

Infond
vzajemni skladi



Naložbeni**mozaik**

September 2015

Naložbenimozaik

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Uroš Vek,
upravljavec premoženja,
02/229 1999, uros.vek@infond.si

ČLANA:

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

mag. Jure Dubravica,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 2782, jure.dubravica@infond.si

AVTORJA ČLANKOV

Uroš Vek,
upravljavec premoženja
02/229 1999, uros.vek@infond.si

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

VSEBINA

3 Povzetek

4 Kitajska na poti k „NEW NORMAL“ (Uroš Vek)

4 - Kitajski gospodarski vzpon: Zgodovina in rast

7 - Prvi koraki k spremembi gospodarskega modela

13 - Pogledi naprej in delniški trgi

17 - Viri

18 Ali nas mora biti strah zaradi visokih vrednotenj? (Aleš Šoba, CFA)

18 - Definicija Shillerjevega P/E (CAPE)

19 - Ali še lahko zaupamo CAPE?

25 - Ali so danes upravičena višja vrednotenja?

26 - Napovedna moč CAPE

27 - Kakšne donose lahko pričakujemo v prihodnje

29 - Sklep

30 - Viri

Povzetek

Kitajska je v zadnjih treh desetletjih imela izjemno rast in je postala ena izmed najuspešnejših gospodarskih zgodb sodobne zgodovine. V zadnjih letih pa raste po nižji stopnji in postavlja se vprašanje, ali je upad gospodarske rasti zgolj ciklične narave ali gre za upad potencialne gospodarske rasti. Številne študije in dokazi kažejo, da ne gre za ciklično upadanje rasti, ampak za upad potencialne gospodarske rasti. Kitajske oblasti so to spoznale in naredile prve korake k spremembi ekonomskega modela v smeri potrošnje. Prihodnje naloge Kitajske so usmerjene predvsem na področje liberalizacije finančnega trga, medtem ko je velik dolgoročni izziv negativen demografski trend. Kratkoročna tveganja so najbolj očitna v večji volatilnosti delniških trgov. Po drugi strani pa so nekateri negativni scenariji trenutno že všteti v cene delnic, saj so vrednotenja razmeroma nizka.

Ameriške delnice so trenutno v sedmem letu rasti in osrednje vprašanje vlagateljev je, ali so precenjene oziroma ali smo se znašli celo v novem delniškem balonu. Pesimisti glavni argument za delniški balon vidijo v kazalniku, ki ga je razvil Nobelov nagrajenec za ekonomijo iz leta 2013, profesor Robert Shiller. Gre za CAPE (Cyclically-Adjusted Price-to-Earnings Ratio), katerega vrednost je na začetku avgusta letos znašala 26,45. CAPE je bil višji le v znamenitih letih 1929, 2000 in 2007, kar za mnoge pomeni, da se bližamo novim velikim upadom delniških trgov. Povprečje od leta 1871 znaša 16,6, in to za mnoge opazovalce še danes pomeni vrednost, kjer so ameriške delnice pošteno ovrednotene. Moje mnenje je, da je tak pogled preveč preprost in premalo skeptičen. Posebej bode v oči dejstvo, da če bi želel vlagatelj

investirati v ameriške delnice le pod pogojem, da so vrednotenja pod dolgoletnim povprečjem, bi od leta 1990 to lahko naredil le v obdobju devetih mesecev največje finančne in gospodarske krize po letu 1929 (oktober 2008 do junij 2009). Ta kazalnik je bil v zadnjih 25 letih neuporaben kot orodje, kdaj se odločiti za investicijo v delnice. V nadaljevanju bom poskušal prikazati, da kazalnik trenutno ne napoveduje apokalipse, temveč le zmernejša pričakovanja glede prihodnjih pričakovanih donosov ameriških delnic.



Uroš Vek

Kitajska na poti k „NEW NORMAL“

Kitajska je v zadnjih treh desetletjih imela izjemno rast in je postala ena izmed najuspešnejših gospodarskih zgodb sodobne zgodovine. V zadnjih letih pa raste po nižji stopnji in postavlja se vprašanje, ali je upad gospodarske rasti zgolj ciklične narave ali gre za upad potencialne gospodarske rasti. Številne študije in dokazi kažejo, da ne gre za ciklično upadanje rasti, ampak za upad potencialne gospodarske rasti. Kitajske oblasti so to spoznale in naredile prve korake k

spremembi ekonomskega modela v smeri potrošnje. Prihodnje naloge Kitajske so usmerjene predvsem na področje liberalizacije finančnega trga, medtem ko je velik dolgoročni izziv negativen demografski trend. Kratkoročna tveganja so najbolj očitna v večji volatilnosti delniških trgov. Po drugi strani pa so nekateri negativni scenariji trenutno že všteti v cene delnic, saj so vrednotenja razmeroma nizka.

Kitajski gospodarski vzpon: Zgodovina in rast

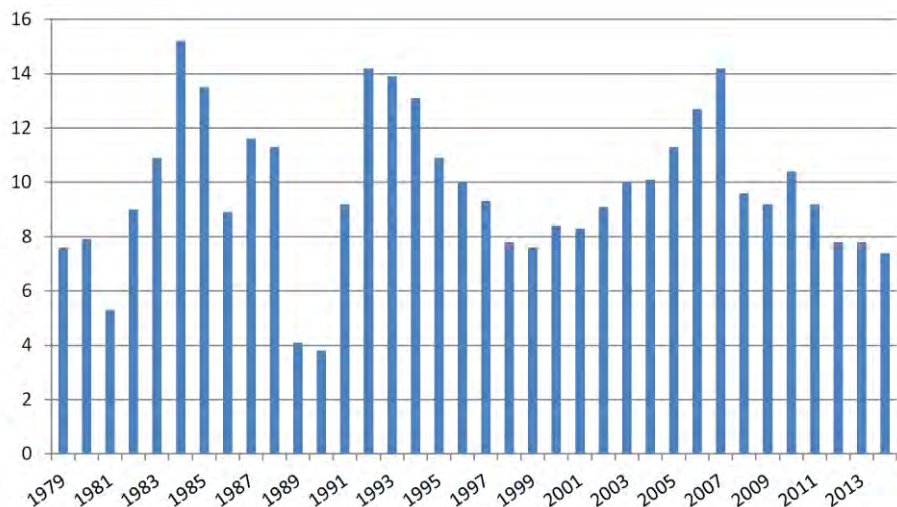
Kitajska je bila leta 1978 ena izmed najrevnejših držav na svetu

Preden podrobneje predstavimo trenutno gospodarsko stanje na Kitajskem, izzive, reforme in napovedi za prihodnost, bomo v ospredje postavili glavne gospodarske dosežke in strnjeno predstavili razloge, ki so Kitajsko pripeljali na gospodarski Olimp.

Kitajska je bila leta 1978 ena izmed najrevnejših držav na svetu. Gospodarski dosežki zadnjih treh desetletij pa so po mnenju ekonomske javnosti omogočili, da

je postala ena izmed najuspešnejših gospodarskih zgodb modernega časa. Oče gospodarskih reform Deng Xiaoping je na 11. zasedanju centralnega komiteja komunistične partije predstavil predloge gospodarskih reform, ki so bile nato tudi sprejete in so se začele izvajati leta 1979. Od začetka gospodarskih reform leta 1979 do leta 2014 je realni bruto domači proizvod Kitajske rasel s povprečno letno stopnjo blizu 10 %.

Slika 1: Realna rast kitajskega bruto domačega proizvoda (v %): 1979–2014

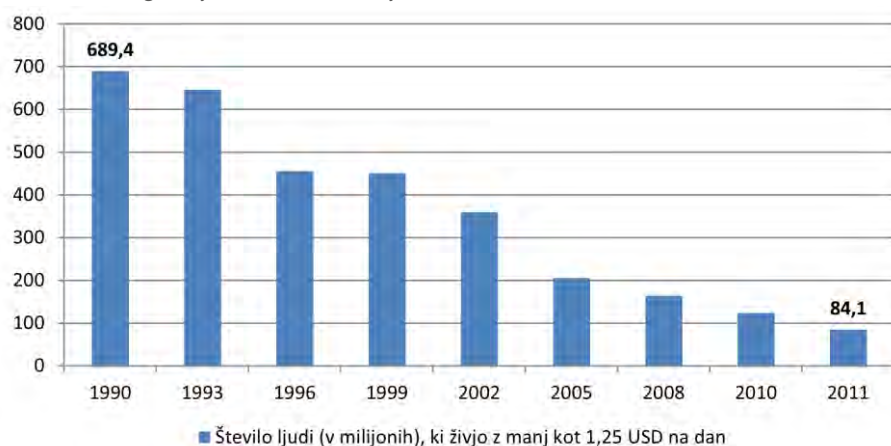


Vir: Morrison 2015.

Na podlagi ocen Svetovne banke¹ je Kitajski v obdobju gospodarskega razcveta uspelo iz skrajne revščine povzdigniti več kot 500 milijonov prebivalcev. V mednarodni primerjavi je postala ena izmed najpomembnejših gospodarskih velesil. Ameriški trgovinski podatki kažejo, da se je

blagovna menjava med državama s 7,7 milijarde dolarjev v letu 1985 povzpela na 592 milijard dolarjev v letu 2014 (USCB 2015). Kitajska je tako postala druga najpomembnejša trgovinska partnerica ZDA.

Slika 2: Trend gibanja revščine na Kitajskem



Vir: Svetovna banka 2015b.

Na podlagi ocen Svetovne banke¹ je Kitajski v obdobju gospodarskega razcveta uspelo iz skrajne revščine povzdigniti več kot 500 milijonov prebivalcev

Razlogi gospodarskega razcveta

Zhiwu Chen (CFA Institute 2011), profesor na Yale School of Management in strokovnjak za kitajsko gospodarstvo, meni, da najbolj razširjena razlaga, to je »poceni delovna sila«, kot razlog za kitajski gospodarski čudež ni najbolj primerna. Če bi to splošno prepričanje držalo, bi Kitajska ta potencial izkoristila že prej v zgodovini in tudi že prej dosegala veliko gospodarsko rast. Po njegovem mnenju je razvoj v zadnjih desetletjih veliko bolj povezan s spremembami v mednarodnem okolju, ki so pripeljale do tega, da je Kitajska lahko uresničila potencial velikega obsega poceni delovne sile. Pri tem poudarja predvsem nižje transakcijske stroške in drugačen svetovni red mednarodne trgovine.

Morrison (2015) navaja, da sta dva glavna dejavnika, ki sta pripomogla k veliki gospodarski rasti v zadnjih 30 letih, ogromne kapitalске naložbe in hitra rast produktivnosti. Ta dva dejavnika sta v preteklosti šla z roko v roki. Reforme so

izboljšale gospodarsko učinkovitost, kar je povečalo bruto domači proizvod in tudi vire za dodatno investiranje.

Zgodovinsko gledano je Kitajska vedno imela zelo visoko stopnjo varčevanja² in jo je bila sposobna celo še dvigniti. V začetku 80. let prejšnjega stoletja je stopnja varčevanja znašala 35 % bruto domačega proizvoda. Varčevanje je skoraj v celoti temeljilo na dobičkih velikih domačih podjetij, ki so sredstva uporabljala za nadaljnje investiranje. Izvajanje gospodarskih reform je prineslo tudi rast varčevanja gospodinjstev in podjetniškega sektorja. Ta potencial je Kitajski omogočil, da financira domače investicije in hkrati postane pomemben globalni neto upnik. Stopnja varčevanja na Kitajskem je tako ena izmed najvišjih v primerjavi z drugimi velikimi gospodarstvi. Za primerjavo lahko povemo, da se je v istem obdobju stopnja varčevanja v ZDA zmanjšala z 22 % na 18 % bruto domačega proizvoda.

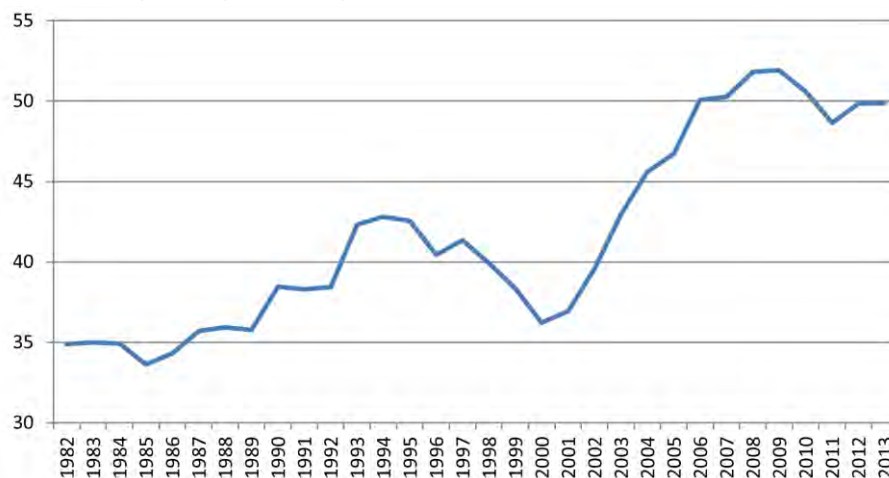
Stopnja varčevanja na Kitajskem je tako ena izmed najvišjih v primerjavi z drugimi velikimi gospodarstvi

¹ Svetovna banka stanje skrajne revščine opredeljuje kot preživljanje z manj kot 1,25 USD na dan na podlagi paritete kupne moči (Svetovna banka 2015a).

² Definicijo stopnje varčevanja Svetovna banka opredeljuje kot bruto domači proizvod, zmanjšan za celotno potrošnjo, plus neto transferji.

Realokacija delovne sile iz kmetijskega v proizvodni sektor je precej tudi rezultat decentralizacije kitajskega gospodarskega modela, ki se je postopno vzpostavljala v času izvajanja reform

Slika 3: Gibanje stopnje varčevanje (v % BDP)



Vir: Svetovna banka 2015c.

Drug pomemben dejavnik hitre gospodarske rasti je bil dvig produktivnosti, ki je bil posledica realokacije virov v produktivnejše dejavnosti in sektorje. Agrarna reforma z začetka 80. let prejšnjega stoletja je udeležila dekollektivizacijo oziroma vrnitev obdelovalne zemlje zasebnim lastnikom z namenom vzpostavitve sistema gospodinjne odgovornosti. Kmetje so zemljo lahko obdržali v zameno za določeno plačilo. Ti ukrepi so odločilno pripomogli k večji učinkovitosti kmetijskega sektorja. Poleg tega se je sprostila delovna sila, ki je zaposlitev iskala v bolj produktivnih sektorjih proizvodne industrije. Realokacija delovne sile iz kmetijskega v proizvodni sektor je precej tudi rezultat decentralizacije kitajskega gospodarskega modela, ki se je postopno vzpostavljala v času izvajanja reform. Decentralizacija države (Xu 2006) je pripeljala do oblikovanja regij in regijskih vlad oziroma oblasti, ki so pomemben dejavnik v gospodarstvu. Pod nadzorom centralnih oblasti so te odgovorne, da sprožijo, izvajajo, preusmerjajo in zavračajo reforme, politiko in zakone. Regionalne oblasti imajo odgovornost in pravico odločanja o veliki

količini finančnih sredstev, surovin, energije, zemljišč in podjetij. Struktura regionalne decentralizacije je tlakovala pot za razvoj nedržavnih podjetij, ki so bila ključna za gospodarski uspeh države. Ta podjetja so bila tržno in izvozno usmerjena ter posledično učinkovitejša od državnih. Skratka, vse večji del gospodarstva se je preusmeril v segmente, ki so bili izpostavljeni zakonitostim trga in konkurence.

Zhu (2012) je analiziral rast factorske produktivnosti v obdobju od leta 1978 do leta 2007 in ugotovil, da je ta v povprečju rasla po stopnji 3,61 % na letni ravni. Reforma kmetijskega sektorja je v povprečju prispevala 1,5 odstotne točke rasti na letni ravni, medtem ko je največji delež k rasti factorske produktivnosti prispeval nedržavni sektor, in sicer 2,27 odstotne točke na letni ravni. Državni sektor v opazovanem obdobju ni izkazoval prispevka k rasti factorske produktivnosti.

Zhu (2012) je analiziral rast factorske produktivnosti v obdobju od leta 1978 do leta 2007 in ugotovil, da je ta v povprečju rasla po stopnji 3,61 % na letni ravni

Prvi koraki k spremembi gospodarskega modela

Kitajsko gospodarstvo zadnja leta raste po nižji stopnji kot prej. Magična meja 10 % je bila nazadnje presežena leta 2010. Od takrat naprej je bila rast vsako leto manjša in se je leta 2014 ustavila pri 7,4 %. Medletni podatki in napovedi za leto 2015 kažejo na gospodarsko rast pod 7 %, kar je bilo nazadnje zabeleženo leta 1990.

Ekonomski in zainteresirani javnost upravičeno postavlja vprašanje, ali je upadanje gospodarske rasti zgolj ciklične narave ali gre za upadanje potencialne gospodarske rasti. Odgovor na to vprašanje je pomemben, ker se »recept« za ustavitev upadanja rasti v teh primerih razlikuje. Če gre za upadanje rasti kot posledico gospodarskega cikla, mora ekonomska politika poskrbeti predvsem za stabilizacijo agregatnega povpraševanja. Povsem drugačni ukrepi pa morajo biti uvedeni, če gre za upadanje potencialne rasti zaradi dejavnikov na strani ponudbe. V tem primeru je treba izvesti strukturne reforme s ciljem preusmeritve virov v produktivnejše sektorje gospodarstva. Če je diagnoza napačno postavljena, bo napačno tudi zdravljenje problemov. Če se gospodarska rast spodbuja z ukrepi za povečanje agregatnega povpraševanja, medtem ko je vzrok upadanja rasti strukturne narave, lahko to pripelje do rasti vrednosti premoženja in inflacije.

Analitiki in raziskovalci kitajskega gospodarstva se strinjajo, da je obdobje velike gospodarske rasti pri koncu, obstaja pa polemika o tem, kakšna bo prihodnja rast oziroma kaj bo »new normal«. Izsledki študije avtorjev Eichengreen, Park in Shin

(2011) kažejo, da gospodarstva prej ko slej čaka »streznitev«. Predhodni veliki rasti sledi močan upad, in sicer povprečno za vsaj dve odstotni točki v sedemletnem obdobju. Pritchett in Summers (2014) sta ugotovila, da obstaja močna empirična povezava med hitrostjo rasti in verjetnostjo upada gospodarske rasti.

Akademski javnost si ni edina, ali je Kitajska že dosegla točko upadanja potencialne rasti. Optimistični avtorji navajajo, da je Kitajska trenutno v prehodni oziroma ciklični fazi. To naj bi bila posledica zunanjega gospodarskega okolja, predvsem manjšega uvoznega povpraševanja razvitih držav (Lin 2011). Pesimistični avtorji, kot na primer Krugman (2013), pa napovedujejo kolaps kitajskega gospodarskega modela in posledično daljše obdobje skromne rasti. Teza temelji na ideji, da rast držav v razvoju poganjajo investicije in realokacija virov iz neproduktivnih sektorjev v produktivnejše, kar vodi, če ni ob tem strukturnih reform, v zniževanje donosov na kapital. Zadnje študije (Yang in Fang 2014; Lam, Liu, Schipke 2015; Maliszewski in Zhang 2015; Fang in Roberts 2015) kot glavni vzrok za upadanje gospodarske rasti večinoma omenjajo strukturne dejavnike in ugotovljajo, da upada tako dejanska kot potencialna gospodarska rast. Po letu 2012 je proizvodni sektor kitajskega gospodarstva začel izgubljati konkurenčno prednost in začeli so se akumulirati upadajoči donosi na kapital. Yang in Fang (2014) sta ocenila, da je potencialna rast v obdobju od leta 2011 do leta 2013 upadla za odstotno točko.

Ekonomski in zainteresirani javnost upravičeno postavlja vprašanje, ali je upadanje gospodarske rasti zgolj ciklične narave ali gre za upadanje potencialne gospodarske rasti

Če je diagnoza napačno postavljena, bo napačno tudi zdravljenje problemov

Preusmeritev gospodarstva v potrošnjo

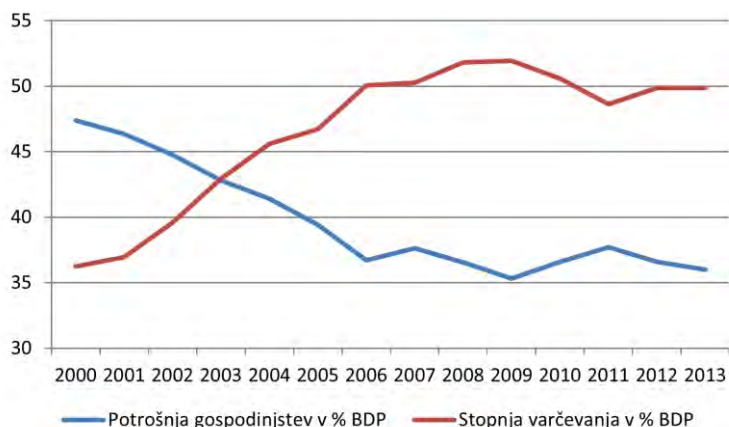
Kitajski razvojni model je gospodarstvo pripeljal do internih in eksternih makro-ekonomskih neravnovesij, ki v takem obsegu v zgodovini še niso obstajala.

Interno neravnovesje se kaže v velikem prepadu med stopnjo varčevanja in potrošnjo gospodinjstev. Od leta 2000 je stopnja varčevanja v bruto domačem

proizvodu zrasla z okrog 35 na več kot 50 %. Na drugi strani je v tem obdobju potrošnja gospodinjstev upadla s 47 na dobrih 35 % bruto domačega proizvoda. S

tako nizko stopnjo potrošnje je gospodarski model v celoti temeljil na izvozu in investicijah.

Slika 4: Primerjava gibanja stopnje varčevanja in potrošnje gospodinjstev



Skratka, kitajsko gospodarstvo je v zunanem delu preveč odvisno od investicij in izvoza, ki je pogojen z gibanjem svetovnega gospodarstva

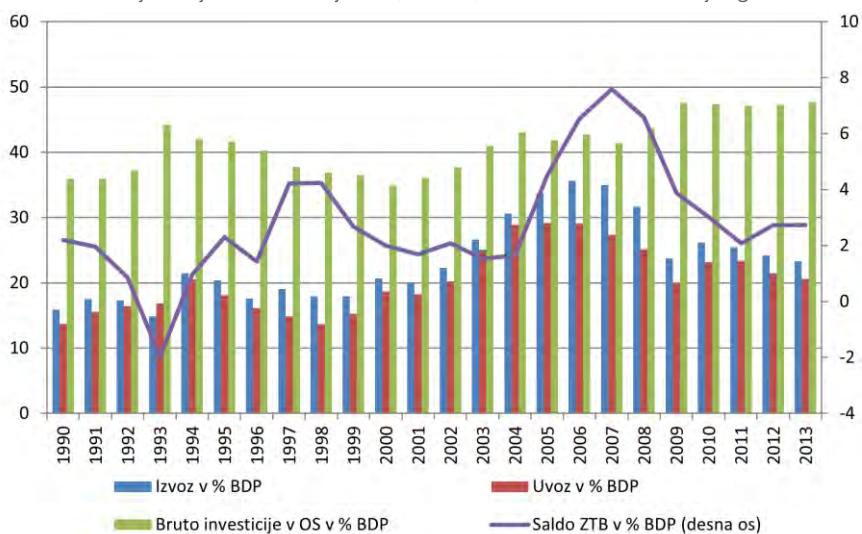
Vir: Svetovna banka 2015c.

Investicije v osnovna sredstva pomenijo okrog 47 % bruto domačega proizvoda in so od leta 2000 zrasle za 12,7 odstotne točke. Delež izvoza v bruto domačem proizvodu je v istem obdobju zrasel za 2,6 odstotne točke. Skratka, kitajsko gospodarstvo je v zunanem delu preveč odvisno od investicij in izvoza, ki je pogojen z gibanjem svetovnega gospodarstva. Navznoter pa država premalo stori za stimulacijo potrošnje in razvoja preostalih stebrov gospodarske rasti. Strokovnjakinja

s področja politične ekonomije na inštitutu CIGI³ Hongying Wang (2014) je poudarila, da je treba uvesti širše ukrepe za odpravo neravnovesij. Preprosta liberalizacija menjalnega tečaja ne bi odpravila dvojnega neravnovesja med izvozom in uvozom na eni strani ter investicijami in potrošnjo na drugi. Mednarodni denarni sklad (MDS) je v preteklih letih svojo pozornost prav tako preusmeril z menjalnega tečaja v dvig domače potrošnje (IMF 2012 in IMF 2013).

Navznoter pa država premalo stori za stimulacijo potrošnje in razvoja preostalih stebrov gospodarske rasti

Slika 5: Gibanje kitajskih investicij v OS, izvoza, uvoza in salda zunanjetrgovinske bilance



Vir: Svetovna banka 2015c.

Počasni koraki za spodbujanje domače potrošnje

Svetovna finančna kriza je kitajske voditelje »streznila« in v ospredje postavila negotovost mednarodnih trgov. Spoznali so potrebo po razširitvi domačega trga, predvsem s povečanjem domačih investicij v razvojno zaostala območja na zahodu države. Od nastopa predsednika Kitajske Hu Jintaa in predsednika vlade Wen Jiabaa leta 2004 se je začel proces poudarjanja pomembnosti domače potrošnje. Retorika na tem področju se je še okrepila z nastopom novega predsednika Xi Jinpinga in novega predsednika vlade Li Keqiang.

Prvi ukrepi za spodbujanje potrošnje so bili uvedeni že leta 2006, ko je vlada odpravila davke za kmete in dvignila pokojnine za zaposlene v podjetjih za 10 %. V obdobju petletke 2005–2010 so regionalne oblasti trikrat dvignile minimalno plačo, in sicer vsakič v povprečju za 13 %. V letu 2005 so spremenili obdavčitev dohodkov zaposlenih. Takrat so dvignili prag obdavčitve dohodkov z 800 na 1.600 juanov mesečnega zaslužka, nato v letu 2007 na 2.000 juanov in v letu 2011 na 3.000 juanov (China Daily, 2007). Konec leta 2012 je bilo na 18. kongresu komunistične partije napovedano, da se bodo dohodki zaposlenih tako na urbanih kot ruralnih območjih do leta 2020 podvojili. Zadnji petletni program, to je za obdobje 2011–2015, je predvideval spodbujanje storitvenega sektorja s ciljem, da ta sektor zraste za štiri odstotne točke na 47 % bruto domačega proizvoda do konca petletke.

Zadnja leta je kitajska vlada širila socialne pravice, dober primer je novi zakon o socialnem varstvu, ki je začel veljati leta 2011. Prav tako so razširili krog ljudi, ki imajo dostop do ugodnega zdravstvenega zavarovanja, in sicer na prebivalce z ruralnih območij. Pokojninska shema je vključila segmente poklicev in ruralno prebivalstvo, ki prej niso imeli dostopa do pokojninskega varčevanja. Izpeljani so bili nekateri ukrepi za lažji dostop do

nepremičnin, predvsem za gospodinjstva z nizkimi dohodki. Namen teh ukrepov je bil povečati pravice na področju socialnega, pokojninskega in zdravstvenega zavarovanja ter tako okrepiti občutek varnosti med ljudmi in posledično pospešiti potrošnjo. Zadnji rezultati kažejo, da ti ukrepi niso pripomogli k zmanjšanju notranjih neravnovesij. Ravno nasprotno, notranja neravnovesja so se celo poglobila. Na drugi strani zunanja makroekonomska neravnovesja nekoliko popuščajo, saj se je presežek trgovinskega dela plačilne bilance z 8 % leta 2007 v zadnji letih zmanjšal na okrog 2,7 %.

Kot meni Wang (2014), prestrukturiranje kitajskega gospodarstva v smeri večjega poudarka na potrošnji zahteva institucionalne reforme, vključno z liberalizacijo finančnega sistema in povečanim vplivom javnosti na delovanje javnih financ. Te reforme bi vsekakor povzročile upor v zdajšnji vladni strukturi, ker bi se s tem zmanjšal vpliv države in posameznih interesnih skupin na delovanje gospodarstva. Wang tako ugotavlja, da je brez političnih sprememb težko pričakovati učinkovito prestrukturiranje kitajskega gospodarstva iz izvozno v potrošno usmerjenega.

Od nastopa predsednika Kitajske Hu Jintaa in predsednika vlade Wen Jiabaa leta 2004 se je začel proces poudarjanja pomembnosti domače potrošnje

Na drugi strani zunanja makroekonomska neravnovesja nekoliko popuščajo, saj se je presežek trgovinskega dela plačilne bilance z 8 % leta 2007 v zadnji letih zmanjšal na okrog 2,7 %

Internacionalizacija valute

Projekt internacionalizacije kitajske valute se je začel z odpravo vezave domače valute na ameriški dolar leta 2005. Kitajska je odobrila program za denarno poravnavo v juanih s tujimi trgovinskimi partnerji od leta 2009 naprej. Vzpostavila je pravni okvir za uporabo juana pri poravnavi transakciji za tekoči račun plačilne bilance. Vse večji dostop trgovinskih partnerjev do kitajske

valute je povzročil povečanje uporabe juana v mednarodni trgovini. Aizeman (2015) navaja, da zadnji podatki kažejo, da se je uporaba valute razširila na tretjino zunanje trgovine. Konec leta 2014 je delež poravnave v juanih v plačilnem sistemu SWIFT znašal 2,1 %, medtem ko je bil delež v ameriških dolarjih 44 %.

Kljub napredku pri uporabi juana v mednarodni trgovini kitajska valuta še vedno, globalno gledano, nima pomembne mednarodne vloge, saj je bil obseg transakcij z juanom na mednarodnem deviznem trgu leta 2013 zgolj 2,2 %

Tabela 1: Kratek pregled ukrepov liberalizacije juana v zadnjih 20 letih

Ukrepi	
Januar 1994	Objava uradnih tržnih tečajev
Julij 2005	Odprava valutnega režima vezave domače valute na dolar
Maj 2007	PBOC ⁴ dovoli širši trgovalni pas dnevnega nihanja tečaja juana +/- 0,5 % (prej 0,3 %)
April 2012	PBOC razširi trgovalni pas na +/- 1 %
November 2013	PBOC predstavi pogled na liberalizacijo juana in večjo vlogo tržnih dejavnikov pri določanju tečaja
Februar 2014	PBOC napove ponovno širitev trgovalnega pasu
Marec 2014	PBOC razširi trgovalni pas na +/- 2 %
Avgust 2015	PBOC posreduje na trgu FX s spremembo srednje vrednosti in uvedbo močnejših tržnih dejavnikov pri določanju srednje vrednosti

Vir: Tyler 2015.

Kljub napredku pri uporabi juana v mednarodni trgovini kitajska valuta še vedno, globalno gledano, nima pomembne mednarodne vloge, saj je bil obseg transakcij z juanom na mednarodnem deviznem trgu leta 2013 zgolj 2,2 %. Veliko več informacij daje trend rasti obsega transakcij z juanom, kot izhaja iz podatkov Banke za mednarodne poravnave (BIS). S kitajsko valuto leta 2004 praktično ni bilo še

nobenih transakcij na mednarodnem deviznem trgu in je zasedala 29. mesto med vsemi valutami glede na obseg transakcij na mednarodnem deviznem trgu. V letih do 2013 je obseg transakcij z juanom poskočil tako močno, da je valuta vstopila v skupino desetih najbolj pogosto uporabljenih valut ter pristala na devetem mestu po obsegu transakcij na deviznem trgu.

Tabela 2: Valutna struktura prometa na mednarodnem deviznem trgu (v %)

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
USD	86,8	89,9	88	85,6	84,9	87
EUR	–	37,9	37,4	37	39,1	33,4
JPY	21,7	23,5	20,8	17,2	19	23
GBP	11	13	16,5	14,9	12,9	11,8
AUD	3	4,3	6	6,6	7,6	8,6
CHF	7,1	6	6	6,8	6,3	5,2
CAD	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6
MXN	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3	2,5
CNY	0	0	0,1	0,5	0,9	2,2
NZD	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6	2

Vir: Banka za mednarodne poravnave 2015.

⁴ People's Bank of China – centralna banka Kitajske.

Kitajska je prav tako zmanjšala kapitalne kontrole za portfeljske naložbe, predvsem s programom »Shanghai-Hong Kong Stock Connect«. Prek tega investicijskega kanala lahko vlagatelji z delnicami na obeh borzah trgujejo prek svojih lokalnih borznih posrednikov, Kitajci lahko kupujejo delnice na borzi v Hongkongu, mednarodni vlagatelji pa delnice v Šanghaju.

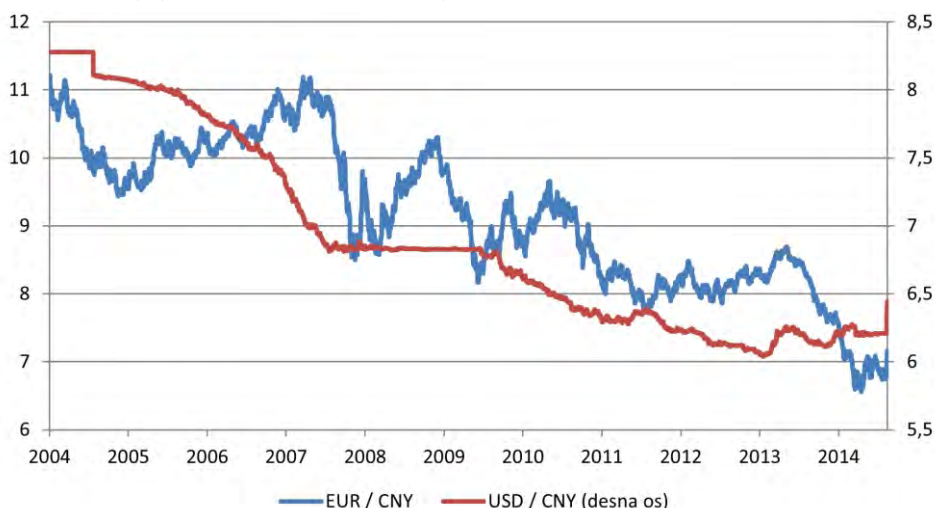
V duhu internacionalizacije valute je kitajska centralna banka v zadnjih letih omejila intervencije na deviznem trgu, vendar je položaj pozorno spremljala in dovoljevala postopno apreciacijo valute nasproti največjim trgovskim partnerjem. Kot

izhaja iz spodnjega grafa, je juan v primerjavi z dolarjem appreciral za več kot 20 %, v primerjavi z evrom pa za več kot 30 %.

Zadnje posredovanje centralne banke se je zgodilo 11. avgusta letos s spremembo valutnega režima. Pri določanju srednje vrednosti je vpeljala tržne dejavnike in posledično je srednji tečaj dolar/juan devalviral za 1,85 % v primerjavi s prejšnjim dnevom. Centralna banka namreč vsak dan določi srednji tečaj (daily fixing), medtem ko se na deviznem trgu ta lahko giba v pasu +/- 2 %.

V duhu internacionalizacije valute je kitajska centralna banka v zadnjih letih omejila intervencije na deviznem trgu, vendar je položaj pozorno spremljala in dovoljevala postopno apreciacijo valute nasproti največjim trgovskim partnerjem

Slika 6: Gibanje juana nasproti evru in dolarju



Vir: Bloomberg 2015.

Ta ukrep odpira vrsto vprašanj o prihodnosti. Na prvem mestu je vprašanje, ali internacionalizacija valute še ostaja v ospredju ali se je strategija spremenila. Po mnenju Aizenmana (2015) so ekonomske koristi z internacionalizacijo valute prece-njene in se gibljejo do maksimalno enega odstotka bruto domačega proizvoda. Kot pozitiven vpliv je v ospredje postavil lažji dostop do kapitalnih trgov in posledično cenejše zadolževanje. Na drugi strani obstajajo večja tveganja prelivanj (spillover effect) finančnih kriz v domači ekonomski sistem.

Projekt internacionalizacije juana je v zadnjih letih napredoval, vendar je pred Kitajsko še dolga pot do uresničitve cilja uveljavitve juana v mednarodnem finančnem svetu. V prihodnjih letih bi morale slediti odprtje domačega kapitalnega trga, vendar to za seboj potegne večji vpliv tujega kapitala in zahteve investitorjev po večji transparentnosti, učinkovitejšem korporativnem upravljanju, kredibilnosti vlade. Vprašanje je, ali bi te zahteve v Pekingu naletele na odprta ušesa.

Zadnje posredovanje centralne banke se je zgodilo 11. avgusta letos s spremembo valutnega režima

Demografski trendi

Znan je rek, da demografija določa usodo

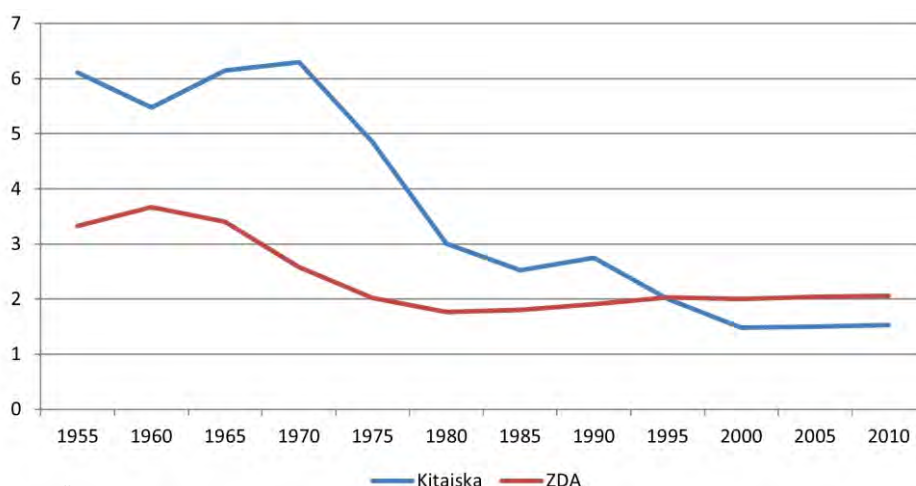
Dejavnik, ki bo v prihodnje pomembno vplival na kitajsko gospodarsko rast, je delovna sila. Znan je rek, da demografija določa usodo. Kitajska je trenutno v prelomnem obdobju in nekateri demografske trende (Economist 2012) označujejo za kitajsko Ahilovo peto prihodnjega razvoja in rasti. Nizka stopnja rodnosti in hitra rast deleža prebivalcev, starejših od 65 let, bosta v prihodnjih desetletjih pomembno določali strukturo prebivalcev na Kitajskem in s tem vplivali na ponudbo delovne sile, ki je glavni proizvodni dejavnik.

Kitajska je leta 1978 predstavila in leta 1980 sprejela politiko enega otroka, s katero je

znižala dejansko stopnjo rodnosti⁵ s 3,01 na 1,53 otroka na žensko v letu 2010. Na drugi strani Pacifika, v ZDA, je bila istega leta stopnja rodnosti okrog 2,06. Na podlagi študije Združenih narodov (2006) je raven, ki zagotavlja ohranjanje števila prebivalstva, okrog 2,1. Napovedi glede rodnosti za Kitajsko so, da se bo stopnja rodnosti v prihodnjih desetletjih zadržala na nizkih ravneh in ne bo dosegla stopnje ohranjanja števila prebivalstva. Večjih sprememb ni pričakovati niti ob odpravi politike enega otroka, saj je ta postala družbeni trend. V mestu Šanghaj, ki je kitajski finančni center, so na primer leta 2010 objavili podatek, da je stopnja rodnosti zgolj 0,6.

Slika 7: Gibanje stopnje rodnosti na Kitajskem

Kitajska je leta 1978 predstavila in leta 1980 sprejela politiko enega otroka, s katero je znižala dejansko stopnjo rodnosti⁵ s 3,01 na 1,53 otroka na žensko v letu 2010



Vir: Združeni narodi 2015.

Razlika v stopnji rodnosti na Kitajskem (1,53) in v ZDA (2,06) se sprva ne zdi velika, vendar v daljšem obdobju pomembno določa družbeno in populacijsko strukturo. Ob predpostavki počasnega dviga stopnje rodnosti se bo kitajsko prebivalstvo do leta 2050 skrčilo pod 1,3 milijarde. Negativni scenarij, ki predvideva ohranitev trenutnih stopenj rodnosti, pa bi pomenil upad števila prebivalstva pod eno milijardo do leta 2060. Na drugi strani so napovedi za ZDA obetavnejše, saj se predvideva rast

prebivalstva za 30 % v naslednjih 40 letih (Economist 2012). Če upoštevamo realni scenarij, pridemo do sklepa, da število prebivalcev do leta 2050 ne bo raslo in posledično bo to omejevalni dejavnik za potencialno gospodarsko rast.

Drug pomemben omejevalni dejavnik potencialne gospodarske rasti na dolgi rok je staranje prebivalstva. Politika enega otroka je pripeljala do nižje stopnje rodnosti, medtem ko se številčna odrasla

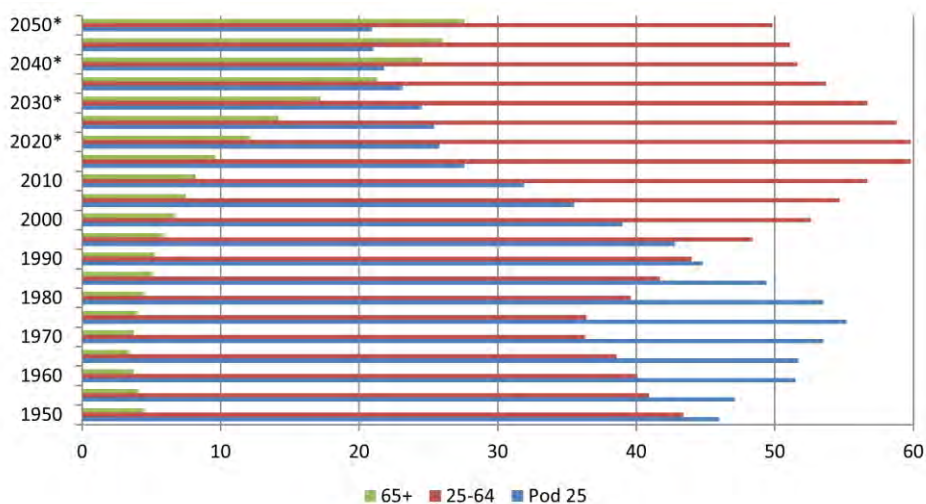
⁵ Stopnja rodnosti je podatek, ki pove, kolikšno je povprečno število rojenih otrok na žensko.

populacija stara. Povprečna starost naj bi se do leta 2050 povzpela na 49 let, medtem ko je leta 2010 znašala 34,5 leta. Delež prebivalcev, starejših od 65 let, je 2010 znašal malo nad 8 %, Združeni narodi

napovedujejo, da bo do leta 2020 narasel na 12 %, do leta 2030 na 17 % in do leta 2050 na 27 %. Ta trend bo imel izrazite družbene in finančne posledice.

Povprečna starost naj bi se do leta 2050 povzpela na 49 let, medtem ko je leta 2010 znašala 34,5 leta

Slika 8: Gibanje deleža populacije na Kitajskem



*Projekcije Združenih narodov.
Vir: Združeni narodi 2015.

Pogled naprej in delniški trgi

Kratek povzetek glavnih ugotovitev razkriva, da je kitajsko gospodarstvo v fazi upadanja gospodarske rasti, predvsem zaradi preživelega ekonomskega modela, ki temelji na rasti investicij in izvoza. Več študij in analiz gre v smeri razlage, da ne gre za ciklično upadanje rasti, temveč da se zmanjšuje tudi potencialni bruto domači proizvod. Notranje makroekonomsko neravnovesje izhaja iz pretirane nagnjenosti k varčevanju, medtem ko pretirana usmerjenost v izvoz povzroča največje zunanje neravnovesje.

Dosedanji ukrepi Kitajske pri spremembi gospodarskega modela v smeri večje vloge potrošnje so vidni, zlasti so očitni na področju finančne liberalizacije, vendar so to le prvi koraki od mnogih, ki bodo morali slediti za doseg cilja. Nova generacija kitajskih voditeljev, ki jih simbolizirata predsednik Xi Jinping in predsednik vlade Li Keqiang, glede na dane izjave in

usmeritve razume potrebo po spremembi kitajskega gospodarskega modela. Na 18. kongresu komunistične partije sta omenjena poudarila in zagovarjala odločilno vlogo tržnih mehanizmov pri alokaciji virov, prilagajanje državnega aparata gospodarstvu, konkurenčnost, potrebo po zmanjšanju korupcije in neenakosti ter po izboljšanju življenjskega standarda. Vprašanje, ki je središče polemik opazovalcev in poznavalcev kitajskega gospodarstva, je, ali bo za doseg spremembe gospodarskega modela potreben tudi politični preobrat.

Če se vrnemo v bližnjo preteklost, ugotovimo, da je bil odločilni ukrep kitajskih oblasti izpeljan 11. avgusta letos, ko je PBOC napovedala spremembo mehanizma valutnega režima, kar je posledično pripeljalo do devalvacije juana za 1,85 % nasproti amerišskemu dolarju. Vlagatelji so si takoj postavili vprašanje, ali gre za

Dosedanji ukrepi Kitajske pri spremembi gospodarskega modela v smeri večje vloge potrošnje so vidni, zlasti so očitni na področju finančne liberalizacije, vendar so to le prvi koraki od mnogih, ki bodo morali slediti za doseg cilja

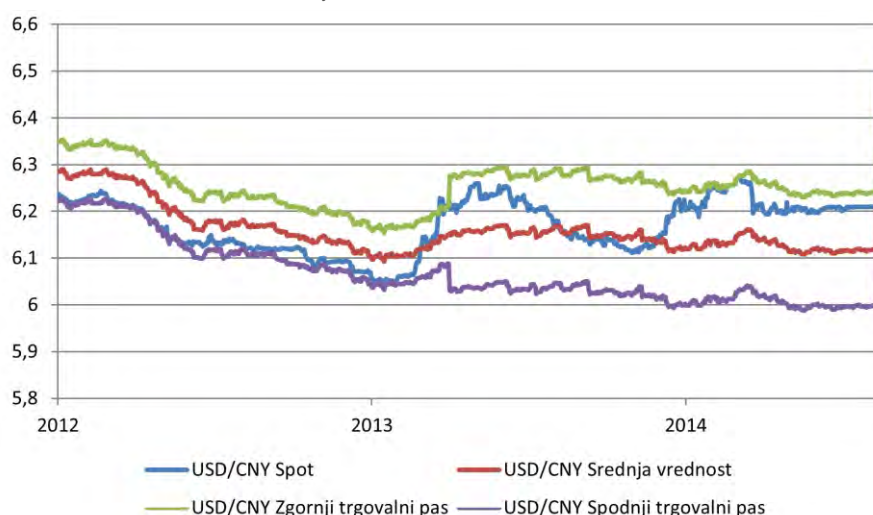
Skratka, z vidika tržnih razmer je bil ukrep upravičen in je devizni tečaj dejansko pripeljal bliže tržnim razmeram

reformo valutnega režima ali konkurenčno devalvacijo. Na trgu se je oblikoval konsenz, da ne gre za valutno vojno (to je izjavila tudi PBOC), saj izvozni sektor pomeni zgolj 2,7 % BDP (Morningstar 2015) in bi bila potrebna devalvacija juana v obsegu 20 do 30 % (Barclays 2015a), da bi to imelo kakršenkoli ekonomski smisel. Ukrep na področju valutnega režima gre razumeti kot nadaljnji korak k liberalizaciji domače valute in kot prilagajanje dejanskim tržnim razmeram z uvedbo novih elementov pri določanju srednje vrednosti tečaja (daily fixing), kot so ponudba in povpraševanje na deviznem trgu ter upoštevanje tečajev FX globalnih valut.

Kitajska valuta je konstantno aprecirala vse od odprave vezave na ameriški dolar. Spodnja slika prikazuje gibanje valutnega

križa dolar/juan, in sicer spot (promptnega) tečaja, tečaja srednje vrednosti ter zgornji in spodnji dovoljeni pas trgovanja. Razvidno je, da je bil spot tečaj na zgornji dovoljeni meji nihanja od leta 2014 naprej. Razhajanje med spot tečajem in srednjo vrednostjo, ki jo določi PBOC, je očitno. To pomeni, da so tržne razmere nakazovale, da je bil juan v območju precenjenosti. Nekatere študije kažejo, da je juan še zdaj precenjen za okrog 5 do 10 % (Barclays 2015b). Skratka, z vidika tržnih razmer je bil ukrep upravičen in je devizni tečaj dejansko pripeljal bliže tržnim razmeram. Če bo PBOC ohranila kredibilnost in ne bo nadaljnjih posegov v valutni režim, lahko ta ukrep štejejo kot pozitiven, saj je pripeljal korak bliže k popolni liberalizaciji določanja deviznega tečaja.

Slika 9: Juan v smeri tržnih tečajev



Vir: Bloomberg 2015.

Vsi večji indeksi, kot so Shanghai Composite, Shenzhen Composite in Hang Seng China Enterprise, so od vrha do konca avgusta upadli za okrog 40 %, merjeno v juanih

Če zdaj poskušamo povezati dogajanje v realnem gospodarstvu s kapitalskimi trgi, ugotovimo, da je bilo v zadnjega dobrega pol leta na kitajskem finančnem parketu zelo pestro. Sprva so kitajski delniški indeksi dosegali nove vrhove. Indeks Shenzhen Composite je v začetku junija izkazoval več kot 130-odstotno rast od začetka leta, merjeno v juanih. Konec junija in v juliju je bilo vse več znamenj pretiranega navdušenja in prišlo je do

večjih dnevnih nihanj delniških tečajev. Vsi večji indeksi, kot so Shanghai Composite, Shenzhen Composite in Hang Seng China Enterprise, so od vrha do konca avgusta upadli za okrog 40 %, merjeno v juanih. Pri ocenjevanju kitajskih delnic je treba razlikovati med tremi delniškimi trgi, kjer poteka trgovanje. Na Kitajskem sta najbolj znani borzi v Šanghaju in Šenzenu, medtem ko mednarodni vlagatelji večinoma kupujejo delnice kitajskih družb, ki kotirajo v

Hongkongu. Kot prikazuje Slika 10, je največjo rast in posledično tudi največji upad doživel indeks Shenzen Composite, ki spremlja gibanje manjših kitajskih družb. Najmanjšo rast in posledično najmanjši upad so doživele kitajske delnice, ki kotirajo v Hongkongu.

Razloge za rast gre pripisati povečani likvidnosti na denarnem trgu, ki jo je povzročilo znižanje obrestnih mer centralne banke. V tem letu je zaživel tudi program »Hong Kong-Shanghai Stock Connect«, ki vlagateljem omogoča nakup kitajskih delnic v Šanghaju prek Hongkonga in obratno. Poleg tega so visoka pričakovanja vlagateljev glede dodatnih fiskalnih programov spodbud gospodarstvu in za večjo nagnjenost vlagateljev k tveganju dodatno pripomogla k rasti delniških tečajev. Opaziti je namreč bilo povečanje

nakupov delniških naložb prek vzvodnih produktov. Vlagatelji so tako zgolj v marcu odprli več kot 4,8 milijona novih trgovalnih računov, aprila pa je bil odprt še dodaten milijon trgovalnih računov.

Strah pred nadaljnjimi upadi na delniških trgih je oblasti pripeljal do korenitega posredovanja z namenom stabilizacije trgov. Centralna banka je dodatno znižala ključno obrestno mero, regulator delniškega trga je prepovedal nadaljnje prve javne prodaje (IPO), omehčali so pravila za nakup delnic s posojili (margin lending), prepovedalo se je trgovanje z nekaterimi delnicami. Kitajska je agenciji China Security Finance omogočila financiranje v višini 483 milijard dolarjev kot likvidnostno podporo finančni industriji za namen stabilizacije delniškega trga.

V tem letu je zaživel tudi program »Hong Kong-Shanghai Stock Connect«, ki vlagateljem omogoča nakup kitajskih delnic v Šanghaju prek Hongkonga in obratno

Slika 10: Gibanje kitajskih delniških indeksov



Vir: Bloomberg 2015.

Povečana volatilitnost delniških trgov od konca junija naprej ne bi smela bistveno vplivati na kitajsko realno gospodarstvo. Delež imetnikov delnic se sicer povečuje, vendar je še vedno zgolj 6,6 % (91 milijonov prebivalcev). Če bi prišlo do sprememb potrošnih navad pri tej skupini ljudi, je njihov delež tako majhen, da to ne bi imelo večjega vpliva na realno gospodarstvo. Na drugi strani je večji delež premoženja Kitajcev skoncentriran v nepremičninah,

medtem ko imajo manj kot 20 % premoženja investiranega v delnice in vzajemne sklade (Barclays 2015c).

Kitajski delniški trg ob veliki rasti v začetku letu in kasnejši korekciji od začetka leta do konca avgusta izkazuje majhen pozitiven donos, merjeno v evrih (Shanghai Composite), medtem ko kitajske delnice, ki kotirajo v Hongkongu, kažejo negativno donosnost od začetka leta.

Povečana volatilitnost delniških trgov od konca junija naprej ne bi smela bistveno vplivati na kitajsko realno gospodarstvo

Na drugi strani je treba omeniti vrednotenja kitajskih delnic, ki govorijo v prid dolgoročnim vlagateljem

Na drugi strani je treba omeniti vrednotenja kitajskih delnic, ki govorijo v prid dolgoročnim vlagateljem. Če primerjamo multiplikator knjigovodske vrednosti razvitih držav in Kitajske, ugotovimo, da je razlika v vrednotenjih od 40 do 50 %, odvisno od indeksa. Kitajske delnice so tako za polovico cenejše od delnic razvitih držav, kot so ZDA, Japonska in evropske države. Do enakega rezultata pridemo, če primerjamo dividendno donosnost delnic razvitih držav in Kitajske. Dividendna

donosnost razvitih držav je v sredini avgusta letos znašala okrog 2,45 %, medtem ko se je ta kazalnik pri kitajskih delnicah gibal od 3 do 3,7 %, odvisno od indeksa.

Skratka, na Kitajskem obstajajo gospodarski izzivi, ki so večji, kot smo jih bili vajeni v preteklosti. Na drugi strani so nekateri negativni scenariji trenutno že zajeti v ceni delnic. Vrednotenja so namreč, relativno gledano, zelo ugodna.

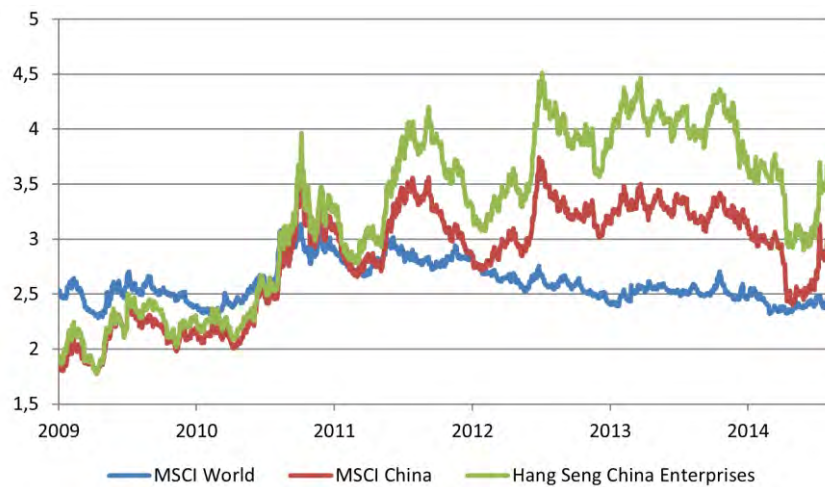
Na drugi strani so nekateri negativni scenariji trenutno že zajeti v ceni delnic

Slika 11: Gibanje razmerja multiplikatorja knjigovodske vrednosti (P/B)



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 12: Primerjava dividendne donosnosti razvitih držav in Kitajske



Delniški indeks MSCI China vključuje podjetja z veliko in srednjo tržno kapitalizacijo ter pokriva 85 % celotnega kitajskega delniškega univerzuma. Delniški indeks Hang Seng Enterprises sestavljajo kitajska podjetja, ki kotirajo v Hongkongu.

Vir: Bloomberg 2015 in MSCI 2015.

Viri

- Aizenman, Joshua. 2015. The internationalization of the RMB, capital market openness and financial reforms in China. NBER Working Paper No. 20943. Dostopno na: <http://www.nber.org/papers/w20943.pdf>
- Banka za mednarodne poravnave. 2015. Triennial Central Bank Survey. Bank of International Settlements. Dostopno na: <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>
- Barclays. 2015a. The world according to China. Barclays, Economic Research, 14. avgust.
- Barclays. 2015b. China: Consequences of a new FX regime. Barclays, Cross Asset Research, 14. avgust.
- Barclays. 2015c. Taking stock in the market correction. Barclays, Emerging Markets Research, 10. julij.
- CFA Institute. 2011. What Explains China's Economic Growth, And Is It Sustainable? Dostopno na: <http://blogs.cfainstitute.org/investor/2011/12/06/what-explains-china%E2%80%99s-economic-growth-and-is-it-sustainable/>
- China Daily. 2007. China raises individual income tax threshold. Xinhua. Dostopno na: http://www.chinadaily.com.cn/china/2007-12/29/content_6358755.htm
- Durden, Tyler. 2014. China Widens Dollar Trading Band From 1% To 2%, Yuan Volatility Set To Spike. Zerohedge. Dostopno na: <http://www.zerohedge.com/news/2014-03-15/china-widens-dollar-trading-band-1-2-yuan-volatility-set-spike>
- Economist. 2012. China's Achilles heel. Print edition Economist, 21. april 2012. Dostopno na: <http://www.economist.com/node/21553056/print>
- Eichengreen, B., Park, D. in Shin, K. 2011. When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China. NBER Working Paper No. 16919. Dostopno na: <http://www.nber.org/papers/w16919.pdf>
- Fang, C. in Roberts, I. 2015. Potential Growth and Rebalancing in China. Reserve Bank of Australia, Bulletin, June Quarter 2015. Dostopno na: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2015/jun/pdf/bu-0615-4.pdf>
- Krugman, Paul. 2013. Hitting China's Wall. New York Times, 18. julij 2013. Dostopno na: http://www.nytimes.com/2013/07/19/opinion/krugman-hitting-chinas-wall.html?_r=0
- Lam, R., Liu, X. in Schipke, A. 2015. China's Labour Market in the »New Normal«. IMF Working Paper 15/151. Dostopno na: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43072.0>
- Lin, Justin Yifu. China and the Global Economy. Asia Economic Policy Conference. Dostopno na: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Lin.pdf>
- Maliszewski, W. in Zhang, L. 2015. China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears? IMF Working Paper 15/113. Dostopno na: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42958.0>
- Mednarodni denarni sklad. 2012. Peoples Republic of China: 2012 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 12/195. Dostopno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12195.pdf>
- Mednarodni denarni sklad. 2013. Peoples Republic of China: 2013 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 13/211. Dostopno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf>
- Morningstar. 2015. RMB Devaluation Risks and Rewards. Morningstar Equity Research, 17. avgust 2015.
- Morrison, W. M. 2015. China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States. Congressional Research Service, 7–5700.
- MSCI. 2015. MSCI China Fact Sheet. Dostopno na: https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-china-index.pdf
- Pritchett, Lant in Summers, H. Lawrence. 2014. Asiaphoria Meets Regression to the Mean. NBER Working Paper No. 20573. Dostopno na: <http://www.nber.org/papers/w20573.pdf>
- Svetovna banka. 2015a. China Overview. Dostopno na: <http://www.worldbank.org/en/country/china/overview>
- Svetovna banka. 2015b. China. Dostopno na: <http://povertydata.worldbank.org/poverty/country/CHN>
- Svetovna banka 2015c. World Development Indicators. Dostopno na: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=CHN&series=&period=#>
- USCB. 2015. Foreign Trade. Dostopno na: <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>
- Združeni narodi. 2006. Total Fertility Rate. Dostopno na: http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/methodology_sheets/demographics/total_fertility_rate.pdf
- Združeni narodi. 2015. Data Query. Dostopno na: <http://esa.un.org/unpd/wpp/DataQuery/>
- Zhu, Xiaodong. 2012. Understanding China's Growth: Past, Present, and Future. Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, No. 4, 103–124.
- Wang, Hongying. 2014. China's Long March Toward Economic Rebalancing. CIGI Policy Brief, No. 38, april 2014. Dostopno na: https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_pb_38.pdf
- Yang, Lu in Fang, Cai. 2014. Chinas Shift from the Demographic Dividend to the Reform Dividend. The Australian National University. Dostopno na: <http://press.anu.edu.au/wp-content/uploads/2014/07/ch02.pdf>
- Xu, Chenggang. 2006. Chinese Reform and Chinese Regional Decentralization. London School of Economics. Dostopno na: http://policydialogue.org/files/events/Xu_Chinese_Reform_and_Chinese_Regional_Decentralization.pdf



Aleš Šoba
CFA

Ali nas mora biti strah zaradi visokih vrednotenj?

Ameriške delnice so trenutno v sedmem letu rasti in osrednje vprašanje vlagateljev je, ali so precenjene oziroma ali smo se znašli celo v novem delniškem balonu. Pesimisti glavni argument za delniški balon vidijo v kazalniku, ki ga je razvil Nobelov nagradenec za ekonomijo iz leta 2013, profesor Robert Shiller. Gre za CAPE (Cyclically-Adjusted Price-to-Earnings Ratio), katerega vrednost je na začetku avgusta letos znašala 26,45. CAPE je bil višji le v znamenitih letih 1929, 2000 in 2007, kar za mnoge pomeni, da se bližamo novim velikim upadom delniških trgov. Povprečje od leta 1871 znaša 16,6, in to za mnoge opazovalce še danes pomeni vrednost, kjer so ameriške delnice pošteno ovrednotene.

Moje mnenje je, da je tak pogled preveč preprost in premalo skeptičen. Posebej bode v oči dejstvo, da če bi želel vlagatelj investirati v ameriške delnice le pod pogojem, da so vrednotenja pod dolgoletnim povprečjem, bi od leta 1990 to lahko naredil le v obdobju devetih mesecev največje finančne in gospodarske krize po letu 1929 (oktober 2008 do junij 2009). Ta kazalnik je bil v zadnjih 25 letih neuporaben kot orodje, kdaj se odločiti za investicijo v delnice. V nadaljevanju bom poskušal prikazati, da kazalnik trenutno ne napoveduje apokalipse, temveč le zmernejša pričakovanja glede prihodnjih pričakovanih donosov ameriških delnic.

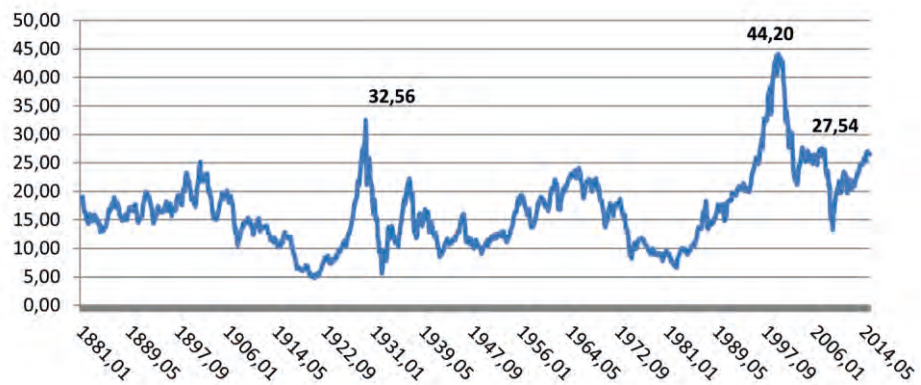
Robert Shiller je razvil svoj kazalnik, ki odpravlja pomanjkljivosti navadnega kazalnika P/E

Definicija Shillerjevega P/E (CAPE)

Kot merilo vrednosti za navadne delnice se najpogosteje uporablja kazalnik P/E (price/earnings ali tečaj delnice/dobiček na delnico). Gre za primerjavo med ceno delnice podjetja in dobičkom, ki ga je podjetje ustvarilo v zadnjem letu. Pomanjkljivost tega kazalnika je, da dobički podjetij iz leta v leto močno nihajo ter so izpostavljeni enkratnim dogodkom. Dobički podjetij posebej močno zanihajo v recesiji,

takrat postane kazalnik popolnoma neuporaben. Robert Shiller je razvil svoj kazalnik, ki odpravlja pomanjkljivosti navadnega kazalnika P/E, saj Shillerjev P/E (CAPE) upošteva desetletno povprečje dobičkov, prilagojenih za inflacijo. Tako izločimo ciklična gibanja in enkratne dogodke ter dobimo boljši vpogled, kako so ovrednotene delnice.

Slika 1: Gibanje Schillerjevega CAPE v obdobju 1881-2015



Vir: Schiller 2015.

Ali še lahko zaupamo CAPE?

Če današnjo vrednost CAPE primerjamo s preteklimi, pridemo na prvi pogled do ugotovitve, da so danes ameriške delnice močno precenjene. Povprečna vrednost tega kazalnika od leta 1881 do avgusta 2015 znaša 16,6, mediana pa 16. Če to

primerjamo z današnjo vrednostjo, ki je 26,45, bi lahko trdili, da so ameriške delnice danes 60-odstotno precenjene. Povedano drugače, izgubiti bi morale 37 %, da bi prišle na »pošteno vrednost« (glej Tabelo 1).

Če današnjo vrednost CAPE primerjamo s preteklimi, pridemo na prvi pogled do ugotovitve, da so danes ameriške delnice močno precenjene

Tabela 1: Povprečna in mediana vrednost kazalnika CAPE

Obdobje	Povprečje	Mediana	Poštena vrednost	Potrebni upad
1881–2015	16,6	16,0	1316	37,1 %
1946–2015	18,5	17,8	1466	30,0 %
1990–2015	25,3	24,6	2004	4,3 %
Trenutna vrednost	26,4	26,4	2093	

Vir: Lastni izračuni.

Takšen pogled izražajo pesimisti, ki trdijo, da so na podlagi CAPE ameriške delnice močno precenjene ter da lahko pričakujemo, da se bo vrednost kazalnika v prihodnosti vrnila k dolgoletnemu povprečju (mean reversion). Težava je, da bi takšno razmišljanje vlagateljem naredilo veliko škodo, saj je po letu 1990 ta kazalnik dosegal »ustrezno vrednost« zgoj od oktobra 2008 do junija 2009, torej v globini največje finančne krize po letu 1929. Če pomislimo, da je bil na začetku leta 1991 S&P 500 325 indeksnih točk, danes pa znaša blizu 2.100 točk, vemo, kakšen donos bi tak vlagatelj zamudil. Očitno je, da je Shillerjev P/E v zadnjih 25 letih neuporaben kot pomoč pri iskanju odgovora na vprašanje, ali so delnice poceni ali ne. Zdi se skoraj nerealno, da gledamo v obdobje 2008–2009 in rečemo,

da so bile ameriške delnice le malenkost podcenjene, čeprav nam je danes jasno, da je bila to priložnost naše generacije.

Kaj se je zgodilo? Ali je normalna raven, pri kateri bi morale kotirati delnice, višja kot v preteklosti ali pa je v tem času prišlo do kakšnih sprememb pri samih podatkih, da kazalnik skozi čas ni popolnoma primerljiv?

Odgovor je verjetno, da sta primerni obe razlagi. Normalna raven vrednotenja ameriških delnic je danes višja, kot je bila v preteklosti, poleg tega so računovodske spremembe in večji poudarek podjetij na odkupu lastnih delnic kazalnik pomaknili višje, kot bi bil brez teh sprememb, tako da danes ni popolnoma primerljiv s preteklostjo.

Očitno je, da je Shillerjev P/E v zadnjih 25 letih neuporaben kot pomoč pri iskanju odgovora na vprašanje, ali so delnice poceni ali ne

Dobički niso primerljivi zaradi računovodskih sprememb

Ena izmed kritik kazalnika CAPE je, da definicija dobička ni konsistentna skozi čas. Profesor Shiller uporablja dobičke S&P, ki temeljijo na ameriških računovodskih standardih (GAAP). Težava je, da so se standardi v zadnjih desetletjih močno spremenili.

Ena izmed glavnih sprememb je, kako se obravnava dobro ime, ki je posledica prevzemov in združitvev podjetij. Podjetja

skoraj vedno prevzemajo po vrednostih, višjih od knjigovodske vrednosti prevzetega podjetja (navadno večkratnik knjigovodske vrednosti). Razlika se v izkazu premoženja izkazuje kot neopredmeteno sredstvo v obliki dobrega imena, saj bi v nasprotnem primeru vrednost sredstev in knjigovodska vrednost upadli, kar pa je nelogično. Ta koncept omogoča, da knjigovodska vrednost prevzemajočega podjetja po prevzemu

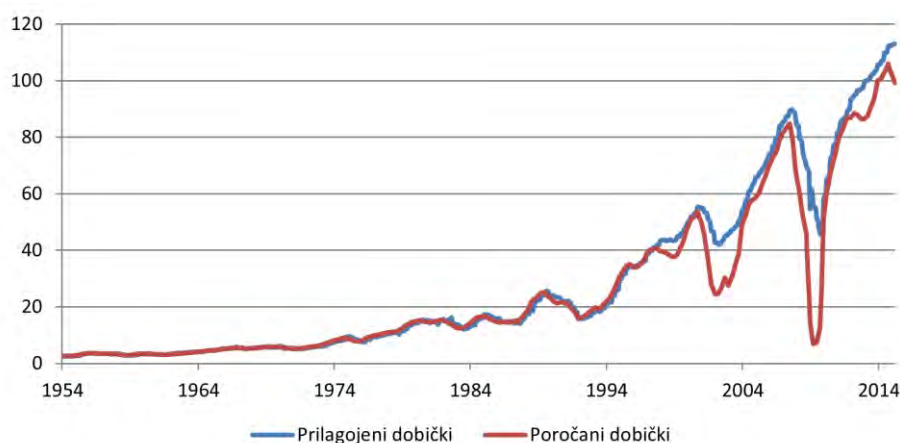
Ena izmed glavnih sprememb je, kako se obravnava dobro ime, ki je posledica prevzemov in združitvev podjetij

ostane enaka. Do leta 2001 so podjetja dobro ime amortizirala v 40-letnem obdobju. V letu 2001 pa so ta standard spremenili in uvedli standard FAS 142, ki je v celoti odpravil amortizacijo dobrega imena. Namesto da podjetja amortizirajo dobro ime v nekaj desetletjih, morajo letno preverjati, ali je potrebna oslabitev dobrega imena. Ta zahteva ne velja le za dobro ime, ampak za vsa neopredmetena sredstva. S standardom FAS 144 so to razširili na vsa dolgoročna sredstva.

Največja pomanjkljivost je asimetrija. Če podjetje kasneje ugotovi, da je prevzem preplačalo, potem lahko odpiše vso vrednost. Tak primer je recimo, ko je Time

Warner prevzel AOL in po puku tehnološkega balona odpisal vrednost prevzetega podjetja ter ustvaril 54 milijard dolarjev izgube. Na drugi strani, če podjetje opravi uspešen prevzem, je ta v izkazu premoženja še vedno zapisan po nabavni vrednosti. Primer je Googlov prevzem Youtuba, Youtube je danes vreden vsaj desetkrat več kot ob prevzemu. Težava ni v samem standardu, ampak v primerjavi obdobja pred letom 2001 in po njem. Dobički po letu 2001 so zaradi strožjega standarda neprimerljivi z dobički pred letom 2001. Če bi še danes veljala stara določila, bi bili dobički v obdobju po letu 2001 mnogo večji.

Slika 2: Primerjava prilagojenih in poročanih dobičkov za indeks S&P 500



Vir: Bloomberg 2015, Schiller 2015, lastni izračuni.

V zadnjih 15 letih smo imeli dve recesiji, pok tehnološkega in nepremičninskega balona, kar je pomenilo veliko odpisov

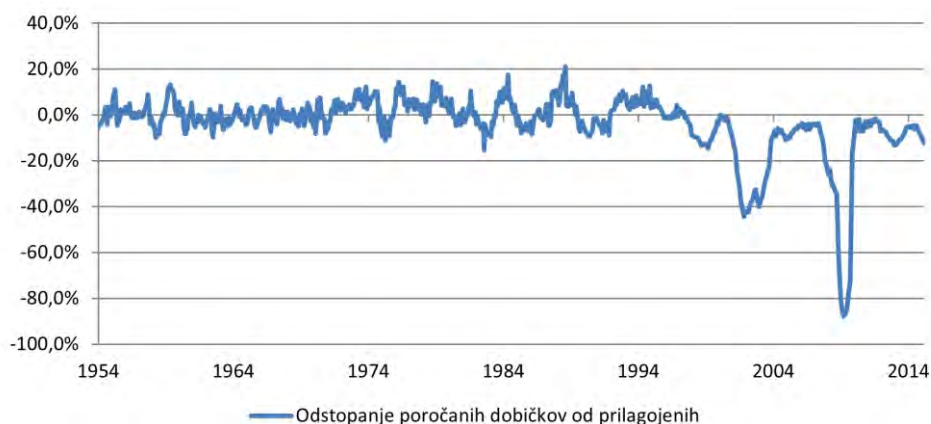
Morda se na prvi pogled zdi, da spremembe računovodskih standardov ne vplivajo pretirano na izračun CAPE, vendar je to zmotno prepričanje. V zadnjih 15 letih smo imeli dve recesiji, pok tehnološkega in nepremičninskega balona, kar je pomenilo veliko odpisov. Tako so bili v zadnjem četrtletju 2008 odpisi tako veliki, da je indeks S&P 500 še komaj prikazal dobiček. Če bi ti računovodski standardi veljali tudi v 70. in 80. letih, bi bili takratni dobički mnogo manjši.

Da bi videli vpliv sprememb računovodskih standardov, sem primerjal dobičke S&P

500, ki niso v skladu z GAAP (izključujejo odpise), časovna serija, ki je na voljo na Bloombergu, sega do leta 1954. To primerjamo s poročanimi dobički podjetij. Na Sliki 2 vidimo, da so bili večino časa ti dobički primerljivi med seboj, medtem ko po letu 2001 prihaja do večjih odstopanj, kar je posledica FAS 142.

Boljši pregled, do kakšnega odstopanja med serijama je prišlo, daje Slika 3.

Slika 3: Odstopanje poročanih dobičkov od prilagojenih



Vir: Bloomberg 2015, Schiller 2015, lastni izračuni.

Med večjimi kritiki kazalnika CAPE je Jeremy J. Siegel, profesor na Wharton School University, ki je tudi avtor vplivne knjige *Stock for the Long Run*. Tudi on opozarja, da poročani dobički S&P niso več primerljivi s preteklostjo in zato ustvarjajo zamajano sliko o trenutni precenjenosti/podcenjenosti ameriških delnic. Kot rešitev priporoča uporabo podatkov o dobičku National Income and Product Accounts (NIPA), ki jih izračunava Bureau of Economic Analysis (BEA). Seveda ti dobički zajemajo celoten ameriški poslovni sektor, in ne samo 500 največjih podjetij, ki so vključena v S&P 500. Skozi zgodovino je bila korelacija med dobički po NIPA in dobički po S&P 500 zelo velika, saj je od

leta 1950 do leta 2000 znašala 85 %. V desetletju 2000–2010 se je ta korelacija zlomila in znašala le 45 %. Zanimivo je, da so dobički po NIPA v recesijah pred letom 1990 upadli bolj kot dobički po S&P 500, po letu 1990 pa ravno nasprotno. V zadnji recesiji v obdobju 2007–2009 so dobički po NIPA upadli za 53 %, po S&P 500 pa kar za 92,1 %. Posebej nenavadno je, da so dobički po S&P 500 v veliki recesiji 2007–2009 upadli bolj kot v veliki depresiji v letu 1929 (upad za 63,4 %), čeprav je BDP takrat upadel mnogo bolj. Tudi Siegel ugotavlja, da je glavni razlog za neprimerljivost dobičkov po S&P 500 po letu 2000 prav sprememba računovodskih standardov.

Med večjimi kritiki kazalnika CAPE je Jeremy J. Siegel, profesor na Wharton School University, ki je tudi avtor vplivne knjige *Stock for the Long Run*

Ali lahko izboljšamo CAPE?

Za odpravo nekonsistentnosti kazalnika CAPE lahko po S&P 500 poročane dobičke zamenjamo s prilagojenimi dobički in tako dobimo verodostojnejšo sliko o gibanju vrednotenja ameriških delnic. Na spodnji sliki imamo primerjavo med Shillerjevim CAPE, ki uporablja dobičke po GAAP, in CAPE s prilagojenimi dobički od leta 1954,

saj od prej nimamo podatkov za prilagojene dobičke. S&P 500 trenutno kotira pri 2.093 indeksnih točkah, kar pomeni, da znaša Shillerjev CAPE 26,45, to pa je 59 % nad zgodovinskim povprečjem (1881–2015), ki znaša 16,6, oziroma 36 % nad povprečjem iz obdobja 1954–2015, ki znaša 19,4.

Za odpravo nekonsistentnosti kazalnika CAPE lahko po S&P 500 poročane dobičke zamenjamo s prilagojenimi dobički in tako dobimo verodostojnejšo sliko o gibanju vrednotenja ameriških delnic

Slika 4: Primerjava CAPE s prilagojenimi dobički in Shillerjevim CAPE



Vir: Bloomberg 2015, Schiller 2015, lastni izračuni.

Prilagojeni CAPE prikaže manj zastrašujočo sliko, saj znaša trenutno 22,8, kar je 21,8 % nad povprečjem iz obdobja 1954–2015

Prilagojeni CAPE prikaže manj zastrašujočo sliko, saj znaša trenutno 22,8, kar je 21,8 % nad povprečjem iz obdobja

1954–2015; torej so ameriške delnice še vedno precenjene, ampak ne več tako dramatično, kot opozarjajo »medvedi«.

Tabela 2: Primerjava prilagojenega CAPE in Shillerjevega CAPE

Obdobje	Prilagojeni CAPE	Shillerjev CAPE
Povprečje 1881–2015	16,3	16,6
Povprečje 1954–2015	18,7	19,4
Povprečje 1990–2015	23,5	25,3
Trenutna vrednost	22,8	26,5

Vir: Lastni izračuni.

Marca 2009 je prilagojeni CAPE znašal 11,06, kar je bilo 40 % pod povprečjem obdobja 1954–2015, medtem ko je Shillerjev CAPE znašal 13,32, kar je bilo le 20 % pod zgodovinskim povprečjem obdobja 1881–2015

Pesimisti radi opozarjajo, da Shillerjev CAPE trenutno kaže blizu 60-odstotno precenjenost in da je potreben upad za blizu 40 % oziroma na vrednost 1.316, da bodo ameriške delnice znova pošteno ovrednotene. Menim, da je takšen pogled zavajajoč.

Če pogledamo dogajanje ob zadnji veliki recesiji (2007–2009), lahko vidimo, da je prilagojeni CAPE nakazoval mnogo večjo podcenjenost kot Shillerjev CAPE. Marca 2009 je prilagojeni CAPE znašal 11,06, kar je bilo 40 % pod povprečjem obdobja 1954–2015, medtem ko je Shillerjev CAPE znašal 13,32, kar je bilo le 20 % pod zgodovinskim povprečjem obdobja 1881–2015. Če vemo, da je bila to gene-

racijska priložnost, je prilagojeni CAPE bolj nakazoval na veliko podcenjenost delnic kot pa Shillerjev CAPE. Prilagojeni CAPE se je približal vrednostim z začetka leta 1980, kar bi tudi pričakovali glede na intenzivnost recesije.

Niso pa računovodske spremembe edini razlog za nekonsistentnost Shillerjevega CAPE. Razlog je tudi v spremembi dividendne politike podjetij, ki danes večji del dobička namenjajo odkupom lastnih delnic.

Sprememba rasti dobičkov

Ena izmed slabosti Shillerjevega CAPE je tudi v tem, da kaznuje večjo rast dobičkov. Torej bodo podjetja, ki dosegajo večjo rast dobičkov, imela višji Shillerjev CAPE, in nasprotno. Na to pomanjkljivost je opozoril profesor Siegel, ki je prikazal, da je bila v obdobju 1871–1945 realna rast dobičkov 0,69 % in v obdobju 1946–2012 2,97 %. Po drugi svetovni vojni smo tako imeli izjemno pospešitev rasti dobičkov. Siegel kot enega glavnih razlogov za to navaja zmanjšanje deleža, ki ga podjetja izplačajo v obliki

dividend. Mnenja o tem, ali dividendna politika vpliva na rast dobičkov, so v stroki različna, ostaja pa dejstvo, da podjetja vedno manj izplačujejo dobiček v obliki dividend in se vedno bolj odločajo za odkupe lastnih delnic. V spodnjem grafu je prikazano drseče desetletno povprečje izplačila dividend kot deleža v dobičku. Razvidno je, da se delež zmanjšuje skozi celotno obdobje in da danes podjetja v obliki dividend izplačujejo slabih 35 % dobička.

Ena izmed slabosti Shillerjevega CAPE je tudi v tem, da kaznuje večjo rast dobičkov

Slika 5: Desetletno povprečje dividend kot deleža v dobičku



Vir: Lastni izračuni.

Da bi boljše razumeli vpliv odločitev o dividendni politiki (dividende ali odkupi) na višino Shillerjevega P/E, si pogledimo spodnji primer. Predpostavimo, da živimo v svetu, kjer ni rasti dobičkov in ne inflacije, vsa podjetja pa kotirajo pri kazalniku P/E 17.

Poglejmo primer, ko se podjetje odloči, da bo 75 % dobička namenilo dividendam in 25 % odkupom lastnih delnic. Izračunamo, da bi bil Shillerjev CAPE za to podjetje 18,16.

Tabela 3: Podjetje nameni 75 % dobička dividendam in 25 % odkupom

Leto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Čisti dobiček	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Tržna kapitalizacija	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000
Število delnic	1000	985	971	957	942	929	915	901	888	875
EPS	100,00	101,49	103,01	104,54	106,11	107,69	109,30	110,93	112,58	114,26
P/E	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Tečaj delnice	1.700	1.725	1.751	1.777	1.804	1.831	1.858	1.886	1.914	1.942
Dividenda	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Odkupi	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Shillerjev CAPE										18,16

Vir: Philosophical economics 2013, lastni izračuni.

V drugem primeru pa imamo podjetje s povsem enakimi izkazi, razen da se odloči nameniti 75 % dobička za odkupe lastnih delnic in 25 % za izplačilo dividend. Tudi to podjetje kotira pri kazalniku P/E 17, vendar je Shillerjev CAPE 14 % višji in znaša 20,65. Podjetje je tako videti dražje, kot je v resnici.

Shillerjev CAPE torej kaznuje podjetja, ki zaradi odkupov dosegajo večjo rast dobička na delnico oziroma EPS. In sodobne družbe vedno več namenjajo odkupom in vedno manj dividendam, zato je vrednost Shillerjevega CAPE danes nasproti preteklosti povišana.

Tabela 4: Podjetje nameni 25 % dobička dividendam in 75 % odkupom

Leto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Čisti dobiček	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Tržna kapitalizacija	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000	1.700.000
Število delnic	1000	956	914	873	835	798	763	729	697	666
EPS	100,00	104,62	109,44	114,50	119,78	125,31	131,09	137,14	143,47	150,09
P/E	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Tečaj delnice	1.700	1.778	1.861	1.946	2.036	2.130	2.229	2.331	2.439	2.552
Dividenda	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Odkupi	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Shillerjev CAPE										20,65

Vir: Philosophical economics 2013, lastni izračuni.

Da bi bil Shillerjev CAPE danes primerljiv s preteklostjo, ko je bila rast dobičkov manjša, bi morali današnji vrednosti odšteti eno indeksno točko

Struktura Shillerjevega CAPE nepravilno kaznuje večjo rast dobičkov, ob tem da se sodobna podjetja vedno bolj usmerjajo v odkupe lastnih delnic in večjo rast dobička na delnico namesto v izplačilo dividend, posledično pa je Shillerjev P/E višji, kot bi bil, če bi podjetja v obliki dividend izplačevala tako velik del dobička

kot v preteklosti. Na spletni strani Philosophicaleconomic.com vpliv te večje rasti dobičkov ocenjujejo na eno indeksno točko Shillerjevega P/E. Da bi bil Shillerjev CAPE danes primerljiv s preteklostjo, ko je bila rast dobičkov manjša, bi morali današnji vrednosti odšteti eno indeksno točko.

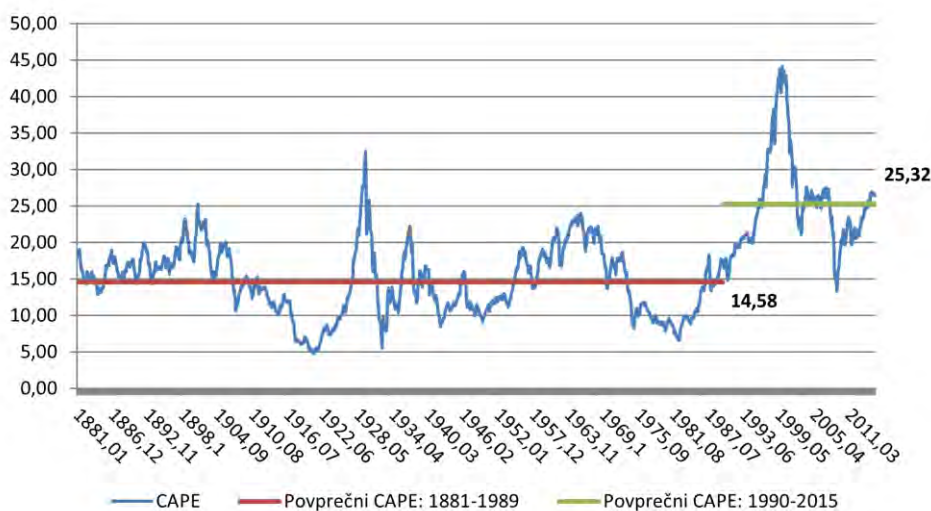
Ali so danes upravičena višja vrednotenja?

Shillerjev CAPE je bil v obdobju zadnjih 25 let večino časa nad svojim zgodovinskim povprečjem (16,6) in postavlja se umestno vprašanje, ali so pretekla povprečja sploh relevantna za današnji čas. Večina, ki je sledila nasvetom tako imenovanih večnih medvedov, bi v zadnjih 25 letih zamudila veliko rast ameriških delniških trgov. Moje mnenje je, da pretekla nizka vrednotenja, posebej pred koncem druge svetovne vojne, niso primerljiva z današnjimi časi. Razlogov je več, med najpomembnejšimi

pa so: nizka inflacija, nizke realne obrestne mere, večja transparentnost in dostopnost finančnih podatkov podjetij, nižji stroški trgovanja. Poleg tega obdobje pred 1945 vključuje dve svetovni vojni in veliko depresijo. Menim, da v današnjem okolju vlagatelji ne zahtevajo enako visokih donosov, kot so jih v preteklosti, in posledično so tudi vrednotenja delnic višja, kot so bila v preteklosti. To tezo dogajanje v zadnjih 25 letih tudi potrjuje.

Pretekla nizka vrednotenja, posebej pred koncem druge svetovne vojne, niso primerljiva z današnjimi časi

Slika 6: Gibanje Schillerjevega CAPE v obdobju 1881–2015



Vir: Schiller 2015, lastni izračuni.

V obdobju 1881–1989 (brez obdobja po letu 1990) je povprečni CAPE znašal 14,58. Po letu 1990 pa znaša povprečje 25,32. Vlagatelj, ki bi se za vlaganje v ameriške delnice odločal na podlagi dejstva, da bo investiral le takrat, ko se bodo nahajale pod dolgoletnim povprečjem, bi bil v obdobju po letu 1990 investiran le nekaj mesecev tekom največje finančne in gospodarske

krize 2008 – 2009. S tem bi se »izognil« donosu 9,6 % na leto, kumulativno pa skoraj 900 %.

Danes kotirajo delnice blizu povprečju zadnjih 25 let. Ali je to primerno vrednotenje za današnje okolje nizkih obrestnih mer, je dobro vprašanje. Menim, da je.

V obdobju 1881–1989 (brez obdobja po letu 1990) je povprečni CAPE znašal 14,58. Po letu 1990 pa znaša povprečje 25,32

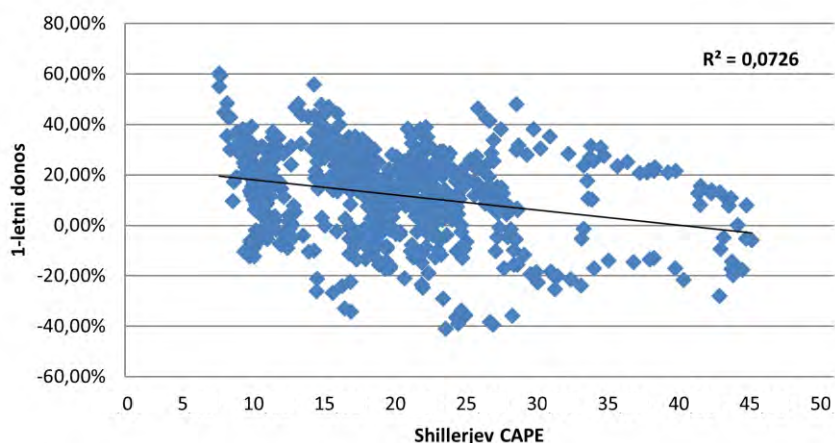
Napovedna moč CAPE

Sama vrednotenja nam ne povejo prav ničesar o tem, kje bodo delnice čez leto dni

Shillerjev CAPE se je v preteklosti kljub prej navedenim kritikam izkazal kot zelo dober napovedovalec dolgoročnih donosov. Sama vrednotenja nam ne povejo prav ničesar o tem, kje bodo delnice čez leto dni. Po drugi strani pa so zelo natančen napovedovalec, kaj lahko vlagatelji pričakujejo v prihodnjih sedmih do desetih letih.

Na spodnji sliki vidimo, da je med Shillerjevim CAPE in enoletnim donosom zelo majhna korelacija. Ameriške delnice so v preteklosti (v obdobju 1954–2014) izgubile v naslednjem letu tudi blizu 20 %, pa čeprav je bil kazalnik Shiller CAPE pod 10, in nasprotno, tudi pri vrednotenjih nad 30 so bili donosi med 30 in 40 %. Kot sem dejal, vrednotenja nam zelo malo povedo o tem, kje bodo delnice čez leto dni.

Slika 7: Shillerjev CAPE in prihodnji enoletni donos v obdobju 1954–2014



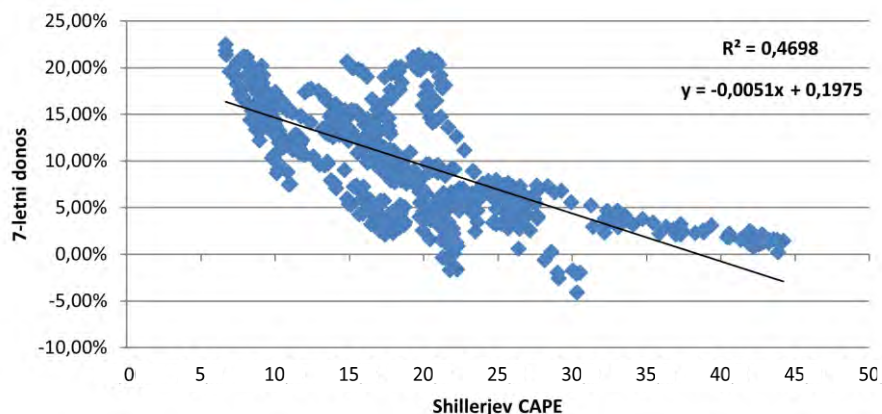
Vir: Lastni izračuni.

Se pa napovedna moč kazalnika izjemno izboljša s podaljšanjem časovnega horizonta

Se pa napovedna moč kazalnika izjemno izboljša s podaljšanjem časovnega horizonta. Spodaj imamo začetni Shillerjev CAPE in prihodnje sedemletne donose. Korelacija se je izjemno povečala, saj

vrednotenja pojasnijo skoraj 50 % prihodnje variabilnosti donosov. Opazna je torej korelacija med nizkim vrednotenjem in posledično višjimi donosi v prihodnjih sedmih letih.

Slika 8: Shillerjev CAPE in prihodnji sedemletni donosi



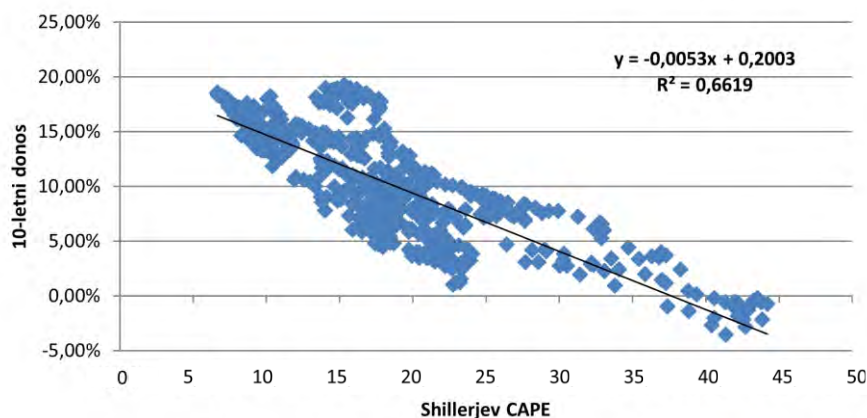
Vir: Lastni izračuni.

Z dodatnim podaljšanjem časovnega horizonta na deset let se napovedna moč še izboljša, saj Shillerjev CAPE razloži kar dve tretjini variabilnosti napovedanih

desetletnih donosov. Obstaja torej dokaj velika korelacija med začetnim vrednotenjem in prihodnjim desetletnim donosom.

Obstaja torej dokaj velika korelacija med začetnim vrednotenjem in prihodnjim desetletnim donosom

Slika 9: Shillerjev CAPE in prihodnji desetletni donosi



Vir: Lastni izračuni.

Danes znaša Shillerjev CAPE 26,45. Glede na preteklo korelacijo med začetnim vrednotenjem in prihodnjimi donosi lahko vlagatelji pričakujejo povprečen šest-

odstotni nominalni donos ameriških delnic v prihodnjih desetih letih. Resda je to nižji donos kot v preteklosti, pa vendar še vedno privlačen.

Kakšne donose lahko pričakujemo v prihodnje

Kot smo videli, se je kazalnik Shiller CAPE izkazal za dokaj solidnega napovedovalca dolgoročnih donosov. Glede na prej navedene pomanjkljivosti (zaradi računovodskih sprememb, večje rasti dobičkov in višjih vrednotenj v zadnjih 25 letih) bom pri poskusu napovedi, kakšne donose lahko pričakujemo pri naložbi v ameriške delnice, izhajal iz naslednjih predpostavk:

- Prihodnja rast normaliziranih dobičkov bo 6,5 % (nominalno) na leto, kar je v skladu s preteklimi trendi.
- Ameriške delnice bodo ob koncu desetletnega obdobja kotirale pri prilagojenem kazalniku Shiller CAPE 18,7, kar je povprečje iz obdobja 1954–2014.

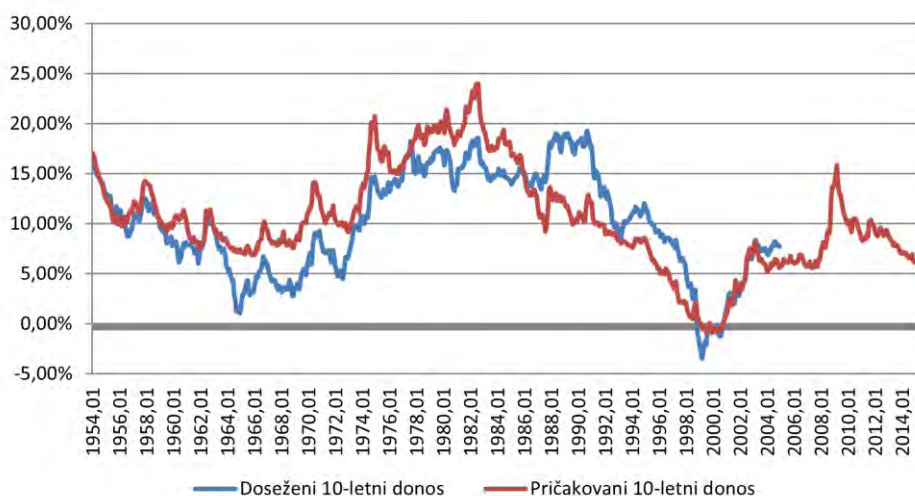
ter s pomočjo naslednje enačbe dobil pričakovani donos za prihodnjih deset let:

$$\text{pričakovana 10-letna donosnost} = 1,065 \times (18,7/\text{trenuten prilagojeni Shillerjev P/E})^{(1/10)} - 1 + \text{dividendna donosnost}$$

Kot vidimo na spodnjem grafu, so dejanski donosi dokaj dobro sledili pričakovanim, napovedanim na podlagi zgornjih predpostavk. Večja odstopanja so bila sredi in konec 60. let, saj so bila ob koncu tega desetletnega obdobja vrednotenja enomestna (prilagojeni Shillerjev P/E je bil

pod 10) in podobno, konec 80. let in na začetku 90. let je kazalnik podcenil prihodnje donose, saj smo leta 2000 doživeli največji balon in astronomska vrednotenja (prilagojeni Shillerjev CAPE prek 40).

Slika 10: Pričakovani in doseženi desetletni donosi



Vir: Lastni izračuni.

Ob trenutnih vrednotenjih (prilagojeni kazalnik Shiller CAPE znaša 22,8) je pričakovani desetletni donos 6,4 % na leto

Ob trenutnih vrednotenjih (prilagojeni kazalnik Shiller CAPE znaša 22,8) je pričakovani desetletni donos 6,4 % na leto. Gre seveda za mnogo nižjo donosnost, kot smo je bili navajeni v preteklosti (9,5 % na leto). Pa vendar menim, da je to primeren donos za današnje čase (nizke obrestne mere, nizka inflacija) in več kot dovolj nagradi vlagatelje v primerjavi z obveznicami.

Seveda ni nujno, da se bo tak scenarij uresničil in da bodo vlagatelji dosegli natančno tak donos. V spodnji matriki sem naredil analizo scenarijev, kjer prikazujem, kakšne donose lahko vlagatelji pričakujejo ob različnih stopnjah normalizirane rasti dobičkov in različnih vrednotenjih ob koncu

desetletnega obdobja. Če bodo denimo ameriške delnice ostale blizu trenutnih vrednotenij (23) in če bo normalizirana rast dobičkov 7 % , potem lahko vlagatelji pričakujejo 9,1 % donosa povprečno na leto, kar je blizu zgodovinskim povprečjem in ni nemogoč scenarij. Na drugi strani pa lahko ob manjši rasti dobičkov (6 %) in nižjih vrednotenjih (15) pričakujemo le 3,7 % donosa na leto, a to je še vedno več, kot lahko danes dobimo z naložbo v državne obveznice. Le ob izjemno negativnem scenariju (rast 5,5 % in končno vrednotenje 11) vlagatelji z naložbo v ameriške delnice v prihodnjih desetih letih ne bi povečali svojega premoženja.

Le ob izjemno negativnem scenariju (rast 5,5 % in končno vrednotenje 11) vlagatelji z naložbo v ameriške delnice v prihodnjih desetih letih ne bi povečali svojega premoženja

Tabela 5: Pričakovani prihodnji desetletni donosi ob različnih stopnjah rasti in končnega vrednotenja

		Rast dobičkov				
		5,5 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,5 %
Prilagojeni Shillerjev P/E	11,0	0,1 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %
	15,0	3,2 %	3,7 %	4,1 %	4,6 %	5,1 %
	19,0	5,6 %	6,1 %	6,6 %	7,1 %	7,6 %
	23,0	7,6 %	8,1 %	8,6 %	9,1 %	9,6 %
	27,0	9,3 %	9,8 %	10,3 %	10,8 %	11,3 %

Vir: Lastni izračuni.

Sklep

Eden izmed najbolj znanih in tudi uporabnih kazalnikov, Shillerjev CAPE, danes znaša 26,45; to je vrednost, ki je bila presežena le v znamenitih letih 1929, 2000 in 2007, torej v letih, ko so ameriške delnice močno upadle. Tudi danes pesimisti menijo, da so ameriške delnice za 60 % precejšene in da morajo upasti za 40 %, da bodo znova dosegle svojo pošteno vrednost. Vendar takšna preprosta razlaga ne zdrži argumentov. V zadnjih 25 letih so bile ameriške delnice le devet mesecev pod dolgoročnim povprečjem kazalnika (16,6). Vlagatelji, ki bi se na podlagi tega kazalnika odločali, da v ameriške delnice vlagajo le takrat, ko kotirajo pod to vrednostjo, bi zamudili skoraj 900-odstotni donos, ki so ga ameriške delnice ustvarile v tem obdobju!

Naš argument, zakaj Shillerjev CAPE danes ne napoveduje apokalipse, temelji na tem, da ni popolnoma primerljiv s preteklostjo, saj so računovodske spremembe in odmik podjetij od dividend k odkupom ta kazalnik pomaknili višje. Poleg tega je danes normalna raven vrednotenja ameriških delnic višja, kot je bila v preteklosti. Glavni razlog so nižje obrestne mere, zaradi česar se vlagatelji z nižjim donosom zadovoljijo tudi pri delnicah.

Na podlagi teh dejstev je analiza pokazala, da se razumno pričakovani donosi ameriških delnic za naslednje desetletje gibljejo med 6 in 7 % na leto. Še vedno gre za zelo privlačen donos v današnjem svetu nizkih pričakovanih donosov vseh naložbenih razredov.

Viri

- Authers, John. 2013. Clash of the Cape Crusaders. Financial Times. Dostopno na: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/23c9f650-10c7-11e3-b5e4-00144feabdc0.html#axzz3jR2VSQpA>
- Coffinam, Matthew. 2014. Is the Stock Market Overvalued? Morningstar, Morningstar Equity Research.
- Kobayashi-Solomon, Erik. 2014. Who`s Afraid of Shiller`s CAPE? Dostopno na: http://ycharts.com/analysis/story/whos_afraid_of_shillers_cape
- Montier, James. 2014. A CAPE Crusader – A Defence Against the Dark Arts. GMO.
- Shiller, Robert. 2015. Online Data Robert Shiller. Dostopno na: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
- Siegel, B. Laurence. 2014. CAPE Crusaders: The Shiller – Siegel Shootout at the Q Group Corral. Advisor Perspectives. Dostopno na: http://www.advisorperspectives.com/newsletters14/pdfs/CAPE_Crusaders.pdf
- Siegel, Jeremy J. 2013. The Shiller CAPE Ratio: A New Look. University of Pennsylvania. Dostopno na: http://www.q-group.org/wp-content/uploads/2014/01/2013fall_siegelpaper.pdf
- Siegel, Jeremy J. 2013. Don`t put faith in Cape crusaders. Financial Times. Dostopno na: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/496a3844-0013-11e3-9c40-00144feab7de.html#axzz3jR2VSQpA>
- Philosophical economics. 2013. Fixing the Shiller CAPE: Accounting, Dividends, and the Permanently High Plateau. Dostopno na: <http://www.philosophicaleconomics.com/2013/12/shiller/>

Naložbeni mozaik je dokument, ki je informativne narave in tako bralcem predstavlja zgolj informativno gradivo. O morebitnih naložbenih odločitvah na podlagi Naložbenega mozaika se je potrebno pred izvedbo posvetovati z osebnim finančnim svetovalcem.

Naložbeni mozaik ne pomeni osebnega priporočila stranki za nakup posameznih finančnih instrumentov niti ne predstavlja storitve investicijskega svetovanja. Družba ne odgovarja bralcu ali kateri koli drugi osebi za morebitno neposredno ali posredno škodo, obveznosti in/ali izgubo, nastalo kot posledica odločitev bralca na podlagi informativnega gradiva Naložbeni mozaik. Družba tudi ne prevzema odgovornosti zaradi napačnih ali nepopolnih podatkov in/ali informacij v informativnem gradivu Naložbeni mozaik, razen v primeru naklepa ali velike malomarnosti družbe ali njenih predstavnikov, kar se presoja po standardu skrbnost dobrega strokovnjaka.



www.infond.si



Infond vzajemni skladi

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. 080 22 42
www.infond.si info@infond.si