

Naložbeni mozaik

avgust 2012

Makroekonomske razmere Svetovni dolg in razdolževanje Vrednotenje delnic



KBM Infond je pripravil pogled na proces razdolževanja in trenutno vrednotenje delniških trgov. V prihodnje se bo večji del razvitih držav ukvarjal s problemom čezmerne zadolženosti javnega ali privatnega sektorja oz. obeh.

Švedska in Finska sta v 1990-ih letih vzorno izpeljali proces razdolževanja in predstavljata idealen scenarij reševanja dolžniške krize. Hkrati sta uvedli strukturne reforme in spremenili model gospodarstva, ki ne temelji zgolj na domačem povpraševanju, v gospodarstvo, katerega rast je bolj enakomerno porazdeljena med izvoz, investicije in domače povpraševanje. Priznati je treba, da sta imeli vrsto olajševalnih okoliščin, ki so pripomogle k hitrejšemu okrevanju. Globalno povpraševanje je bilo močnejše, to pa je bistveno vzpodbudilo rast izvoza, ni bilo evropske finančne krize in javna zadolžitev je bila nižja.

Vzorna Švedska
in Finska

Pri zniževanju dolga so največji napredek naredile ZDA in so na najboljši poti, da najprej začnejo drugo fazo razdolževanja javnega sektorja. Velika Britanija in Španija sta pri razdolževanju izbrali nekoliko drugačno pot. Z zniževanjem javnega dolga poizkušata izboljšati makroekonomsko sliko gospodarstva, to pa ali stagnira ali je v recesiji. Na drugi strani državi prepočasi napredujeta pri zniževanju dolga privatnega sektorja. Španija se od Velike Britanije loči po tem, da med nabori ukrepov ne more uporabiti monetarne politike, ki bi lahko blažila posledice razdolževanja. Skratka, pred obema državama je še dolga pot do okrevanja.

ZDA so na
najboljši poti

Druga plat so trenutna vrednotenja delniških trgov, ki že upoštevajo nekatere scenarije. Pričakovani donosi delnic so v absolutnem smislu malenkost pod zgodovinsko doseženimi donosi, vendar je premija za tveganje (presežni donos) v primerjavi z državnimi obveznicami nad zgodovinskimi povprečji. Glavna razloga za višje premije za tveganje sta večja negotovost, s katero se danes soočajo vlagatelji (evrsko območje, upadanje kitajske gospodarske rasti, fiskalne težave razvitih gospodarstev), in pomanjkanje netveganih naložb. Tako lahko vlagatelji v ameriške delnice, ki so še vedno najpomembnejša naložbena skupina med delnicami, pričakujejo povprečen letni donos v višini 7,69 % (v obdobju 1900–2011: 9,3 %) in presežen donos nad obveznicami v višini 6,1 % (v obdobju 1900–2011: 4,3 %). Delnice so zanimive predvsem zaradi zgodovinsko nizkih zahtevanih donosov na državne obveznice.

Delnice
zanimivejše od
obveznic

Če pogledamo pričakovano donosnost razvitih in razvijajočih se držav, so danes nedvomno bolj atraktivna naložba države v razvoju, kjer lahko vlagatelj pričakuje 11 % donosnost na leto, v primerjavi z dobrimi 7 % na razvitih trgih. Ključno za uresničitev teh napovedi je nadaljevanje visoke gospodarske rasti držav v razvoju.

Pozitivna stvar za vlagatelje je ta, da se eno najslabših desetletij za delniške naložbe ne bo ponovilo, saj trenutna vrednotenja delnic napovedujejo donose, primerljive z zgodovinskimi, in to kljub pričakovani nižji gospodarski rasti.

Najslabše
desetletje za
delnice se ne
bo ponovilo

Makroekonomske razmere

Spodnja tabela prikazuje nekaj ključnih makroekonomskih podatkov; iz nje je mogoče razbrati slabše kazalce za razvite države. Napoved Mednarodnega denarnega sklada o gospodarski rasti za leto 2012 je za večino držav pozitivna, z recesijo pa se bodo spopadale evropske države, povezane z dolžniško krizo. Opozoriti moramo, da so v preteklih mesecih pomembnejši ekonomski inštituti nižali napovedi rasti za 2012. Inflacija je bila v prvem četrtletju relativno nizka in je v okviru ciljev monetarnih oblasti. Brezposelnost je višja predvsem v državah PIIGS¹, kjer je v zadnjem obdobju zrasla zaradi varčevalnih ukrepov. Nadpovprečno visoko brezposelnost beležijo tudi ZDA. Prav tako je opaziti velik razkorak v javnem dolgu med razvitimi in razvijajočimi se državami.

Tabela 1: Izbrani makroekonomski kazalniki

	BDP 2012*	BDP 2013*	inflacija**	brezposelnost**	javni dolg 2011
RAZVITE					
ZDA	2,1	2,4	2,7	8,2	102,94
Kanada	2,1	2,2	1,9	7,2	84,95
Japonska	2	1,7	0,5	4,5	229,77
Avstralija	3	3,5	3,1		
Nemčija	0,6	1,5	2,1	6,8	81,51
Velika Britanija	0,8	2	3,5	8,2	82,5
Francija	0,5	1	2,3	10	86,26
Italija	-1,9	-0,3	3,3	9,82	120,11
Nizozemska	-0,5	0,8	2,5	5,9	66,23
Irska	0,5	2	2,2	14,8	104,95
Grčija	-4,7	0	1,67	22,6	160,81
Španija	-1,8	0,1	1,9	24,44	68,47
Portugalska	-3,3	0,3	3,1	14,9	106,79
Slovenija	-1	1,4	2,3	12	47,31
Švica	0,8	1,7	-1	2,9	48,65
Norveška	1,8	2	0,8	2,6	49,61
RAZVIJAJOČE SE					
Kitajska	8,2	8,8	3,6	4,1	25,84
Brazilija	3	4,1	5,24	6,2	66,18
Rusija	4	3,9	3,7	6,5	9,6
Indija	6,9	7,3	8,65	-	68,05
Indonezija	6,1	6,6	3,97	6,56***	25,03
Filipini	4,2	4,7	2,6	6,9****	40,47
Južna Koreja	3,5	4	2,6	3,4	34,14

Vir: Bloomberg in MDS 2012, vsi podatki v %.

* napoved pričakovane realne rasti MDS,

** podatki za prvo četrtletje 2012,

*** november 2011;

**** april 2012

¹ PIIGS – Portugalska, Irska, Italija, Grčija, Španija

Svetovni dolg in razdolževanje

Razvite države se s težavo spopadajo s posledicami svetovne finančne krize, ki je izbruhnila pred štirimi leti. McKinsey² je leta 2010 predstavil raziskavo 32 primerov razdolževanja vse od največje globalne krize (Great Depression) iz leta 1932. Ključna ugotovitev je bila, da je proces dolgotrajen, boleč in da zahteva veliko prizadevanj, da bi sprejeli reforme. Pozitivna ugotovitev je, da države, ki so se razdolževanja lotile hitro, tudi prej dosežejo dolgoročno vzdržno gospodarsko rast.

Nizka zadolženost omogoča vzdržno gospodarsko rast

Dolg države je sestavljen iz javnega in privatnega dolga, slednji se deli na dolg gospodinjstev, podjetij in finančnih institucij. Privatni dolg desetih analiziranih gospodarstev se je od leta 2008, ko je dosegel vrh, znižal za 1,5 trilijona \$ oz. za 2 % do prvega četrtletja 2011. Na drugi strani je javni dolg zrasel za 7,8 trilijona \$ oz. za 26 %.

Struktura dolga se med državami močno razlikuje in je pomemben faktor, ki oblikuje potek razdolževanja. Japonska ima velik delež javnega dolga v celotni strukturi dolga, delež dolga gospodinjstev pa je pod povprečjem. Razlog za tako visok javni dolg je v poskusu oživljanja gospodarske rasti z državnim trošenjem po poku nepremičninskega in borznega balona leta 1990. Privatni dolg, predvsem finančnih institucij, predstavlja velik delež celotnega dolga Velike Britanije. ZDA, Kanada in Avstralija imajo velik delež dolga gospodinjstev. Države v razvoju so manj zadolžene od razvitih, toda to ne pomeni, da ne bodo imele težav pri pridobivanju virov financiranja. Povprečno razmerje med celotnim dolgom in bruto družbenim produktom (BPD) največjih razvitih držav je 348 %, Kitajske 184 %, Brazilije 148 %, Indije 122 % in Rusije 72 %.

Proces razdolževanja odvisen od strukture dolga

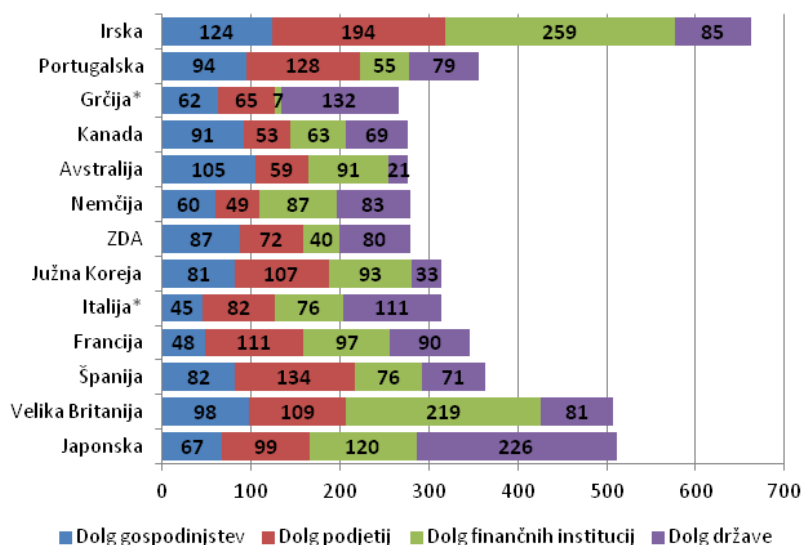
V večini primerov se kot najbolj verodostojni kazalnik zadolženosti in državnega tveganja (sovereign risk) uporablja razmerje med dolgom in BDP, a to je lahko zavajajoče. Države PIIGS imajo, razen Irske (663 % BDP), razmeroma nizko razmerje med dolgom in BDP, obenem pa slabe obete za prihodnjo gospodarsko rast. Struktura dolga v državah PIIGS se razlikuje, kar pomeni, da ukrepi in proces razdolževanja v teh državah ne bodo potekali v isto smer. Delež javnega dolga je največji v Italiji in Grčiji, na Irskem pa največji del dolga bremeni finančne ustanove. Največji delež dolga v Španiji in Portugalski pomeni dolg podjetniškega sektorja, javni dolg pa ni tako izrazit.

Struktura dolga držav PIIGS se razlikuje, posledično ni enotnega recepta za blažitev krize

² Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences, McKinsey Global Institute, January 2010

(http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/debt_and_deleveraging)

Slika 1: Struktura dolga izbranih držav



Vir: McKinsey, 2012.

Podatki so podani v % BDP za drugo četrtletje 2011.

*Podatki za prvo četrtletje 2011.

Razdolževanje

V finančni literaturi je več vrst študij na temo razdolževanja. Med novejšje študije spadata publikaciji, ki ju je izdala investicijska družba Bridgewater Associates³, in zadnja študija svetovalne družbe McKinsey⁴. Proces razdolževanja se začne, kadar breme odplačevanja obveznosti postane preveliko in pomeni zniževanje deleža dolga v BDP.

Uspešno krmarjenje med različnimi dejavniki

Države, ki so se razdolžile brez večjih makroekonomskih pretresov, so morale uspešno krmariti med obsegom in hitrostjo zniževanja dolga, proračunskega primanjkljaja, transferjem premoženja od bogatejših k revnejšim in monetizaciji (ekspanzivna monetarna politika) dolga. Vsi ti dejavniki znižujejo delež dolga v BDP, a njihov vpliv na inflacijo in rast se razlikuje. Zniževanje dolga in proračunskega primanjkljaja ima deflacijske in recesijske učinke, monetizacija dolga pa inflacijske in stimulatívne učinke. Odvisno od kombinacije ukrepov Dalio razlikuje tri pristope razdolževanja:

Deflacijsko, vzorčno in inflacijsko razdolževanje

- deflacijsko razdolževanje – ni poudarka na ekspanzivni monetarni politiki, nominalne rasti BDP so nižje od nominalnih obresti, ni devalvacije valute, delež dolga v BDP stagnira ali rahlo pada, ker ni bistvenih razlik v stroških financiranja in rasti;
- vzorčno razdolževanje – kombinacija ekspanzivne monetarne politike, devalvacije valute in kasnejšega zniževanja proračunskega primanjkljaja. Rast BDP je višja od nominalne obrestne mere, delež dolga v BDP se zniža;
- inflacijsko razdolževanje – močan poudarek na ekspanzivni monetarni politiki in devalvaciji valute, kar povzroči hiperinflacijo.

³ An In-Depth Look at Deleveragings, Ray Dalio, Bridgewater 2012,

(<http://www.bwater.com/Uploads/FileManager/research/deleveraging/an-in-depth-look-at-deleveragings--ray-dalio-bridgewater.pdf>)

⁴ Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth, McKinsey Global Institute, January 2012,

(http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth)

Faze razdolževanja

McKinsey je v študiji ugotovil, da razdolževanje v večini primerov poteka v dveh fazah. Najprej se začne v privatnem segmentu, medtem ko delež javnega dolga narašča. Država poskuša nadomestiti izpad povpraševanja s spodbujanjem gospodarstva. Šele v drugi fazi se dolg javnega sektorja začne zniževati. Poudariti je treba, da se države, ki se trenutno soočajo s prezadolženostjo, srečujejo s težjim okoljem, saj je globalna gospodarska rast šibka in je le malo prostora za fiskalno prilagajanje.

V večini primerov razdolževanje poteka v dveh fazah

Švedska in Finska sta v 1990-ih izvedli podoben proces, ki je lahko primeren okvir za podrobnejšo analizo. Državi sta v 1980-ih deregulirali finančni sistem, to pa je vzpodbudilo kreditno povpraševanje. Delež privatnega dolga na Švedskem se je povzpел s 46 % v letu 1980 na 124 % BDP leta 1989, na Finskem pa s 47 % na 90 % BDP. To je povzročilo nepremičninski in borzni balon. Poku balonov sta sledili recesija in valutna depreciacija v obeh gospodarstvih. Državi sta uvedli neprijljubne reforme socialnih transferjev, strukturne reforme in deregulirali nekatere industrijske panoge.

Primer Švedske in Finske

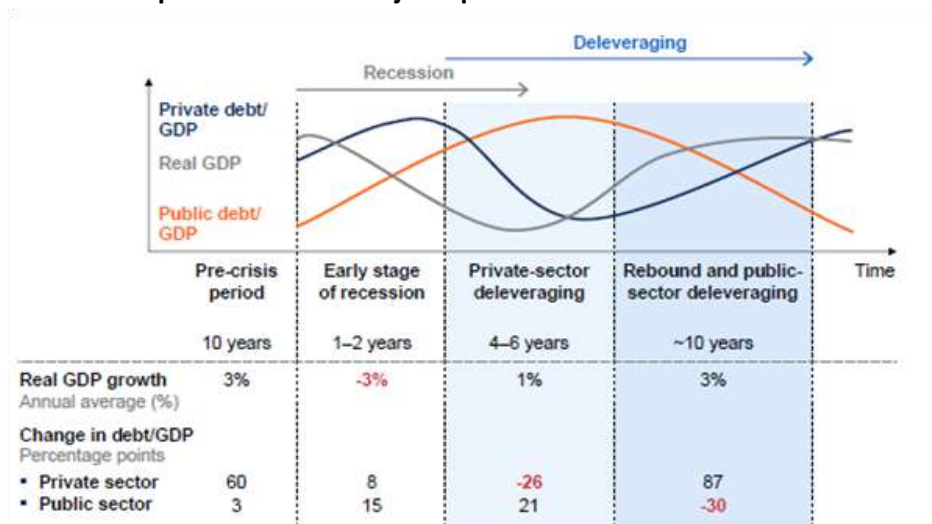
V prvi fazi razdolževanja se je znižal delež dolga gospodinjstev, podjetij in finančnih institucij. To obdobje je spremljala ničelna gospodarska rast ali pa recesija. V povprečju je delež privatnega dolga padel za dobro četrtino. Na drugi strani je rasel delež javnega dolga, saj so se zaradi recesije zmanjšali davčni prihodki in povečali izdatki za spodbujanje gospodarstva. Hkrati sta državi uresničevali socialne in strukturne reforme, kar je kasneje omogočilo stabilno in trajnejšo gospodarsko rast.

Prva faza

V drugi fazi je sledilo razdolževanje javnega sektorja. Javni dolg se je nominalno dejansko povečal, vendar je bila rast počasnejša od realne rasti BDP in nekaj je dodala tudi inflacija. Posledično je delež javnega dolga v BDP začel padati.

Druga faza

Slika 2: Povzetek poteka razdolževanja na primeru Švedske in Finske



Vir: McKinsey, 2012

Primer ZDA

Meja vzdržnosti
dolga

Vzdržnost javnega in privatnega dolga se obravnava različno. Splošna meja vzdržnosti javnega dolga je okrog 90 % BDP. Nad to mejo država tvega nižjo gospodarsko rast in večjo finančno nestabilnost, ki vodi v dvig cene zadolževanja. Vzdržna meja privatnega zadolževanja je večja neznanka in se razlikuje od države do države, odvisno od razpoložljivih finančnih sredstev privatnega sektorja. Npr. Švica ima višji delež dolga gospodinjstev kot ZDA (118 % proti 87 %), a je vlagatelji ne obravnavajo kot problematično, ker imajo gospodinjstva ogromno finančnega premoženja, s katerim so sposobna plačevati obveznosti.

Potek
razdolževanja
ZDA po letu 2008

Privatni dolg ZDA se je od leta 1990 do 2008 povzpel s 148 na 234 % BDP. Po propadu banke Lehman Brothers je izbruhnila finančna kriza z vsemi znaki 'deflacijskega razdolževanja'. Ti so trajali od septembra 2008 do marca 2009. Padali so dohodki, tečaji na kapitalskih trgih, zrasel je delež dolga v BDP. V drugem četrtletju 2009 je ameriška centralna banka začela kvantitativno sproščanje 'QE1' (odkup državnih in hipotekarnih obveznic) in ga kasneje nadaljevala s 'QE2' ter 'Operation Twist' (zamenjava obveznic kratke ročnosti v daljšo). Hkrati je zvezna vlada sprejela fiskalni paket 'TARP' za spodbujanje gospodarstva. Te aktivnosti so izboljšale likvidnost v celotnem finančnem sistemu (ca. 1,5 trilijona \$) in gospodarstvo pripeljale do položaja, ko se je razdolževanje usmerilo po poti vzorčnega modela.

Tabela 2: Prikaz gibanja kategorij med razdolževanjem ZDA

	ZDA september 2008 – februar 2009 (pred QE)	ZDA marec 2009 – do sedaj* (po QE)
nominalna letna rast BDP - povprečje	-5,4 %	3,5 %
BDP deflator	2 %	1,4 %
M0 letna rast v % BDP – povprečje	3,1 %	3,3 %
donosnost 10-letnih državnih obveznic ZDA - povprečje	3,4 %	3,2 %
sprememba deleža dolga v BDP	27 %	-34 %

Vir: Bridgewater 2012

*Študija je bila objavljena februarja 2012

Zgornja tabela prikazuje gibanje posameznih kategorij pred kvantitativnim sproščanjem in po njem. Aktivnosti centralne banke, ki se kažejo v rasti denarne mase, so privedle do ponovne rasti BDP ZDA, dviga cen in znižanja obrestnih mer. Delež dolga v BDP se je zmanjšal za 34 %.

Največ je padel
privatni dolg,
predvsem
finančni

Največji padec dolga je bil v privatnem sektorju. Delež dolga finančnih institucij se je znižal pod raven iz leta 2000, predvsem zaradi stečaja banke Lehman Brothers in več združitvev ter prevzemov v ameriškem finančnem sektorju. Dolg gospodinjstev prav tako upada in to naj bi po ocenah svetovalne družbe McKinsey trajalo še vsaj dve leti. V tem času bi se lahko delež dolga v razpoložljivem dohodku vrnil na nivoje, ki so v skladu z zgodovinskim trendom. Po razdolževanju gospodinjstva ne bodo več tako močan dejavnik gospodarske rasti kot v preteklosti zaradi omejenih virov financiranja. V naslednji fazi pričakujemo razdolževanje javnega sektorja, tu je zadolžitev dosegla zgodovinske nivoje (čez 100 % BDP).

Vrednotenje delnic

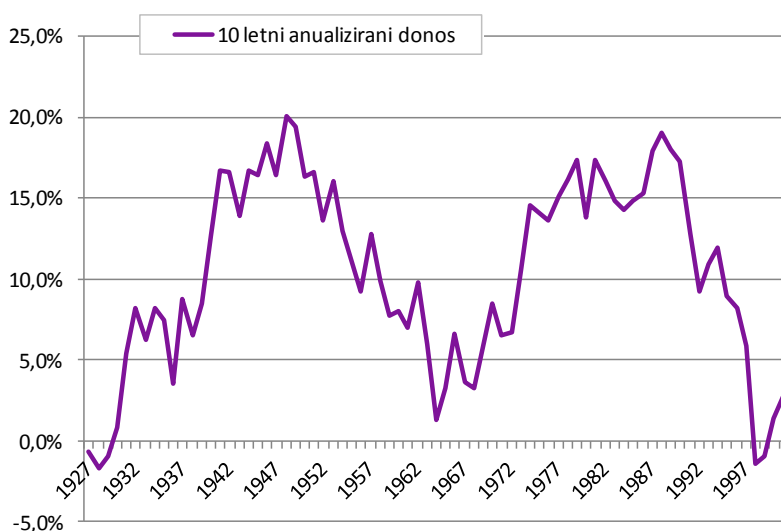
Vrednotenje delnic je najpomembnejši dejavnik pri določanju njihove pričakovane donosnosti. Mnogo vlagateljev in analitikov pri odločanju, kam investirati, namenja največjo pozornost temeljnim dejavnikom: kakšna bo gospodarska rast, kakšna bo rast dobičkov, kakšne bodo profitne marže podjetij, kakšen bo donos na investirani kapital in tako naprej. Čeprav so to pomembni dejavniki, ki vplivajo na realiziran donos, je najpomembnejša determinanta prihodnjih donosov izhodiščno vrednotenje delnic.

Izhodiščno vrednotenje delnic določa prihodnje donose

Na primer preteklo desetletje je bilo za vlagatelje v delnice nekaterih regij (ZDA, Evropa) eno najslabših, čeprav sta bila gospodarska rast in rast dobičkov visoka, donosnost na kapital in profitne marže so zrasle do novih rekordov, inflacija je bila zmerna. Kljub tem idealnim razmeram so bili donosi delnic nižji kot v 80. letih 20. stol., ko so bili fundamenti mnogo slabši. Slike 3 kaže, da je vlagatelj, če je ob koncu leta 1999 vložil v S&P 500, dosegel anualiziran letni donos v višini -0,95 %.

Nizki donosi delnic v preteklem desetletju...

Slika 3: Anualizirana 10-letna donosnost S&P 500 v obdobju 1927–2001



Vir: Damodaran, lastni izračuni

Večino tega paradoksa lahko razložimo z izhodiščnim vrednotenjem. Na začetku preteklega desetletja smo bili priča rekordnim vrednotenjem, ki so napovedovala nizke prihodnje donose. Danes je slika drugačna, pričakovani donosi delnic so blizu zgodovinskim povprečjem. V primerjavi z obveznicami pa so delnice danes najbolj privlačne v zadnjih petdesetih letih.

..., kot posledica visokih izhodiščnih vrednotenj.

Na prihodnjih straneh bomo prikazali, kaj nam trenutna vrednotenja govorijo o pričakovanih donosih izbranih trgov, v drugem delu pa si bomo poglobljeje ogledali vrednotenje ZDA.

Pričakovani donosi

Delnice so danes
pošteno
ovrednotene

Finančni trgi so danes, z vidika zgodovine, v dokaj neobičajnem položaju. Vendar v primerjavi s koncem 90. let 20. stol., ko so bile delnice izrazito precenjene, so danes obveznice tiste, pri katerih so zahtevane stopnje donosa zgodovinsko nizke, trenutne cene delnic pa odsevajo pričakovane donose, ki so blizu zgodovinskim povprečjem. Med glavnimi razlogi za izjemno nizke zahtevane stopnje donosa, posebno državnih obveznic, sta izrazita negotovost in pomanjkanje netveganih naložb. Premija za tveganje (Equity Risk Premium – ERP), ki kaže preseženi donos delnic nad netvegano naložbo, je v skladu z oz. nad zgodovinskim povprečjem. Sklepamo lahko, da so delnice danes pošteno ovrednotene, obveznice pa so precenjene.

Pregled zgodovinskih donosov za izbrane delniške trge

Tabela 3: Zgodovinski donosi za izbrane države v obdobju 1900 – 2011

država	nominalna donosnost delnic	nominalna donosnost obveznic	premija za tveganje
ZDA	9,3%	5,0%	4,3%
Velika Britanija	9,4%	5,5%	3,9%
Nemčija	8,1%	2,9%	5,2%
Francija	10,2%	7,1%	3,1%
Španija	9,4%	7,2%	2,2%
Japonska	10,8%	5,8%	5,0%

Vir: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012

Donosi delnic so v
preteklosti
močno presegli
donose obveznic

V zgornji tabeli imamo pregled zgodovinskih donosov za delnice in obveznice v obdobju 1900–2011 za izbrane razvite države. Vidimo, da so bile dolgoročno v vseh državah delnice uspešnejše od obveznic. Preseženi donos je znašal med 2,2 % (Španija) in 5,2 % (Nemčija). ZDA, ki veljajo za enega najbolj uspešnih trgov za delnice, so v povprečju presegle donosnost obveznic za 4,3 %.

Pričakovani donosi za izbrane delniške trge

Tradicionalen
dividendni model

Obstaja več načinov, kako lahko dobimo oceno pričakovanih donosov za delnice, vsi pa vsebujejo predpostavke za prihodnost. Uporabili bomo standardni pristop k ocenjevanju, ki predpostavlja, da je cena delnic enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend, pri čemer je diskontna stopnja enaka netvegani obrestni meri in premiji za tveganje (ERP). Če predpostavljamo, da so ključni parametri konstantni, lahko izrazimo sedanjo vrednost z naslednjo enačbo:

$$\frac{P}{E} = \frac{div * (1 + g)}{r + ERP - g}$$

kjer je:

P/E – razmerje cena/dobiček za preteklih 12 mesecev

div – delež izplačanih dividend v dobičku

r – netvegana obrestna mera

ERP – premija za tveganje

g – pričakovana rast dobičkov

Seveda parametri div , r in g niso konstantni v realnem svetu, tako da moramo uporabiti predpostavke, kakšne bodo te vrednosti povprečno v prihodnje, podatek P/E pa lahko dobimo s trga kapitala.

- **Delež izplačanih dividend v dobičku – div :** Uporabili smo mediano zadnjih petih let, ta je zelo blizu tudi deležu, ki so ga posamezni indeksi dosegli v preteklem letu. Naredili smo le dva popravka za prihodnost (Rusija, Filipini), saj je bil pri prvem delež nerealno nizek, pri drugem pa visok.
- **Netvegana obrestna mera – r :** za netvegano obrestno mero smo uporabili zahtevano donosnost desetletnih državnih obveznic v lokalni valuti (razviti trgi). Za razvijajoče se trge (BRIC, Frontier) smo uporabili zahtevano donosnost za državne obveznice, izdane v USD.
- **Rast dividend – g :** to je ključna predpostavka, ki najbolj pomembno vpliva na pričakovano donosnost. Obstaja več metod, kako bi lahko napovedali rast dobičkov in dividend (zgodovinsko povprečje, fundamentalni pristop: $ROE \cdot (1-div)$ ter makro pogled). Odločili smo se za makro pristop, ki temelji na tem, da bodo dobički rasli enako hitro, kot bo znašala gospodarska rast. Za razvite trge smo uporabili napovedi IMF (realna rast plus pričakovana inflacija). Tukaj bi lahko uporabili argument, da bo rast dobičkov nižja od rasti gospodarstva, saj so profitne marže in donosnost na kapital na zgodovinskih ravneh, na drugi strani pa podjetja niso omejena le na domače gospodarstva, ampak velik del dobičkov ustvarijo na tujih trgih (predvsem EM⁵), kar pomeni, da bi lahko napovedano rast dvignili. Zaradi teh nasprotujočih si argumentov smo se odločili pustiti napovedano rast dobičkov in dividend enako napovedani nominalni gospodarski rasti. Pri razvijajočih se trgih pa moramo poleg nominalne gospodarske rasti upoštevati apreciacijo/depreciacijo valut, ki v večini primerov pozitivno vpliva na pričakovano rast dobičkov. Kljub temu so naše napovedi konzervativne v primerjavi z IMF, predvsem z vidika, da se bo delež dobičkov v BDP v prihodnje zmanjševal v korist višjih dohodkov zaposlenih. Uporaba drugih dveh pristopov bi dala mnogo višje napovedi rasti dobičkov kot makro pristop.

V spodnji tabeli vidimo dobljene rezultate, ki potrjujejo tezo, da bodo prihodnji donosi višji na razvijajočih se trgih. Pričakovane donosnosti za razvite trge (ZDA 7,69 %, Nemčija 6,33 %, Francija 8,07 % ..) so pod zgodovinskimi povprečji, vendar so zaradi izrazito nizkih zahtevanih donosov netveganih naložb premije za tveganje nadpovprečno visoke (ZDA 6,1 %, Nemčija 4,87 %, Francija 5,57 %). Te so posledica velike negotovosti, ali bodo razvite države dosegle pričakovano rast, in pomanjkanja netveganih naložb. Na drugi strani pa vidimo višje pričakovane donosnosti za države v razvoju, ki so posledica višje rasti dobičkov in nizkih izhodiščnih vrednotenj.

Ključna predpostavka je pričakovana rast dividend

Pričakovana donosnost razvitih trgov pod zgodovinskim povprečjem...

... a zaradi nizkih zahtevanih donosov obveznic so premije za tveganje nadpovprečne

⁵ EM – 'Emerging Markets', torej razvijajoče se države

Tabela 4: Pričakovani donosi za izbrane delniške trge na dan 30. 6. 2012

na 30. 6. 2012	P/E	div	g	RF	E (TR)	ERP
Razviti trgi						
ZDA	13,8	32,6%	5,2%	1,59%	7,69%	6,10%
UK	10,9	48,2%	4,0%	1,69%	8,60%	6,91%
Nemčija	13,5	42,3%	3,1%	1,46%	6,33%	4,87%
Francija	10,6	45,6%	3,6%	2,50%	8,07%	5,57%
Španija	11,5	48,2%	3,3%	6,45%	7,64%	1,19%
Japonska	21,5	30,8%	1,2%	0,80%	2,65%	1,85%
BRIC						
Kitajska	9,2	31,5%	8,0%	3,29%	11,69%	8,40%
Indija	14,6	21,5%	10,0%	4,29%	11,62%	7,33%
Rusija	4,7	15,0%	6,0%	3,80%	9,40%	5,61%
Brazilija	10,5	38,4%	6,0%	3,13%	9,89%	6,76%
Frontier						
Indonezija	14,3	42,0%	9,0%	3,60%	12,21%	8,61%
Filipini	19,5	50,0%	7,0%	3,80%	9,75%	5,95%
Čile	19,0	42,6%	7,0%	3,13%	9,40%	6,26%
Razviti trgi (MSCI World Index)	14,2	39,0%	4,5%	1,6%	7,37%	5,78%
Razvijajoči se trgi (MSCI EM Index)	11,1	30,6%	8,0%	3,2%	10,99%	7,77%

Delniški trgi držav
v razvoju najbolj
atraktivni

Pričakovani donos razvitih držav, merjeno z indeksom MSCI World, je 7,37 % (ERP: 5,78 %), za države v razvoju (MSCI EM Index) pa lahko pričakujemo donose blizu 11 % (ERP: 7,77 %).

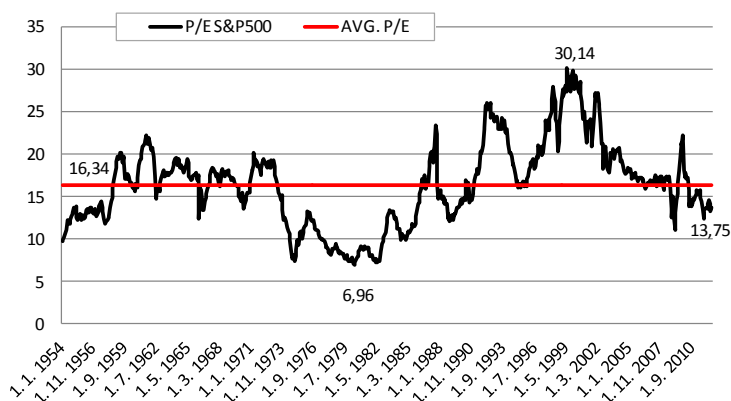
Trenutna vrednotenja – ZDA

V nadaljevanju bomo pregledali različna vrednotenja delniškega indeksa S&P 500.

Kazalnik cena/dobiček (P/E; Price-to-Earnings)

Zgodovinsko je 'cena/dobiček' (v nadaljevanju P/E) najbolj pogosto spremljan kazalnik vrednotenja. Večina vlagateljev ugotavlja ugodnost delnic prav z uporabo tega kazalnika. Ob koncu junija 2012 je kazalnik P/E, ki za dobičke uporablja dobiček, dosežen v preteklih 12 mesecih, znašal 13,75, kar je 16 % pod povprečjem iz leta 1954 – 16,34. Prav ta kazalnik komentatorji trga navajajo kot argument, zakaj so delnice danes nakupna priložnost.

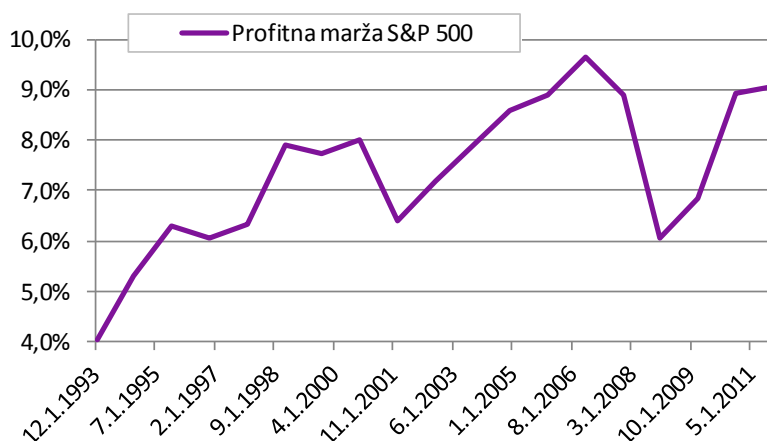
Slika 4: Gibanje kazalnika P/E za preteklih 12 mesecev za S&P 500 v obdobju 1954–30. 6. 2012



Kazalnik P/E pod zgodovinskim povprečjem...

Glavna kritika tega kazalnika je, da so trenutno profitne marže podjetij, ki so zajeta v indeks S&P 500, na zgodovinsko visokih ravneh. Na sliki 5 vidimo gibanje profitne marže v obdobju 1993–2011, kar potrjuje tezo, da so marže blizu najvišjim v zadnjih dvajsetih letih in da se bodo vrstile k dolgoročnemu povprečju. Na trenutno izredno visoke profitne marže vpliva več dejavnikov: nizke obrestne mere, nižja obdavčenost podjetij kot v preteklosti in nižja kompenzacija zaposlenih. Pričakovati je, da se bodo ti trendi v prihodnosti obrnili.

Slika 5: Gibanje profitne marže za S&P 500 v obdobju 1993–2011

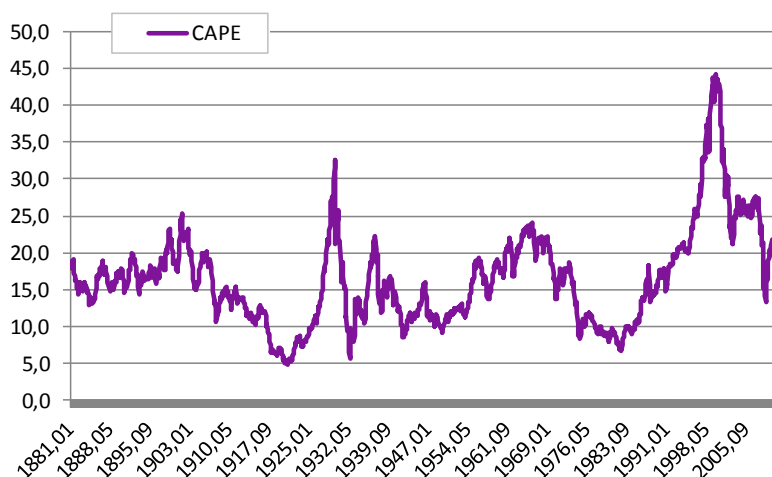


... a le zaradi rekordno visokih profitnih marž

Shiller P/E (Cyclical Adjusted Price Earnings – CAPE)

Pomanjkljivosti navadnega kazalnika P/E odpravljajo kazalniki, ki normalizirajo dobičke. Najbolj znan je Shillerjev P/E (CAPE), ki namesto dobička v zadnjih 12 mesecih uporabi 10-letni povprečni dobiček, prilagojen za inflacijo. Povprečje od leta 1881 do 30. 6. 2012 je znašalo 16,44. Trenutno S&P500 kotira pri CAPE 19,99, kar je 21,6 % nad zgodovinskim povprečjem.

Slika 6: Gibanje CAPE S&P 500 v obdobju 1881–30. 6. 2012



Ob upoštevanju normaliziranih dobičkov so ameriške delnice precenjene

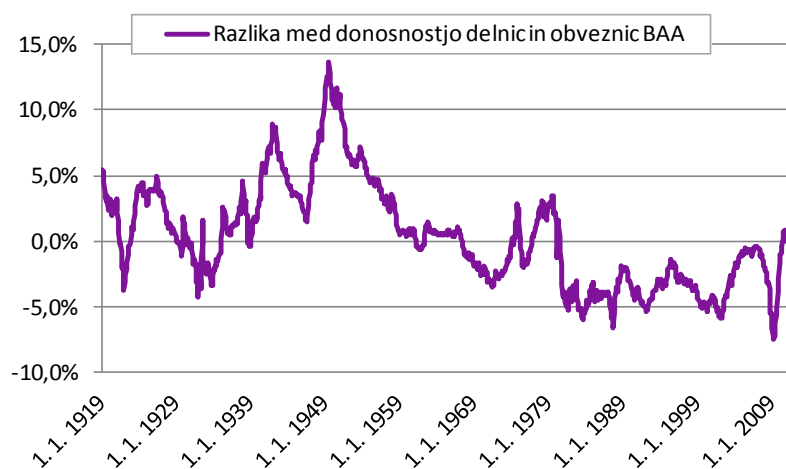
Vir: Shiller

Dobimo torej popolnoma drugačno sliko kot z uporabo navadnega P/E: pri slednjem naj bi bile ameriške delnice podcenjene za 16 %, prilagojeni P/E pa kaže na precenjenost v višini 21,6 %.

Delnice proti obveznicam

Delnice najbolj pogosto primerjamo z obveznicami, te veljajo za njihovo glavno alternativo. Največkrat primerjamo donosnost delnic (earnings yield – E/P) in donosnost 10-letnih podjetniških obveznic z bonitetno oceno BAA. Kot vidimo v spodnjem grafu, so danes delnice najbolj zanimive v primerjavi s podjetniškimi obveznicami po letu 1979, tik preden se je začel veliki vzpon delnic. Pred 1970 nazadnje najdemo takšen razmik v 1950-ih letih.

Slika 7: Primerjava donosnosti delnic (earnings yield) S&P 500 in podjetniških obveznic

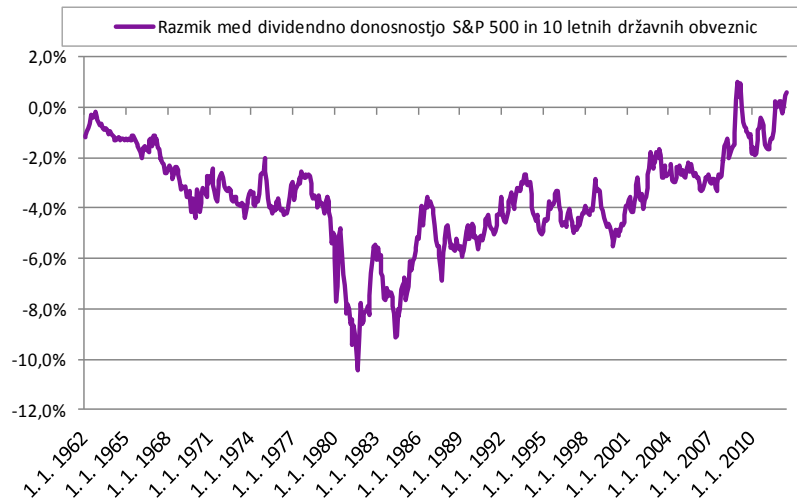


Delnice najcenejše v primerjavi s podjetniškimi obveznicami po letu 1979

Druga možnost je primerjava dividendne donosnosti delnic z donosnostjo 10-letnih državnih obveznic. Tukaj pa se moramo vrniti vse do leta 1956, ko je bila dividendna donosnost delnic nazadnje višja od donosnosti državnih obveznic.

V primerjavi z državnimi obveznicami delnice niso bile tako ovrednotene vse od leta 1956

Slika 8: Primerjava dividende donosnosti S&P 500 in 10-letnih državnih obveznic



AVTORJA



Uroš Vek,
upravljavec naložb
tel. 02 229 1999
uros.vek@infond.si



Aleš Šoba, CFA
upravljavec-analitik
tel. 02/229 1686
ales.soba@infond.si



KBM Infond, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM
Vita Kraigherja 5
2000 Maribor

Telefon: 02/229 2080
Telefaks: 02/229 2796
Brezplačna tel. št. 080 22 42
www.infond.si
info@infond.si