

Je še čas za izpostavljenost bančnim delnicam?

05. 07. 2017



Konec leta 2015 smo bančne delnice izpostavili kot zanimive zaradi potenciala za dvig obrestnih marž in rastočega obsega posojil ob ugodnih relativnih vrednotenjih. Od takrat so delniški tečaji bank porasli za lepih 19,2 % ⁽⁵⁾, s čimer so splošni delniški indeks razvitih držav presegli za 4,8 % točke. Je že čas za umik ali bančne delnice še ponujajo priložnost za nadpovprečni zaslužek? Spodaj so ključni dejavniki, ki bodo krojili razplet in podali odgovor na vprašanje.

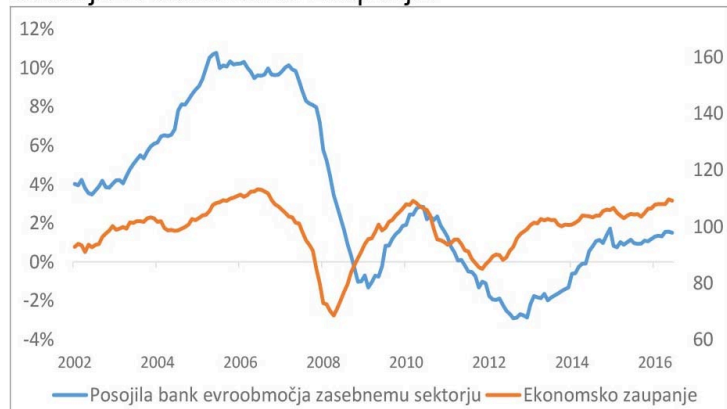
1. Naložba v bančne delnice = stava na gospodarsko okrevanje

Rastoče ekonomsko zaupanje in gospodarsko okrevanje v Evropi krepi obseg danih posojil (slika 1). Dobre gospodarske razmere bankam pomagajo še na drug način – so namreč »naravno zdravilo« za slaba posojila. Podjetja in posamezniki v okolju nižje stopnje brezposelnosti in bolj pozitivnega sentimenta precej lažje odplačujejo posojila, kar je še ena spodbudna novica za evropske banke (slika 2). Rast posojil v ZDA se je v zadnjem letu upočasnila, kar je povezano z več različnimi dejavniki:

- z izboljšanimi pogoji na finančnih trgih podjetja več kapitala iščejo na kapitalskih trgih mimo bank,
- podjetja odlašajo z najemanjem posojil pred pričakovanimi reformami,
- z nekoliko zaostrenimi kreditnimi pogoji v določenih segmentih posojil. ⁽⁶⁾
- z višjimi obrestnimi merami v ZDA. ⁽⁷⁾

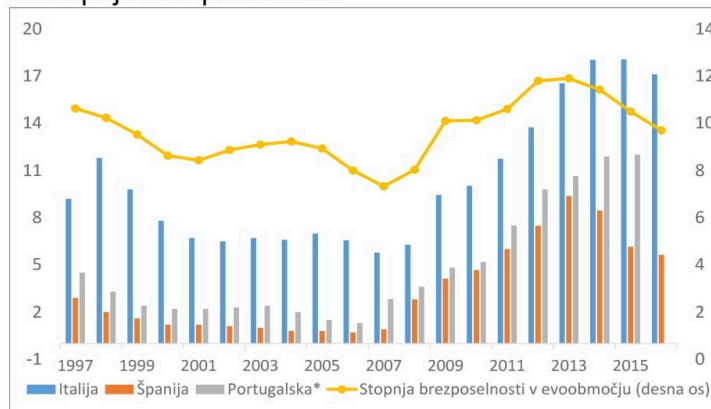
Pričakujemo, da se bo ameriško gospodarstvo v drugi polovici leta še naprej krepilo. Hkrati je danes zadolženost ameriških gospodinjstev na bistveno nižjih ravneh kot denimo leta 2008, kar daje potrošniku prostor za dodatno zadolževanje in zmanjšuje verjetnost, da ne bi mogel odplačevati obstoječih posojil.

Slika 1: Posojila bank evroobmočja zasebnemu sektorju in ekonomsko zaupanje.



Vir: Bloomberg.

Slika 2: Delež (%) slabih posojil v evropskih državah in stopnja brezposelnosti.



Vir: World Bank.

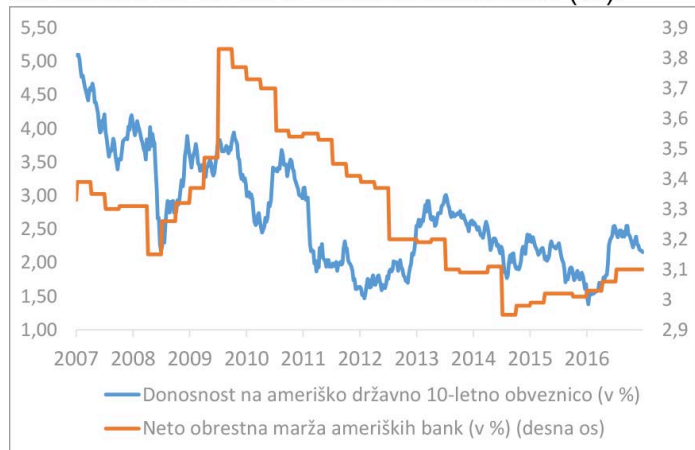
*Podatek za Portugalsko za leto 2016 ni na voljo.

2. Obrestne mere – dobičkonosnost bank

Obrestne mere so zelo pomemben dejavnik dobičkonosnosti bank. Okolje rastočih obrestnih mer in zlasti bolj strma obrestna krivulja bankam koristi (slika 3). Banke si namreč kratkoročno sposojajo in dolgoročno posojajo, zato jim bolj strma obrestna krivulja omogoča rast neto obrestne marže. Letošnja splošitev obrestne krivulje v ZDA, ki je posledica nekoliko slabših gospodarskih objav v prvem polletju, je ustvarila pritisk na tečaje ameriških bančnih delnic. Če se bo razlika med kratkoročnimi in dolgoročnimi obrestnimi merami še zmanjševala, bodo bančne delnice še nekoliko bolj na udaru. Tudi zelo hiter poskok obrestnih mer na visoke ravni bi lahko bil po drugi strani neugoden za tečaje bančnih delnic, ker v takem okolju povpraševanje po posojilih praviloma usahne. Naše stališče je, da bo ob solidni gospodarski rasti v ZDA in polni zaposlenosti obrestna krivulja v ZDA postopno postala bolj strma.

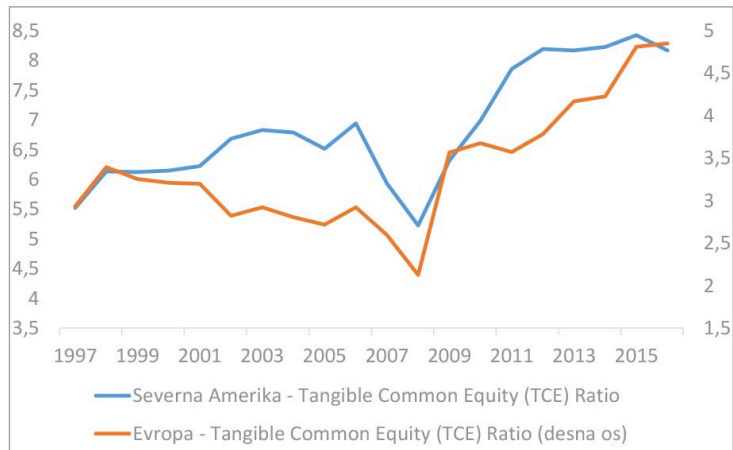
Podobno velja za Evropo, pri kateri ima vpliv tudi nadaljnja politika ECB. Decembra lani uveden ukrep, ki je zmanjšal mesečni obseg odkupov ECB z 80 na 60 milijard evrov po marcu 2017 (povišuje obrestne mere na drugem delu obrestne krivulje) in hkratna razširitev možnega nabora obveznic (znižuje obrestne mere na kratkem delu obrestne krivulje) sta pomagala neto obrestnim maržam evropskih bank. Evropo sicer, sodeč po pričakovanjih tržnih udeležencev, čaka dvoletno obdobje negativnih depozitnih (kratkoročnih) obrestnih mer. Te same po sebi zaviralno delujejo na neto obrestne marže in znižujejo dobičkonosnost, a obenem omogočajo dobičke iz naložb obvezniških portfeljev bank ter zaradi boljše kondicije gospodarstva zmanjšujejo kreditno tveganje (manj stečajev). Neto učinek je, sodeč po rastočih kazalcih dobičkonosnosti evropskih bank, pozitiven.

Slika 3: Neto obrestne marže ameriških bank (%) in donosnost na 10-letno državno obveznico (%).



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Slika 4: Delež najboljšega kapitala v bankah (%).



Vir: Bloomberg. Bloomberg Intelligence.

3. Kakovost sredstev, solidni kapitalski količniki

V Evropi se proces krepitev kapitala v bankah nadaljuje ⁽⁸⁾, kar na eni strani sicer »spodjeda« njihovo dobičkonosnost, vendar hkrati tudi krepi zaupanje v banke. Ameriške banke že beležijo relativno visoke kapitalске količnike (slika 4) in tudi kakovostna sredstva ter podpovprečne odpise. Dobro stanje ameriških bank so potrdili tudi nedavno objavljeni rezultati stresnih testov. Kot kaže, so tudi ameriške banke relativno dobro pripravljene celo na scenarij opaznejšega gospodarskega upada.

4. Zmanjševanje regulatornih zahtev?

V obdobju po finančni krizi so bile v ZDA banke pod drobnogledom. Povišale so se kapitalске zahteve, novi nadzorni organi so »rasli kot gobe po dežju«, povečal se je tudi obseg zahtevanih poročanj. Banke denimo danes obvezna poročila za regulatorje pripravljajo na v povprečju na 80 straneh, kar je približno dvakrat bolj obsežno poročanje kot leta 2000 ⁽⁹⁾. Glede obljub nove ameriške administracije o zmanjšanju regulatornih zahtev in o znižanju davčnih stopenj ostajamo zadržani, a že manjše spremembe v pravi smeri bi tečajem bančnih delnic koristile, sploh zdaj, ko so se pričakovanja vlagateljev glede napovedanih Trumpovih reform znižala.

Pričakujemo nadpovprečno donosnost

Čeprav evropske banke ne sodijo več med »ekstremno zapostavljene«, kot smo to opažali v letu 2016, so njihova vrednotenja danes še vedno pol nižja (po ceni glede na knjigovodsko vrednost) kot pred finančno krizo. Razlog za to je predvsem v tem, da so imele banke v okolju ničelnih (negativnih) obrestnih mer in do nedavnega krčenja obsega posojil močno oteženo poslovanje, torej tako nižje dobičke kot več zahtevanega kapitala. A v prihodnje pričakujemo, da bo v Evropi gospodarska rast dovolj robustna, da se bo rast posojil ne zgolj nadaljevala, temveč krepila, neto obrestne marže pa bodo z bolj strmo krivuljo dobile zagon. Relativna vrednotenja ameriških bančnih delnic so višja kot evropska, toda vseeno le rahlo nad ravnmi zgodovinskih povprečij. Pričakovana bolj strma obrestna krivulja tudi ameriškim delnicam daje potencial za rast neto obrestnih marž, kot dodaten argument dopuščamo tudi sproščanje regulatornih zahtev. Skladno z zapisanim smo v naših portfeljih in podskladih krovnega sklada NLB Skladi še vedno nadpovprečno izpostavljeni bančnim delnicam.

(5) Donosnost indeksa MSCI World Bank, od 31.12.2015 do 30.6.2017.

(6) Segment posojil za nakup avtomobila in segment posojil za nakup naložbenih nepremičnin v ZDA.

(7) 6-mesečni LIBOR v USD se je v zadnjem letu povešal z 0,9242 % na 1,4477 %.

(8) Smernice Basel IV.

(9) Barclay's Equity Research, U.S Large-Cap Banks, State of the Industry, 17. 3. 2017.

[◀ NAZAJ](#)

Kategorije

[Analitski pregled](#)

[Borze v preteklem tednu](#)

[Naložbe vzajemnih skladov](#)

[Strategi v zadregi](#)

Avtor članka



Saša Dragonja

CFA, direktorica sektorja za trženje in prodajo

[VSI ČLANKI AVTORJA](#)

