

OCENJEVANJE VREDNOSTI V OBDOBJIH POVEČANEGA TVEGANJA

Dr. Samo Javornik

Ljubljana, september 2020



VSEBINA

1. **Kje smo in kaj nas čaka...** ocenjevanje in prihodnja rast...
2. **Finančna represija...** ocenjevanje in finančni trgi...
3. **Obvladovanje povečane negotovosti** pri ocenjevanju vrednosti...

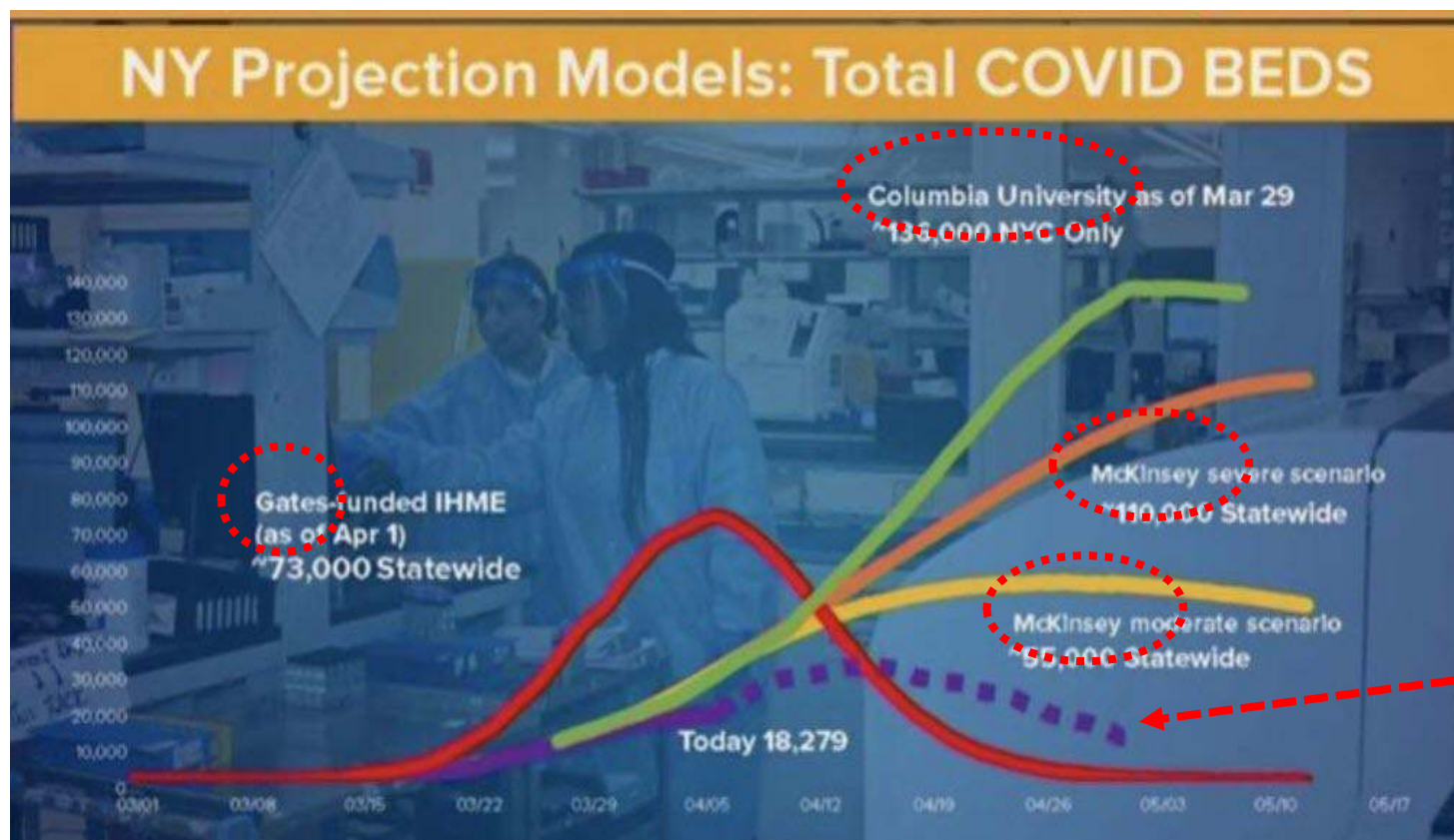
(mar res?)

TOKRAT JE DRUGAČE!!!

To kar vidiš je odvisno od tega kje stojiš

2020...

Preden se zaženemo - sposobnost napovedovanja...



Dejansko
stanje

Vsi modeli napovedi širjenja COVID-19 so popolnoma
vsilabeni. napovedi izhoda iz krize so popolnoma
zgodnja. kura zrno najde....

Mednarodna ekonomska in finančna povezanost



- Za nami je najdaljše obdobje konjunktore v zgodovini
- Gre za **precedenčni dogodek** v zgodovini kapitalskih trgov
- Države sprožajo **pakete finančne pomoči**, zato v tem trenutku obstaja **privid kontrole nad situacijo**
- Makroekonomske in finančne **posledice se bodo šele pokazale** skozi čas
- **Kompleksnost** mednarodnih trgovinskih in finančnih povezav onemogoča resne napovedi razvoja dogodkov
- **Močno se zvišujejo prihodnja tveganja** za ceno obvladovanja obstoječih

Globalna ekonomija....

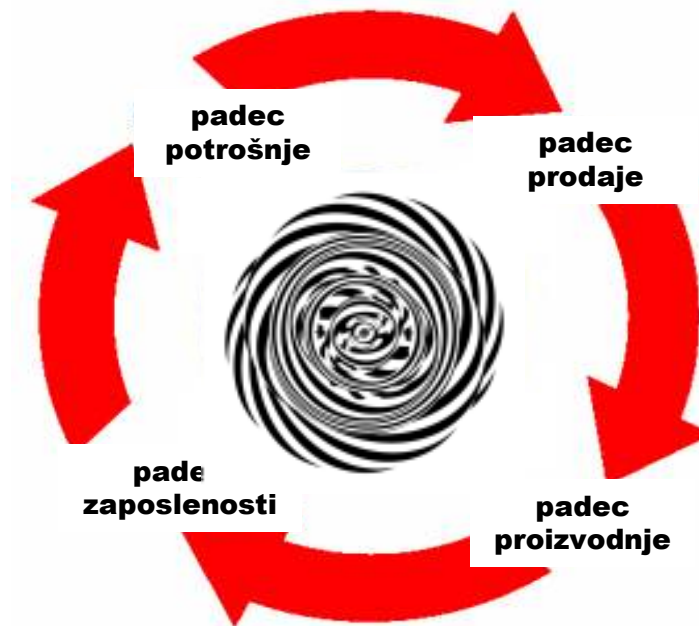
- **Globalna ekonomija deluje po principu „morskega psa“:** neprestano mora ostati v rasti in povečevanju dolga, sicer umre. Trenutno se je svetovna ekonomija ustavila.
- **Dolg:** velik del globalne **potrošnje temelji na zadolževanju.** Kapaciteta zadolževanja se bo z upadom prihodkov, EBITDA, zmanjševanjem vrednosti premoženja.... znižala. S tem se bo znižala potrošnja.
- **Turizem in potovanja** predstavljata **10% globalnega GDP** (10 blrd EUR). V l. 1960 je potovalo 25 mio ljudi, v l. 2019 1,4 mlrd (x56).
- Kaj se zgodi, če **turizem okreva zgolj na 50% prejšnje ravni?** Globalni GDP se bo znižal za 5%, a to je šele začetek, finančne posledice bodo izjemno hude. Presežne kapacitete, neodplačevanje kreditov, zmanjšanje zaposlenih....
- **Začaran krog:** Centralne banke in vlade lahko z „bailouti“ začasno rešujejo težavo, ampak to ni dolgoročno nadomestilo za dolgoročno izgubljene prihodke, dobičke, zmožnost servisiranja dolga. Reševalni paketi ustvarjajo makro nesorazmerja...

Globalna ekonomija....

- **Programi reševanja:** evropske države poskušajo reševalne pakete financirati **z velikim povečanjem dolga** poslovnih bank. S tem se nesorazmerno povečevanjem tveganja v bilanci bank rešuje gospodarstvo, ki je bilo zaprto z odločitvijo vlade. Dejstvo, da vlade jamčijo za del tega dolga, niti ne odpravi tveganja niti ga ne umiri, saj bodo ta jamstva, če bodo vnovčena, plačana z več dolga in več davkov, s tem pa manj rasti in naložb.
- **Če ne bo okrevanja v obliki črke V**, bo v naslednji fazi prišlo do hudih težav bančnega sistema, odpisa dolgov in zategovanja kreditnih pogojev, kar bo negativno vplivalo na gospodarstvo.
- **Največja težava je, da so politiki v roke dobili orodja denarne politike** s katerimi lahko neomejeno manipulirajo in kupujejo volilne glasove... (predvolilni boj v ZDA...)

Na splošno o recesiji in mehanizmih iskanja makroekonomskih ravnotežij

Recesijska spirala

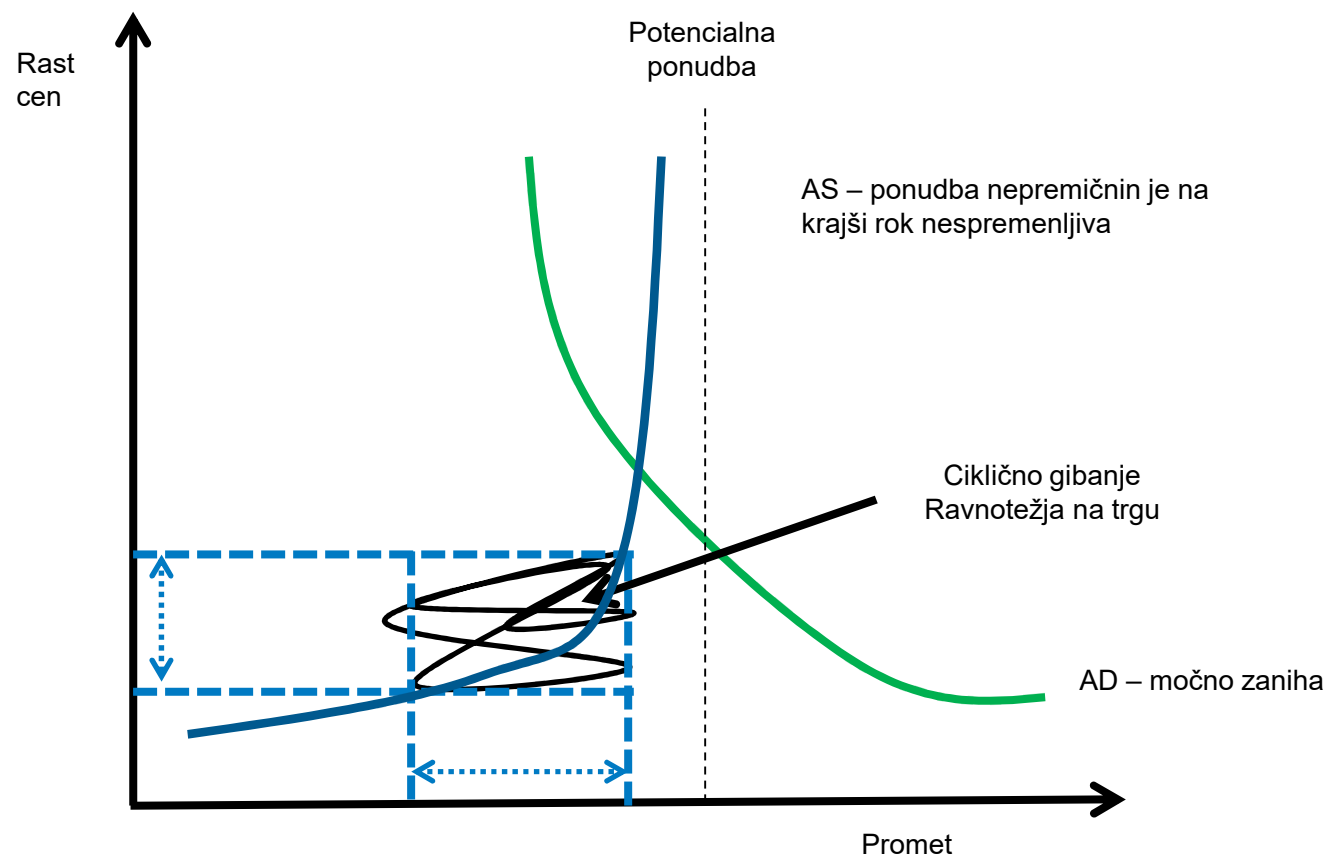


Razlogi cikličnega gibanja:

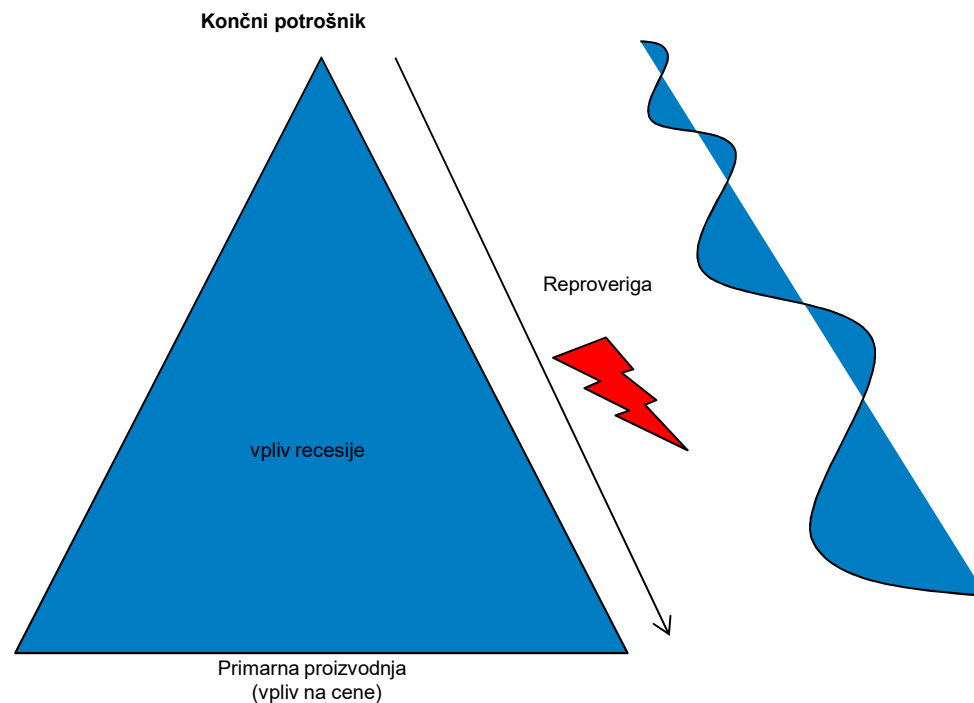
1. Denarno gospodarstvo - zaupanje
2. Industrializacija - zaloge
3. Psihologija

*Ekonomski cikli so vrsta **nihanja v agregatni ekonomski aktivnosti**. Sestavljeni so iz obdobj ekspanzije različnih ekonomskih aktivnosti (prodaja, proizvodnja, zaposlenost, potrošnja) v enakem časovnem obdobju, ki jim sledijo obdobja krčenja, ki se po določenem obdobju obrnejo v začetno fazo rasti naslednjega cikla. Čas trajanja ekonomskih ciklov se lahko giblje od enega pa vse do deset let in več (Wesley Mitchell).*

Krivulja ponudbe in povpraševanja- dinamično iskanje ravnotežja ekonomije...



Panožni učinek biča...



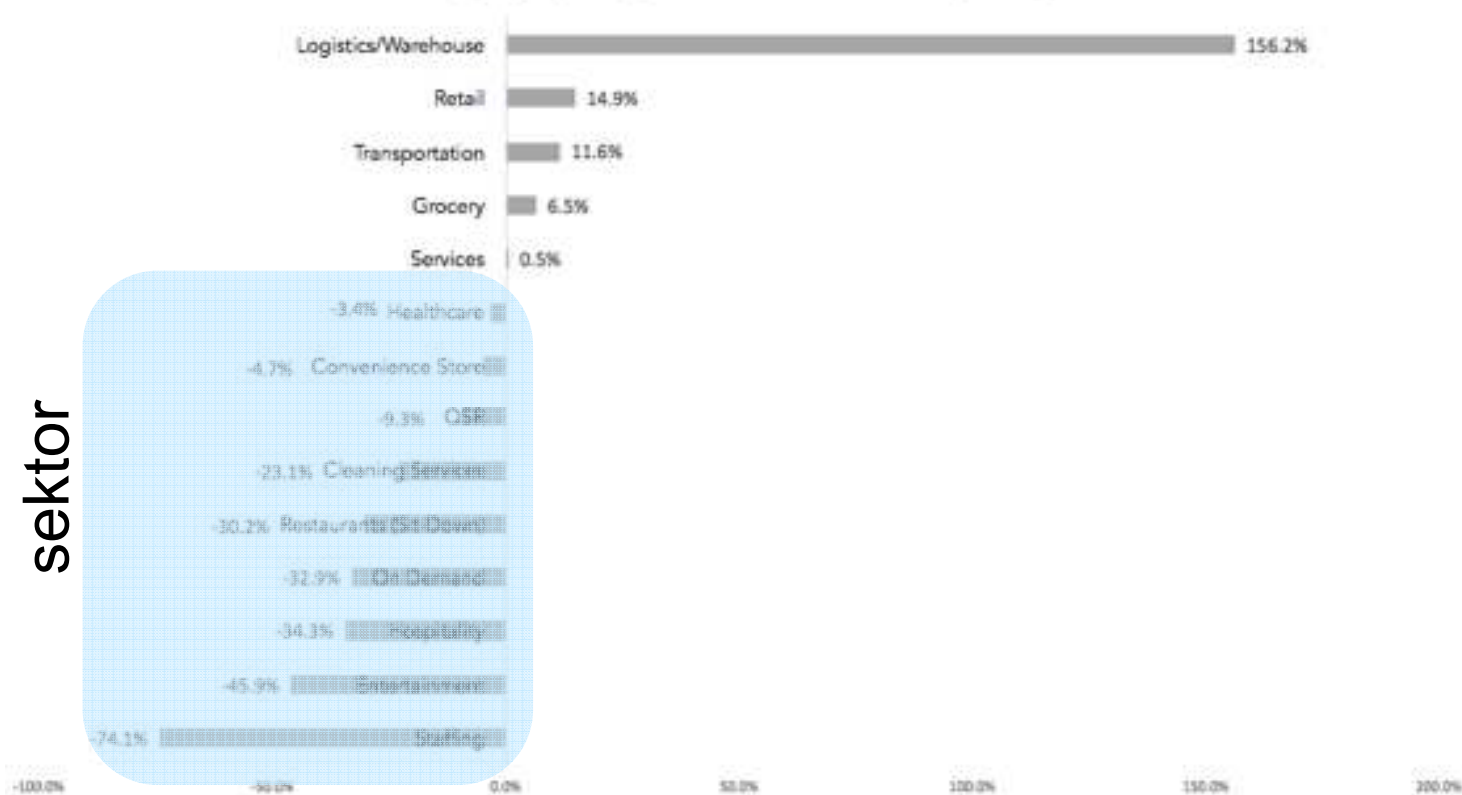
Za razliko od krize 2008 se je tokrat tveganju pridružila negotovost, ki pomembno vpliva na delo ocenjevalcev vrednosti.

Negotovost po dejavnostih...

Negotovost....

Terciarni
sektor

Change in job postings pre and post pandemic declaration by category
Change in job postings before and after 3/11 (22-day average)



Slovenija - turizem in potovanja

SLOVENIA 2018 KEY DATA



CONTRIBUTION OF TRAVEL &
TOURISM TO GDP

12.3% OF TOTAL ECONOMY

Total T&T GDP = EUR5,698.5MN (USD6,747.9MN)

+6.0%

2018 Travel & Tourism GDP growth



CONTRIBUTION OF TRAVEL &
TOURISM TO EMPLOYMENT

110.7 JOBS (000's)

(12.8% of total employment)

121.8 JOBS (000's)

Expected in 2029



INTERNATIONAL VISITOR
IMPACT

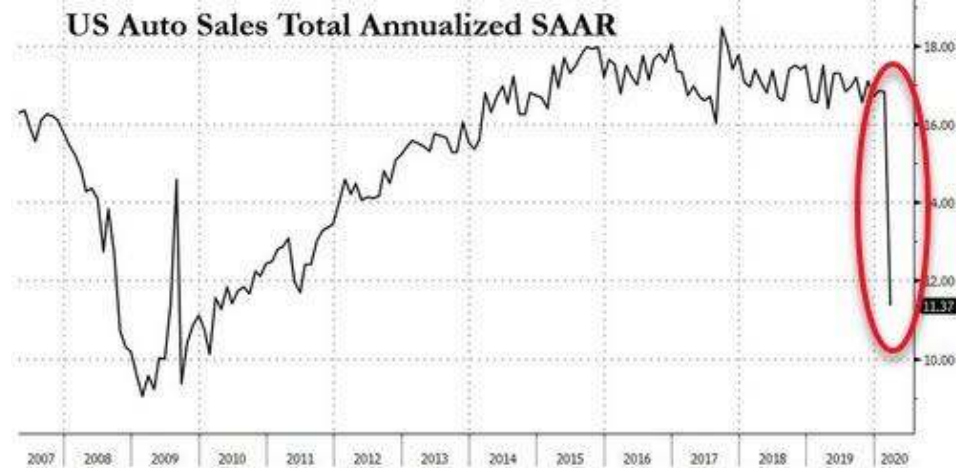
EUR2,850.6 MN

USD3,375.6MN in visitor spend
(7.0% of total exports)

4.8 MN

Expected international arrivals for 2019

Avtoindustrija....



Svetovno – letalski prevozniki

Japan: Tourism International Arrivals



Trenutno letalski prevozniki na svetovni ravni zagotavljajo:

- 58 milijonov delovnih mest in
- k svetovnemu GDPju

Denarna in fiskalna politika....

John Law...Škot iz Edinbourgha...moderna denarna politika...

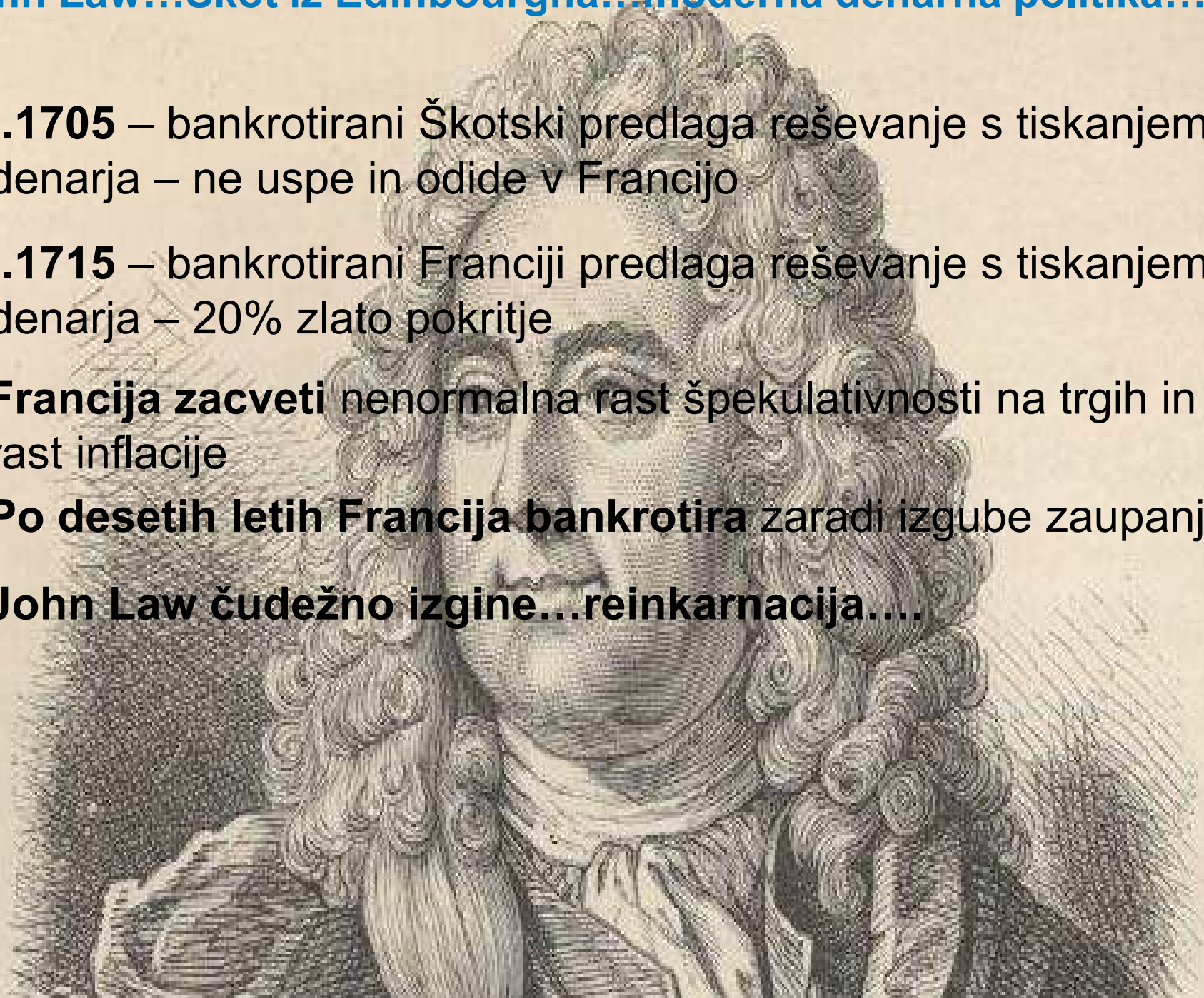
I.1705 – bankrotirani Škotski predlaga reševanje s tiskanjem denarja – ne uspe in odide v Francijo

I.1715 – bankrotirani Franciji predlaga reševanje s tiskanjem denarja – 20% zlato pokritje

Francija zacveti nenormalna rast špekulativnosti na trgih in hitra rast inflacije

Po desetih letih Francija bankrotira zaradi izgube zaupanja..

John Law čudežno izgine...reinkarnacija....



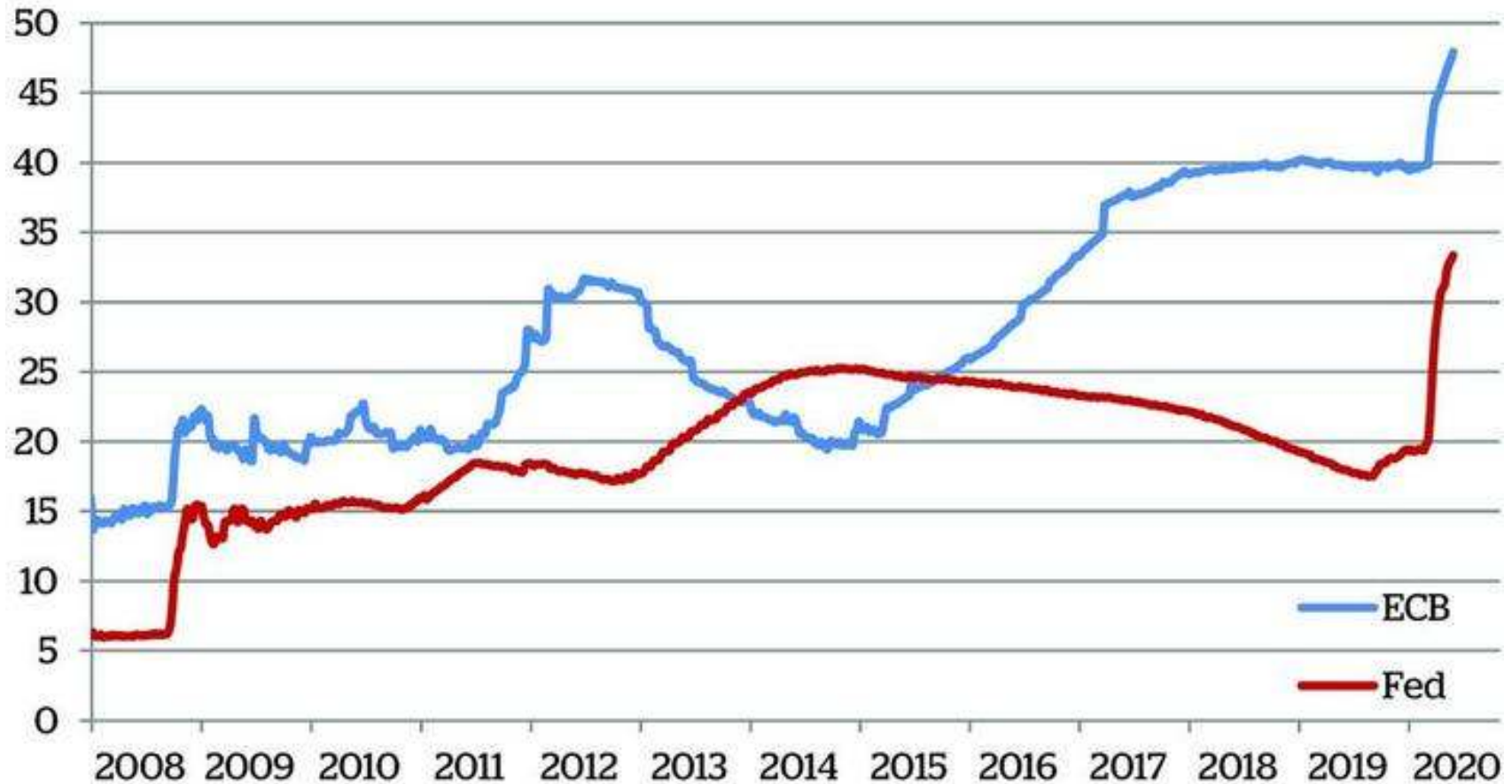
HELIKOPTERSKI DENAR...



Svet, ki ga živimo...denarna politika...

BILANČNA VSOTA CENTRALNIH BANK

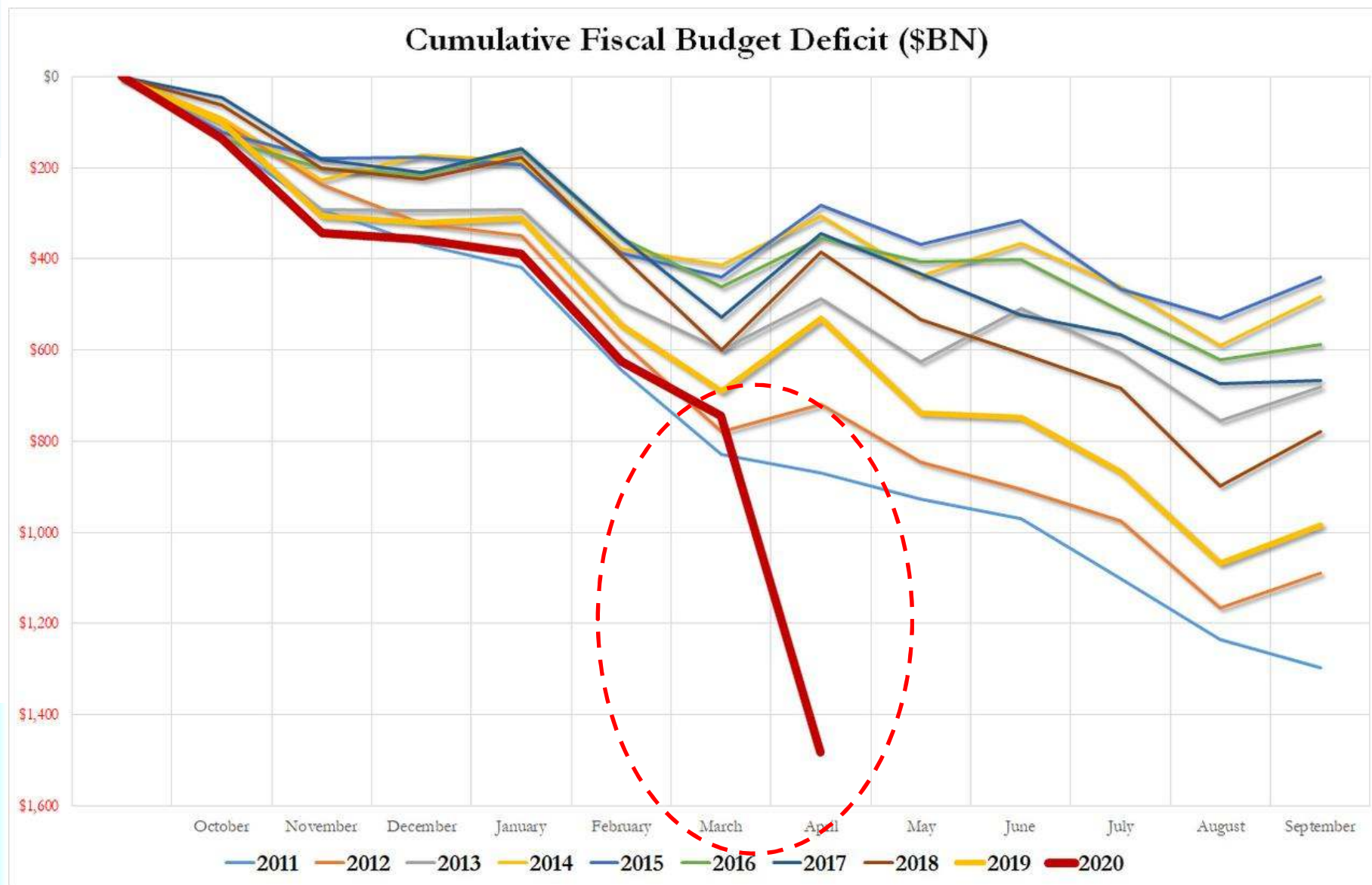
► v odstotkih BDP valutnega območja



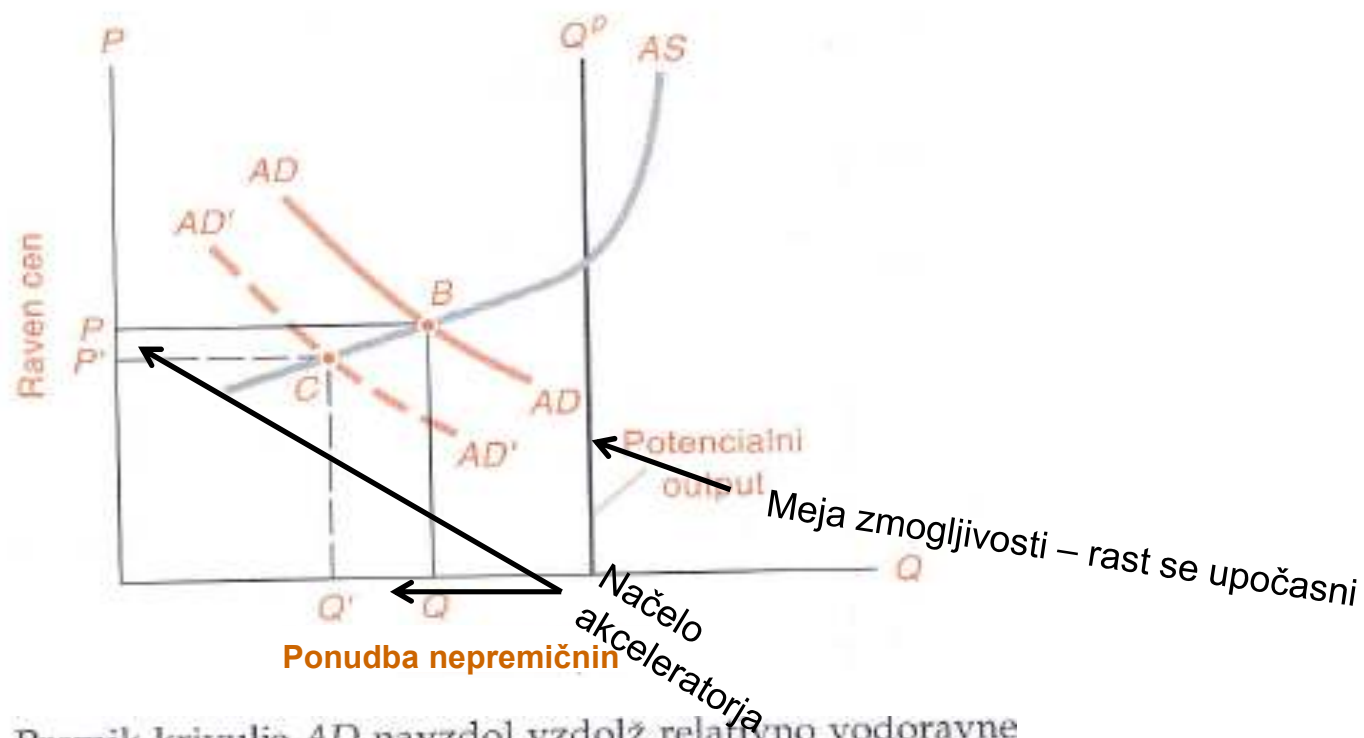
Vira: ECB, US Federal Reserve

Koliko je vredna dobrina, ki je neomejeno dostopna?

Svet, ki ga živimo...fiskalna politika...

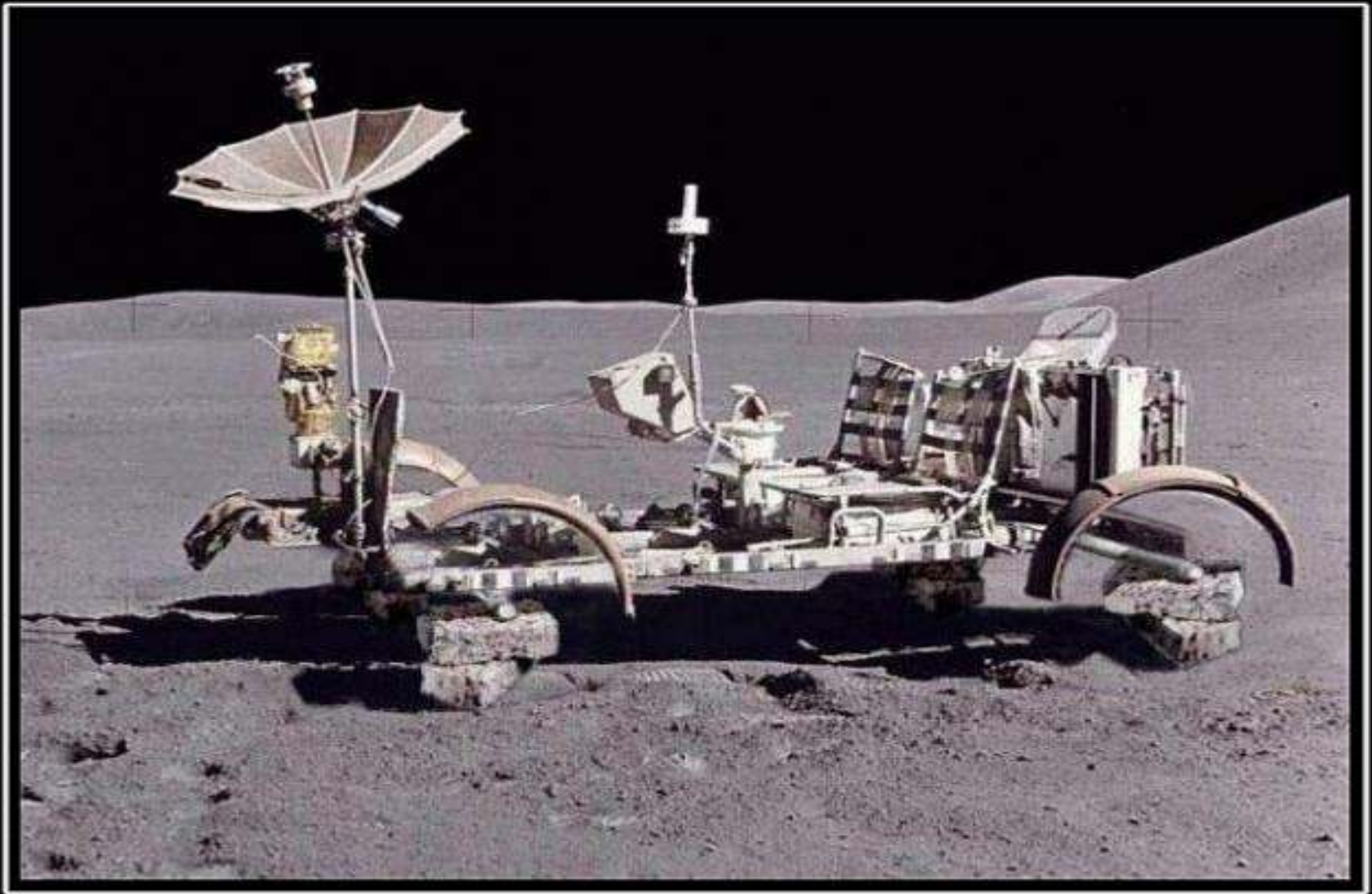


Nizka inflacija – načelo akceleratorja



Premik krivulje AD navzdol vzdolž relativno vodoravne in nespremenljive krivulje AS vodi v nižje ravni outputa. Opazili boste, da v recesiji zaradi premika krivulje AD navzdol dejanski output v primerjavi s potencialnim outputom upade.

**Denarna in fiskalna politika
ter njun vpliv na delo ocenjevalcev
vrednosti....**



Houston, we have a problem
Ocenjevalcomobil

Vrednosti premoženjskih oblik so povezane...

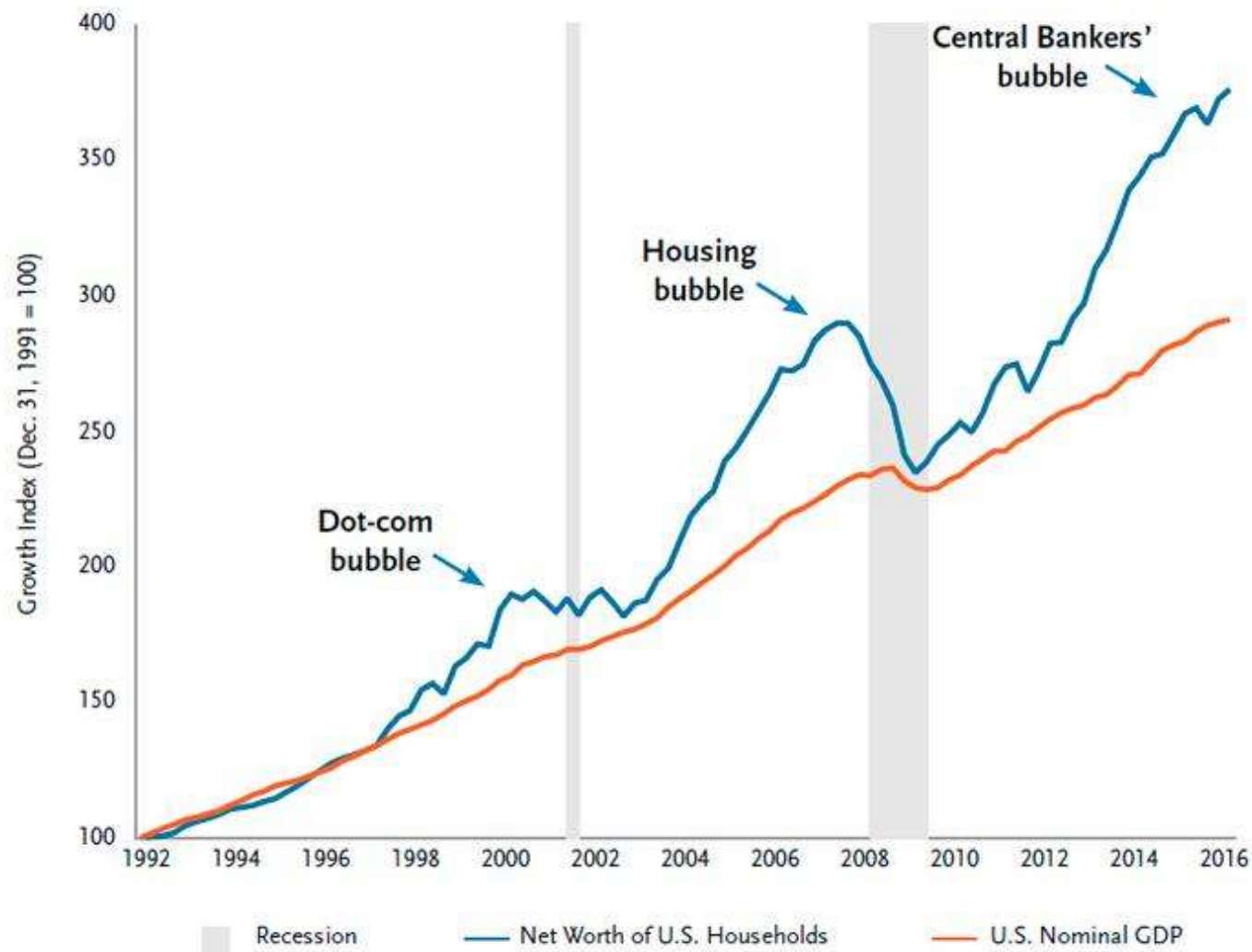
Obrestna mera
(Obveznice)

Delnice

**Denar se
prelije v
delnice**



Kapitalski trgi kot odtok presežne likvidnosti...

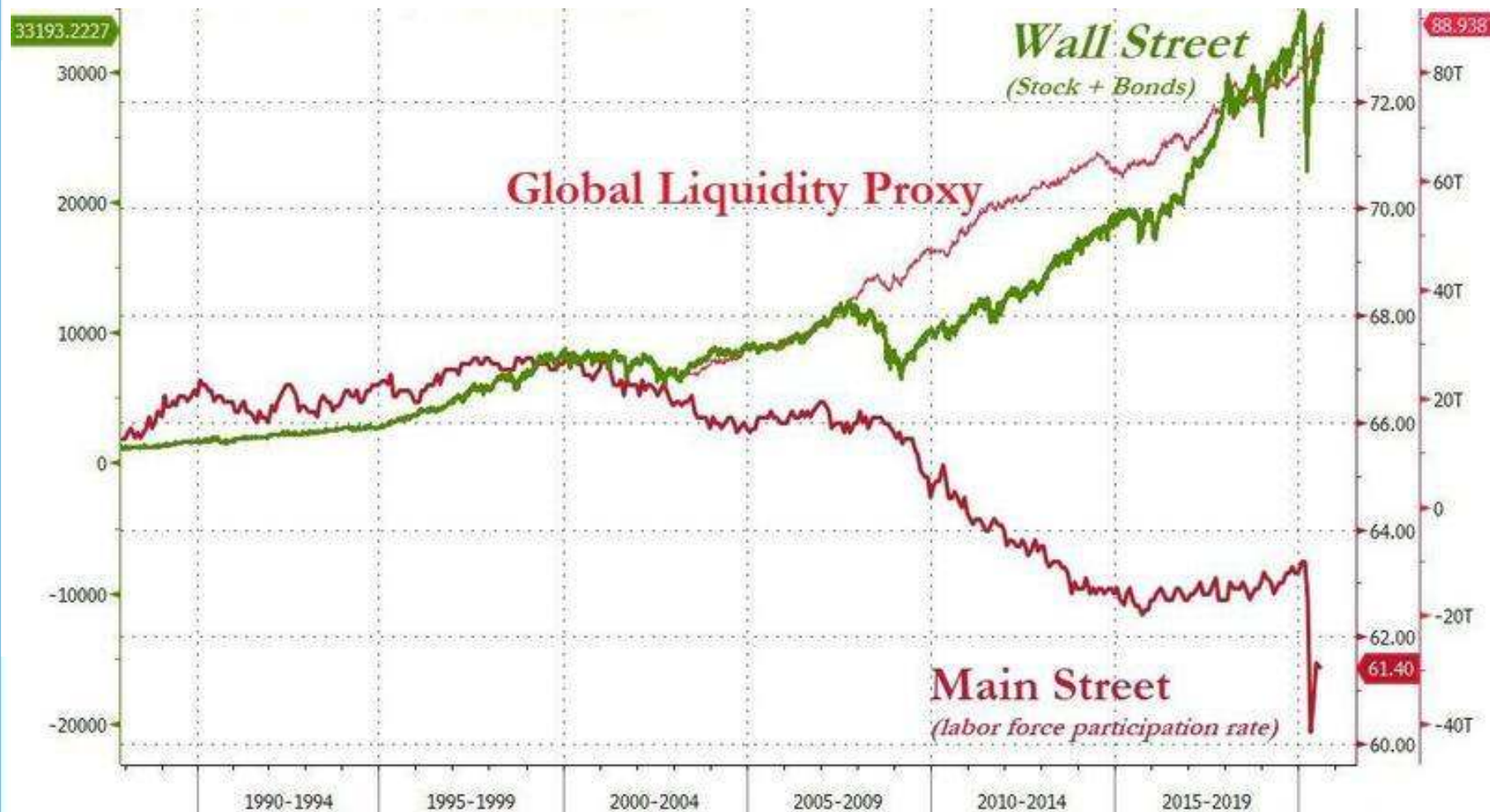


Živimo v finančnem svetu vrzeli...



Razlika med notranjo vrednostjo in tržno vrednostjo podjetij

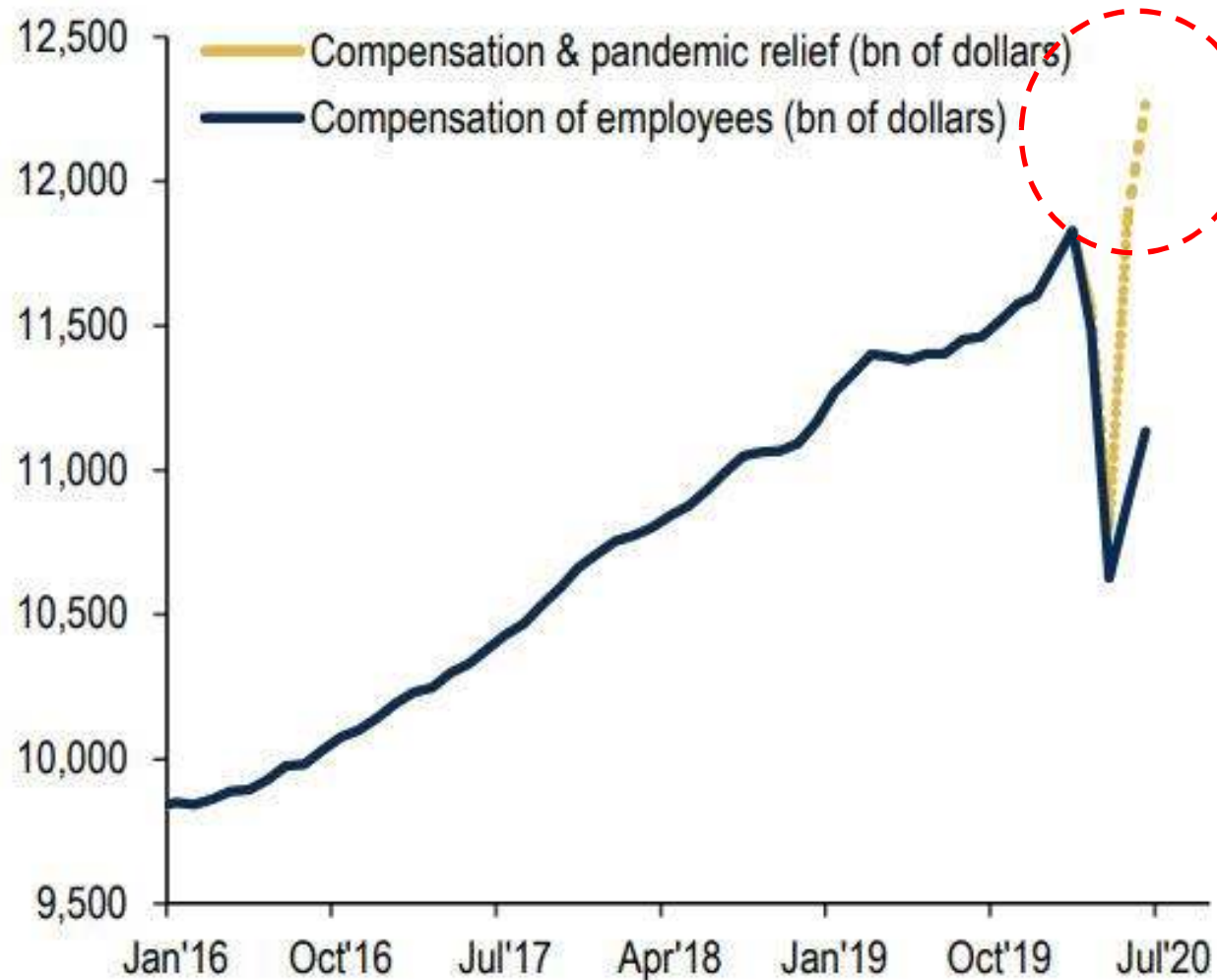
Vrzel se povečuje...denar dela denar, ne pa kruha



Globalna rast v prihodnosti...

Svet, ki ga živimo...predvolilni golaži...

Chart 3: Fiscal stimulus filled the gap in aggregate incomes



Predvolilni
golaž!

Kaj se bo
zgodilo, ko
zmanjka golaža?

Source: BofA Research Investment Committee; Bureau of Economic Analysis; Compensation of employees with March unemployment insurance and April–June pandemic unemployment

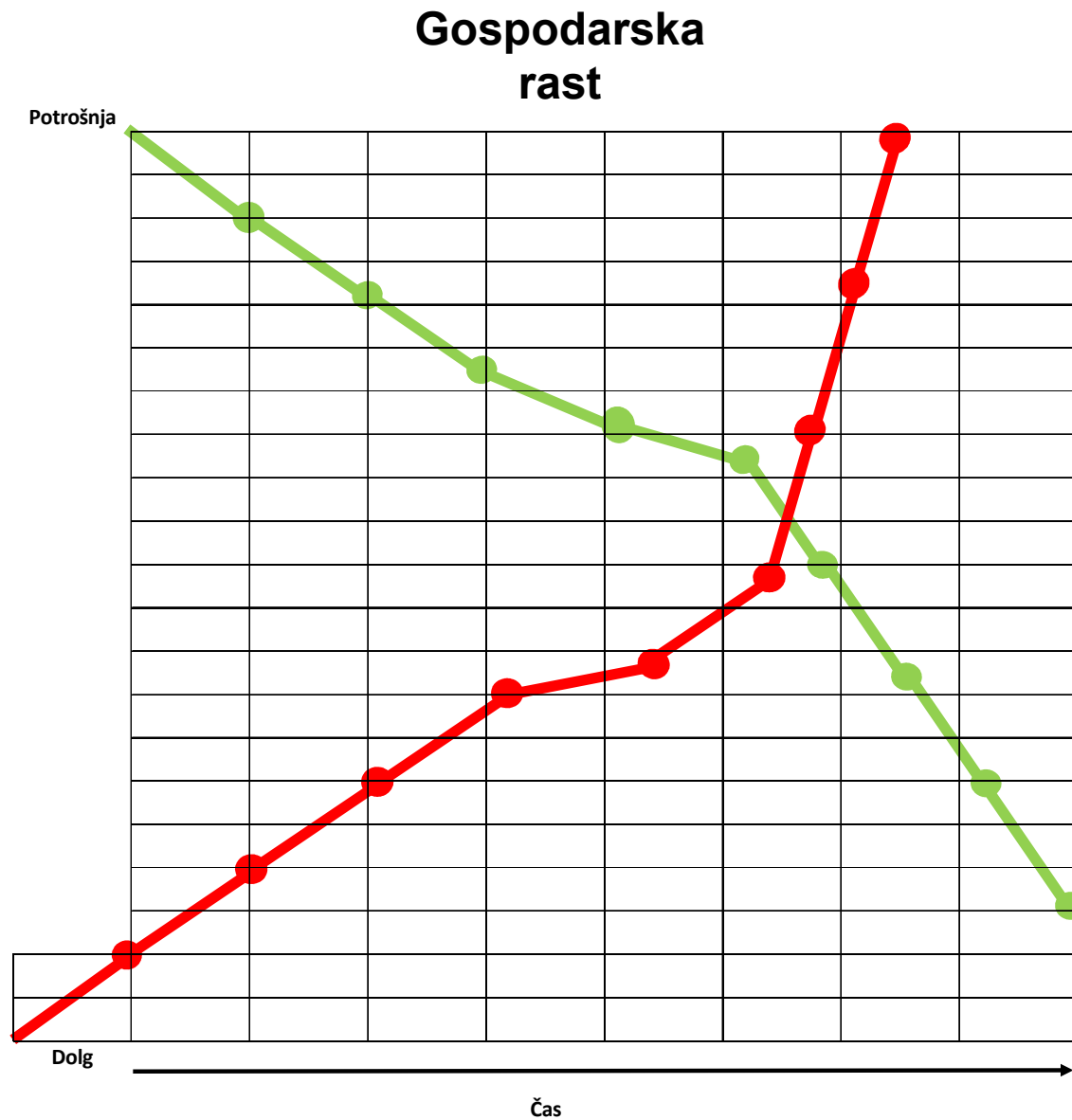
Main street...

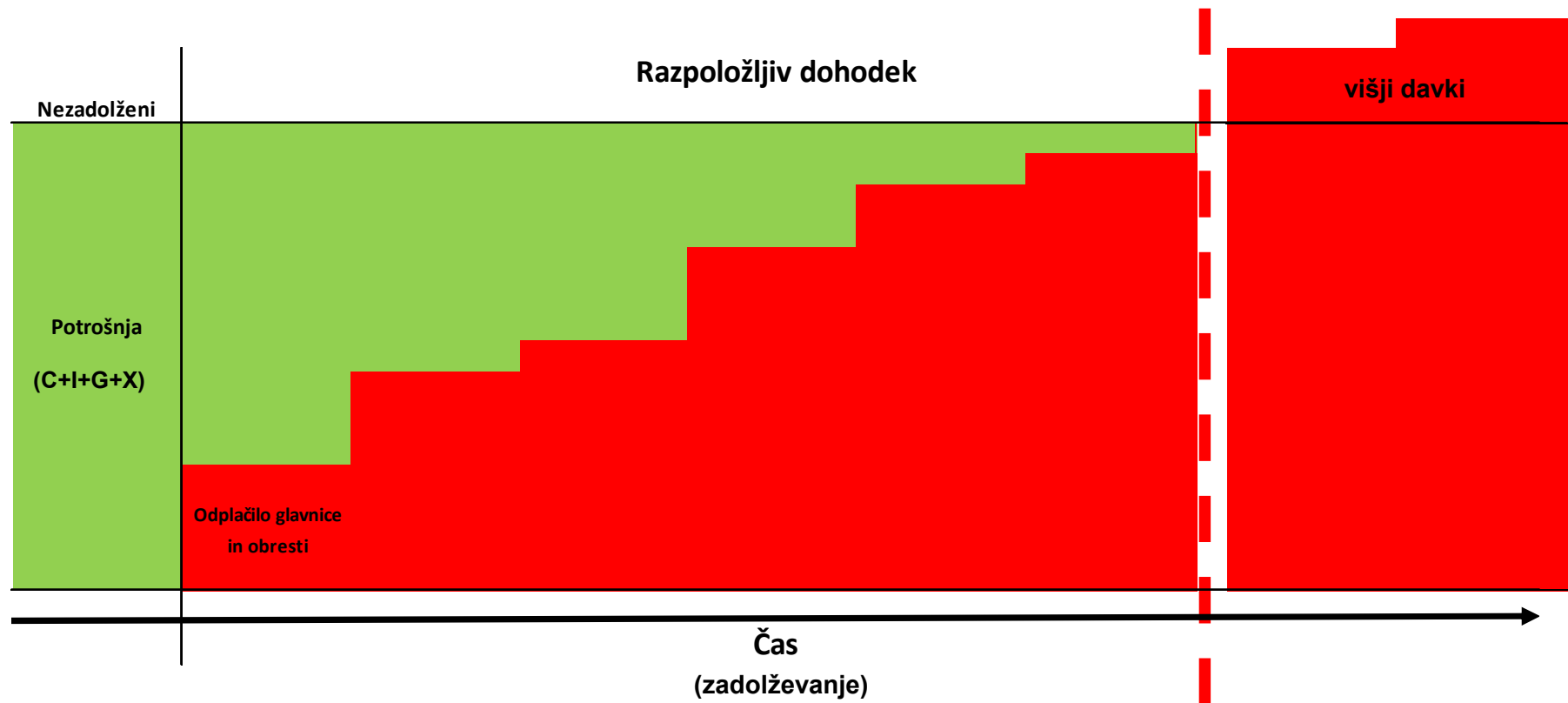
Los Angeles 2020

66,000 people are sleeping on the streets of Los Angeles, up 12.5% YoY

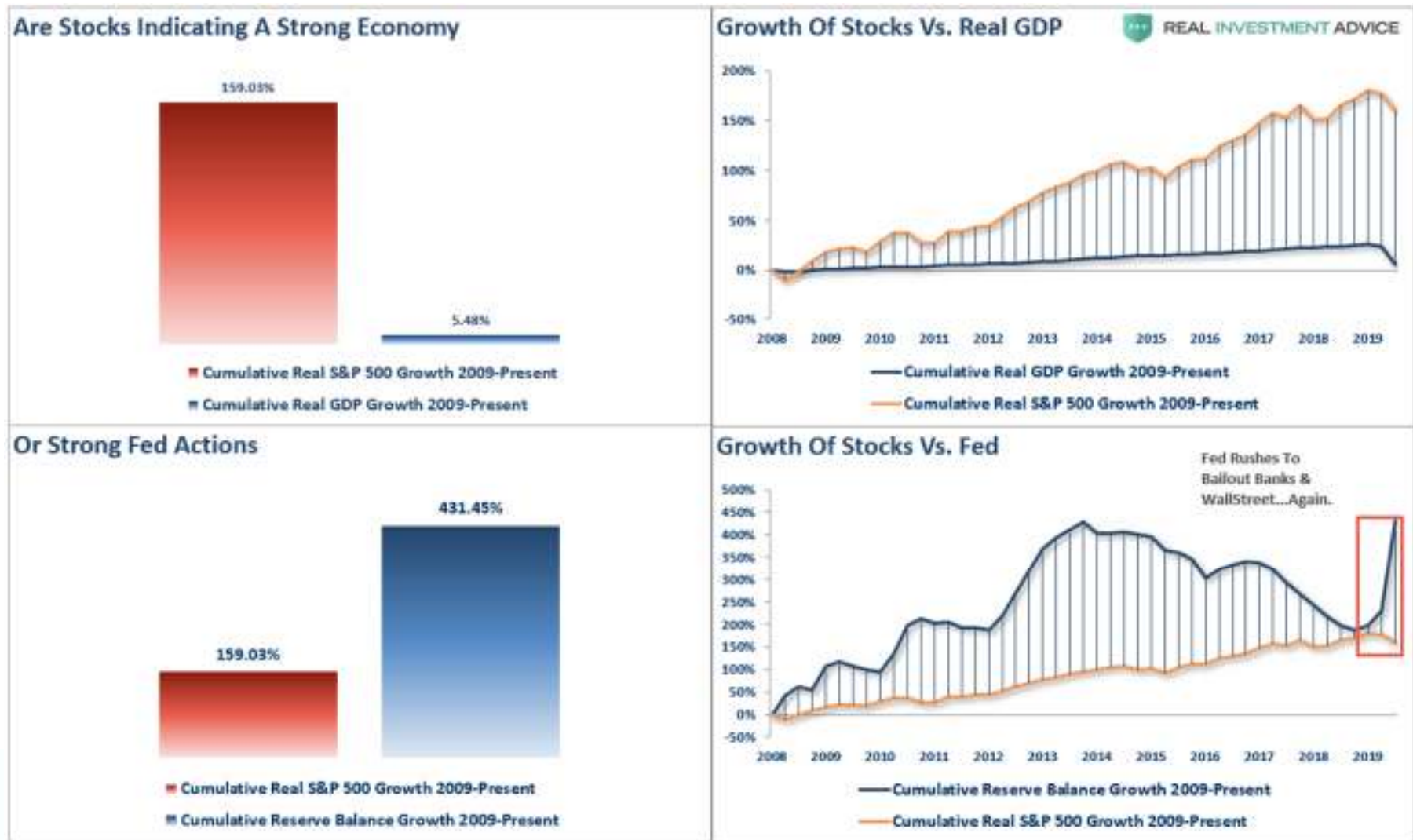


Problem prihodnje globalne rasti...





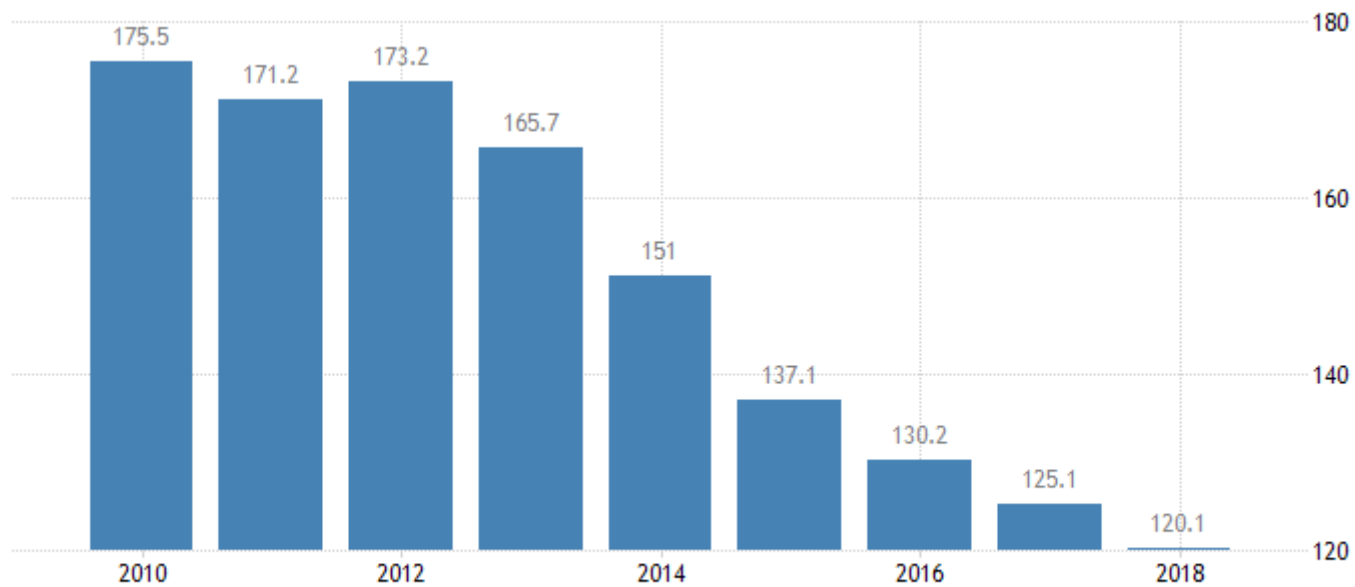
Delniški trgi...



Po tem, ko so ZDA porabile \$33 bilijard USD, je bil kumulativna rast GDP zgolj 5,48%

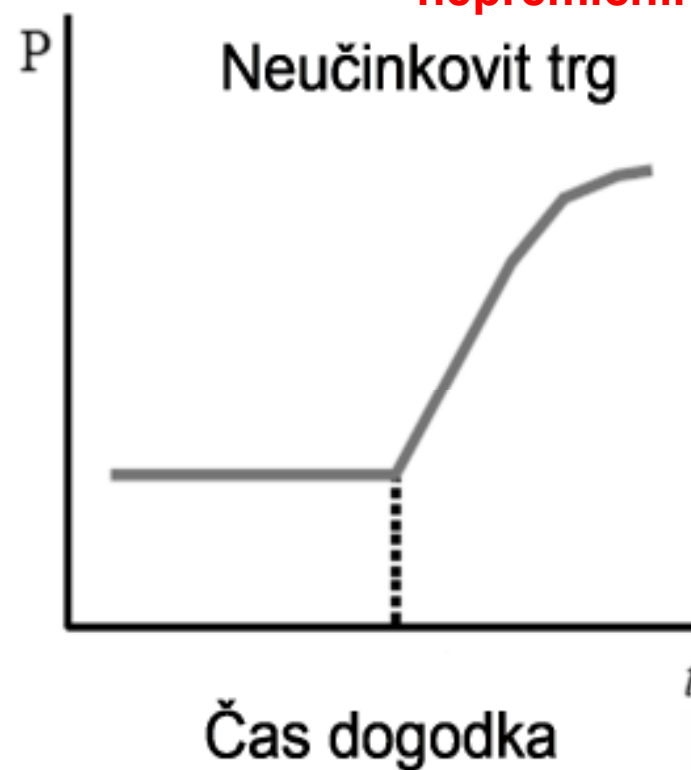
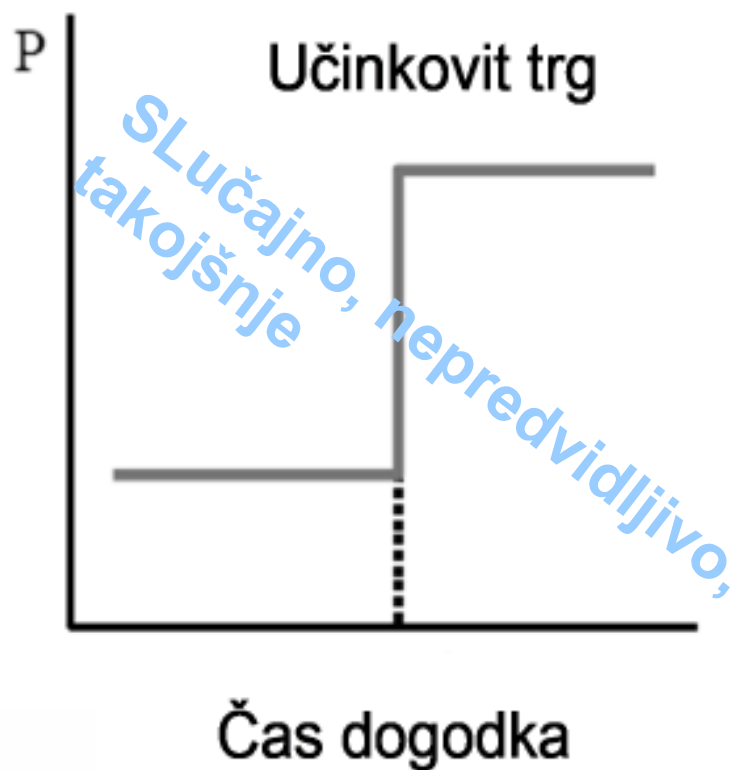
Slovenska podjetja in nepremičninski trg...

Kaj je tokrat v Sloveniji drugače...



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | OECD

Prikaz arbitraže na učinkovitem in neučinkovitem nepremičninskem trgu



↓ V Sloveniji imamo
neučinkovit trg
nepremičnin

Veselimo se, ampak ne prehitro...

Cene rabljenih stanovanj v Ljubljani

Povprečna cena za kvadratni meter rabljenega stanovanja po letih (v EUR)

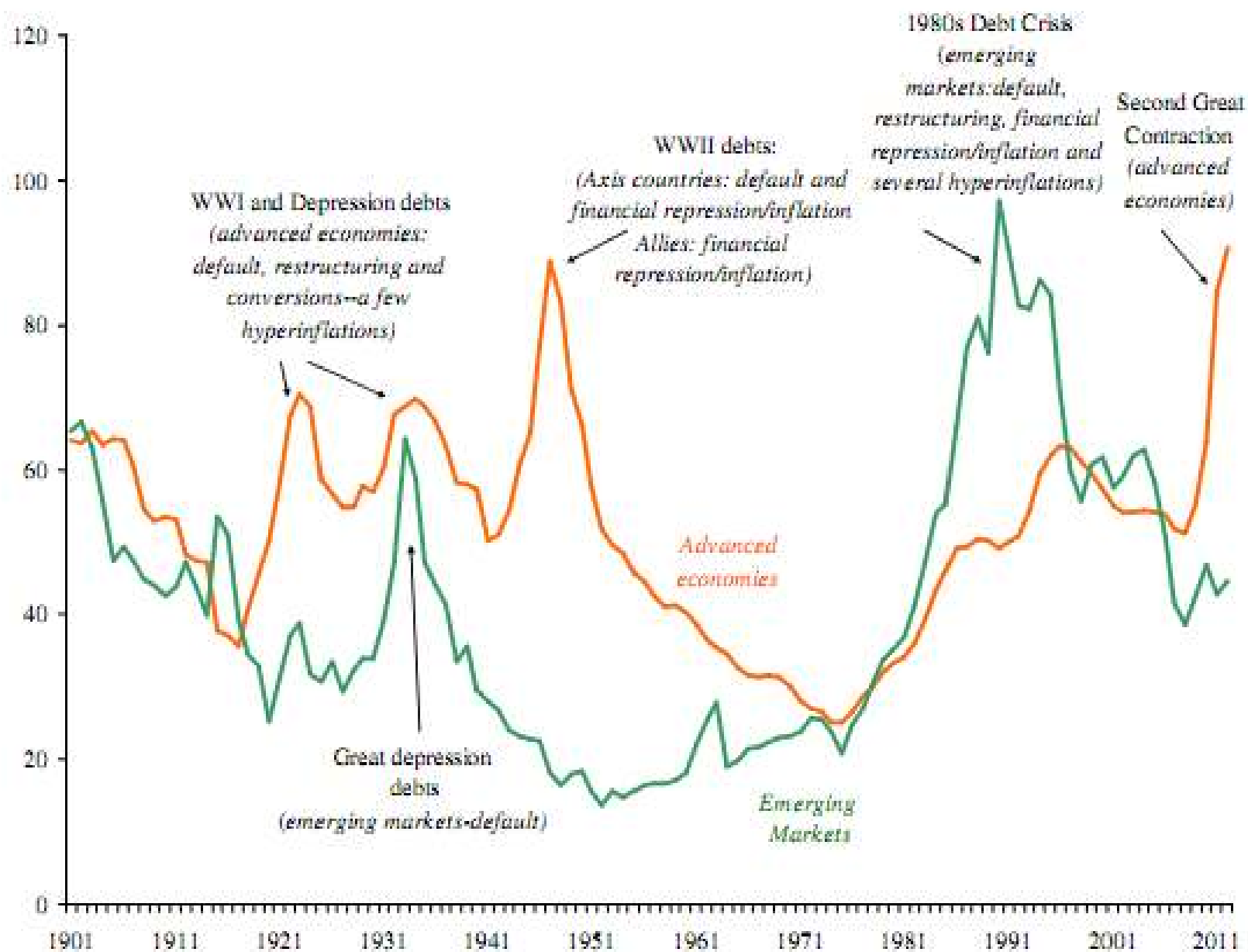


Vir: Geodetska uprava, poročila o razmerah na trgu nepremičnin

*Podatke za prvo polletje 2019

Kako se to manifestira...?

Svet, ki ga živimo...



Svet, ki ga bomo živali...



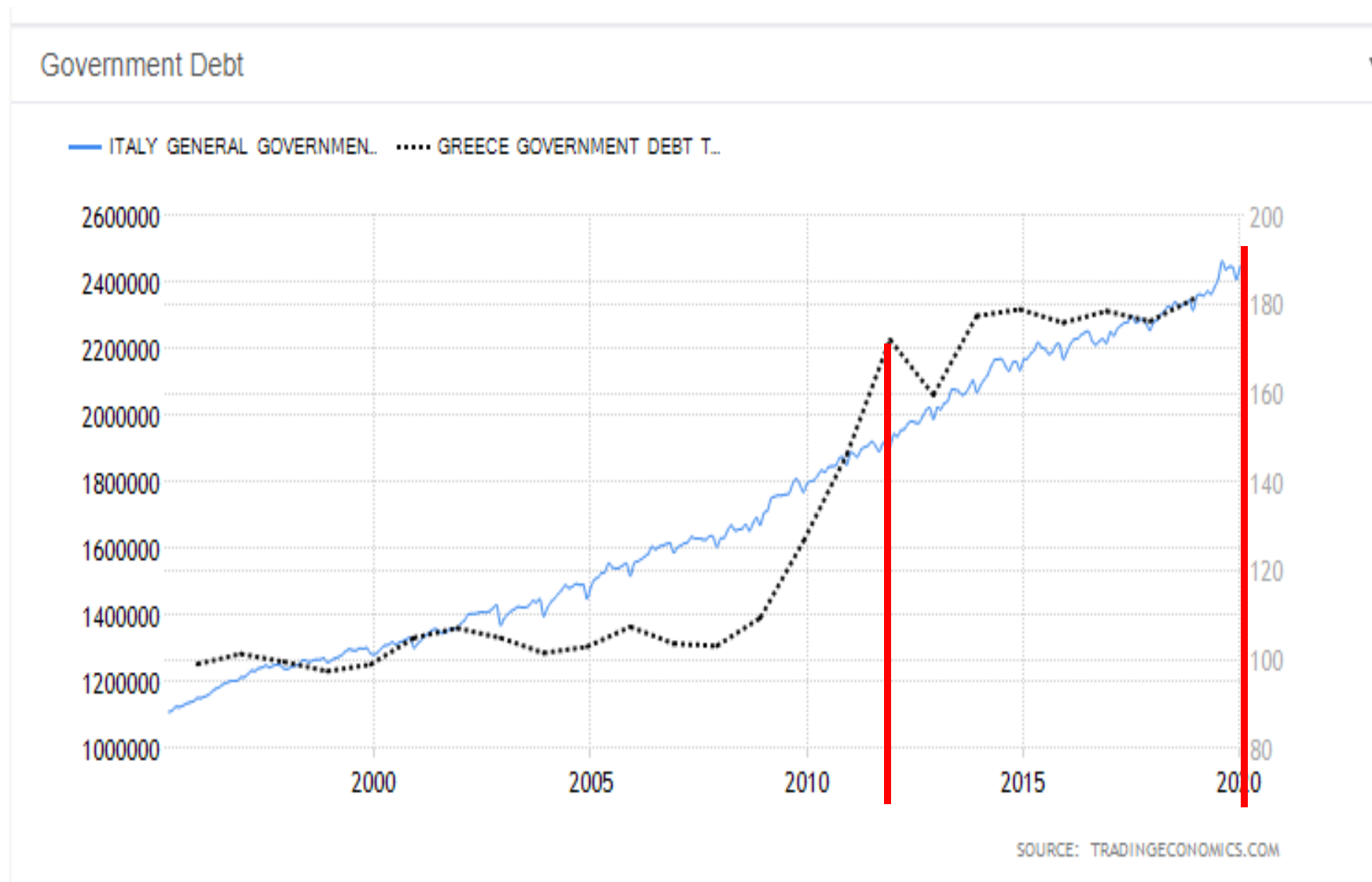
Svet, ki ga bomo živeli...

Pojem **finančna represija** je povezan z izrednimi ukrepi vlad in centralnih bank, ki v obdobjih visoke zadolženosti z nestandardnimi ukrepi k sebi preusmerjajo finančna sredstva

Med najpogostejše ukrepe finančne represije spadajo:

1. Neposredna **kontrola nad višino obrestnih mer** na državne vrednostne papirje **in depozite v bankah!**
2. **Državno lastništvo** in nadzor nad bankami.
3. Ukrepi, ki od **poslovnih bank** zahtevajo (ali pa jih primorajo), da na primarnem trgu kupujejo državne vrednostne papirje (obveznice).
4. **Kontrola kapitalskih tokov** v tujino. Transferji kapitala v tujino se omejijo.
5. **Prepoved trgovanja z zlatom.**

Dolg Grčije in Italije



**Kako obvladovati negotovost pri
ocenjevanju vrednosti...?**

IVSC – Negotovost pri ocenjevanja

- **Razlika med negotovostjo pri ocenjevanju in tržnimi tveganji**
 - **Tržno tveganje**: izpostavljenost lastnika sredstva do realizacije bodočih dobičkov ali izgub. Tveganje lahko povzročijo različni dejavniki, ki vplivajo bodisi na samo sredstvo bodisi na trg, na katerem trguje (poslabšanje dobičkonosnosti, poslabšanje likvidnosti, fizična/ekonomska zastaranja sredstev,...).
 - **Negotovost pri ocenjevanju**: Zgolj tveganje, ki nastane kot del postopka ocenjevanja vrednosti na določen datum.
 - **Pomembno**: Gotovost / negotovost pri ocenjevanju in tržno tveganje sta med seboj neodvisna.

Primer: vrednotenje družbe, ki kotira na borzi (ima lahko nizko negotovost ocenjevanja, vendar še vedno lahko nosi visoko tržno tveganje)
- **Kaj povzroča negotovost pri ocenjevanju:**
 - **Motnje na trgu (market disruption)**
 - **Dostopnost podatkov (input availability)**
 - **Izbor metode / modela ocenjevanja (choice of method / model)**

IVSC – Negotovost pri ocenjevanja

- **Motnje na trgu**
 - Tipični primeri: prejšnja gospodarska kriza / trenutna pandemija
 - Težave: do pomembne negotovosti pri ocenjevanju pride zato, ker se vhodni parametri, ki so na voljo za vrednotenje nanašajo na trg pred motnjo in imajo omejeno uporabnost. Vpliv dejanskega dogodka/motnje na odnos udeležencev do trga ne bo znan takoj, temveč šele z zamikom. Motnja se lahko kaže v razpoložljivosti vhodnih podatkov.
- **Dostopnost podatkov (input availability)**
 - Omejitev vhodnih podatkov je lahko posledica motenj na trgu ali specifičnosti ocenjevanega sredstva.
 - Zahteva ekstrapolacijo vhodnih vložkov bodisi iz cen, ki jih je mogoče spremljati za podobna sredstva ali pa z uporabo drugih tehnik.
 - Težave: Uporaba ekstrapolacije ali drugih tehnik lahko privede do pomembne negotovosti pri ocenjevanju zaradi težav pri iskanju objektivnih dokazov, ki bi podprli bodisi prilagoditve bodisi predpostavke.
- **Izbor metode / modela ocenjevanja (choice of method / model)**
 - Trenutno okolje predstavlja situacijo, ko je mogoče zagovarjati uporabo več različnih metod pri ocenjevanju (negotovosti vezane na vhodne podatke).
 - Zgodi se lahko, da bodo ugotovitve ocen po različnih metodah zelo različne.
 - Izbor najbolj primerne metode / modela ocenjevanja lahko v takšni situaciji predstavlja negotovost pri ocenjevanju.

IVSC – Negotovost pri ocenjevanju

- **Merjenje tveganja pri ocenjevanju**

- IVSC opozarja na splošno previdnost pri predložitvi kakršnihkoli vrednostnih ocen negotovosti, dopušča pa možnost, da je ta v nekaterih primerih potrebna.
- Če se kvantificira negotovost pri ocenjevanju je potrebno upoštevati:
 - ❖ *Kalkulacija negotovosti brez podane vsebine in povezave na končno oceno vrednosti, samo potrdi negotovost, vendar je ne pojasni.*
 - ❖ *Ocena negotovosti ne pomeni napovedi najslabšega scenarija. Test negotovosti naj bi zato obravnaval vpliv možnih, razumnih in alternativnih predpostavk.*
 - ❖ *Cilj analize negotovosti tudi ni zagotoviti napoved možnih nihanj poročane vrednosti ampak zagotoviti informacijo o spremenljivosti vrednosti glede na spremembo predpostavk.*
 - ❖ *Ko se določajo količinski vplivi na negotovost je potrebno biti pozoren o soodvisnosti ali povezanosti med pomembnimi vložki. Korelacijska analiza je izredno pomemben del tega procesa in kadar merimo negotovost brez ustrezne korelacije medsebojno odvisnih vložkov, je stopnja negotovosti lahko precenjena.*

- Kaj še.....







- Če ocenjevalci ne morejo izpolniti vseh zahtev MSOV 102 mora biti to jasno razkrito v poročilih.
- Upoštevanje navodil / priporočil, ki jih bodo v trenutnih razmerah izdajale lokalne ocenjevalske organizacije.

IZZIVI....

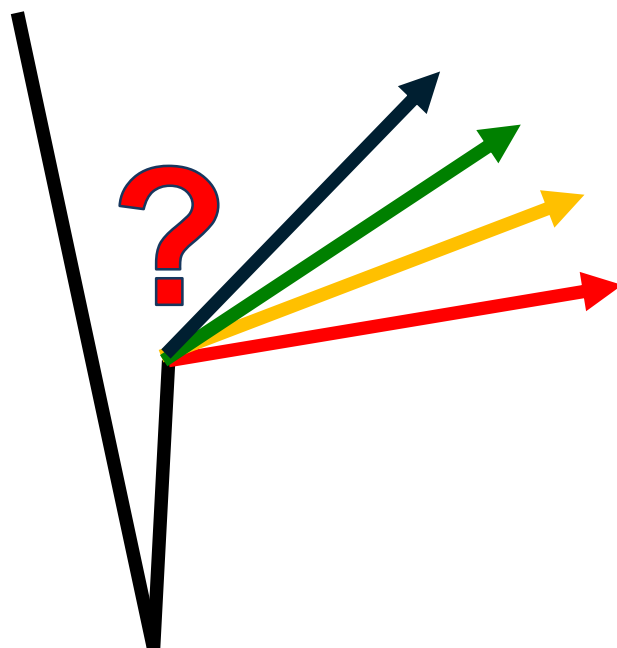
POVZETEK: ključne dileme ocenjevanja...

- Finančna represija je izkrivila ključne finančne parametre ocenjevanja...
- Prihodnja rast svetovnega gospodarstva („japonifikacija“)
- Izjemno povišana negotovost ocenjevanja v nekaterih dejavnostih...
- Uvozna odvisnost Slovenije in učinek biča...

+/-

-  **Slovenija je v bistveno boljši finančni kondiciji**, kot je bila leta 2008.
-  **Nimamo balona** nepremičninskega in delniškega trga...
-  **21,6 milijarde evrov depozitov** na bankah
- **Sistemiški destabilizatorji:**
 -  velika podjetja in banke v Slovenski lasti so bile l. 2011 socialni korektiv. Danes so pospeševalci recesije.
 - Porast prekarne delo.
-  **Struktura dejavnosti** – turizem, logistika, terciarni sektor, avtomobilizem...
-  **Uvozna odvisnost** – učinek biča

Scenariji izhoda...



V prvi fazi po odprtju ekonomije bo odboj v obliki črke V.... tehnično to pomeni konec recesije....ampak....

SPLOH VEMO O ČEM SE POGOVARJAMO?

pokazatelj recesije je negativna gospodarska rast, merjena z zmanjševanjem celotnega bruto domačega proizvoda v državi (BDP) **dve četrtletji zapored...**, ko se pojavi rast, je tehnično konec recesije