

Strategiji v zadregi

4. december 2018, leto XI, št. 4



NLB Skladi, d.o.o.

Marko Bombač, CFA, FRM

Vodja analiz

Pok tehnološkega balona znova pred vrati? (1. del)

V devetdesetih letih preteklega stoletja smo bili priča novi industrijski revoluciji z imenom internetno-tehnološki razcvet. Od leta 1990 do 1997 je delež ameriških gospodinjstev z računalnikom porasel s 15 % na 35 %, doba interneta in informacijske tehnologije pa je veliko obetala pri gospodarskem razcvetu in dobičkih posebno tehnoloških družb. Nekdanji prvi mož ameriške centralne banke Greenspan, ki je še konec leta 1996 govoril o neracionalnem obnašanju vlagateljev in pretirani evforiji, je že nekaj mesecev pozneje obrnil ploščo in v tehnološkem razcvetu videl novo ero. Evforija je bila vidna tudi pri vlagateljih, saj je bila pri teh vsaka družba, ki je imela bodisi v korenu svojega imena karkoli skupnega z internetom bodisi .com končnico, že sama po sebi vroča roba. Posledično so tečaji tehnoloških delnic na valu navdušenja od avgusta 1998 do marca 2000 porasli za izjemnih 250 %. Sledilo je kruto spoznanje, da je optimizem močno pretiran, in posledično skoraj 80-odstotno znižanje vrednosti tehnološkega indeksa Nasdaq.

Kaj so finančni baloni in zakaj pride do njih?

O finančnih balonih govorimo takrat, ko tržna vrednost sredstev precej presega pošteno vrednost. Do te situacije pride skladno s teorijo povratne zanke, ko optimizem in navdušenje nad določenim strukturnim dejavnikom (denimo tehnološki razcvet, izvolitev gospodarstvu naklonjenega predsednika, »baby boom«, itd.) vodita v rast vrednosti sredstev. Rast cen v kombinaciji s psihološkimi dejavniki (denimo čredni nagon in pretiran optimizem) sproži zanimanje tudi pri drugih vlagateljih, kar vodi v novo rast vrednosti sredstev. Ker so take rasti nevzdržne, prej ali slej pride do poka balona, ki je navadno zelo hiter, in ogromnega upada tržne vrednosti. Zgodovina nas uči, da nastanek finančnih balonov ni nič neobičajnega, pri čemer jih je bilo v preteklosti veliko povezanih z idejo »prihoda nove ere«, ki naj bi omogočila trajno hitrejši gospodarski napredek in posledično hitrejšo rast dobičkov družb. Sama ideja sicer ni popolnoma zgrešena, saj je – če pogledamo zgolj zadnje stoletje – prisoten trend rasti življenjskega standarda. Po veliko kazalnikih se svet dejansko pomika v novo, boljše ero, v kateri se je delež prebivalstva, ki živi pod pragom revščine, od leta 1900 znižal s 84 % na 40 % leta 1984 in manj kot 10 % leta 2015¹. A najbolj značilna ideja nove ere je, da do napredka ne prihaja kontinuirano, temveč v sunkih.

Zgodovina nekaterih ameriških finančnih balonov

Telegrafski balon

Ko je Samuel Morse po letu 1840 predstavil ameriškemu kongresu, kako po žicah cenovno ugodno in hitro prenašati podatke, je ameriški narod zajela telegrafska vročica. (Pre)obsežne investicije, pri katerih se je dolžina telegrafskih linij v ZDA v zgolj nekaj letih več kot podeseterila, in posledično presežne kapacitete so v kombinaciji z močno konkurenco vodile v propad večine novoustanovljenih telegrafskih družb. A že zgrajena infrastruktura je pohitrila in pocenila prenašanje podatkov in omogočila vzpon družb, ki so znale izkoristiti novo tehnologijo (denimo Associated Press in Western Union). Tako se je čas posredovanja sporočila iz Londona do New Yorka, ki je prej prek pisma z ladjo potovalo 12 dni, skrajšal na zgolj nekaj minut. Hkrati je to predstavljalo tudi osnovo za razvoj drugih tehnologij, denimo prenos denarja prek Western Uniona in obveščanje vlagateljev o tekočih delniških tečajih.

Prehod v novo stoletje

Ob prehodu v 20. stoletje je bilo ogromno govora o prihajajočem tehnološkem razvoju in lepši prihodnosti. Vlaki naj bi kmalu vozili več kot 200 km/h, z razvojem radia pa naj bi v doglednem času celo komunicirali z Marsom. Podobno kot 100 let pozneje je v tem primeru vladala tehnološka vročica, ki naj bi močno pohitrila gospodarski napredek. V dvanajstih mesecih pred vrhuncem evforije junija 1901 je ameriška borza doživela spektakularne rasti. Časniki so poročali o natakarih, uradnikih in vratarjih, ki so obogateli s svojimi špekulacijami. A vlagatelji niso upoštevali, kaj vse gre lahko narobe. Ob visokih izhodiščnih vrednotenjih je za delnice sledilo eno najslabših 20-letnih obdobj, saj so delnice, vključujoč dividende, v tem obdobju zgolj ohranile realno vrednost premoženja.

¹ <https://data.worldbank.org/topic/poverty>



Velika depresija

Nov balon se je začel napihovati po letu 1920. To desetletje je z množično uporabo tehnologij, ki jih je do takrat uporabljala zgolj peščica najpremožnejših, zaznamovala hitra gospodarska rast. Če je bilo še leta 1914 zgolj 1,7 milijona registriranih avtomobilov, jih je bilo leta 1920 že 8,1 milijona, leta 1929 pa že 23,1 milijona. Hkrati se je v tem času elektrifikacija ZDA širila iz največjih mest v preostale dele ZDA. Leta 1929 je že skoraj polovica ameriških gospodinjstev z dostopom do elektrike imela sesalnike, tretjina pa pralne stroje. To je tudi obdobje, ko so nastali prvi zvočni filmi. Gre torej za desetletje z izjemnim tehnološkim napredkom, zaradi česar sta John Moody leta 1928, vodja bonitetne agencije Moody's, in Irving Fisher, znani profesor z univerze Yale, govorila o novi eri, ki naj bi jo zaznamovala kontinuirana gospodarska prosperiteta. Kot po naključju sta to trdila tik pred pokom borznega balona in finančno depresijo z začetkom leta 1929, po mnogih kriterijih največjo gospodarsko krizo v novejši ameriški in svetovni zgodovini, saj se je globalno gospodarstvo od leta 1929 do 1932 skrčilo za približno 15 %. Ob zgodovinsko enih najvišjih vrednotenj borz v zadnjih 200 letih so tečaji delnic ameriških družb do avgusta leta 1932 upadli za »skoraj neverjetnih« 90 %, pri čemer so znova potrebovali 20 let, da so tečaji, prilagojeni za inflacijo in vključujoč dividende, presegli vrhove iz leta 1929.

Optimizem petdesetih in šestdesetih let

Do novega tehnološkega napredka, ki ga stranski opazovalec ne bi mogel spregledati, je prišlo v petdesetih letih z množično uporabo televizije, ki je podobno kot internet približno pol stoletja pozneje povzročala začudenje nad novo tehnologijo. Če je še leta 1948 imelo televizijo zgolj 3 % gospodinjstev, je že do leta 1955 delež porastel na 76 %. Delniški tečajji ameriških delnic so od septembra 1953 do decembra 1955 porasli za 94,3 %, prilagojeno za inflacijo. Takšno rast so vlagatelji opravičevali z nizko inflacijo, zasluge za to pa pripisovali novi, boljši denarni politiki ameriškega Fed-a, ki kljub spodbudam gospodarstvu inflacije ni spustil z vajeti. Vse skupaj je začinila še izvolitev Johna Kennedyja, ki je takrat močno zagovarjal spodbude gospodarstvu, na mesto ameriškega predsednika leta 1960, zaradi česar so bili vlagatelji optimistični glede prihodnje gospodarske rasti. Od leta 1953 do leta 1965 so tečajji delnic porasli za 367 % (prilagojeno za inflacijo in vključujoč dividende). Na borzah je sledila že znana zgodba: stagflacija in visoka vrednotenja so pomenila podpovprečno donosnost v prihodnjih letih. Šele 17 let pozneje so delniški tečajji, prilagojeni za inflacijo in vključujoč dividende, znova trajno presegli nivoje iz leta 1965.

Sklepna ugotovitev

Po poku večjih preteklih balonov je kratkoročno sicer sledilo precej klavarno obdobje. A če obdobje raztegnemo na 20 let, ugotovimo, da so vlagatelji z naložbami v delnice tudi v primeru napačnega trenutka vstopa na trg vsaj ohranili realno vrednost svojega premoženja. Hkrati ravno val navdušenja in optimizma sproži verigo investicij v novo vročo zgodbo. To precej pohitri razvoj same tehnologije in navadno, po propadu pomembnega deleža podjetij, ki so v tej evforiji sodelovali, tudi močno poceni dostopnost le-te. Omenjeno pa je v preteklosti predstavljalo spodbudo prihodnji gospodarski rasti.

Tudi prihod interneta v sredini devetdesetih let so mnogi povezovali z novim gospodarskim razcvetom. A vlagatelji bi se takrat pri svojem navdušenju nad internetom morali vprašati, če je ta res pomembnejši za prihodnjo gospodarsko rast kot denimo razvoj poštne storitve, železnic, telegrafa, radia, telefonov, avtomobilov, letal, televizije in avtocest. Hkrati so pri odločitvah vlagateljev poleg prihodnjega potenciala pomembna tudi vrednotenja naložb, ki odražajo (pretiran) optimizem oziroma pesimizem med vlagatelji. Ker borze premikajo spremembe v pričakovanjih, do pozitivnih presenečenj in posledično lepih rasti lažje pride v času večjega pesimizma in ugodnih vrednotenj. Slednje potrjujejo tudi izkušnje iz preteklosti, saj so nizka izhodiščna vrednotenja delnic v povprečju pomenila nadpovprečno 5- do 10-letno prihodnjo donosnost in obratno.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, 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. 108/10 s spremembami in dopolnitvami; 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 in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih 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.