

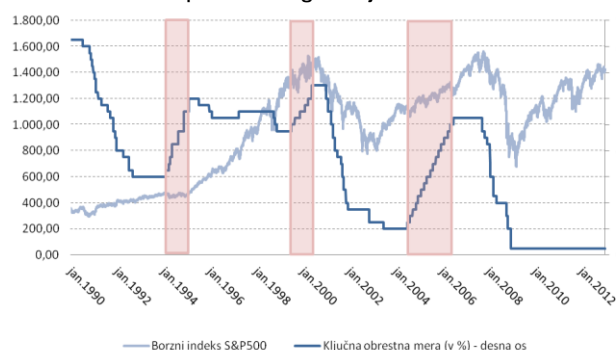
Opazno različni obeti za ameriške in evropske delnice

Če je bilo še pred dobrimi petimi leti vlagatelje po svetu strah finančne apokalipse, pa so danes razmere popolnoma drugačne. Strah in skrbi vlagateljev so pozabljene, na finančne trge po svetu pa se postopoma vrača pohlep. To velja zlasti za ZDA, ki beleži solidno gospodarsko rast, tečaj delnic ameriških družb pa so se od dna 9. 3. 2009 več kot potrojili (rast za 208 %, vključujoč dividende v USD). Po drugi strani se del evroobmočja (to velja predvsem za PIIGSS države) še vedno sooča s strukturnimi težavami, stopnja brezposelnosti pa je najvišja od devetdesetih let prejšnjega stoletja. So lahko vlagatelji zaradi boljšega gospodarskega zdravja v ZDA bolj optimistični tudi glede naložb v ameriške delnice?

Gospodarski obeti

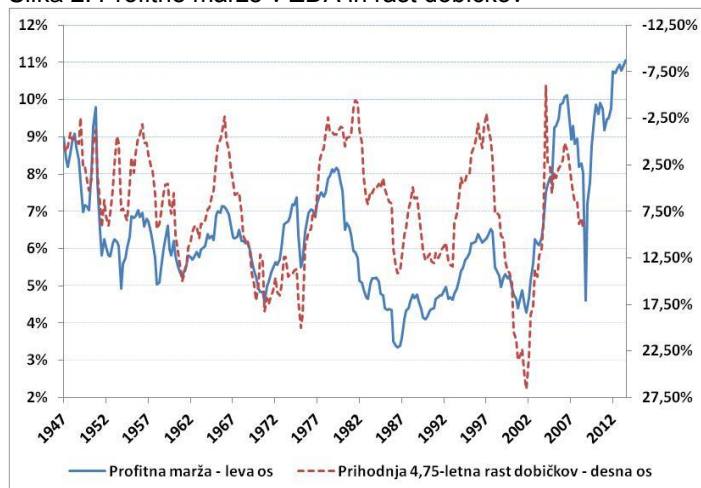
ZDA: Ameriško gospodarstvo nadaljuje z vse močnejšim okrevanjem. Tam se stopnja brezposelnosti vztrajno znižuje, cene nepremičnin rastejo, povprečen Američan pa optimistično zre v prihodnost in zato več troši. Omenjeno v kombinaciji s še vedno ohlapno denarno politiko ameriške centralne banke (Fed) govori v prid pospešenemu gospodarskemu okrevanju, kar nenazadnje napovedujejo tudi ameriški centralni bankirji. Ravno slednje pa je glavni vir tveganja za vlagatelje v ameriške delnice, saj se s tem približuje konec ohlapne denarne politike, ki je bila pomemben dejavnik pretekle rasti delniških tečajev. Še več, sredi leta 2015 bi lahko prišlo do dviga ključne obrestne mere Fed-a, kar v splošnem znižuje vrednost finančnih instrumentov. Tako so ameriške delnice v zadnjih treh obdobjih dvigovanja ključne obrestne mere (Slika 1) dosegle sicer pozitivne, a zgodovinsko podpovprečne donosnosti (približno +5 % letno).

Slika 1: Pretekle epizode dvigovanja obrestnih mer v ZDA



Vir: Bloomberg.

Slika 2: Profitne marže v ZDA in rast dobičkov



Vir: spletna stran St. Louis Fed.

Poleg tega bo ob zgodovinsko visokih profitnih maržah zalet pri okrevanju najverjetneje manj kot sicer dvignil dobičke ameriških družb. Sodeč po Sliki 2 je v preteklosti visokim maržam (leva os) sledila podpovprečna ali celo negativna rast dobičkov v prihodnjih 4,75¹ letih (desna os). Z okrevanjem gospodarstva se znižuje tudi stopnja brezposelnosti v ZDA, izkoriščenost kapacitet pa raste, kar postopoma ustvarja pritisk na rast stroškov. To bi se lahko odrazilo na nižjih maržah družb in s tem posledično na nižji rasti dobička glede na rast prodaje.

Evroobmočje: Za razliko od ZDA evroobmočje precej počasneje okrevaja, trn v peti pa so bile še do nedavnega predvsem PIIGSS države (Portugalska, Italija, Irska, Grčija, Španija in Slovenija). A evroobmočje je sredi leta 2013 izšlo iz recesije in tudi PIIGSS države so v preteklih letih deloma izvedle notranjo devalvacijo in odpravile neravnotežja, ki so tudi privedla do evropske dolžniške krize. Še več, anketni indeksi prihodnje gospodarske

aktivnosti (PMI indeksi) nakazujejo na gospodarsko okrevanje PIIGSS držav v prvem četrtletju letošnjega leta. A Evropska centralna banka (ECB) bo ob še vedno močno heterogeni gospodarski rasti držav evroobmočja in nizki inflaciji, ki se je v zadnjih mesecih še dodatno znižala, v letu 2014 povečala denarne spodbude ali pa denarno politiko ohranila vsaj tako ohlapno kot v 2013, kar bo nudilo podporo evropskim delniškim tečajem. Poleg tega so bile družbe iz PIIGSS držav zaradi upada prihodkov v zadnjih letih prisiljene v racionalizacijo poslovanja. Ob nižjih stroških bi lahko že rahlo okrevanje teh držav znatno dvignilo dobičke in posledično tudi tečaje delnic teh družb.

¹ Povprečna dolžina cikla v ZDA

Vrednotenje

ZDA: Ameriške delnice danes glede na razmerje med ceno in dobičkom zadnjega leta (kazalnik P/E trenutno znaša 18,42) kljub zgodovinsko nadpovprečni vrednosti tega kazalnika niso neugodno vrednotene, posebno ob upoštevanju nizkih obrestnih mer. A obrestne mere se bodo z zategovanjem pasu Fed-a v prihodnjih letih najverjetneje višale, poleg tega so trenutni dobički ameriških družb nenavadno visoki (zgodovinsko visoke marže), zaradi česar je trenutni kazalnik P/E nižji, kot bi bil sicer. Primernejša mera za vrednotenje delnic in napovedovanje njihove prihodnje donosnosti je, po utemeljitelju investiranja na osnovi temeljne vrednosti,

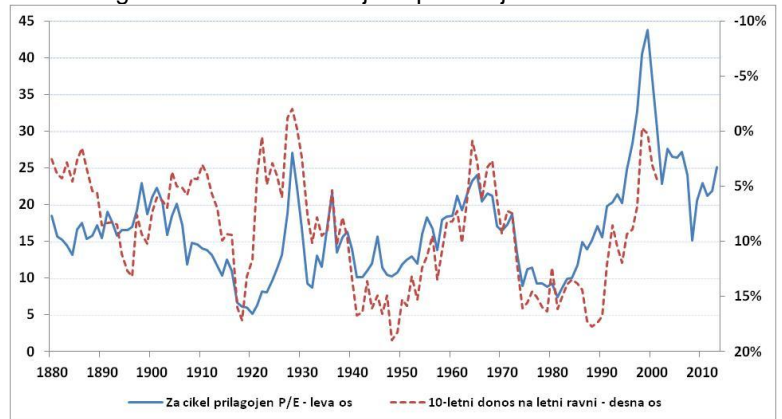
Benjaminu Grahamu, in Nobelovemu nagrajencu, Robertu Shillerju, v zadnjih 130 letih za cikel prilagojen P/E (današnja cena glede na pretekli 10-letni povprečen dobiček, v nadaljevanju CAPE). Tako je nadpovprečno visokemu CAPE (leva os) v preteklosti (Slika 3) sledila podpovprečna 10-letna donosnost ameriških delnic na letni ravni (desna os, inverzna skala). CAPE ameriških delnic je po eni strani danes precej visok pri približno 25,4 (Slika 3). To je sicer trenutno precej nižja vrednost kot pred pokom tehnološkega balona, ko je znašal več kot 40, kar nakazuje, da lahko v prihodnjih 10 letih pričakujemo višjo donosnost kot v 10 letih od vrha tehnološkega balona, ko je ta, vključujoč dividende, znašala -0,9 % letno. Po drugi strani pa je trenutni CAPE za več kot 50 % višji od mediane zadnjih 130 let. Slednje nakazuje na podpovprečno, 4-5 % letno donosnost ameriških delnic v prihodnjih 10 letih.

Evroobmočje: Evropske delnice so po kazalniku CAPE precej bolj ugodno vrednotene kot ameriške (Slika 4), podobno kot pri gospodarski rasti pa so tudi pri vrednotenju posameznih držav evroobmočja precejšnje razlike. Najbolj ugodno so tako glede na kazalnik CAPE trenutno vrednotene ravno delnice družb iz PIIGSS držav, kar nakazuje na nadpovprečno prihodnjo donosnost delnic iz PIIGSS držav. Upošteva ta kazalnik bi lahko prihodnja 10-letna donosnost evropskih delnic precej presegla donosnost ameriških delnic. Izmed evropskih pa bodo verjetno najbolj donosne ravno delnice družb iz do nedavnega problematičnih PIIGSS držav.

V preteklosti je vrednost kazalnika CAPE zelo dobro nakazovala prihodnjo donosnost ameriških delnic. Nadpovprečno visok CAPE je v povprečju pomenil podpovprečno donosnost delnic in obratno. ZDA solidno okrevajo in so v dobri kondiciji, zato ne preseneča, da so vlagatelji regiji naklonjeni. A ob nadpovprečno visokem CAPE in čedalje manj ohlapni denarni politiki Fed-a pričakujemo podpovprečno donosnost ameriških delnic. Po drugi strani so vrednotenja v Evropi precej bolj ugodna, posebno v PIIGSS državah, ki so bile do nedavnega med vlagatelji pozabljena naložbena možnost. A vlagatelji se ob ugodnem vrednotenju in deloma izvedenih potrebnih ukrepih v regijo vračajo. Ocenjujemo, da je za potrpežljive vlagatelje, ki v ospredje postavljajo vrednotenje, smiselno v okviru delniških naložb povečati delež delnic evropskih družb s poudarkom na družbah iz PIIGSS držav.

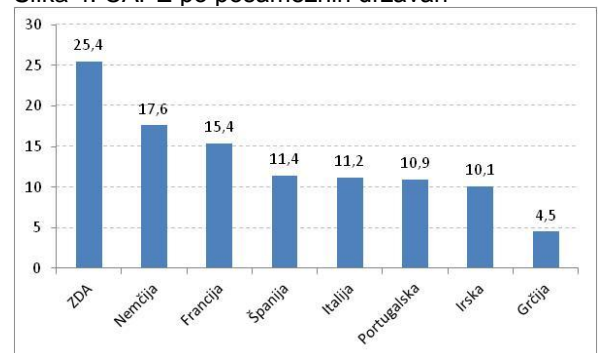
Marko Bombač, CFA
višji upravitelj premoženja

Slika 3: Zgodovinsko vrednotenje in prihodnja donosnost



Vir: www.jeremysiegel.com, www.econ.yale.edu/~shiller/.

Slika 4: CAPE po posameznih državah



Vir: www.econ.yale.edu, Bloomberg, lastni izračuni.

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 s spremembami in dopolnitvami; 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 in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih 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.