

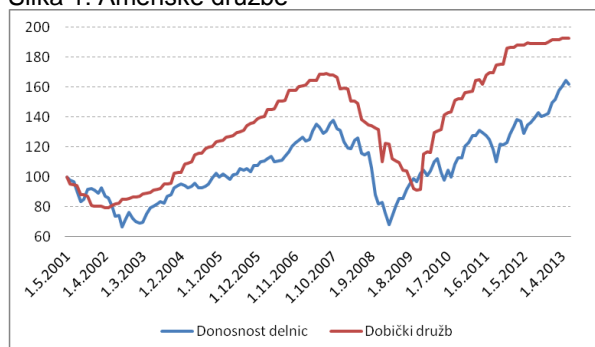
Delnice: Evropa ali ZDA?

Evroobmočje se nahaja v že drugi recesiji v zadnjih štirih letih in beleži najvišjo stopnjo brezposelnosti v zadnjih dvajsetih letih. V povprečju tako danes, merjeno z bruto domačim proizvodom (BDP) na prebivalca, živimo slabše kot leta 2007. To drži predvsem za južni del Evrope, ki med drugim obsega Španijo, Portugalsko, Italijo in tudi Francijo. Na drugi strani Atlantika pa je slika popolnoma nasprotna. ZDA okrevajo, stopnja brezposelnosti se znižuje, cene nepremičnin rastejo, povprečen Američan pa optimistično zre v prihodnost in zato več troši. Je torej danes za vlagatelje v okviru delniškega portfelja smiselno večji delež sredstev naložiti v delnice ameriških družb?

Dobički ameriških družb eksplodirali, evropskih potonili

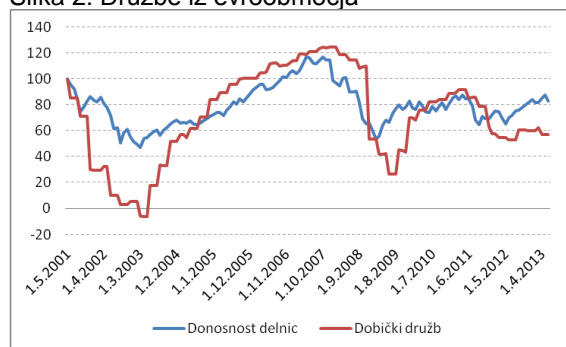
Prihodnji denarni tok (velikokrat se kot približek uporablja tudi dobiček) je ob diskontni stopnji ključni faktor pri določanju vrednosti družb. Glede na to, da so dobički ameriških družb ob solidnem okrevanju ZDA rekordni, so tem sledili tudi tečaji delnic teh družb, ki so danes¹ že več kot 30 % nad rekordnimi nivoji izpred zadnje recesije (slika 1). Nasprotno so dobički družb iz evroobmočja ob slabši gospodarski situaciji in novi recesiji približno polovico nižji kot leta 2007, posledično pa zaostajajo tudi tečaji njihovih delnic (slika 2).

Slika 1: Ameriške družbe



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 2: Družbe iz evroobmočja

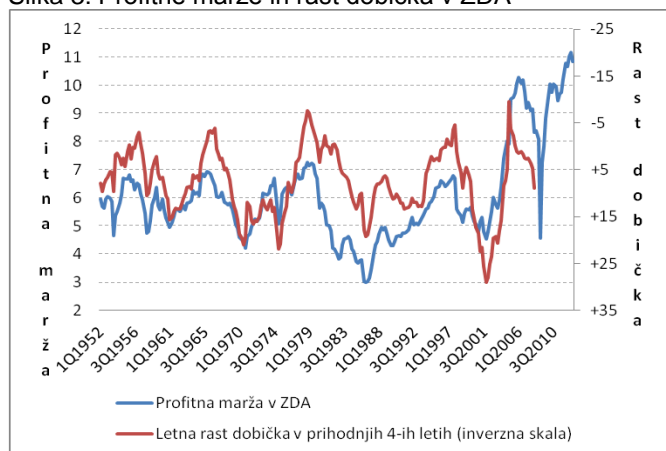


Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Pomembni so prihodnji dobički

Ob gospodarskem okrevanju v ZDA bi lahko sklepali, da bodo dobički ameriških družb v prihodnje rasli hitreje od dobičkov evropskih, kar govori v prid naložbam v delnice ameriških družb. Vendar je gospodarsko okrevanje samo eden od dejavnikov. Višja gospodarska rast v ZDA bo resda pozitivno vplivala na rast prihodkov ameriških družb, kar pa ne pomeni nujno tudi bistveno višjih dobičkov, na katere vplivajo tudi odhodki.

Slika 3: Profitne marže in rast dobička v ZDA



Vir: Bloomberg, Hussman funds, lastni izračuni.

Profitne marže² ameriških družb v vsaj zadnjih 60-ih letih še nikdar niso bile tako visoke in še vedno, ko so bile marže zgodovinsko visoke, je bila rast dobičkov v prihodnjih letih nizka ali celo negativna. To kaže tudi slika 3, iz katere je razvidno, da je obdobju visokih marž sledila podpovprečna rast dobičkov v naslednjih štirih letih (prikazano z inverzno skalo). Trenutne visoke marže so posledica hitre rasti produktivnosti ob podpovprečni rasti stroškov dela v zadnjih štirih letih ter zgodovinsko nizkih stroškov obresti in učinkovitih davčnih stopenj. Z znižanjem stopnje

¹ Upošteva reinvestirane dividende.

² Razmerje med čistim dobičkom in prihodki.

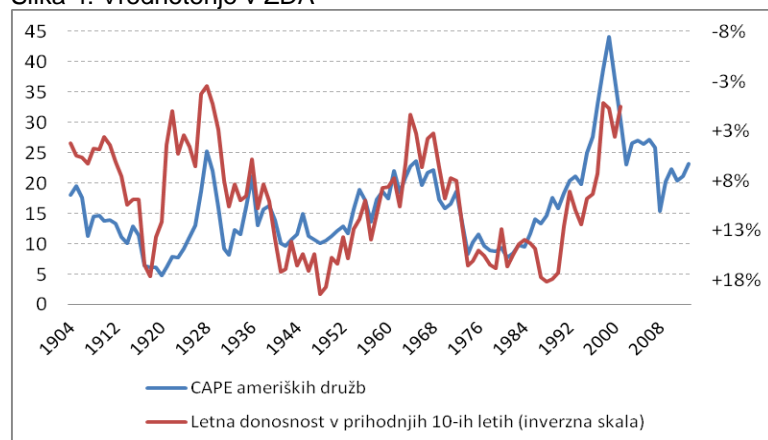
brezposelnosti lahko pričakujemo pritisk delavcev na višje plače, ob tiskanju ameriške centralne banke in okrepanju gospodarstva pa je precej bolj verjetna tudi rast obrestnih mer, kar je negativno za prihodnje gibanje marž in s tem tudi dobičkov. Poleg tega visoke marže in visoki dobički prej ali slej privabijo novo konkurenco, kar bi lahko dodatno znižalo marže podjetij.

V nasprotju z ameriški so marže evropskih družb danes precej nižje. Države evroobmočja, posebno tiste problematične, so v zadnjih nekaj letih sprejele ostre varčevalne in strukturne ukrepe, ki so kratkoročno negativno vplivali na gospodarsko rast ter s tem na prihodke in dobičke družb. A čez čas bodo ti ukrepi dali rezultate v obliki višje gospodarske rasti, kar bo pozitivno tudi za dobičke podjetij, posebno ob upoštevanju dejstva, da so bile tudi evropske družbe v zadnjih letih prisiljene močno racionalizirati svoje poslovanje.

Kaj pa vrednotenje - P/E ali CAPE³?

Pri presojanju, ali je določena regija ugodno vrednotena, se običajno najprej primerjajo trenutne cene glede na pretekle dobičke (kazalnik P/E). Vrednotenje ameriških delnic (P/E = 16,24) je tako še vedno ugodno in tudi

Slika 4: Vrednotenje v ZDA



Vir: Bloomberg, Hussman funds, lastni izračuni.

primerljivo z vrednotenjem evropskih (P/E = 17). Ta mera pa je lahko zavajajoča, posebno v času visokih profitnih marž in napihnjenih dobičkov, saj predvideva, da bodo marže in dobički ostali podobno visoki tudi v prihodnje.

Višjo napovedno moč pri prihodnji donosnosti ima tako za cikel prilagojen kazalnik P/E (CAPE), ki kaže povsem drugačno zgodbo. CAPE za ameriški trg namreč znaša že več kot 23, kar je manj kot leta 2001 pred pokom tehnološkega balona in leta 2007 pred takratno finančno krizo. Je pa to še vedno precej več od zgodovinskega povprečja in tudi občutno višje kot CAPE evropskih delnic (CAPE < 13). Iz slike 4 lahko vidimo, da je

bila pri zgodovinsko nadpovprečno visokem CAPE v naslednjem 10-letnem obdobju donosnost delnic podpovprečna.

ZDA so v dobri kondiciji, zato ne preseneča, da so vlagatelji regiji naklonjeni. Nasprotno velja za evroobmočje, ki je še vedno prežeto z nevarnostmi, tveganji in pesimizmom. To je tudi eden od ključnih razlogov, da so danes ameriške delnice, merjeno s kazalnikom CAPE, občutno dražje od evropskih. Poleg tega rast dobičkov ameriških družb skoraj zagotovo ne bo tako hitra kot v zadnjih štirih letih. Nasprotno imajo družbe iz držav evroobmočja po prestrukturiranju družb in tudi samih držav v zadnjih letih še ogromno potenciala pri rasti oz. normalizaciji poslovanja in s tem dobičkov. Ocenjujemo, da je za potrpežljive vlagatelje, ki v ospredje postavljajo vrednotenje in jih trenuten pesimizem glede evroobmočja ne skrbi, smiselno v okviru delniških naložb povečati delež delnic evropskih družb.

Marko Bombač, CFA
višji upravitelj premoženja

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 – UPB3, 78/11, 55/12 in 105/12-ZBAN-1J; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 389. člena ZTFI. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 373. členu ZTFI. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalnih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.

³ P/E – razmerje med trenutno ceno delnice in dobičkom na delnico v zadnjih dvanajstih mesecih (nižji kot je P/E, bolj ugodno so delnice vrednotene). CAPE – za cikel prilagojen PE kazalnik, ki kaže razmerje med trenutno ceno delnice in povprečnim dobičkom na delnico v zadnjih desetih letih.