo v tri kategorije:

Mnenjske raziskave

Ocena pribitka, ki temelji na mnenju udeležencev na trgu kapitala, kot so analitiki, vlagatelji in akademiki. Vendar je kar nekaj težav s tem pristopom (Ibbotson, 2011). Prvič: večina vlagateljev se odloča za kratek časovni horizont. Drugič: vlagatelji so podvrženi izrazitemu optimizmu ali pesimizmu, odvisno od tega, kakšna je bila bližnja preteklost. Tretjič: ankete so mnogokrat nejasne, ali gre za presežni donos delnic nad dolgoročnimi

državnimi obveznicami ali nad kratkoročnimi zakladnimi menicami, zato je mnenjske raziskave dokaj težko interpretirati. Eno najbolj obsežnih raziskav je opravil Pablo Fernandez¹¹. Tako so v ZDA v letu 2012 anketiranci (analitiki, managerji in profesorji) v povprečju uporabljali 5,5 % pribitek za kapitalsko tveganje. Kot najpogostejši vir za pribitek uporabljajo izračun profesorja Damodarana.

Nekaj težav s pristopom
mnenjske raziskave

¹⁰ The Outlook for Equities.

¹¹ Market Risk Premium used in 82 Countries in 2012: A Survey with 7192 Answers.

Zgodovinski pribitek (ex – post)

Drugi pristop temelji na primerjavi preteklih doseženih donosov delnic in obveznic. Ta pristop nam pove, kako so bili vlagatelji v preteklosti nagrajeni za prevzem kapitalnega tveganja. Ne pove pa nam nič o pričakovanem pribitku, ki ga bodo vlagatelji deležni v prihodnje, če se bodo odločili za naložbo v delnice, in ne v obveznice. V spodnji tabeli vidimo, da je vlagatelj, ki je investirал na začetku leta 1928 v ameriške delnice, merjeno z delniškim indeksom S&P 500, dosegel 9,31%

povprečen letni donos. Z naložbo v 10-letne ameriške državne obveznice pa 5,11%. To pomeni, da je znašal zgodovinski pribitek za kapitalno tveganje 4,2 %. Če upoštevamo aritmetično sredino, so te številke malenkost višje. Na podlagi preteklih donosov se je oblikoval mit, da znaša pribitek za kapitalno tveganje med 4 % in 5% in da je konstanta. Vendar nam pretekli donosi ne povedo nič o prihodnosti in trenutni ERP, ki najbolj zanima vlagatelje danes.

Ne pove nič o pričakovanem pribitku

Tabela 5: Pretekli donosi in ERP za obdobje 1928 – 2012 za ameriški trg kapitala

Naložbeni razred	Geometrična sredina	Aritmetična sredina
S&P 500 Index	9,31 %	11,26 %
10-letne državne obveznice	5,11 %	5,38 %
3-mesečne zakladne menice	3,57 %	3,61 %
ERP (delnice - obveznice)	4,20 %	5,88 %
ERP (delnice - zakladne menice)	5,74 %	7,65 %

Vir: Damodaran.

Implicitni pribitek za kapitalno tveganje (ex – ante)

Zadnji pristop k ocenjevanju pribitka za kapitalno tveganje temelji na oceni, kaj lahko gospodarstvo oziroma podjetja, ki sestavljajo gospodarstvo, ponudijo v obliki denarnih tokov. Temelji na trenutnih tržnih podatkih in pričakovanjih za prihodnost.

Težji del je seveda, kako priti do pričakovane donosnosti S&P 500 za naslednjih 10 let. V osnovi lahko razčlenimo donos delnic na tri komponente:

R = Dohodkovni donos + nominalna rast dobičkov + prevrednotenje

Dohodkovni donos pomeni delež, ki ga podjetja vrnejo vlagateljem. Najbolj pogosto je to v obliki dividend. V zadnjih tridesetih letih pa so postali zelo popularni odkupi lastnih delnic. Ostala dva dela sta donos delnic v obliki kapitalnega dobička, ki je enak nominalni rasti dobičkov in spremembi v mnogokratniku P/E (prevrednotenje). Če zapišemo ta dejstva bolj podrobno, dobimo naslednjo enačbo:

$$R = D/P \Delta S + i + g + \Delta PE$$

R = pričakovana donosnost delnic
D/P = dividendni donos
 ΔS = sprememba izdanih delnic v odstotkih (odkupi lastnih delnic oz. izdaje novih delnic)
i = stopnja inflacije
g = realna rast dobičkov
 ΔPE = sprememba mnogokratnika v opazovanem obdobju

Ex-ante temelji na pričakovanih denarnih tokovih

Dobički ne rastejo hitreje od BDP-ja

A. Model ponudbe Grinold – Kroner

Grinold in Kroner predlagata model za oceno pribitka za kapitalno tveganje, ki povezuje pričakovane donose delnic z gospodarsko rastjo. Ključna predpostavka njunega modela je, da poslovni dobički podjetij ne morejo dolgoročno rasti hitreje od BDP-ja, saj bi v nasprotnem primeru dobički podjetij postali enaki BDP-ju, ostalim deležnikom gospodarstva pa ne bi ostalo nič (zaposleni, vlada, lastniki naravnih virov). Tako da je dolgoročno razmerje dobički / BDP dokaj konstantno.

Pribitek za kapitalno tveganje avtorja definirata kot:

ERP = Pričakovana donosnost S&P 500 – YTM 10-letne ameriške državne obveznice

Donos sestavljen iz dividend, spremembe tečaja in vrednosti PE

Preprosto povedano – vlagatelj donos z naložbo v delnice je sestavljen iz dividend, ki jih dobi, in iz spremembe tečaja delnic, ki

je odvisna od rasti dobičkov in vrednosti, ki so jo vlagatelji pripravljeni plačati za enoto dobička.

Pogled naprej

Poglej mo v prihodnost in s pomočjo zgoraj omenjene enačbe ocenimo pribitek za kapitalsko tveganje na dan 31. 3. 2013:

- prva komponenta je dividendni donos. Na dan 31.3.2013 je znašal dividendni donos za indeks S&P 500 2,1%;
- po letu 1980 so postali izjemno priljubljeni odkupi lastnih delnic, v obdobju 1998 – 2009 so znašali

povprečno kar 2,2 % v tržni kapitalizaciji (tabela). Če gledamo z vidika, da z odkupi lastnih delnic podjetja distribuirajo denar vlagateljem, pa z izdajo novih delnic vlagatelji nov denar vračajo podjetjem, kadar ta potrebujejo svež kapital. Arnott (2011) ocenjuje ta vpliv na 2 % letno. Skupaj tako odkupi lastnih delnic in izdaje novih prinesejo 0,2 % letno. To bomo upoštevali tudi pri naši projekciji pričakovanih donosov.

Tabela 6: Odkupi lastnih delnic za S&P 500 v obdobju 1998 – 2009

Leto	Tržna kapitalizacija	Odkupi lastnih delnic	Delež
1998	9.942,37	125	1,26%
1999	12.314,99	142	1,15%
2000	11.714,55	151	1,29%
2001	10.463,39	132,21	1,26%
2002	8.107,41	127,25	1,57%
2003	10.285,83	131,05	1,27%
2004	11.288,60	197,48	1,75%
2005	11.254,54	349,22	3,10%
2006	12.728,83	431,83	3,39%
2007	12.867,85	589,12	4,58%
2008	7.851,81	339,61	4,33%
2009	9.927,56	137,6	1,39%
Povprečje			2,20%

Vir: Grinold – Kroner.

Pričakovana realna rast BDP-ja 2,65%

- Pričakovana realna rast dobičkov – v naši projekciji pričakujemo, da bo realna rast dobičkov enaka realni rasti BDP. Realno rast BDP lahko razdelimo na: rast BDP na prebivalca (produktivnost) in rast števila prebivalcev. Ameriški BDP na prebivalca je od leta 1789 rasel dokaj konstantno (za 1,8 %) in to bomo uporabili tudi v naši projekciji. Predvidena rast prebivalcev za prihodnjih deset let znaša 0,85 % na leto. Oboje da predvideno realno gospodarsko rast v višini 2,65 %.

nominalnih državnih obveznic in 10-letnih TIPS (Treasury Inflation Protected Securities), ki so indeksirane na inflacijo. Na dan 31. 3. 2013 so znašala inflacijska pričakovanja 2,52 %.

Pričakovana inflacija 2,52%

- Pričakovana inflacija – pričakovano inflacijo dobimo z razliko med zahtevano donosnostjo 10-letnih

- Pričakovano prevrednotenje – na dan 31. 3. 2013 znaša P/E za S&P 500 indeks 15,41, kar je blizu zgodovinskemu povprečju (povprečni P/E 1900 – 2010: 15,7). Na drugi strani znaša Shillerjev P/E 22,33, kar je nad zgodovinskim povprečjem (1900 – 2010: 16,3). Sami ne bomo predvideli prevrednotenja, saj so trenutna vrednotenja zmerna v primerjavi z zgodovino.

Pričakovana donosnost S&P 500 na dan 31. 3. 2013:

$R = 2,1\%$ (dividendni donos) – $(-0,2\%)$ (neto odkupi lastnih delnic) + $2,65\%$ (realna rast dobičkov) + $2,52\%$ (pričakovana inflacija) = $7,47\%$.

Tako znaša:

$$\text{ERP} = 7,47\% - 1,85\% = 5,62\%$$

Zanimivo je pogledati, kakšna je bila ERP, ko so ameriške delnice dosegale najvišje vrhove leta 2000 in 2007. Marca 2000 je znašal PE 29,77; dividendna donosnost je

bila le $1,1\%$; ameriške državne obveznice pa so ponujale kar $6,04\%$ donos. Vlagatelj, ki je takrat investiral v ameriške delnice, je v naslednjih desetih letih lahko pričakoval negativen donos. ERP je znašala $-6,29\%$. Manj evforično je bilo leta 2007, ko so ameriške delnice kotirale pri PE 17,37; dividendna donosnost je znašala $1,8\%$; državne obveznice so nudile $4,47\%$ donos. ERP je znašala le $1,46\%$, kar je daleč pod zgodovinskim povprečjem.

Pričakovana donosnost S&P 500 $7,47\%$

Tabela 7: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000

Komponenta	31. 03. 2013	31. 10. 2007	30. 03. 2000
Dividendna donosnost	2,10%	1,80%	1,10%
Neto odkupi lastnih delnic	-0,20%	-0,20%	-0,20%
Inflacijska pričakovanja	2,52%	2,27%	2,00%
realna rast	2,65%	2,65%	2,65%
prevrednotenje	0,00%	-0,99%	-6,20%
Pričakovana donosnost	7,47%	5,93%	-0,25%
RF	1,85%	4,47%	6,04%
ERP	5,62%	1,46%	-6,29%

Delnice bolj zanimive kot 2000 ali 2007

Ena glavnih kritik danes je, da so profitne marže rekordne. To pomanjkljivost bi lahko odpravili, če bi pri prevrednotenju upoštevali, da se bo normalizirani PE (Shiller) vrnil na dolgoročno povprečje. Potem bi pri vseh treh opazovanih obdobjih

dobili nižje pričakovane donosnosti za S&P 500 in nižje ERP. Nauk pa bi ostal enak. Danes so delnice občutno bolj zanimive, kot so bile leta 2000 ali 2007, še posebno v primerjavi z obveznicami.

B. Modeli na osnovi DCF (diskontirani denarni tok)

1. Dividendni model (model konstantne rasti)

V lanski številki smo s pomočjo dividendnega modela s konstantno rastjo objavili pričakovane donose in ERP za več delniških trgov. Tako smo za ameriški delniški indeks S&P 500 na dan 30. 6. 2012 dobili vrednosti: ERP: $6,1\%$ ($7,69\%$ pričakovana donosnost ob takratni netvegani meri donosa v višini $1,59\%$). Uporabili bomo standardni pristop k ocenjevanju, ki predpostavlja, da je cena delnic enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend, pri čemer je diskontna stopnja enaka netvegani obrestni meri in premiji za tveganje (ERP). Če predpostavljamo, da so ključni parametri konstantni, lahko izrazimo

sedanjo vrednost z naslednjo enačbo:

$$P/E = (\text{div} \cdot (1 + g)) / (r + \text{ERP} - g)$$

Pri tem je:

P/E – razmerje cena/dobiček za preteklih 12 mesecev
div – delež izplačanih dividend v dobičku
r – netvegana obrestna mera
ERP – premija za tveganje
g – pričakovana rast dobičkov

V spodnji tabeli vidimo, da je pričakovana donosnost delnice upadla s $7,69\%$ na $7,39\%$, kar je ob hkratnem dvigu netvegane mere donosa s $1,59\%$ na $1,85\%$ znižalo ERP s $6,1\%$ na trenutnih $5,54\%$, kar pa je še vedno nadpovprečno v primerjavi z zgodovino.

Dividendni model uporabili v lanski številki mozaika

Tabela 8: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000

Komponenta	31. 03. 2013	31. 10. 2007	30. 03. 2000
P/E	15,41	17,34	29,77
div	32,50%	32,50%	32,50%
g	5,17%	4,92%	4,65%
Pričakovana donosnost	7,39%	6,89%	5,80%
RF	1,85%	4,47%	6,04%
ERP	5,54%	2,42%	-0,24%

Delnice ugodno
vrednotene

Če primerjamo trenutni ERP, ocenjen na podlagi dividendnega modela s konstantno rastjo, vidimo, da so ameriške delnice danes, podobno kot z Grinold – Kronerjevim modelom, ugodno vrednotene

v primerjavi z letoma 2000 in 2007. Razlike so manjše kot pri predhodnem modelu, saj smo tam upoštevali, da se bodo vrednotenja vrnila na zgodovinska povprečja.

2. E/P model

Obstaja še ena varianta dividendnega modela s konstantno rastjo. Dividendni model s konstantno rastjo je enak:

$$P = (D \cdot (1 + g)) / (R - g)$$

P = vrednost delnice
D = dividenda
g = konstantna rast dividend v neskončnost
R = zahtevani donos za lastniški kapital

Pri modelu E/P
zaključek enak

Pričakovano rast (g) lahko izrazimo kot funkcijo izplačanega dobička v obliki dividend (div) in donosnosti na kapital (ROE):

$$g = (1 - \text{div}) \cdot \text{ROE}$$

Če to vstavimo v prejšnjo enačbo, namesto g dobimo:

$$P = (E_1 \cdot \text{div}) / (R - ((1 - \text{div}) \cdot \text{ROE}))$$

Če naprej predpostavimo, da je ROE enako R (podjetja ne dosegajo presežnih donosov nad stroškom kapitala, kar velja za podjetja v stabilni rasti), dobimo:

$$P = E_1 / R$$

Kar pomeni, da je zahtevani donos za lastniški kapital:

$$R = E_1 / P$$

To pa je le obrnjen kazalnik P/E (pričakovani dobiček, kot E). In ta kazalnik je v nedavnem pismu, kot primerno metodo za vrednotenje delnic, uporabil Howard Marks. Na dan 31. 3. 2013 je znašal pričakovani PE za S&P 500 14,19, kar pomeni pričakovano donosnost 7,05 %; Potem znaša ERP:

$$\text{ERP} = 7,05\% - 1,85\% = 5,2\%$$

Tabela 9: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000

Komponenta	31. 03. 2013	31. 10. 2007	30. 03. 2000
Pričakovani P/E	14,19	16,46	26,58
E/P	7,05%	6,08%	3,76%
Pričakovana donosnost	7,05%	6,08%	3,76%
RF	1,85%	4,47%	6,04%
ERP	5,20%	1,61%	-2,28%

Vidimo, da dobimo podoben zaključek kot s prejšnjo metodo.

3. FCFE (Damodaran)

Kot eden najpogostejših virov za določitev pribitka za kapitalsko tveganje se uporablja izračun profesorja Damodarana, ki ga ta objavlja mesečno na svoji spletni strani. To je model, ki namesto dividend uporablja prosti denarni tok: trenutna vrednost ameriškega indeksa S&P 500 je enaka pričakovanim prostim denarnim tokom (dividende plus odkupi lastnih delnic), ti so diskontirani z zahtevano stopnjo donosa, ki je enaka pribitku za kapitalsko tveganje in netvegani meri donosa (zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic):

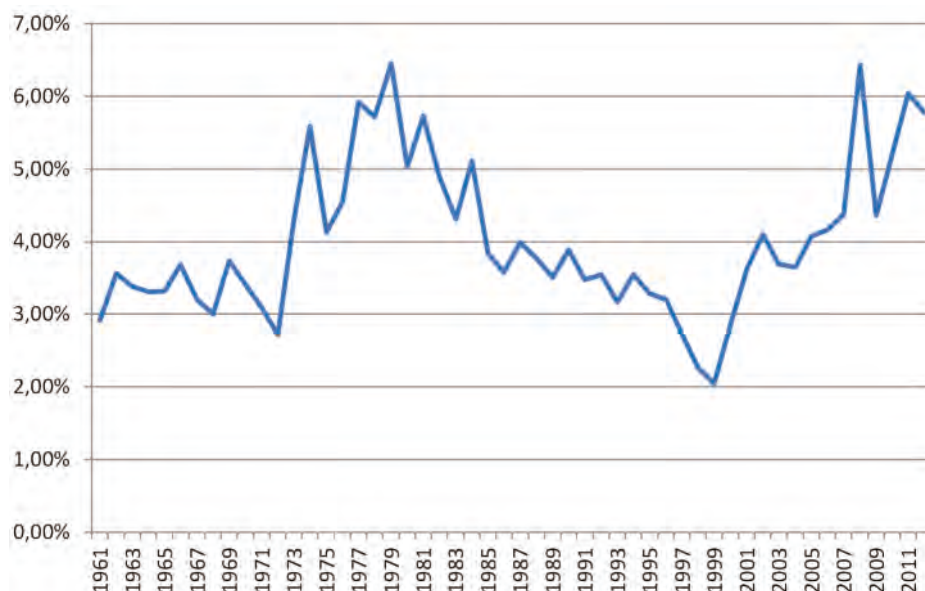
$$P = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(FCFE_t)}{(1+R)^t} + \frac{E(FCFE_{N+1})}{(R-g_N)(1+R)^N}$$

P = vrednost delnice (indeksa)
FCFE = prosti denarni tok (dividende + odkupi lastnih delnic) v letu t
N = število let nadpovprečne rasti
G_N = stabilna rast po obdobju nadpovprečne rasti
R = zahtevani donos za lastniški kapital

Podrobnejši pregled Damodaranovih predpostavk lahko najdete na njegovi spletni strani¹². Na dan 1. 4. 2013 je znašal ERP 5,79 %.

Prosti denarni tok =
dividend + odkupi
lastnih delnic

Slika 12.: Implicirana ERP (Damodaran) v obdobju 1960 – 2012



Vir: Stern School of Business at New York University.

ERP blizu vrhov

Zgornja slika prikazuje gibanje ERP, kot jo izračunava Damodaran. Vidimo, da je trenutni ERP eden najvišjih po 1960. letih. Enako visok oziroma višji je bil le konec leta 1970 in na začetku 1980 ter po letu 2008. Na podlagi tega lahko sklepamo, da so trenutno delnice atraktivno vrednotene v primerjavi z obveznicami. Zanimivo je, da

se ERP v opazovanem obdobju giblje med 2 % in 6 %. To kaže, da ko delnice padejo, padejo tudi pričakovani denarni tokovi, saj analitiki postanejo bolj pesimistični. In nasprotno: ko smo priča rasti delnic, so tudi pričakovanja analitikov o bodoči rasti dividend najvišja.

Delnice atraktivno
vrednotene v primerjavi
z obveznicami

¹² Stern School of Business at New York University - <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.

C. Model na podlagi Shiller P/E

Normaliziran P/E

John Hussman¹³ uporablja preprost model za napoved pričakovane donosnosti delnic, ki pa je tudi eden najbolj natančnih, kar sem jih zasledil. Temelji na normaliziranem Shillerjevem kazalniku PE¹⁴, ki namesto enoletnega dobička upošteva povprečen dobiček v zadnjih desetih letih, prilagojen za inflacijo, in tako odpravi vpliv poslovnega cikla. Temelji na treh komponentah: nominalna rast dobičkov je bila v preteklosti okoli 6,3 %; povprečen Shillerjev PE pred letom 1995 je bil 15 ter trenutna dividendna donosnost. Model predvideva, da bodo delnice po desetih letih kotirale pri povprečnem Shiller PE. Korelacija pričakovanih donosov z uresničenimi je kar 80 %, tako da je to kar primeren model:

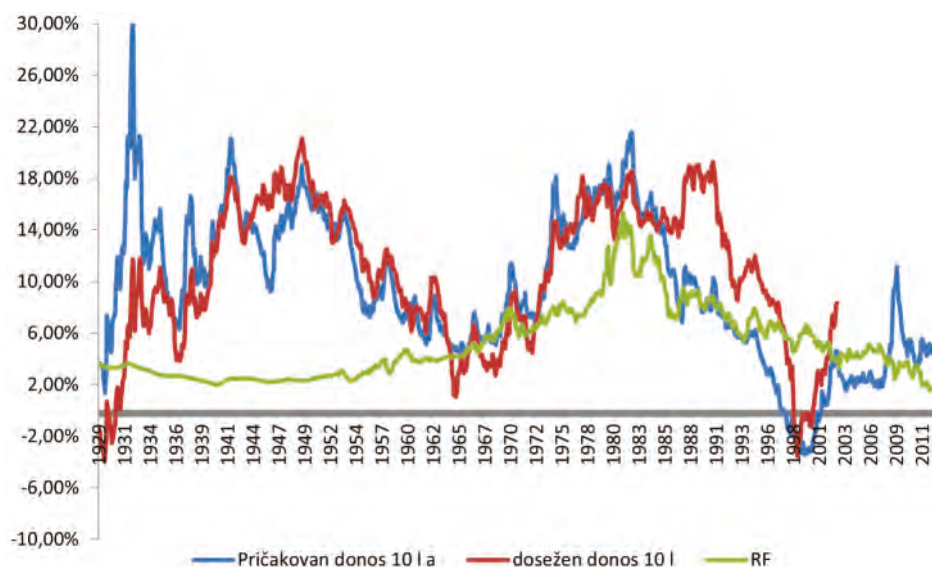
Pričakovana 10-letna donosnost = $1,063 * (15/\text{Shiller PE})^{(1/10)} - 1 + \text{dividendna donosnost}$

Če se ozremo v zgodovino, vidimo, da je leta 1965 ameriški indeks S&P 500 kotiral pri Shiller PE: 24, kar je bil takratni vrh in začetek negativnega trenda v letih 1965–1982. Dividendna donosnost je znašala 2,9 %. Pričakovana desetletna donosnost je znašal 4 % na leto. Temu so v naslednjih 10 letih res sledili 4% povprečni letni donosi. Podobno je leta 1982, ko je bil začetek velikega pozitivnega trenda 1982–2000, S&P 500 kotiral pri Shiller P/E 6,6; dividendna donosnost je znašala 6,2 %; pričakovana donosnost je bila preko 21% na leto, uresničena pa preko 18 %.

Povprečen dobiček 10 let
prilagojen za inflacijo

Slika 13: Primerjava pričakovanih in doseženih donosov ameriških delnic S&P 500 z modelom Shiller PE

Shiller P/E 22,33



Vir: Yale School of Management in lastni izračuni.

Danes znaša Shiller PE 22,33, dividendna donosnost je 2,1 %, kar pomeni, da znaša pričakovan letni donos le 4,25 % za ameriške delnice, kar nam da naslednji ERP:

$$\text{ERP} = 4,25\% - 1,85\% = 2,40\%$$

¹³ Investment, Speculation, Valuation, and Tinker Bell.

¹⁴ Yale School of Management - <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

Osebnost se mi zdi nekatero predpostavke malenkost preveč rigorozne. Kot vidimo iz zgornjega grafa, je bil po letu 1985 model preveč konzervativen, saj so bili realizirani donosi vedno višji od pričakovanih. Tako sem predpostavke malenkost prilagodil, da bolj ustrezajo današnji realnosti:

- pričakovana nominalna rast dobičkov in dividend je zmanjšana s 6,3 % na 5,17 %;
- mediana kazalnika Shiller PE v obdobju 1926–2013 je bila 17,5, po letu 1960 pa

celo 19,5; sam bom uporabil 17,5 namesto 15, kot uporablja Hussman;

- po letu 1980 podjetja poleg dividend vedno bolj izplačujejo dobiček v obliki odkupov lastnih delnic, kar se kaže v rekordno nizkem deležu izplačanih dividend (30 %, povprečje 51 %), zato bom upošteval delež izplačanih dividend v višini 50 %, tako dobimo dividendno donosnost v višini 3,28 %.

Predpostavke rigorozne

Model konzervativen

Tako dobimo pričakovano donosnost: $1,0517 * (17,5/22,33)^{(1/10)-1} + 3,28\% = 5,92\%$

$$\text{ERP} = 5,92\% - 1,85\% = 4,07\%$$

Če ERP danes primerjamo s tistima iz let 2000 in 2007, znova vidimo, da so delnice danes ugodno vrednotene.

Tabela 10: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000

Komponenta	31. 03. 2013	31. 10. 2007	30. 03. 2000
Shiller P/E	22,33	27,31	43,53
g	5,17%	4,92%	4,65%
div. donosnost	3,28%	2,42%	1,75%
Pričakovana donosnost	5,92%	2,77%	-2,71%
RF	1,85%	4,47%	6,04%
ERP	4,07%	-1,70%	-8,75%

Zaključek podoben:
delnice najzanimivejše

Delnice še vedno zanimiva naložba

Tabela 11: Pregled ocen pribitka za kapitalno tveganje na dan 31. 3. 2013

Model	Pričakovana donosnost delnic	Netvegana mera donosa	Pribitek za kapitalno tveganje (ERP)
Zgodovinski prihodek	9,31%	5,11%	4,20%
Model ponudbe G-K	7,47%	1,85%	5,62%
DDM konstantna rast	7,39%	1,85%	5,54%
E/P model	7,05%	1,85%	5,20%
Damodaran - FCFE	7,64%	1,85%	5,79%
Shiller PE	5,92%	1,85%	4,07%
Povprečje	7,09%	1,85%	5,24%

Pribitek za kapitalno tveganje nadpovprečen

Vrednotenja pod nivoji 2000 in 2007

Delnice zanimivejše od obveznic

V zgornji tabeli je povzetek vseh modelov, ki smo jih uporabili za oceno pribitka za kapitalno tveganje. Na podlagi tega lahko sklenemo:

Pribitek za kapitalno tveganje je danes nadpovprečen (5,24 %);

- razlog za nadpovprečen prihodek niso visoki pričakovani donosi ameriških delnic (7,09 %), temveč izrazito nizke obrestne mere, ki so posledica načrtne politike centralnih bank;
- na podlagi zgornjih dejstev so delnice danes atraktivnejša naložbena skupina od obveznic. Zahtevani donosi obveznic bi se morali dvigniti na nivo

med 3 % in 4 %, da bi lahko konkurirale delnicam;

- vrednotenja delnic in pričakovani donosi so danes (konec marca 2013) daleč pod nivoji, kot so bili leta 2000 in 2007, ko smo bili priča zadnjim vrhovom.

Kljub najvišjim tečajem v zgodovini (S&P 500) je pri delnicah še nekaj prostora za rast, preden bomo prišli v nevarno območje, zato ostajajo zanimivejša naložba, kot so obveznice. To potrjuje nadpovprečen prihodek za kapitalno tveganje, ki po nekaterih modelih ni bil tako visok že vse od začetka 1980. let.

Literatura

- Arnott, Rober D. 2011. Equity Risk Premium Myths, (<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2011.n4.8>).
- Banka Slovenije. 2013. Poročilo o finančni stabilnosti – maj 2006, (<http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=285>).
- Banka Slovenije. 2013. Poročilo o finančni stabilnosti – maj 2008, (<http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=285>).
- Banka Slovenije. 2013. Poročilo o finančni stabilnosti – maj 2012, (<http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=285>).
- Banka Slovenije. 2013. Poslovanje podjetij in tveganje po dejavnostih v letu 2011, (<http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=285>).
- Banka Slovenije. 2013. Stabilnost slovenskega bančnega sistema – december 2012, (<http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?Mapald=1057>).
- Dalio, Ray. 2012. An In-Depth Look at Deleveragings, Bridgewater (<http://www.bwater.com/Uploads/FileManager/research/deleveraging/an-in-depth-look-at-deleveragings--ray-dalio-bridgewater.pdf>)
- Damodaran, Aswath. 2013. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238064).
- EBF. 2012. European Banking Sector: Facts and Figures 2012, (<http://www.ebf-fbe.eu/uploads/FF2012.pdf>).
- EBF. 2013. International Comaprison of Banking Sectors, ([http://www.ebf-fbe.eu/uploads/documents/publications/Stats/facts&figuresshort%20\(3\).pdf](http://www.ebf-fbe.eu/uploads/documents/publications/Stats/facts&figuresshort%20(3).pdf)).
- ECB. 2012. Financial Stability Review – junij 2012, (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview201206en.pdf>).
- Eurostat. 2013. Eurostat, (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>).
- Fernandez, Pablo. 2013. Market Risk Premium used in 82 Countries in 2012: A Survey with 7,192 Answers, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2084213).
- Gopinath, Gita; Farhi, Emmanuel in Itzhaki, Oleg. 2013. Fiscal Devaluations, (<http://www.princeton.edu/~itzhaki/papers/FiscalDevaluations.pdf>).
- Grinold, Richard in Kroner, Kenneth. 2011. A Supply Model of the Equity Premium, (<http://www.q-group.org/pdf/2012fallSiegel.pdf>).
- Hussman, John P. 2013. Investment, Speculation, Valuation, and Tinker Bell, (<http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc130318.htm>).
- Ibbotson, Roger G.. 2011. The Equity Risk Premium, (<http://www.investmentreview.com/files/2011/11/Roger-Ibbotson.pdf>).
- IMF. 2013. Global Financial Stability Report – april 2013, (<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/01/pdf/text.pdf>).
- IMF. 2013. GFSR – FSI Tables, (<http://fsi.imf.org/docs/GFSR/GFSR-FSITables-October2012.pdf>).
- Marks, Howard. 2013. The Outlook for Equities, (<http://www.advisoranalyst.com/glablog/2013/03/21/howard-marks-the-outlook-for-equities-march-19-2013.html>).
- McKinsey Global Institute. 2012. Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth, (http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth).
- Ministrstvo za finance. 2013. Bilten javnih financ – marec 2013, (http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/tekgib/Bilten_javnih_financ/Marec_2013.pdf).
- OECD. 2013. OECD Economic Surveys SLOVENIA, (<http://www.oecd.org/economy/surveys/slovenia-2013.htm#Howto>).

-
- OECD. 2012. Looking to 2060: Long-term global growth prospects, (<http://www.oecd.org/eco/outlook/2060%20policy%20paper%20FINAL.pdf>).
 - Urad za makroekonomske analize in razvoj. 2013. Ekonomsko ogledalo – november 2008, (http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/eo/2008/og1108/EO_1108.pdf).
 - Stern School of Business at New York University. 2013. Damodaran Online, (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>).
 - Urad za makroekonomske analize in razvoj. 2013. Ekonomsko ogledalo – november 2010, (http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/eo/2010/EO_1110_w.pdf).
 - Urad za makroekonomske analize in razvoj. 2013. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2013, (http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spomladanska_napoved_2013/PNGG_2013.pdf).
 - Urad za makroekonomske analize in razvoj. 2013. Ekonomsko ogledalo – februar 2013, (http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/eo/2013/EO0213-s.pdf).
 - Yale School of Management. 2013. Shiller, (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>).

Kazalo tabel

Tabela 1: Pomembnejši makroekonomski kazalniki Republike Slovenije	4
Tabela 2: Posojila in vloge podjetij pri bankah	9
Tabela 3: Struktura razvrščenih terjatev bank po skupinah komitentov glede na zamude pri poravnavanju obveznosti do bank, v mio € in v %	13
Tabela 5: Pretekli donosi in ERP za obdobje 1928 – 2012 za ameriški trg kapitala	17
Tabela 6: Odkupi lastnih delnic za S&P 500 v obdobju 1998 – 2009	18
Tabela 7: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000	19
Tabela 8: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000	20
Tabela 9: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000	20
Tabela 10: Primerjava ERP za S&P 500 ob doseženih najvišjih tečajih po letu 2000	23
Tabela 11: Pregled ocen pribitka za kapitalsko tveganje na dan 31.3.2013	24

Kazalo slik

Slika 1: Zunanji dolg Slovenije	5
Slika 2: Struktura dolga izbranih držav	6
Slika 3: Struktura dolga v Sloveniji v % BDP-ja	6
Slika 4: Povzetek poteka vzorčnega razdolževanja na primeru Švedske	8
Slika 5: Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranje slovenskih podjetij (leva os) ter EMU (desna os)	9
Slika 6: Povprečno razmerje med dolgoročnimi obveznostmi podjetij in EBITDA po panogah	10
Slika 7: Delež razvrščenih terjatev nefinančnih podjetij nad 90 dni pri bankah po dejavnostih	10
Slika 8: Gibanje bilančne vsote v Sloveniji	11
Slika 9: Velikost bančnega sektorja posameznih držav oz. regij v letu 2011	11
Slika 10: Razmerje med posojili in vlogami nebančnega sektorja v Sloveniji in EU	12
Slika 11: Delež slabih posojil posameznih držav	14
Slika 12: Implicirana ERP (Damodaran) v obdobju 1960 – 2012	21
Slika 13: Primerjava pričakovanih in doseženih donos ameriških delnic S&P 500 z modelom Shiller PE	22



Infond vzajemni skladi

KBM Infond, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM

Vita Kraigherja 5

2000 Maribor

Telefon: 02/229 2080

Telefaks: 02/229 2796

Brezplačna tel. 080 22 42

www.infond.si info@infond.si