

Kitajske delnice – priložnost ali past?

06. 07. 2016



Kitajska je s pomočjo državnih intervencij uspela stabilizirati gospodarsko rast nad 6 % letno, tudi na račun vse višje zadolženosti državnih podjetij. V času stabilizacije gospodarstva so se delno zaradi negotovosti glede učinkovitosti državnih ukrepov in delno zaradi visokih vrednotenj, tečaji kitajskih delnic znižali za več kot 40 % od nivojev, doseženih pred finančno krizo in potem še marca 2015. Postavlja se vprašanje: so kitajske delnice že dovolj poceni glede na njihovo tveganost?

Kitajska je v preteklih mesecih z monetarnimi in fiskalnimi ukrepi večkrat spodbujala gospodarsko aktivnost. Že v oktobru 2015 je kitajska centralna banka znižala referenčno obrestno mero na rekordno nizkih 4,35 %, hkrati pa je večkrat zagotavljala likvidnost finančnemu sistemu na repo trgu. Redno se je posluževala tudi manj transparentnih ukrepov, med katerimi velja izpostaviti pogosto vplivanje na kreditno aktivnost kitajskih bank. Kitajska se je namreč v času upočasnjevanja gospodarske aktivnosti večkrat odločila za razrahljanje kreditnih pogojev v državnih in pretežno državnih bankah. Hkrati je naročila lokalnim oblastem in državnim podjetjem, da se zadolžijo pri bankah, tako pridobljeni dolžniški kapital pa so omenjeni subjekti investirali v infrastrukturo ali povečevanje proizvodnih zmogljivosti. Z opisanimi ukrepi je Kitajski uspelo stabilizirati gospodarsko rast, toda obenem se je precej povečala celotna kitajska zadolženost in tudi obseg nizko dobičkonosnih investicij, ki negativno vplivajo na prihodnjo rast produktivnosti, slednja pa je ključna sestavina gospodarske rasti.

Zakaj je zadolženost celotnega gospodarstva pri 250 % BDP vzdržna?

Celotno kitajsko gospodarstvo (država, banke, nefinančna podjetja in gospodinjstva) ima 250 % zadolženost glede na BDP. Kitajske banke, ki so ključen člen v verigi, lahko ohranjajo visoke stopnje rasti kreditiranja zaradi visoke depozitne baze. Vzrok za slednjo so ob nadpovprečni varčnosti Kitajcev neliberalizirani kapitalski tokovi, zaradi katerih Kitajcem ni dovoljeno nalagati svojih prihrankov v tujino.

Kitajska zadolženost je vzdržna (pa tudi sicer v globalnem obsegu ni pretirano visoka, pri čemer je neto zadolženost bistveno nižja), ker je posledica transmisije visokega obsega prihrankov v investicije in ne zadolževanja, denimo za namen povečanja sedanje na račun manjše prihodnje potrošnje. Dodatni razlog za vzdržnost je tudi v dejstvu, da je večina kitajskega dolga denominiranega v domači valuti, za katerega v veliki meri neposredno in posredno jamči država. Plastično povedano – kitajska centralna banka lahko z nakupi državnih obveznic vedno izda dodaten denar, s katerim lahko država poplača kredite, za katere jamči.

Omejitvi pri tiskanju denarja sta sicer inflacija, ki je zaenkrat stabilna, in vrednost kitajskega juana, ki bi se ob tiskanju in dodatnem nezaupanju v kitajsko okrevanje lahko znatno znižala.

Kakšna so naša pričakovanja glede prihodnje kitajske gospodarske rasti?

Pričakujemo, da Kitajska na kratek rok še ne bo liberalizirala kapitalskih tokov ravno z namenom spodbujanja kreditne aktivnosti v času ohlajanja gospodarske aktivnosti. Delež investicij v kitajskem BDP se sicer počasi niža, a še vedno znaša 45 % BDP, kar ji omogoča, da s povečevanjem investicij država relativno enostavno krepí gospodarsko rast. Hkrati pričakujemo vse več reform, ki bodo usmerjene v višjo zasebno potrošnjo. Slednja danes predstavlja približno 38 % BDP, v prihodnosti pa bo ravno zasebna potrošnja temelj kitajske gospodarske rasti. Po najverjetnejšem scenariju pričakujemo v prihodnjih letih gospodarsko rast v višini okrog 6 %.

Vrednotenje kitajskih delnic

Stabilizacija kitajske gospodarske rasti nakazuje na nadaljnjo rast dobičkov kitajskih podjetij v prihodnjih letih. Korekcija zaradi negotovosti glede ohlajanja drugega največjega gospodarstva je kitajske delnice znižala proti najnižjim nivojem v zadnjih 10 letih, kar je močno izboljšalo vrednotenja, ki so danes na prvi pogled globalno med najugodnejšimi.

Preglednica 2: Vrednotenje pomembnejših kapitalskih trgov

| Kapitalski trg | EV/EBITDA ¹ | P/B ² | P/E ³ | DY ⁴ | P/S ⁵ |
|---------------------|------------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| ZDA | 12,50 | 2,79 | 19,35 | 2,19 | 1,87 |
| Razvita Evropa | 9,85 | 1,65 | 26,88 | 3,83 | 1,10 |
| Japonska | 7,87 | 1,07 | 14,83 | 2,32 | 0,62 |
| Razvijajoči se trgi | 8,41 | 1,44 | 14,49 | 2,81 | 1,14 |
| Kitajska | 8,37 | 1,07 | 10,32 | 3,93 | 1,69 |

Vir: Bloomberg, 30. 6. 2016

¹ Celotna vrednost podjetja v primerjavi z dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo

² Tečaj delnice v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo na delnico

³ Tečaj delnice v primerjavi s dobičkom na delnico

⁴ Dividendna donosnost

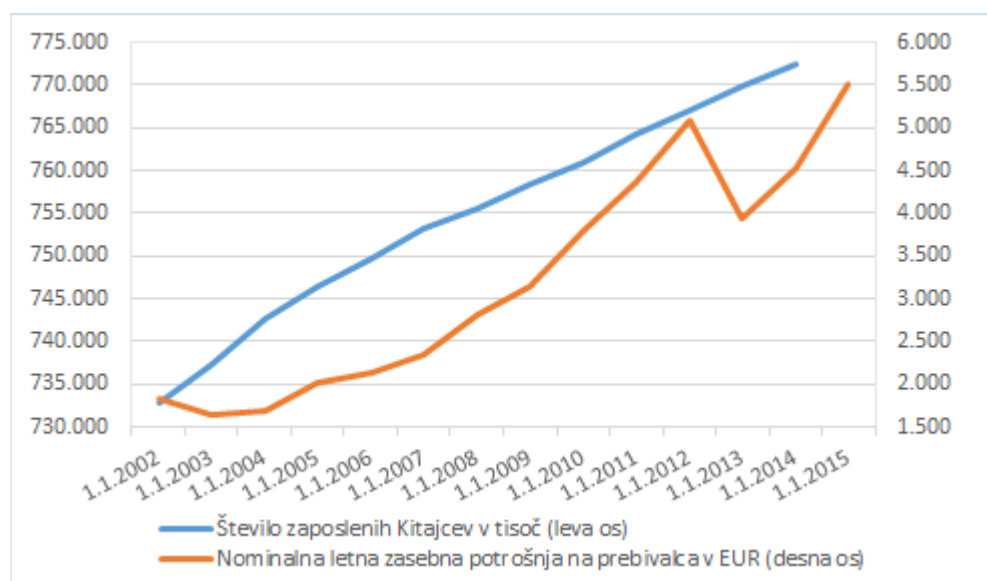
⁵ Tečaj delnice v primerjavi s prihodki na delnico

Vpliv bančnega sektorja na vrednotenja

V kitajskem delniškem indeksu (Hang Seng China Enterprise indeks) več kot 40 % naložb predstavljajo bančne delnice, medtem ko znaša delež bančnih delnic v evropskem delniškem indeksu DJ Stoxx 600 le slabih 10 %. Kitajske banke so podobno kot evropske izrazito ugodno vrednotene, kar ima ob visoko nadpovprečnemu deležu kitajskih bank v indeksu velik vpliv na samo vrednotenje.

Hkrati smo ob podobnem vrednotenju kitajskih in evropskih bank bolj naklonjeni slednjim. Medtem ko je razlog nizkih vrednotenj evropskih bank predvsem negativen vpliv ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid (t.i. kriza izkaza poslovnega izida) ob strožji regulaciji, je razlog za nizko vrednotenje kitajskih bank negotovost glede deleža slabih kreditov v kitajskem bančnem sistemu (t.i. kriza bilance stanja). Glede na uradno statistiko je sicer v kitajskem bančnem sistemu le 2 % kreditov slabih, čemur pa le malokdo verjame. Po oceni Mednarodnega denarnega sklada je na Kitajskem kar 15 % vseh danih kreditov slabih.

Slika 7: Gibanje števila zaposlenih Kitajcev in vrednosti zasebne potrošnje



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Kaj pa perspektiva?

Kitajska gospodarska rast je zadnjih letih vse bolj odvisna od zasebne potrošnje, ki predstavlja že približno 38 % BDP. V lanskem letu se je nominalna zasebna potrošnja na prebivalca povečala za 22 % na 5.521 evrov. Prihodnjo rast zasebne potrošnje podpira tudi trg dela, ki se je v lanskem letu po ocenah povečal kar za 13 milijonov novih delovnih mest, plače delavcev pa so v povprečju porasle za 8 %. Pričakujemo nadaljevanje dobrega poslovanja zasebnih podjetij iz panožnih skupin, ki so odvisne predvsem od razpoložanja kitajskega potrošnika.

Se splača kupiti kitajske delnice?

Transformacija kitajskega gospodarstva iz proizvodnega, ki temelji na infrastrukturnih investicijah in izvozu, v storitveno-potrošniško gospodarstvo se nadaljuje, a po vsej verjetnosti ne bo potekala brez kratkoročnih

šokov. Posledica šokov bo po vsej verjetnosti vidna tudi v nadpovprečni nihajnosti tečajev kitajskih delnic. Dolgoročno lahko vlagatelji na osnovi ugodnih vrednotenj in še vedno nadpovprečno hitri gospodarski rasti pričakujejo nekoliko nadpovprečno donosnost. A tveganja so enostavno previsoka, da bi vlagatelji zanemarili razpršitev. Nenazadnje, morda pa bodo tuje družbe, denimo Coca Cola, BMW in Adidas, pobrale smetano pri čedalje večjem trošenju Kitajcev?

[< NAZAJ](#)

Kategorije

[Analitski pregled](#)

[Borze v preteklem tednu](#)

[Naložbe vzajemnih skladov](#)

[Strategi v zadregi](#)

Avtor članka



mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja sektorja investicijskih skladov

VSI ČLANKI AVTORJA



