

Akciju tirgus korelācija ar ekonomikas datiem

2010. gada marts

Jānis Praņēvičs, Parex Asset Management vecākais akciju analītiķis

Pērkot kāda uzņēmuma akcijas, mēs pērkam tā nākotni – tā spēju sasniegt nospraustos mērķus, gūt peļņu un dalīties tajā ar investoriem. Izdošanās vai neizdošanās ir atkarīga no virknes faktoru – uzņēmuma vadības pieredzes, zināšanām un spējām, konkurences attiecīgajā nozarē, uzņēmuma piedāvātās preces vai pakalpojuma unikalitātes, utt. Taču visiem uzņēmumiem ir kāda kopīga iezīme – it neviens no tiem nav neatkarīgs no ekonomikas stāvokļa. Pat visnecikliskāko nozaru pārstāvji ilgtermiņā stagnēs un nespēs sasniegt no tiem gaidīto bez robustas ekonomikas atbalsta.

Tā kā dažādu ekonomisko datu relīzes ir ekonomikas pulss, finanšu tirgu dalībnieki tiem seko līdzī ar īpašu vērtību, un akciju cenas uz pārsteigumiem šajā jomā reaģē milisekunžu laikā. Loģiski – ja ekonomika izrādās vājāka nekā gaidīts, sniegums, kas iepriekš tika gaidīts no uzņēmumiem, netiks sasniegts. Tai pat laikā gaidāmie paziņojumi tiek „iecenoti” jau labu laiku iepriekš, un akciju tirgus parasti uzsāk savu izaugsmi, pirms vēl ekonomikas datu relīzes ir apstiprinājušas ekonomikas atkopšanos.

Šī pētījuma mērķis ir apzināt attīstītajiem akciju tirgiem nozīmīgākos ekonomikas datus un sakarības starp šiem datiem un akciju tirgus dinamiku, kā arī noskaidrot, vai līdzīgas sakarības ir spēkā Baltijas akciju tirgū.

Globālajos tirgos eksistējošās sakarības – kas un kāpēc ir svarīgs akciju tirgiem.....	2
Atpaliekšie un apsteidzošie indikatori	2
Globalizācijas ietekme.....	3
Diskonta likme & etalona ienesīgums	4
Bāzes likme	5
Ekonomikas indikatori un tiešā ietekme uz akciju tirgu	6
Situācija Latvijā / Baltijā	10
Ceturkšņu dati – IKP & Parex indekss	10
Mēnešu dati – eksports un mazumtirdzniecība	13
Secinājumi.....	17

Globālajos tirgos eksistējošās sakarības – kas un kāpēc ir svarīgs akciju tirgiem

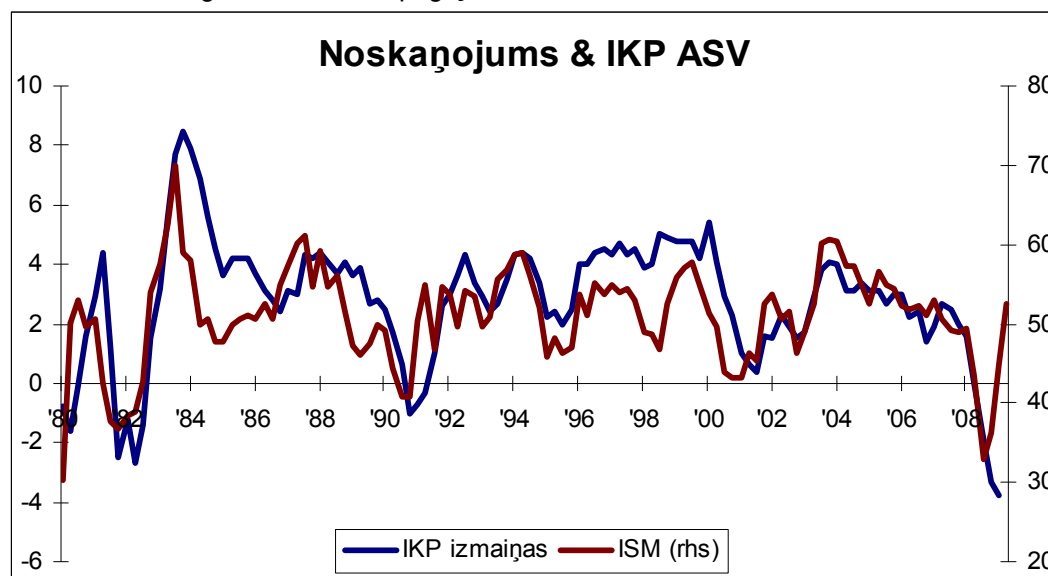
Kā zināms, par vispareizāko uzņēmumu vērtēšanas metodi tiek uzskatīta discounted cash flow (DCF) jeb diskontēto brīvo naudas plūsmu metode. Saskaņā ar to uzņēmuma vērtību nosaka nākotnes prognozētās naudas plūsmas un diskonta likme, ar ko tās tiek diskontētas. Tas savukārt nozīmē, ka mainoties tirgus dalībnieku viedoklim par šiem diviem mainīgajiem, mainās arī uzņēmuma vērtība.

Atpaliekšie un apsteidzošie indikatori

Kas tirgus dalībniekiem liek koriģēt savas prognozes? Vislabākais iemesls to darīt, protams, ir „cietie” ekonomikas dati, kas nepārprotami liecina, ka ekonomikas izaugsmes tempi atšķiras no iepriekš prognozētajiem: piemēram, IKP pieaug nevis par 3% gadā, bet vien par 2%. Tādā gadījumā jāpārskata prognozes par uzņēmumu gaidāmajiem rezultātiem – apgrozījums, visticamāk, būs zemāks, kā rezultātā cietīs arī peļņa un brīvās naudas plūsmas.

Taču tikai cieto ekonomikas datu izmantošanai ir būtisks trūkums – šie dati tiek publicēti ar novēlošanos (piemēram, Latvijas IKP izmaiņu ātrais novērtējums tiek publiskots vairāk kā mēnesi pēc attiecīgā ceturkšņa beigām) un atspoguļo pagātni, nevis nākotni, kas ir akciju cenām ir daudz svarīgāka. Respektīvi, iznākot IKP rādītājiem, akciju tirgus parasti jau ir iecenojis šīs ziņas labu laiku iepriekš, jo mājienu par IKP izmaiņām dod virkne citu indikatoru, kas tiek paziņoti krietni agrāk. Lai tiktu galā ar šo „atpakaļskata spoguļa” problēmu, investoriem ir vērts pievērst uzmanību apsteidzošajiem indikatoriem, kas parāda ekonomikas dalībnieku tagadnes un nākotnes novērtējumu. Lai arī kāds skeptiķis varētu norādīt uz šādu metožu subjektivismu, jo tās atspoguļo tikai tagadnes un nākotnes novērtējumu, vēsture ir pierādījusi, ka šie indikatori iet soli soli ar reālās ekonomikas izmaiņām. Pareizāk sakot, apsteidzošie indikatori pat ir soli priekšā reālajai ekonomikai (kā jau var nojaust pēc to nosaukuma) un ar lielu uzticamības pakāpi signalizē par izmaiņām ekonomikā 3-6 mēnešus, pirms tās ir notikušas.

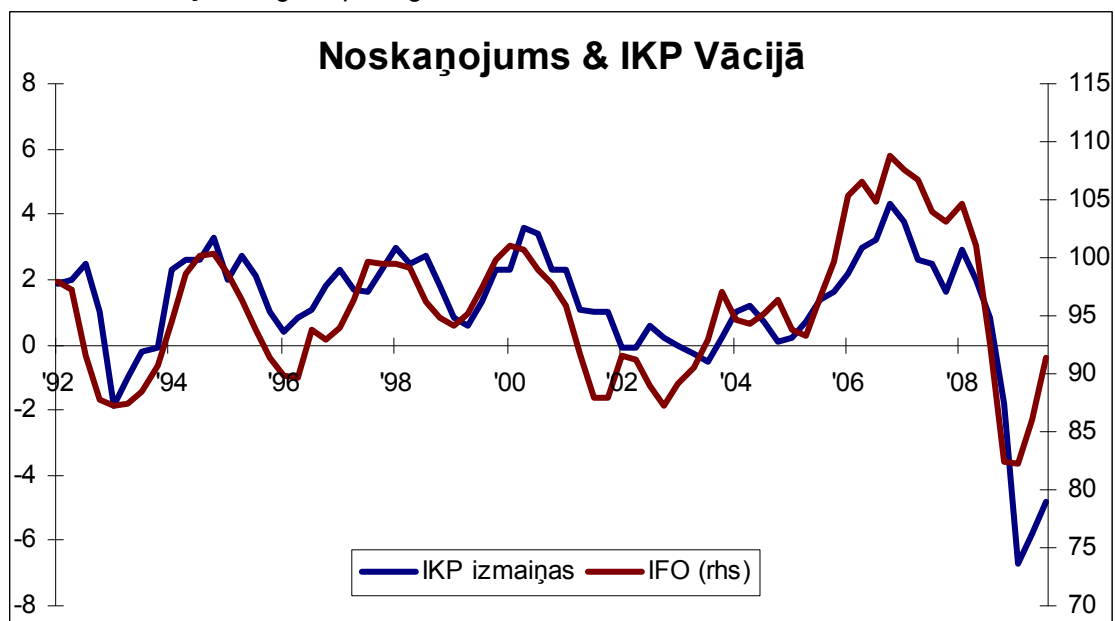
ASV tirgum nozīmīgākais indikators ir Institute for Supply Management Manufacturing Index, (ISM Manufacturing), kas atspoguļo ražošanas uzņēmumu vadītāju pašreizējās situācijas novērtējumu un viedokli par gaidāmajiem ražošanas apjomiem, jaunajiem pasūtījumiem, krājumiem, nodarbināto skaitu un piegādēm. Vērtības, kas augstākas par 50 punktiem, signalizē par ekonomikas izaugsmi, zemākas par 50 – par kontrakciju. Kā redzams grafikā, starp ISM un gada izmaiņām ASV iekšzemes kopproduktā pastāv cieša saistība, turklāt ISM apsteidz IKP izmaiņas aptuveni par vienu ceturksni. Korelācija starp ISM un tā paša ceturkšņa IKP gada izmaiņām ir 64%, bet starp ISM un nākamā ceturkšņa IKP gada izmaiņām tā sasniedz 77%¹, tādējādi apstiprinot, ka ISM arī dod mājienu gaidāmo ekonomikas izaugsmi, ne tikai atspoguļo šībrīža notikumus.



Savukārt otrpus okeānam nozīmīgais apsteidzošais indikators ir IFO Survey, kas līdzīgi ISM, atspoguļo Eirozonas lokomotīves Vācijas uzņēmumu vadītāju domas par šībrīža situāciju un nākamo sešu mēnešu prognozes. Tiesa, atšķirībā no ISM, tā „neitrālā” vērtība ir 100.

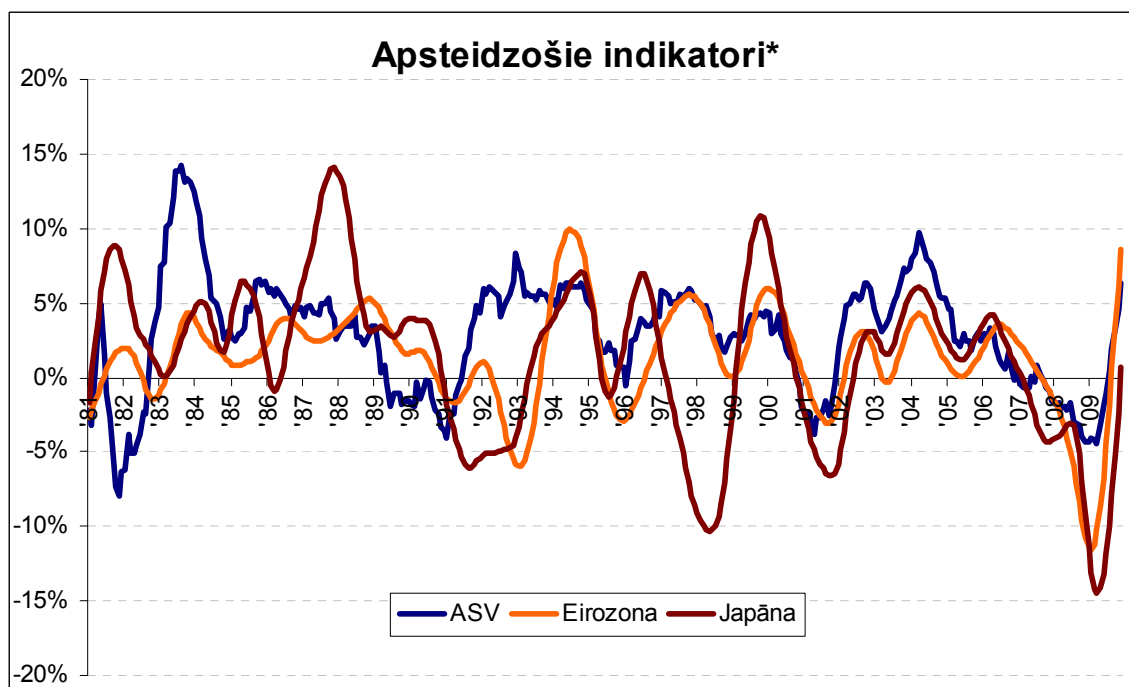
¹ Korelācija ar IKP izmaiņām pret iepriekšējo ceturksni (kas atbrīvo no autokorelācijas problēmas) arī ir augsta – attiecīgi 70% un 54%, un abos gadījumos tā ir statistiski nozīmīga ($t=10.70$ & $t=6.97$)

Korelācija starp IFO un tekošā ceturkšņā IKP gada pieaugumu ir 74%, bet starp IFO un nākamā ceturkšņa IKP gada pieaugumu tā ir 78%.



Globalizācijas ietekme

Aizsteidzoties priekšā raksta gaitai, kādam lasītājam šobrīd var rasties jautājums, kādēļ tik liela uzmanība tiek veltīta ASV un Eiropas ekonomiskajiem indikatoriem? Respektīvi, kāda šīm ekonomikām ir saistība ar Baltijas akciju tirgu? Jāatzīst, ka saistība ir diezgan tieša – pirmkārt, nācijām arvien aktīvāk iesaistoties starptautiskajā tirdzniecībā, pasaules ekonomika kļūst arvien globalizētāka un „sasaistītāka”, kas nozīmē, ka problēmas vienā reģionā ietekmē uzņēmumus citā pasaules malā, kas uz šo reģionu eksportē savu produkciju. Te vietā labi zināmais teiciens: „Kad ASV nošķaudās, pārējā pasaule saslimst ar gripu”. To arī labi ilustrē apsteidzošie indikatori galvenajās pasaules ekonomikās, kas nu jau kustas tik sinhroni kā militārā marša dalībnieki.



*Composite leading indicators

Globalizācija darbībā: korelācija starp galvenajām ekonomikām

	1981-2009				1995-2009		
	ASV	Eirozona	Japāna		ASV	Eirozona	Japāna
ASV	1.00	0.45	0.23	ASV	1	0.76	0.52
Eirozona	0.45	1.00	0.53	Eirozona	0.76	1	0.52
Japāna	0.23	0.53	1.00	Japāna	0.52	0.51	1

Turklāt ASV makro datu nozīmīgumu citiem akciju tirgiem pierāda arī akadēmiskās vides pārstāvji². Viņu secinājums: pēc pārsteigumiem ASV rūpnieciskās ražošanas datos attīstīto valstu akciju tirgi pieaug aptuveni par 0.4% par katru pārsteiguma procentpunktu. Turklāt Āzijas tirgiem ir svarīgi arī mazumtirdzniecības dati, Kanādai – inflācija, bet Lielbritānijai – darba vietu skaita izmaiņas.

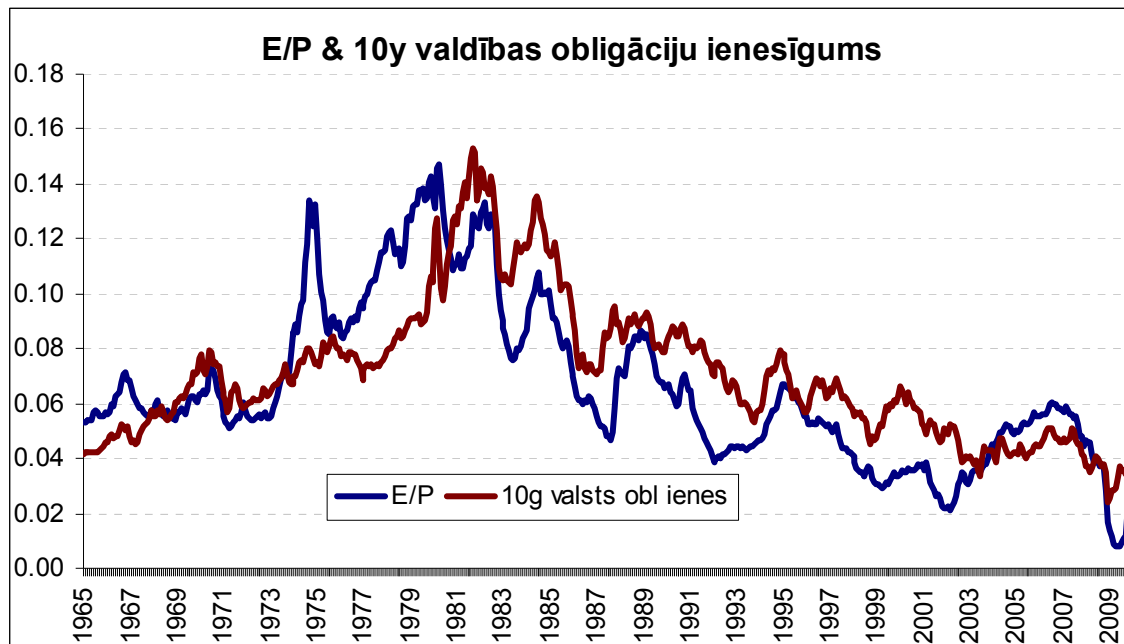
Papildus fundamentālajam efektam, ko rada starptautiskā tirdzniecība, ir arī otrs, likviditātes radītais, aspekts, kurš ir plaši iztirzāts Richard Bookstaber grāmatā *A Demon of Our Own Design*. Tas izpaužas šādi – bankām attiecīgajā reģionā rodas zaudējumi ekonomikas lejupslīdes dēļ, un lai uzlabotu savus kapitāla rādītājus, tās ir spiestas izpārdodot savus vērtspapīru portfeļus. Taču investīcijas ir veiktas arī citos reģionos, un ja pārdošanas apjoms ir pietiekami liels, tas spēj dzīt lejup šo aktīvu cenas. Zemākas akciju vai obligāciju cenas savukārt var radīt problēmas citām bankām pat otrā pasaules galā, kas arī šo notikumu rezultātā ir spiestas patukšot savus vērtspapīru portfeli, tādējādi radot krītošu cenu spirāli. Turklāt šo spirāli ierosināt var arī tikai citu tirgus dalībnieku gaidas, ka gaidāms pārdošanas vilnis.

Diskonta likme & etalona ienesīgums

Savukārt otrs DCF svarīgais faktors – diskonta likme – sastāv no divām daļām. Pirmā ir valdības ilgtermiņa obligāciju ienesīgums ASV vai Eiropā (*risk free asset*), ko var atrast jebkurā finanšu portālā. Tai pat laikā otras riska diskonta likmes sastāvdaļas, riska prēmijas, precīzu vērtību nekur atrast nevar, un aplēses par to tiek izdarītas no vēsturiskajiem datiem; turklāt vienprātības par tās lielumu vēl aizvien nav.

Tādējādi atliek pievērsties etalona obligāciju ienesīguma izmaiņām. Zemāks bezriskā aktīvu ienesīgums nozīmē zemāku diskonta likmi, kam akciju vērtību vajadzētu paaugstināt. Patiešām – pēdējos 40 gados vērojama diezgan cieša saistība starp ASV valdības desmitgadīgo obligāciju ienesīgumu un S&P 500 indeksa peļņas un cenas attiecību (E/P, kas ir apgriezts labi zināmais P/E). Respektīvi: jo zemāks procentu likmes, jo augstāku cenu investori ir gatavi maksāt par uzņēmumu akcijām.

² Lucey, Nejadmalayeri, Singh: "Impact of US Macroeconomic Surprises on Stock Market Returns in Developed Economies"



Lai arī šāda sakarība šķiet intuitīvi pareiza, patiesībā to varētu ierindot pie tirgus anomālijām. Procentu likmes parasti izmainās kopā ar nākotnes inflācijas gaidām. Tātad zemāku procentu likmju gadījumā nākotnes plūsmas tiks diskontētas ar zemāku diskonta likmi, bet mazākas būs arī šīs pašas plūsmas zemākas sagaidāmās inflācijas dēļ! Tādejādi akcijām nevajadzētu būt dārgākām zemu procentu likmju vidē – bet tā tomēr notiek. Vienīgais attaisnojums, kad augstākas inflācijas gadījumā akcijām būtu jāmaksā mazāk, ir tad, ja šī inflācija ir radusies piedāvājuma puses satricinājumu dēļ (*supply shock*). Respektīvi, inflācija trako nevis straujas ekonomikas izaugsmes dēļ, bet gan izejvielu piedāvājuma strauja sarūkuma dēļ, kas draud novest pie stagflācijas, kam lielisks piemērs ir septiņdesmito gadu „naftas šoks” un tam sekojošais sāpīgais stagflācijas periods.

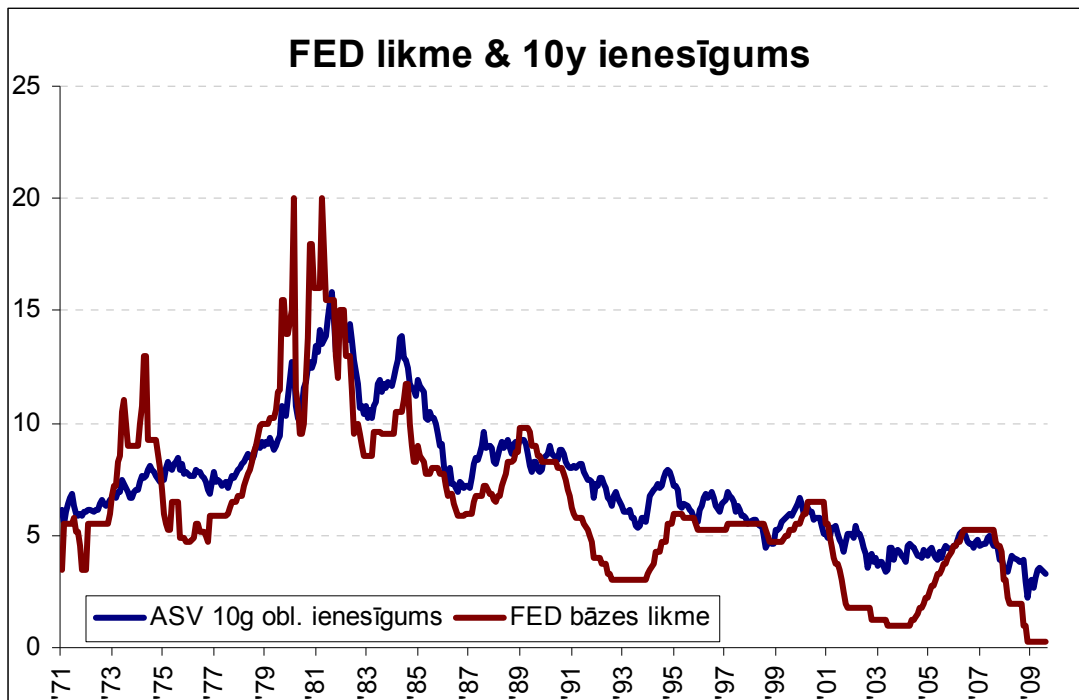
Vēl vairāk – starpība starp E/P un desmitgadīgo obligāciju ienesīgumu ir krietni sliktāks nākotnes ienesīguma prognozētājs nekā E/P (jeb P/E) atsevišķi. Citiem vārdiem sakot, akciju pirkšana pie augsta P/E, attaisnojot to ar zemām procentu likmēm ir muļķa mierinājums – vēsture ir pierādījusi, ka augsts P/E ilgtermiņā (~10 gadi) nozīmē zemāku akciju cenu pieaugumu, neatkarīgi no tā, kur patlaban atrodas procentu likmes³.

Tas apliecina, ka akciju tirgus dalībniekiem ir tendence pārspīlēt zemu procentu likmju nozīmīgumu. Tiesa, ignorēt procentu likmju izmaiņas būtu tikpat riskanti, kā ignorēt cenu burbuļu rašanos. Tirgus mēdz būt iracionāls, turklāt tas mēdz tāds būt pat vairāku gadu garumā, tādejādi „peldēšana pret straumi” var radīt pietiekami lielus zaudējumus, lai pieliktu punktu investīcijām. Piemēram, viens no slavenākajiem hedžfondu menedžieriem, Džulians Robertsons (*Julian Robertson*), 2000. gada martā bija spiests slēgt savu *Tiger* fondu masīvo zaudējumu dēļ, ko radīja likmes uz to, ka Interneta burbulim jāplīst. Protams, eventuāli viņam izrādījās taisnība, un burbulis galu galā plīsa. Turklāt tajā pašā mēnesī, kad viņš likvidēja savu fondu...

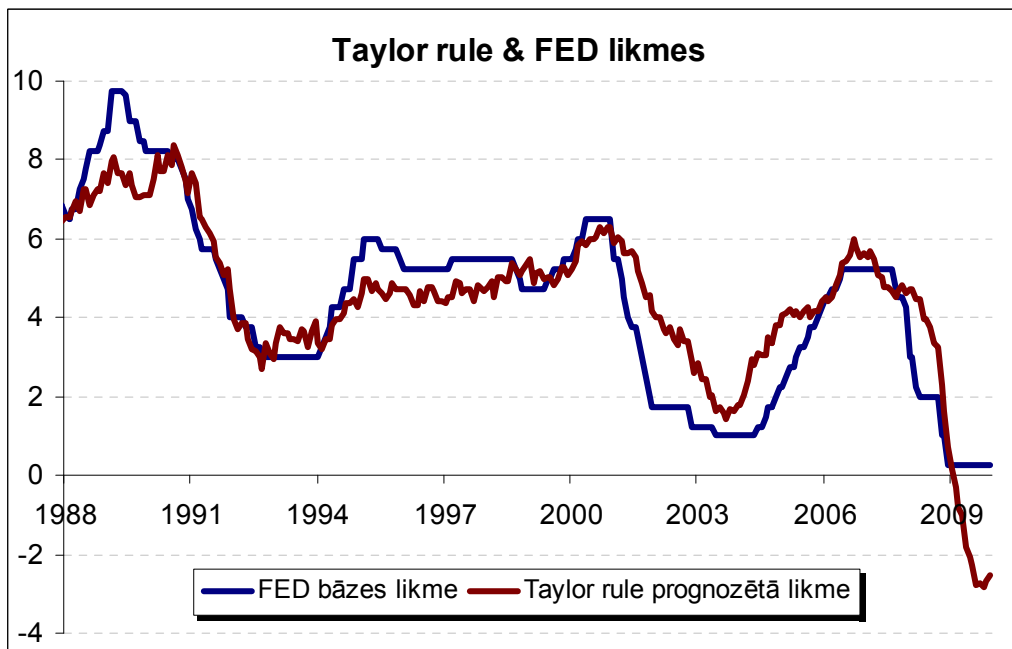
Bāzes likme

Tātad no iepriekš teiktā var saprast, ka valdības obligāciju ienesīgums spēlē nozīmīgu lomu P/E noteikšanā. Bet no kā atkarīgs valdības obligāciju ienesīgums? Desmitgadīgo ASV valdības obligāciju ienesīgums, lai arī atkarīgs no daudziem faktoriem, tai skaitā inflācijas gaidām, lielā mērā ietekmējas no Federālo Rezervju Sistēmas bāzes procentu likmes:

³ Clifford Asness: „Fight the Fed Model”



Savukārt procentu likmes vēsturiski tikušas noteiktas, lai nodrošinātu stabilu ekonomisko izaugsmi, bet tai pat laikā nepieļautu inflācijas trakošanu⁴. Deviņdesmitajos gados ekonomists Džons Teilors (John Taylor) secināja, ka FED likmju politiku var aptuveni izteikt ar samērā vienkāršu formulu, kas atkarīga no starpības starp infāciju un inflācijas mērķi, kā arī no starpības starp nominālā IKP pieaugumu un potenciālo nominālā IKP pieaugumu, ko var aizstāt arī ar bezdarbu. Lūk, vēl viens iemesls, kāpēc bezdarbs un inflācija ir svarīga akciju tirgum! Zems bezdarbs un zema inflācija ļauj FED turēt zemas procentu likmes, kas spiež lejup valdības obligāciju ienesīgumu – un tas vēsturiski ir bijis saistīts ar augstākām akciju cenām!



Ekonomikas indikatori un tiešā ietekme uz akciju tirgu

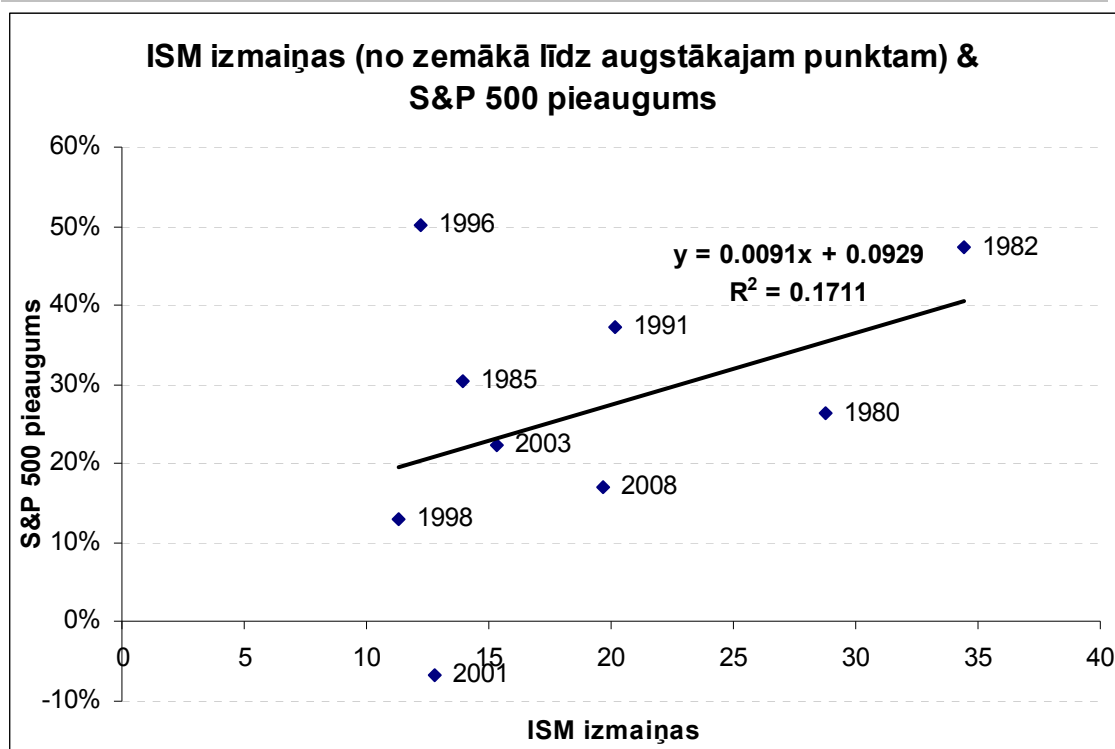
Tagad, kad zinām, kuri ekonomikas indikatori ir svarīgi akciju tirgum un kāpēc, varam pievērsties visinteresantākajai sadaļai – reality check jeb teorijas salīdzinājumam ar realitāti.

⁴ Procentu likmju ietekme uz aktīvu cenām (lasi: cenu burbuļu veidošanās) līdz šim tika ignorēta tirgus efektivitātes aizsegā, taču šie laiki, šķiet, ir garām.

Tas gan nav viegls uzdevums, jo akciju tirgu ietekmē milzīgs daudzums faktoru, un ar vienu faktoru akciju cenas neizskaidrosi – korelācija ir visai zema.

Tomēr saikne, lai arī ne tuvu ne perfekta, pastāv. Piemēram, laika posmi no brīža, kad iepriekš aprakstītais ASV noskaņojuma indikators ISM sasniedz savu zemāko punktu (signāls par iezīmē recesijas beigas), līdz brīdim, kad tas sasniedz savu augstāko punktu, gandrīz vienmēr sakrīt ar pieaugumu akciju tirgū. Turklāt jo lielāks ISM pieaugums, jo augstāk kāpj akciju cenas. Korelācija gan ir visai zema⁵, kas parāda, ka prognozēt tirgus virzību, balstoties tikai uz vienu faktoru, lai arī cik vērtīgu, nevar – jo īpaši īsākā un vidējā termiņā.

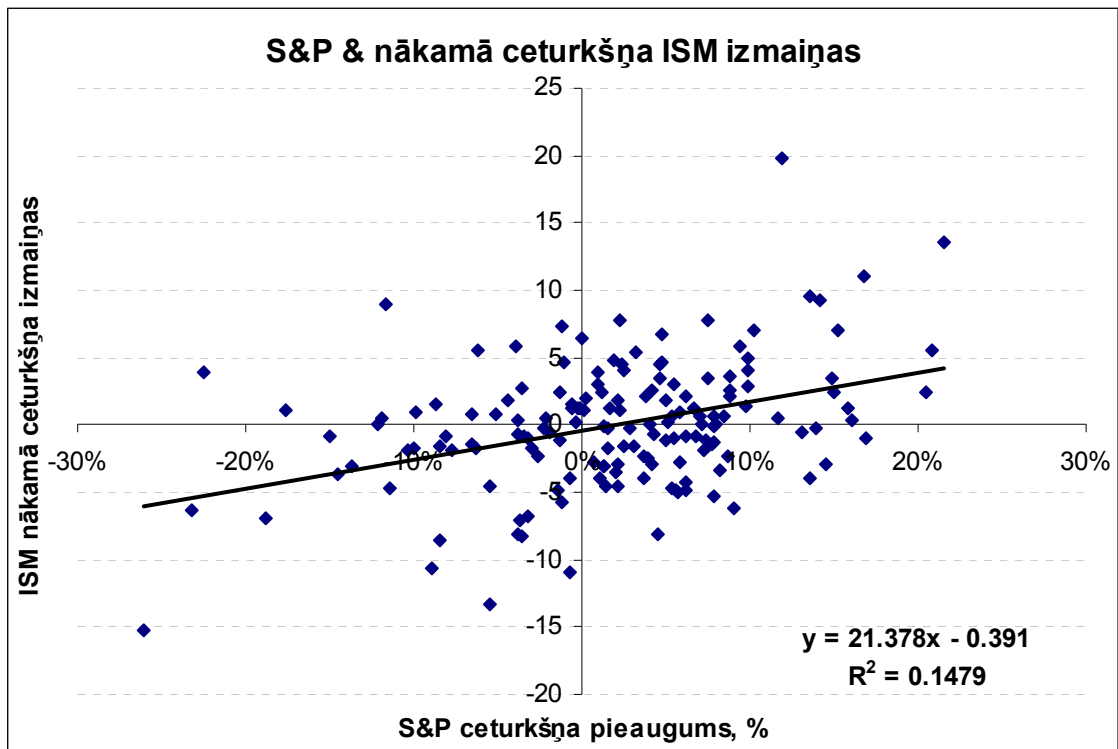
Gads	ISM zemākais punkts	Vērtība	ISM virsotne	Vērtība	Izmaiņas	Ilgums	S&P izmaiņas
1980	30/05/1980	29.4	28/11/1980	58.2	28.8	6	26.3%
1982	31/05/1982	35.5	30/12/1983	69.9	34.4	19	47.4%
1985	31/05/1985	47.1	31/12/1987	61	13.9	31	30.4%
1991	31/01/1991	39.2	31/10/1994	59.4	20.2	46	37.3%
1996	31/01/1996	45.5	31/07/1997	57.7	12.2	18	50.0%
1998	31/12/1998	46.8	30/11/1999	58.1	11.3	11	13.0%
2001	31/10/2001	40.8	28/06/2002	53.6	12.8	8	-6.6%
2003	30/04/2003	46.1	31/05/2004	61.4	15.3	13	22.2%
2008	31/12/2008	32.9	31/10/2009	55.7	22.8	10	14.7%
VIDĒJAIS					19.1	18	26.1%



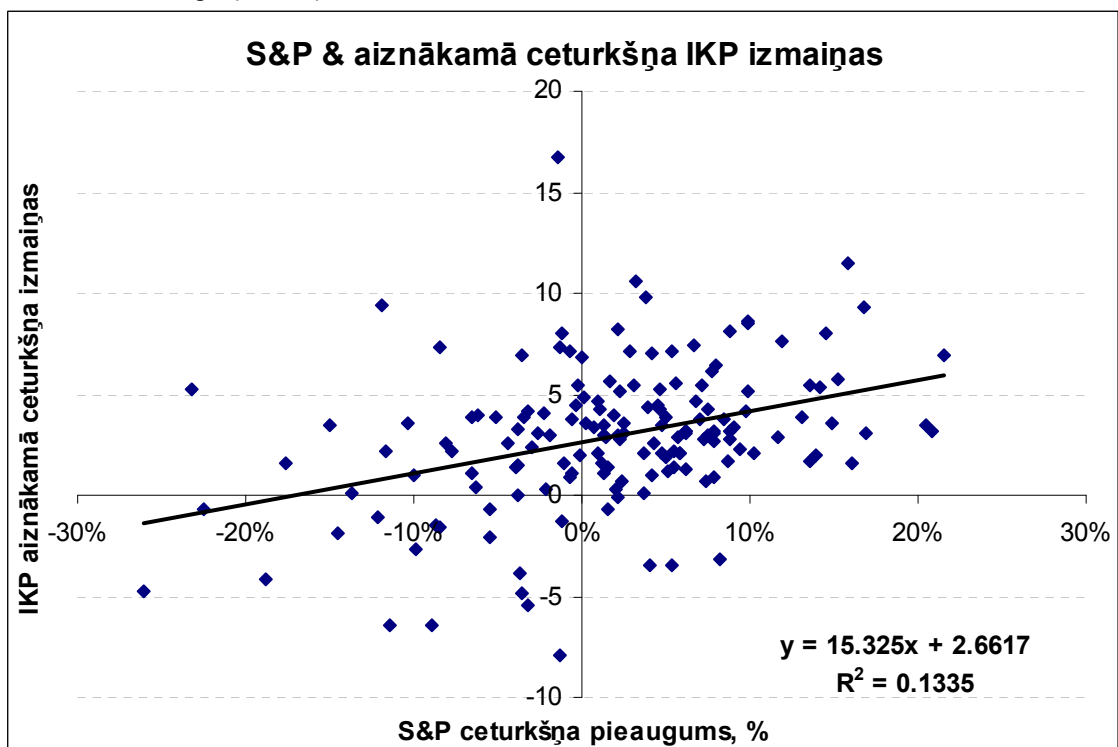
Savukārt akciju tirgum ir tendence uzsākt gājienu augšup pat pirms ISM ir sasniedzis savu zemāko punktu! Korelācija ir mērena (38%)⁶ un ir statistiski nozīmīga, tātad tendence, ka akciju tirgus aptuveni trīs mēnešus iepriekš „jūt” gaidāmās ISM izmaiņas, ir manāma.

⁵ Tā arī nav statistiski nozīmīga; t testa vērtība ir tikai 1.06

⁶ t testa vērtība ir 5.20, kas nozīmē, ka korelācija ir statistiski nozīmīga un nav tikai sakritība

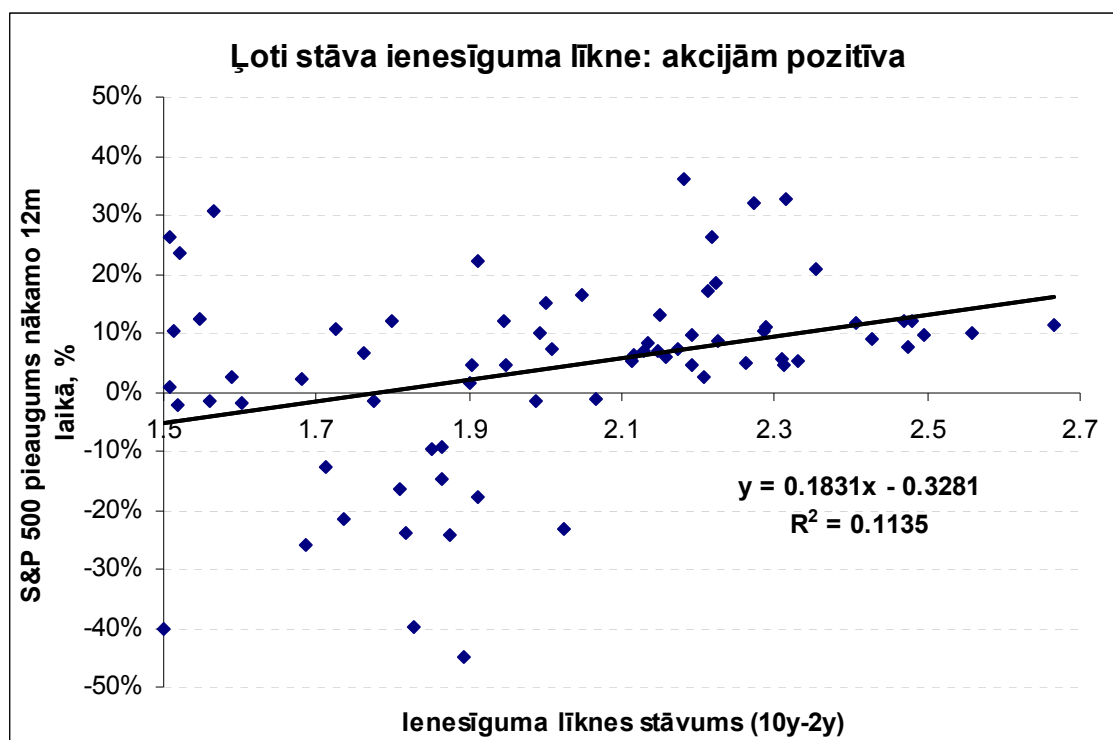


Zinot, ka ISM apsteidz IKP par aptuveni vienu ceturksni, sanāk, ka akciju tirgus sāk iecenot IKP izmaiņas jau sešus mēnešus iepriekš. Tā patiešām ir – visaugstākā korelācija pastāv starp S&P ceturkšņa pieaugumu un aiznākamā ceturkšņa IKP izmaiņām (36%), un tā ir statistiski nozīmīga ($t=4.90$).



Valdības obligāciju ienesīgumu līkne (starpība starp garāku termiņu, parasti 10 gadu, ienesīgumu un īsāku termiņu ienesīgumu, kas parasti 2 gadi), ir vēl viens akciju tirgum svarīgs faktors gan no tirgus noskaņojuma viedokļa, gan no fundamentālā viedokļa. Izteikti stāva ienesīguma līkne parasti ir brīžos, kad īstermiņa obligāciju ienesīgums vēl ir neliels zemo centrālās bankas procentu likmju dēļ (kas, protams, nav zemas bez iemesla – ekonomika piedzīvo ne tos labākos laikus), taču garāku termiņu ienesīgumi kāpj, atspoguļojot tirgus dalībnieku pārliecību par gaismu tuneļa galā. Taču ekonomikas atkopšanās var atdzīvināt inflāciju, tāpēc tirgus dalībnieki pieprasa augstāku ienesīgumu garāku termiņu valdības obligācijām. Savukārt no fundamentālās puses stāva ienesīguma līkne palīdz banku sektoram, kura saistības ir koncentrētas līknes īsajā galā, bet aktīvi – garajā. Citiem vārdiem

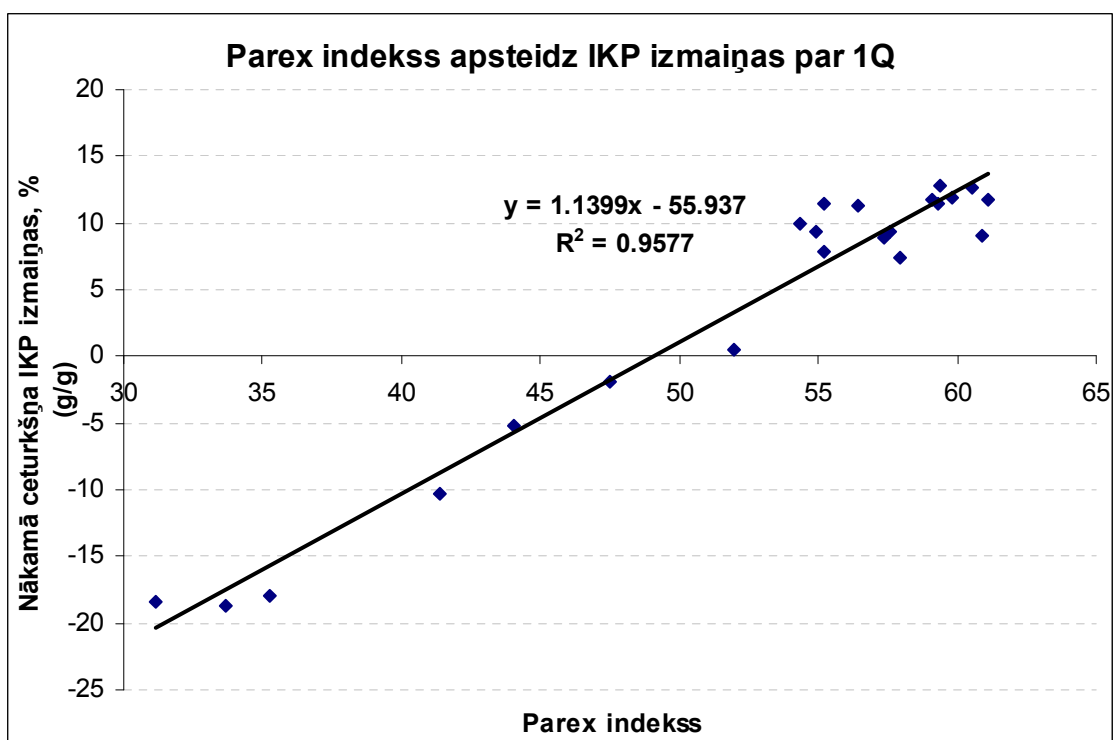
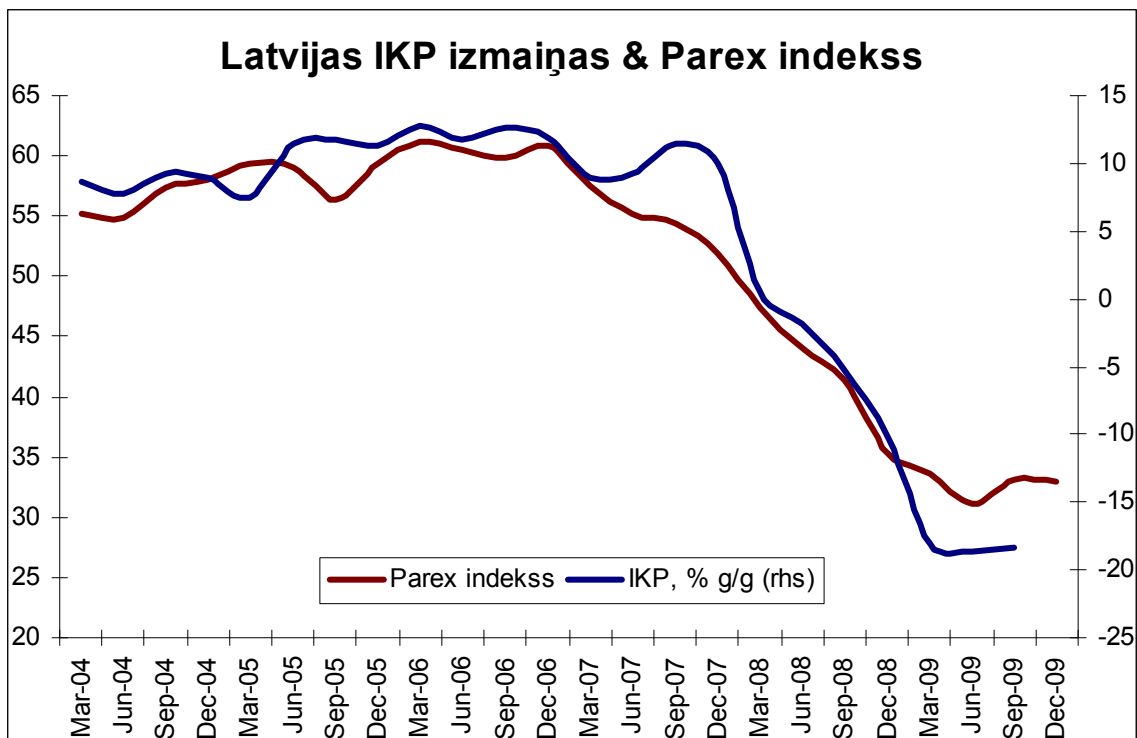
sakot, bankas aizņemas īstermiņā, bet aizdod šos līdzekļus uz garākiem periodiem. Tātad, jo augstāka ienesīgumu līkne, jo lielāku starpību sev var paturēt bankas. Kā liecina zemāk redzamais grafiks, īpaši stāva ienesīguma līkne mēdz būt saistīta ar augstāku akciju ienesīgumu nākamajos 12 mēnešos; tiesa, te korelācija ir pavisam zema (33%), turklāt nopietnus statistiskus secinājumus nevar izdarīt, jo novērojumi nav neatkarīgi viens no otra. Tādejādi zemāk redzams grafiks vairāk izmantojams ilustratīviem nolūkiem.



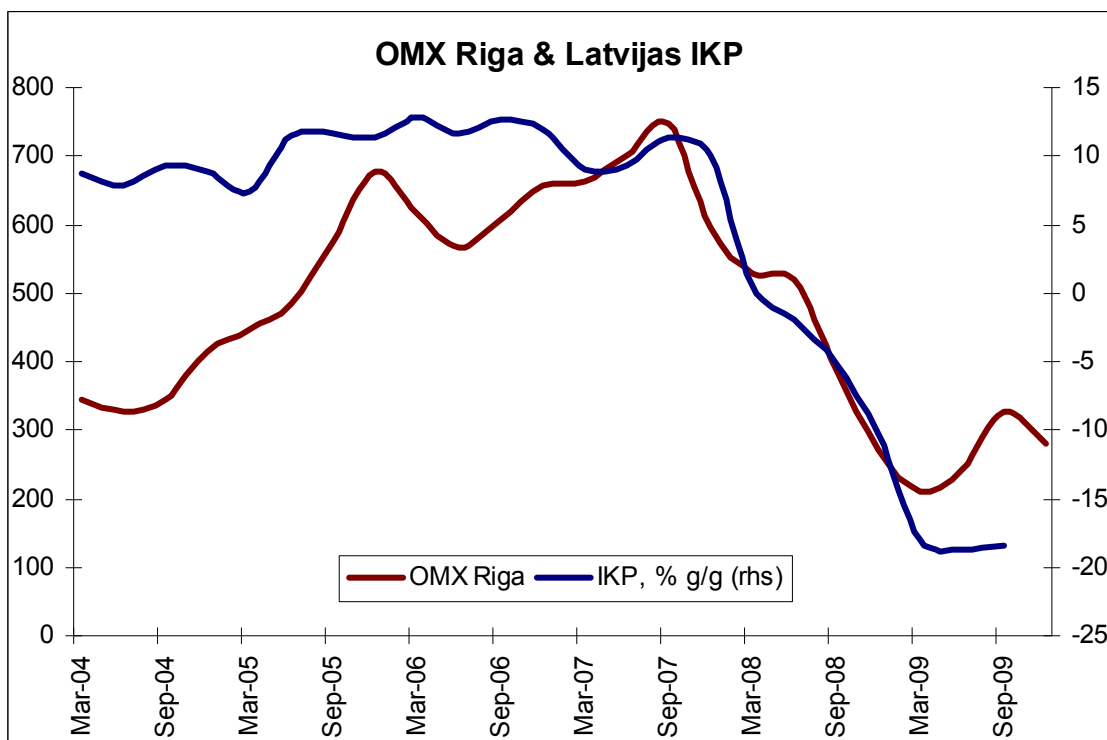
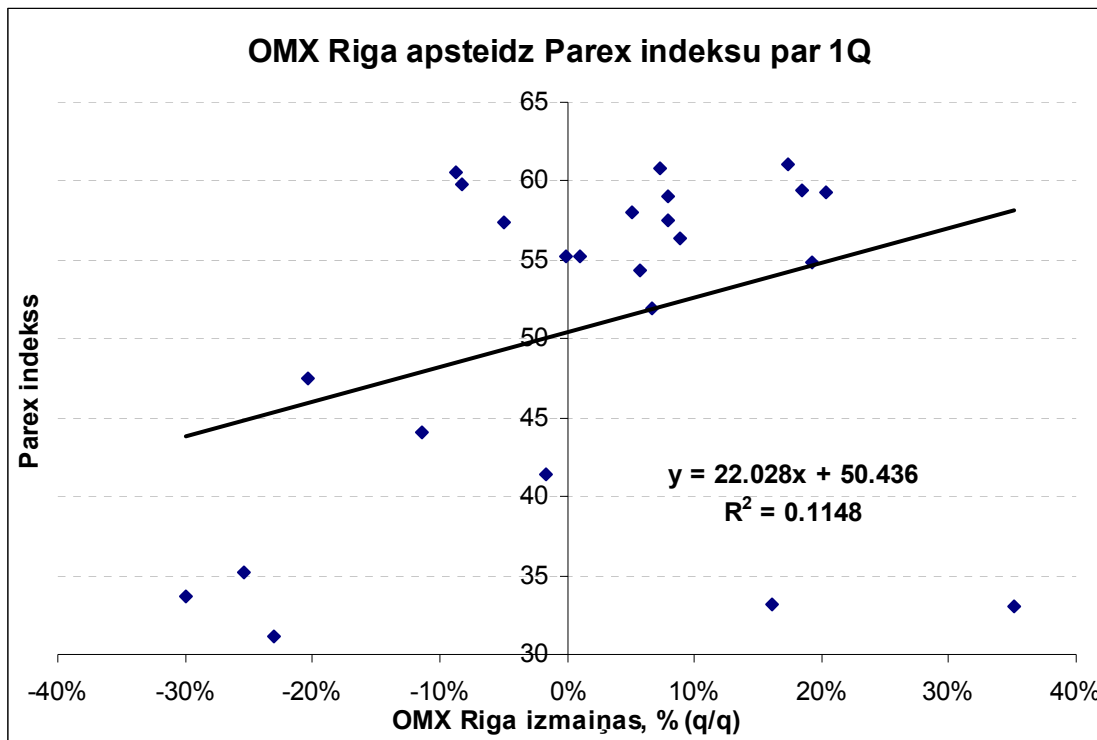
73 novērojumi kopš 1977. gada līdz 2008. gadam. Katrs punkts atbilst vienam mēnesim, kurā ienesīguma līknes stāvums ir bijis virs 1.5% un tam sekojošo 12 mēnešu S&P 500 ienesīgums

Ceturkšņu dati – IKP & Parex indekss

Līdzīgi ISM, tā latviešu brālis Parex indekss demonstrē ļoti augstu saistību ar IKP izmaiņām: korelācija gan starp Parex indeksu un attiecīgā ceturksņa IKP izmaiņām, gan starp Parex indeksu un nākamā ceturksņa IKP izmaiņām ir veseli 97% - pārsteidzoši augsts rādītājs. Tiesa, to vērts aplūkot ar veselīgu devu skepses, jo Parex indekss tiek aprēķināts tikai kopš 2004. gada, un tas vēl nav pārdzīvojis pat viena pilna ekonomikas cikla testu. Taču ugunskrīstības tas ir izturējis godam – 2007. gadā, kad IKP izmaiņas vēl aizvien bija rakstāms ar divciparu skaitli (turklāt pozitīvu), Parex indekss sāka apņēmīgi doties leju, tādejādi brīdinot par gaidāmo vētru.



Ja saistība starp Parex indeksu un IKP izmaiņām ļoti spēcīga⁷, tad saistība starp akciju tirgu un Parex indeksu jau ir krietni vājāka un balansē uz nozīmīguma robežas. Korelācija starp OMX Riga ceturkšņa izmaiņām un nākamā ceturkšņa Parex indeksa izmaiņām ir 34%⁸. Te gan jāņem vērā Parex indeksa īsā vēsture – katra jaunā Parex indeksa vērtība būtiski ietekmē korelāciju un tās statistisko nozīmīgumu. Piemēram, atmetot pēdējo Parex indeksa vērtību, korelācija pieaug līdz 60%. Tātad varam secināt, ka arī Latvijas akciju tirgus „iecenš” ekonomikas attīstību apmēram sešu mēnešu tālā nākotnē (Parex indekss apsteidz ekonomiku par trim mēnešiem, bet akciju tirgus apsteidz Parex indeksu vēl par trim), taču statistiskie testi dod vidēji stipru apstiprinājumu šim secinājumam.



Skatoties nākotnē, Latvijā par potenciāli vērtīgu indikatoru var kļūt arī SEB mājokļu tirgus noskaņojuma indikators, īpaši celtniecības un nekustamo īpašumu sektoram. Taču tas prasīs

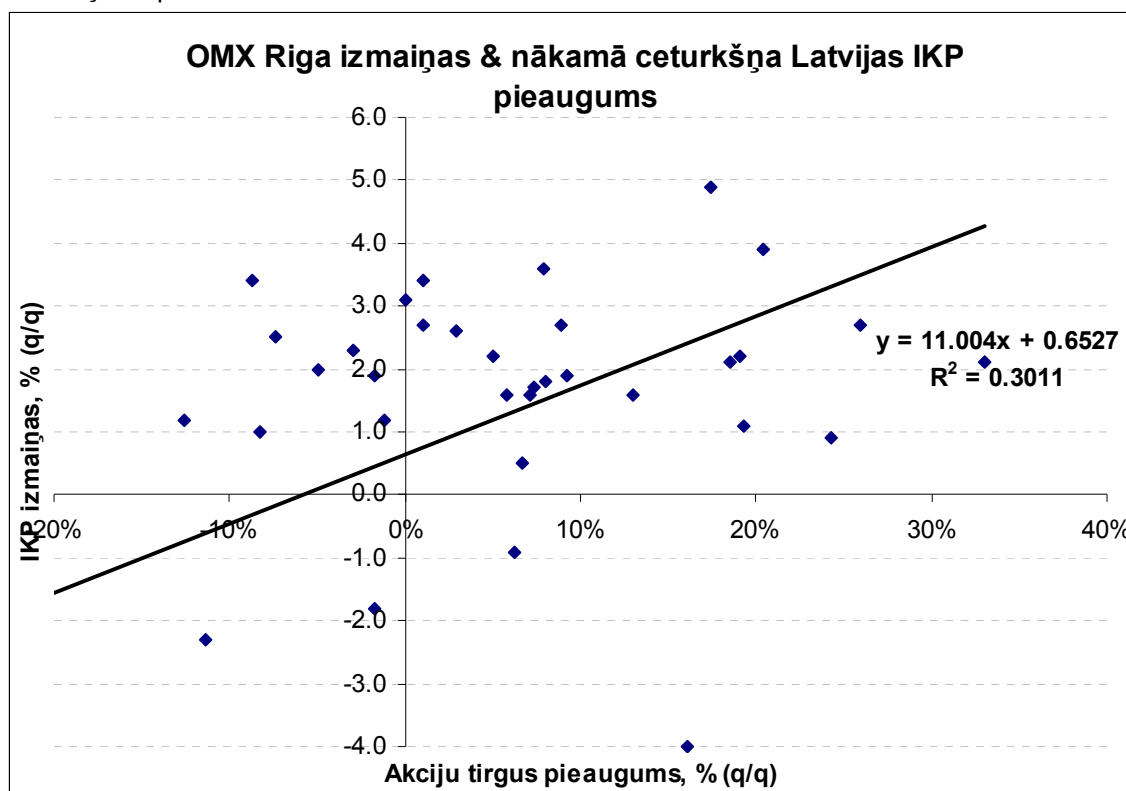
⁷ Korelācija statistiski ļoti nozīmīga, $t=21.29$

⁸ $t=1.73$, statistiski nozīmīga tikai pie 90% ticamības intervāla

vairākus gadus, jo šis indikators ir daudz zaļāks pat par Parex indeksu, un tiek aprēķināts vien kopš šā gada maija.

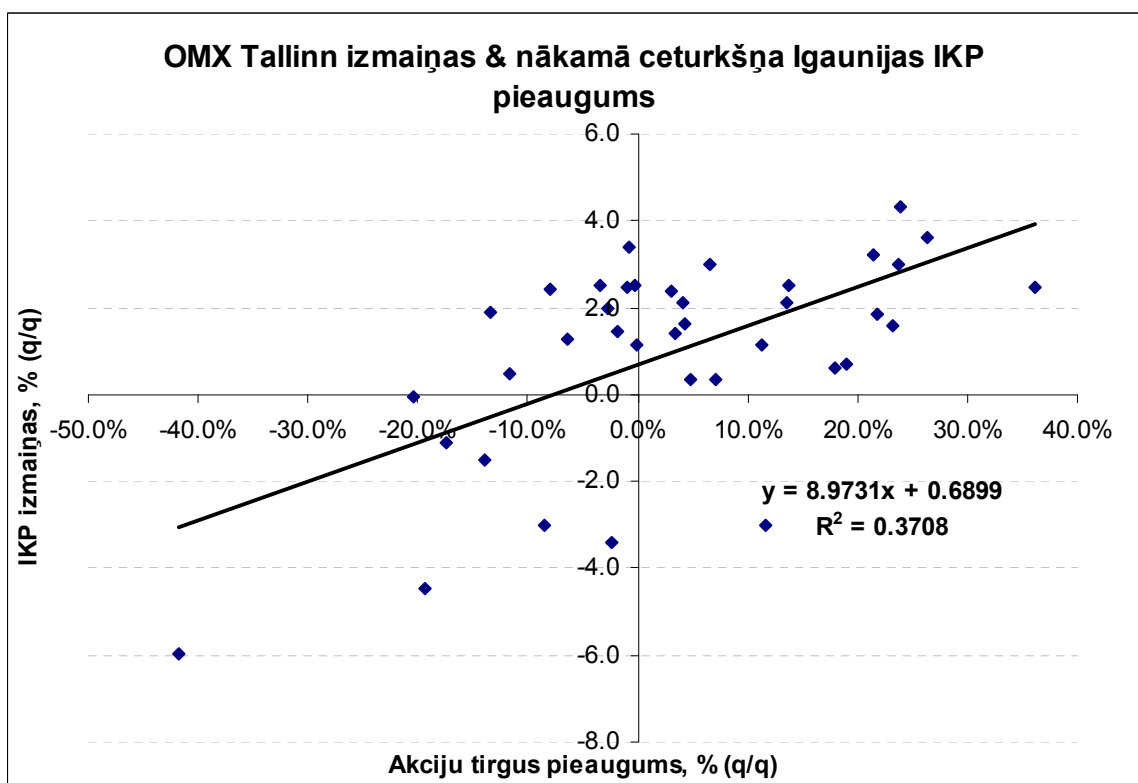
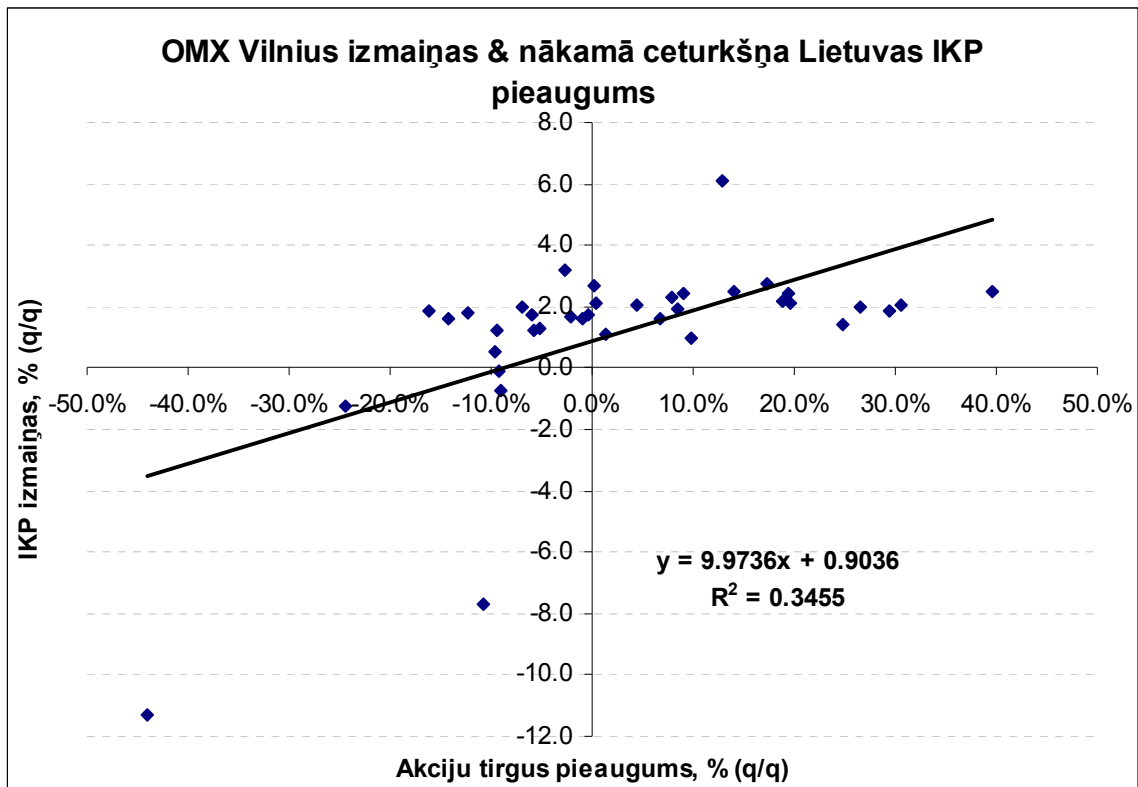
Atmetot apsteidzošos indikatorus, varam apskatīt saikni starp Baltijas akciju tirgiem un reālo ekonomisko izaugsmi garākā periodā (kopš 2000. gada). Arī šajā laikā posmā var novērot mērenu korelāciju: visi Baltijas akciju indeksi „iecen” ekonomikas aktivitāti aptuveni trīs mēnešus iepriekš⁹. Tiesa, Lietuvas gadījumā sakarība ir lielā mērā atkarīga no diviem ceturkšņiem ar ekstrēmākajiem IKP kritumiem. Ja šie ceturkšņi tiek izslēgti, saikne starp akciju tirgus izmaiņām un IKP izmaiņām nākamajā ceturksnī kļūst krietni nenozīmīgāka (korelācija 0.46, $R^2=0.2078$). Tas galvenokārt saistīts ar daudz stabilāku IKP pieaugumu – ja Igaunijas un Latvijas sezonāli izlīdzinātā IKP pieauguma standarta novirze 2000. – 2008. gadā bija attiecīgi 4.3% un 4.9%, Lietuvai tā bija tikai 2.8%. To lieliski atspoguļo arī zemāk redzamie grafiki – kamēr Latvijas un Igaunijas IKP pieaugums ir izmēģināts visai plašā apgabalā no 0% līdz 5%, Lietuvas IKP koncentrējas daudz šaurākā apgabalā (1%-4% ceturksnī). Tā kā Lietuvas akciju tirgus svārstīgums īpaši neatšķiras no Latvijas un Igaunijas un visi trīs akciju tirgi mēdz doties augšup vai leju soli solī, tās akciju tirgus ir vājš gaidāmo Lietuvas IKP izmaiņu priekšvēstnesis un izskaidro tā svārstības mazākā mērā nekā kaimiņvalstu akciju tirgi.¹⁰

Interesanti, ka Baltijā vislabākā korelācija ir starp akciju tirgus izmaiņām un IKP izmaiņām nākamajā ceturksnī, kamēr ASV visaugstākā korelācija ir ar aiznākamā ceturkšņa IKP izmaiņām. Tātad Baltijas akciju tirgus ieceno ekonomikas stāvokli vienu ceturksni uz priekšu, kamēr ASV akciju tirgus „skatās” tālākā nākotnē un ieceno gaidāmās IKP izmaiņas divus ceturkšņus iepriekš.



⁹ Lai izbēgtu no autokorelācijas problēmas, izmantotas sezonāli izlīdzinātās IKP izmaiņas pret iepriekšējo ceturksni

¹⁰ Tiesa, visos gadījumos korelācija ir statistiski nozīmīga: Igaunijas, Latvijas un Lietuvas t statistika ir attiecīgi 4.61, 3.94, 4.36.



Mēnešu dati – eksports un mazumtirdzniecība

Tātad šobrīd mēs jau zinām, ka augošs akciju tirgus mēdz sakrist ar IKP pieaugumu nākamajā ceturksnī. Taču IKP dati iznāk tikai reizi ceturksnī, un paiet vēl vairāk kā mēnesis, pirms tiek publicēti pirmās aplēses par IKP izmaiņām. Tādejādi, ja investors vēlas gūt apstiprinājumu, ka IKP patiešām virzas augšup, viņam jāgaida veseli četri mēneši no brīža, kad akciju tirgus ir pakāpies, dodot signālu par iespējamo IKP augšupeju.

Lai atrisināt šo problēmu, ir vērts pievērst uzmanību tādiem biežāk iznākošiem makroekonomiskajiem datiem kā mazumtirdzniecība un eksporta apjoms. Mazumtirdzniecība ir īpaši svarīga Igaunijas tirgum, kurā dominē uz iekšējo patēriņu fokusēti uzņēmumi, bet

eksports īpaši lielu nozīmi spēlē Latvijas akciju tirgum, kurā lielākā daļa kompāniju ir lielā mērā atkarīgas no panākumiem aizrobežu tirgos.

Uzņēmums	Eksports, % no kopējiem ieņēmumiem
Latvijas Kuģniecība	100%
SAF Tehnika	100%
Valmieras Stikla Škiedra	100%
Ditton Pievadķēžu Rūpnīca	98%
Rīgas Kuģu Būvētava	96%
Grindeks	95%
Tosmares Kuģu Būvētava	95%
Olainfarm	84%
Latvijas Balzams	59%
Latvijas Gāze	0%
Ventspils Nafta	0%

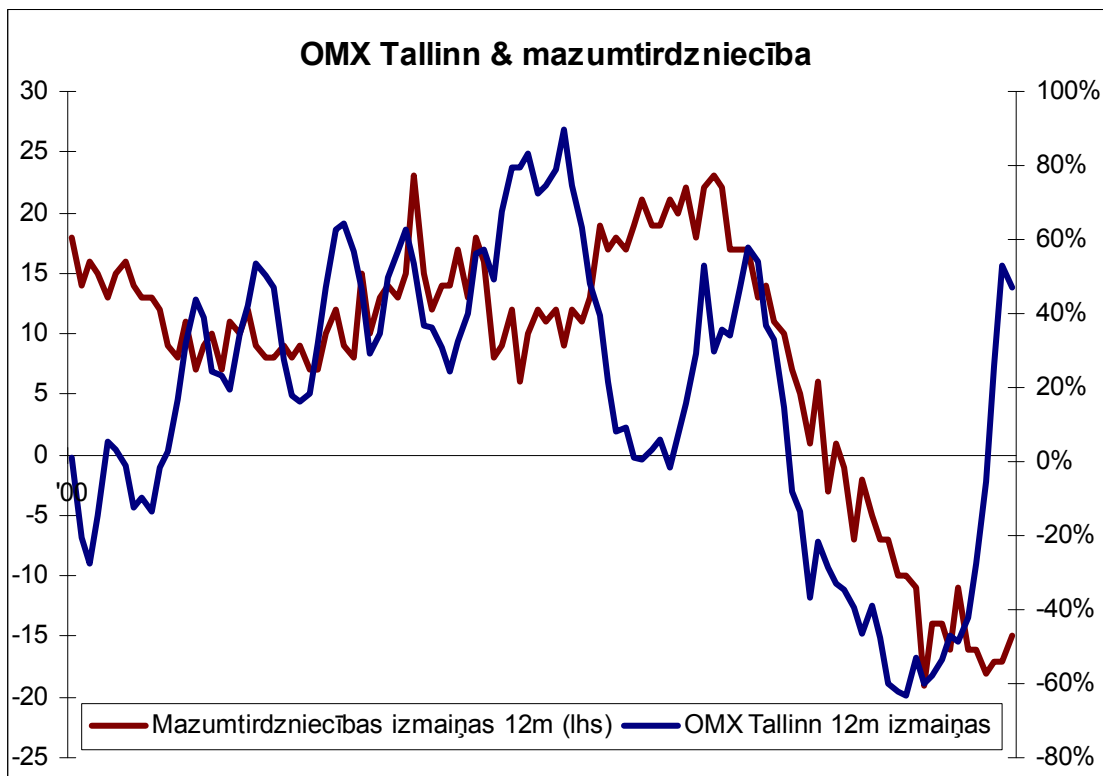
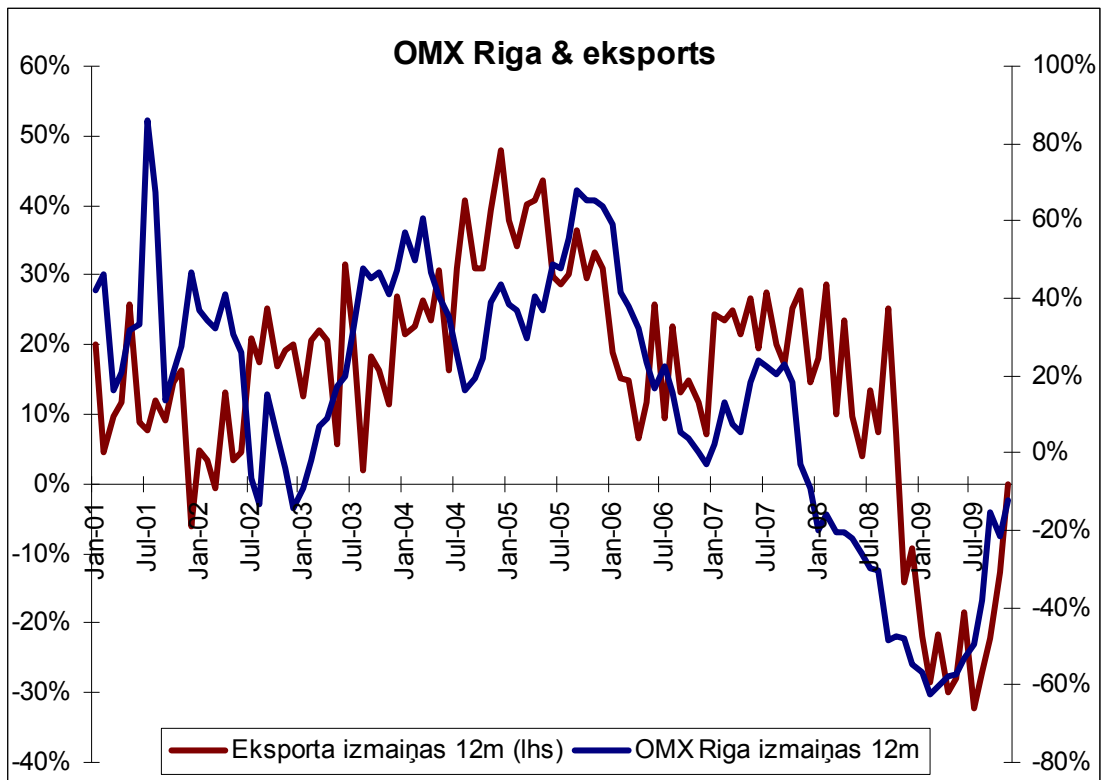
Avots: Bloomberg, Nasdaq OMX Baltic, autora aprēķini

Diemžēl nozīmīgus secinājumus par korelāciju starp ikmēneša eksportu / mazumtirdzniecību un akciju tirgu izdarīt ir grūti. Pirmkārt, vairumā gadījumu nav pieejami sezonāli izlīdzinātie dati, tāpēc datus izkropļos, piemēram, ar Ziemassvētku iepirkšanās drudzi saistītais mazumtirdzniecības lēciens decembrī un tam sekojošais kritums janvārī. Otrkārt, ikmēneša ekonomikas datu korelācija ar ikmēneša akciju tirgus izmaiņām jebkurā gadījumā ir zema – gan tāpēc, ka īsākos termiņos akciju tirgus ir haotiskāks, gan tāpēc, ka mazumtirdzniecība un eksports ir „šaurāki” ekonomikas indikatori nekā IKP un neatspoguļo kopējo situāciju ekonomikā.

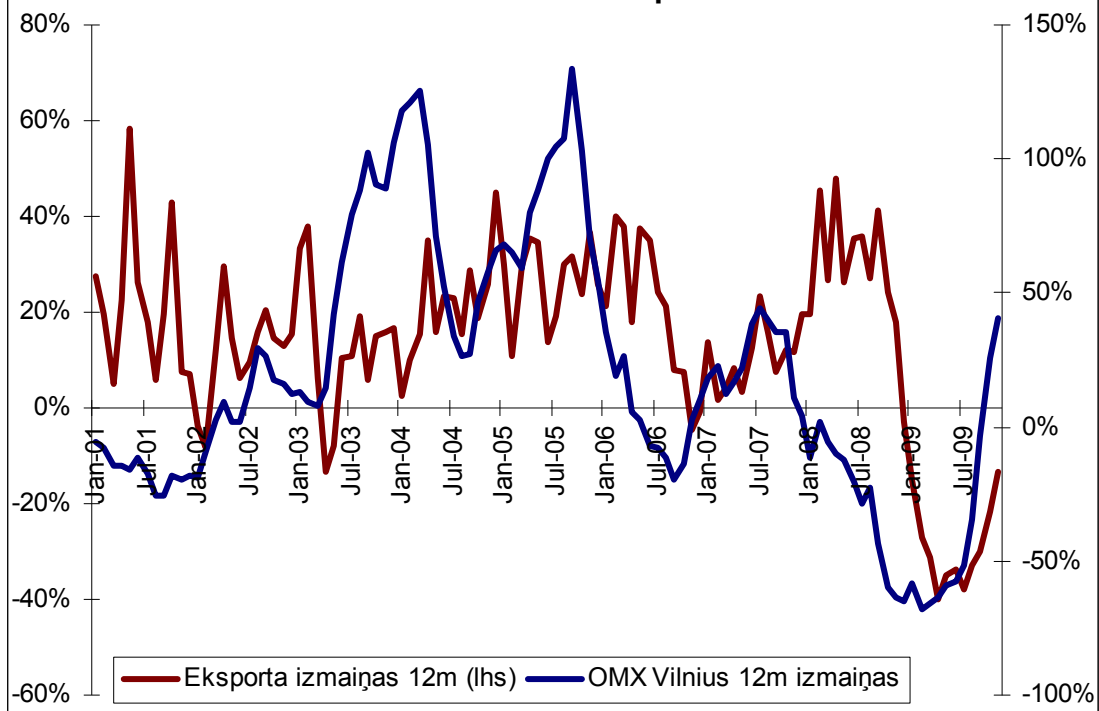
Tādejādi 12 mēnešu eksporta un mazumtirdzniecības izmaiņas vairāk ir vērts izmantot kā apstiprinājumu ekonomikas virzienam un pagrieziena punktu atrašanai (ja ekonomika uzsāks augšupeju, apstiprinājumu tam varēs gūt no mazumtirdzniecība un / vai eksporta datiem vismaz pāris mēnešus pirms IKP datiem). Tiesa, iespējamā korelācija starp šiem datiem un 12 mēnešu akciju tirgus izmaiņām gan nav „ņemama par pilnu”, jo to izkropļo autokorelācija (janvāra 12m eksporta izmaiņas lielā mērā pakļājas ar februāra 12m izmaiņām, kas savukārt pārklājas ar marta izmaiņām, utt). Tātad – vērojam mazumtirdzniecību un eksportu, bet neliekam visu banku uz šo rādītāju signāliem!

Izvērtējot pēdējo deviņu gadu datus, redzama aptuvena saistība starp akciju tirgu un eksportu / mazumtirdzniecību. Latvijas akciju tirgus mēdz augt, kad pieaug Latvijas eksports, un Igaunijas akciju tirgus mēdz doties augšup, kad aug Igaunijas eksports¹¹. Tomēr galvenās ugunskrīstības Igaunijas un Latvijas akciju tirgiem kā šo divu makroekonomikas indikatoru priekšvēstnešiem ir vēl tikai priekšā – akciju tirgus savu zemāko punktu sasniedza martā, un kopš tā brīža ir pārliecinoši devies augšup. Tai pat laikā reālā ekonomika demonstrē visai nepārliecinošas stabilizācijas pazīmes. Tātad, ja tuvāko pāris mēnešu laikā eksporta un mazumtirdzniecības krituma tempi turpinās sarukt, tas jau būs nopietns pieteikums tam, ka akciju tirgum ir bijusi taisnība, iecenojot ekonomikas atkopšanos, un iepriekš novērotā apsteidzošā daba par 3-6 mēnešiem ir spēkā arī tagad.

¹¹ Atkal īpaši lec ārā Viļņa, kur akciju tirgus korelācija ar ekonomika ir viszemākā



OMX Vilnius & eksports



Secinājumi

Makroekonomikas „puzzles” gabaliņi ir svarīgi katram uzņēmumam, jo to izmaiņas ietekmē nākotnes naudas plūsmu apjomu un attiecīgo diskontu likmi – un līdz ar to arī uzņēmuma vērtību. Apsteidzošie ekonomikas indikatori, kas atspoguļo ekonomikas dalībnieku noskaņojumu, dod mājienu par šo „puzzles” gabaliņu gaidāmajām izmaiņām aptuveni ceturksni pirms tās vēl ir notikušas. Turklāt šī apsteidzošā daba piemīt ne tikai plaši zināmajiem Amerikas ISM un Vācijas IFO indikatoriem; arī samērā jaunais Parex indekss uzticami signalizē par izmaiņām Latvijā ekonomikā ceturksni iepriekš.

Savukārt akciju tirgus ieceno gaidāmās izmaiņas vēl ātrāk: ASV tas apsteidz ekonomikas pagrieziena punktus aptuveni par diviem ceturkšņiem. Baltijā akciju tirgus apsteidzošā daba nav tik izteikta, un visaugstākā korelācija pastāv starp akciju indeksu izmaiņām un nākamā ceturkšņa IKP izmaiņām. Vienīgais izņēmums ir Latvija, kur korelācija ir nedaudz spēcīgāka starp akciju tirgus izmaiņām un aiznākamā ceturkšņa IKP izmaiņām (59%; korelācija starp akciju tirgus izmaiņām un nākamā ceturkšņa IKP izmaiņām ir 55%).

Tiesa, jāņem vērā, ka Baltijas akciju tirgus vēsture ir ļoti īsa, un katrs nākamais ceturksnis var jūtami izmainīt priekšstatu par korelāciju nozīmīgumu. Turklāt jāatceras, ka starp korelāciju un kauzalitāti nevar likt vienādības zīmi – akciju cenu mēdz uzsākt kāpumu pirms ekonomikas augšupejas, bet akciju cenu pieaugums nerada ekonomikas izaugsmi (īpaši Baltijā)! Turklāt korelācija nav perfekta un akciju cenu kāpums var būt arī tikai viltus trauksme, kam neseko ekonomikas izaugsme. Der atzīmēt, ka pašreizējā situācija joprojām ir zem jautājuma zīmes – esam piedzīvojuši strauju akciju cenu kāpumu, bet reālajā ekonomikā nekur tālāk par krituma tempu stabilizēšanos (nevis samazināšanos!) neesam tikuši. Citiem vārdiem sakot, risks, ka šī ir „viltus trauksme”, kaut neliels, joprojām pastāv.

Kā pielietot šos secinājumus praksē? Abstrahējoties no akciju cenām un citiem būtiskiem faktoriem, praktisko ieteikumu var kondensēt līdz „Ja sagaidi ekonomikas pieaugumu pēc viena – diviem ceturkšņiem, pērc! Ja sagaidi ekonomikas kritumu pēc viena – diviem ceturkšņiem, pārdod!”

Otrkārt, ja akciju tirgus ir uzsācis izaugsmi par spīti vājai ekonomikai (tādejādi signalizējot, ka tirgus dalībnieku sagaida ekonomikas atkopšanos) vai sācis pārliecinoši doties lejup, kaut gan ekonomika vēl ir visai labā formā (tādejādi signalizējot, ka tirgus dalībnieku sagaida ekonomikas pavājināšanos), ir vērts ar pastiprinātu vērību sekot līdzī svarīgākajiem biežāk publicējamiem ekonomikas rādītājiem – mazumtirdzniecības apgrozījumam un eksportam. Ja tie nedod apstiprinājumu tirgus dalībnieku gaidām, visticamāk, tā ir bijusi viltus trauksme.