

# Investiční velkotrendy

## Valuace

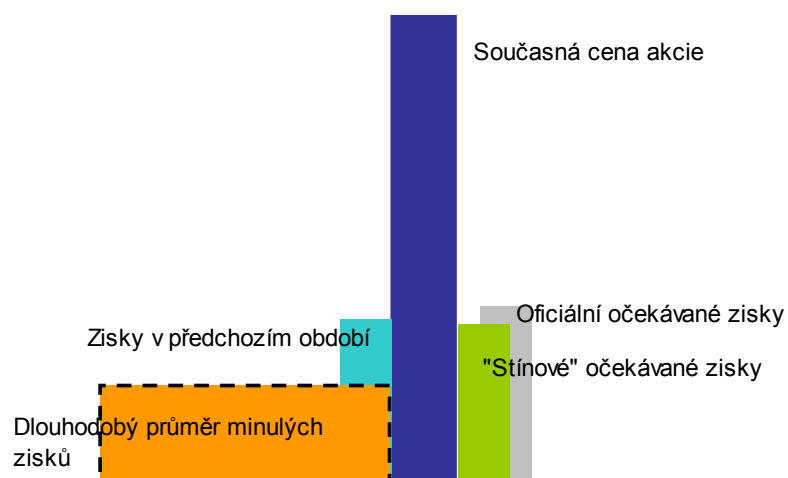
Jiří Soustružník

Duben 2012

## Investiční velkotrendy: Valuace

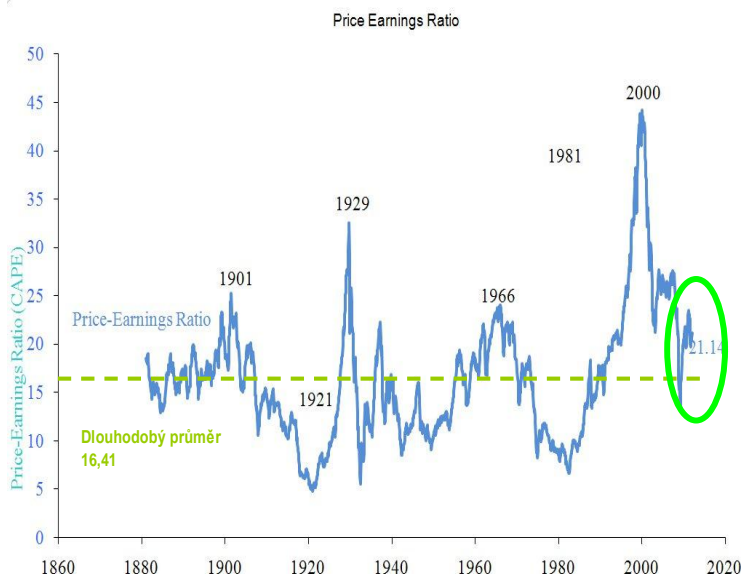
- **Základní investorova otázka (asi) zní: „Jsou akcie levné, nebo drahé?“**
- **Pokus o odpověď může být učiněn:**
  - **Pohledem na dlouhodobé trendy ve valuaci akcií – v násobcích, za jaké se obchodují zisky na akcii**
  - **Pohledem na dlouhodobé trendy v ceně/nákladu kapitálu**

# Valuace: PE



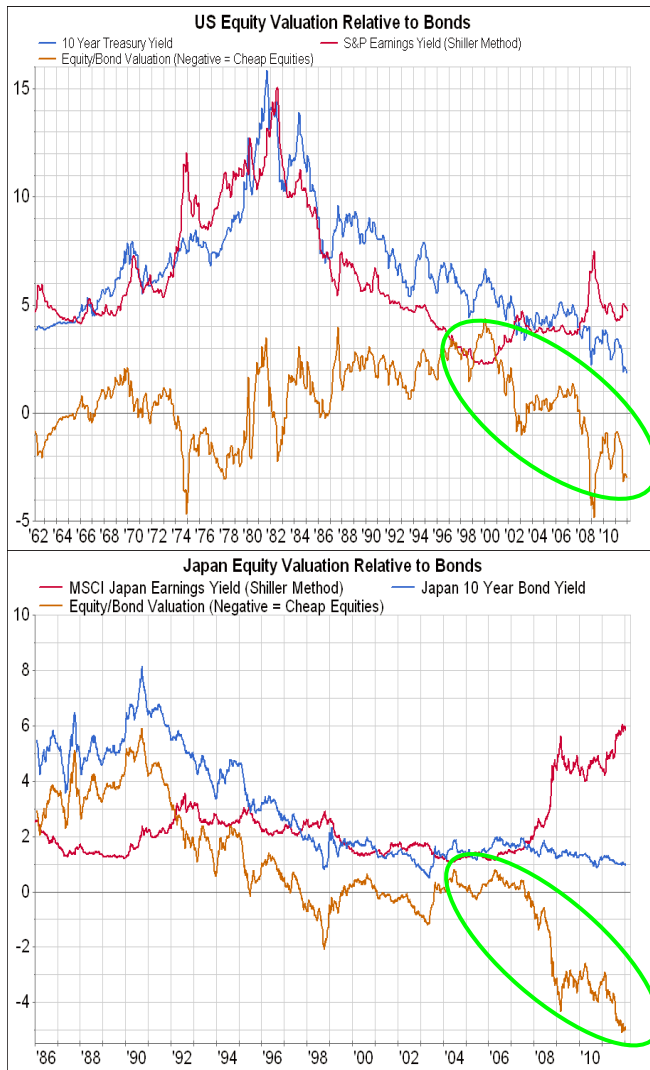
- **Základní valuační měřítko: PE - poměr ceny akcie P (či hodnoty indexu) a zisku na akcii E.**
  - PE dozaduhledící (historické zisky),
  - PE dopředuhledící (očekávané zisky).
- **Výše PE, s jakým se trh či akcie obchoduje, vždy závisí na:**
  1. **očekávaném růstu/poklesu zisků v budoucnu,**
  2. **nákladu kapitálu: Bezrizikovém výnosu a rizikových premiích,**
  3. **výplatním poměru (poměru dividend a zisků).**
- **Čím vyšší očekávaný růst, nižší náklad kapitálu a více vyplacených dividend z daných zisků, tím vyšší PE. A naopak.**
- **Obrácené PE = ziskový výnos akcií (EP)**

# Valuace: Dozaduhledící PE - ne moc optimismu



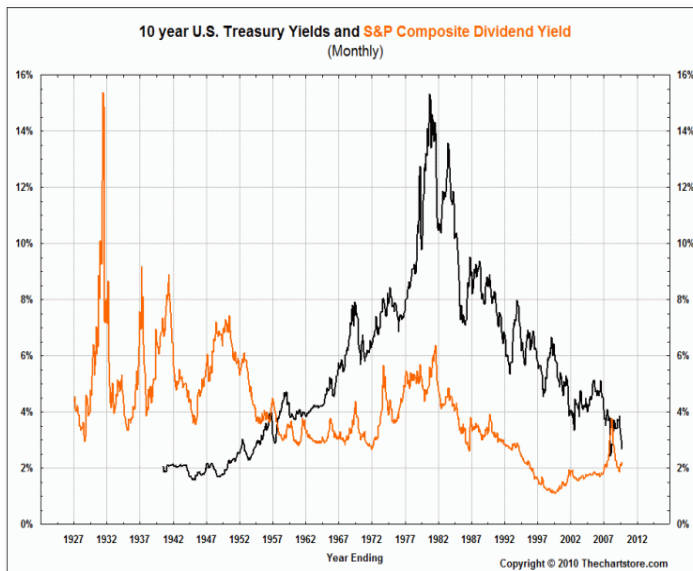
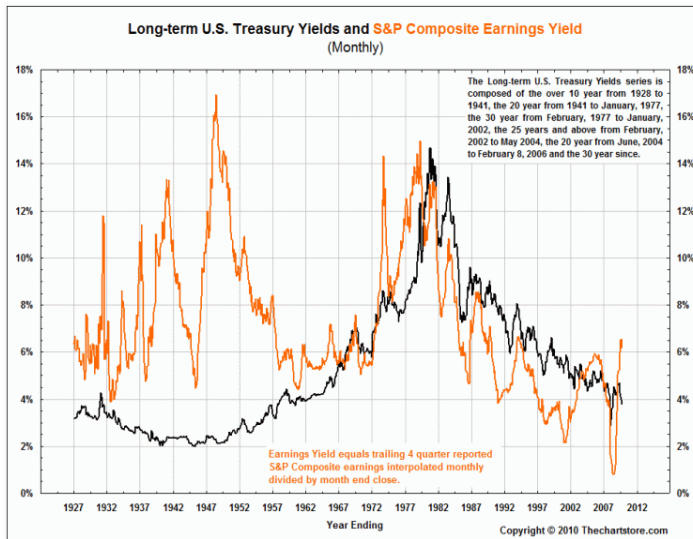
- Dozaduhledící PE: Poměr ceny akcie a minulých zisků.
- Shillerovo PE (CAPE): Odvozené od desetiletého klouzavého průměru minulých zisků (zisky cyklicky očištěny).
- Shillerovo PE:
  - Velké fluktuace, ultra dlouhodobý průměr 16,4, nyní se pohybujeme nad 20.
  - Bud' jsou tedy zisky za posledních deset let irelevantní – ležely příliš nízko a nyní se strukturálně zvedly (viz dále),
  - nebo jsou ceny akcií příliš vysoko a valuace bude konvergovat k průměru (s možným přestřelením).
  - Poslední podhodnocení trhu na počátku 90. let a pak krátce v letech 2008/2009.
- Průměry pro kratší období: Za posledních 20 let byl průměr CAPE 21 (tj. nyní jsme cca na této úrovni), za posledních 10 let 26.

# Valuace: Dozaduhledící PE vs. dluhopisy - optimistická verze



- **Namísto srovnání s historickými průměry PE můžeme použít srovnání s výnosy vládních dluhopisů:**
  - **Výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA nyní mírně nad 2 %,**
  - **Ziskový výnos indexu S&P 500 (EP) dosahuje asi 5 % (grafy: Gavyn Davies).**
  - **EP v USA vysoko nad výnosy dluhopisů, podobná je situace v Německu a Japonsku (druhý graf).**
- **Porovnání s vývojem od 60. respektive 80. let ukazuje, že akcie jsou nyní velmi levné, nebo dluhopisy velmi drahé.**
- **Mělo by tedy dojít k:**
  - **růstu výnosů dluhopisů (pokles jejich cen),**
  - **růstu cen akcií (růst PE),** nebo
  - **obojímu,**
  - **či ani k jednomu - viz následující.**

# Valuace: PE vs. dluhopisy - pesimistická verze



- **Klíčová otázka: Proč by měl být dividendový (druhý graf), či ziskový výnos akcií (první graf) standardně pod výnosy dluhopisů?**
- **Dlouhodobější pohled: Až do cca 60. let se ziskové i dividendové výnosy nacházely znatelně nad výnosy dluhopisů.**
- **Období 1967 – 2007 je tak novou normou či pouhou anomálií s příliš nízkými rizikovými prémie, vysokým očekávaným růstem a následně vysokou valuací.**
- **Jednoduchá kalkulace (Gordonův vzorec): Srovnáme PE, když jsou: Vysoké výnosy, očekávaný růst a nižší prémie vs. nízké výnosy a růst, vyšší prémie (past likvidity):**

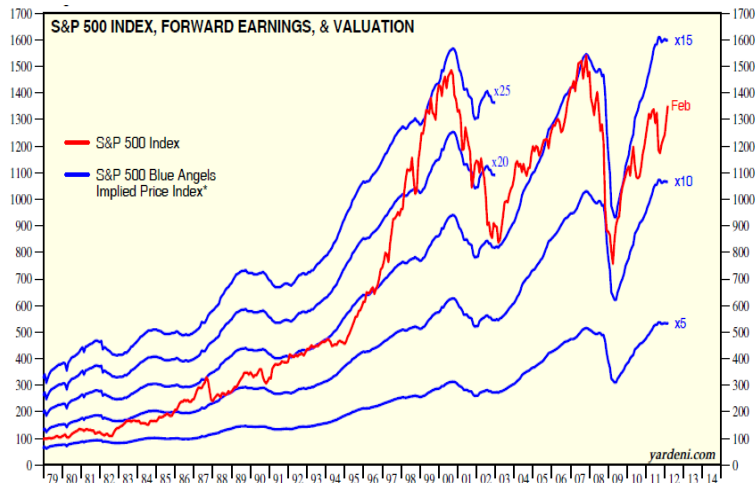
## Po 60. letech:

Výnos vl.dluhopisů	6.00%
Riziková prémie	3.0%
Očekávaný růst	6.0%
POR	50%
PE	16.67
<b>Ziskový výnos</b>	<b>6.00%</b>

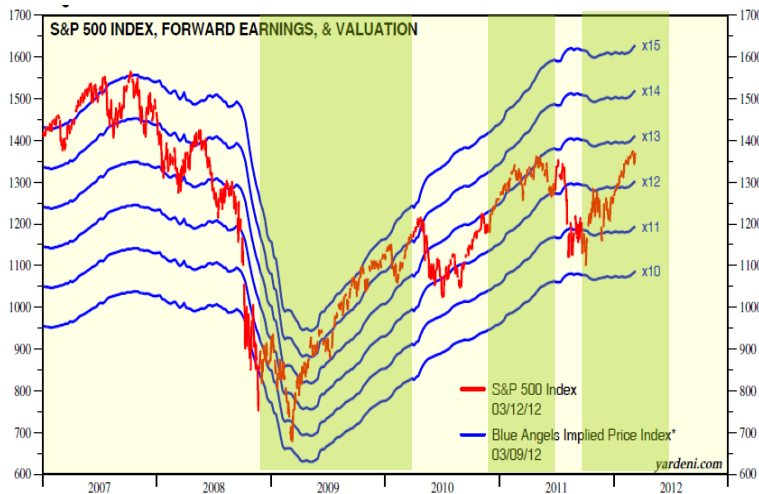
## Před 60. lety:

Výnos vl.dluhopisů	2.00%
Riziková prémie	6.0%
Očekávaný růst	5.0%
POR	50%
PE	16.67
<b>Ziskový výnos</b>	<b>6.00%</b>

# Valuace: Dopřehledící PE - čekání na předkrizovou „15“?



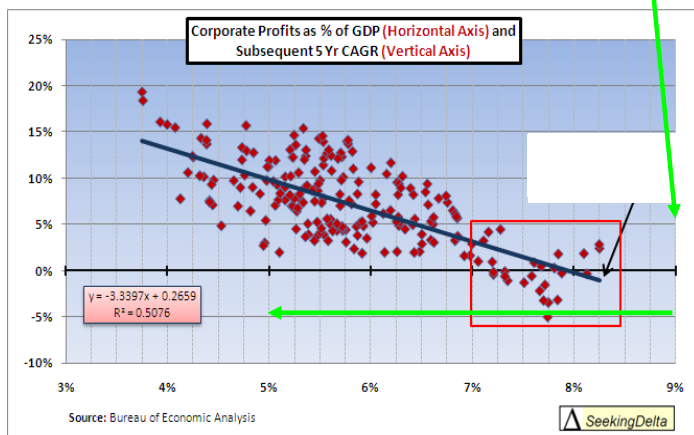
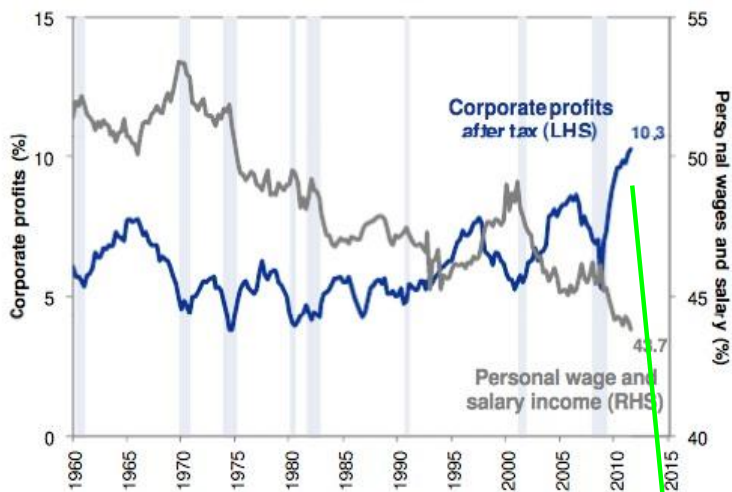
\* Implied price index calculated using forward earnings times forward PEs.  
Source: Standard & Poor's Corporation and Thomson Reuters.



- **Nejčastěji používané PE: Poměr ceny akcie (indexu) a zisků očekávaných v nadcházejícím roce.**
- **Grafy: Yardeniho „letové hladiny“ cen akcií - hypotetické ceny akcií při neměnném PE:**
- **Dlouhodobější pohled: Významná letová hladina (PE) kolem 15 (před rokem 1995, 2002 – 2007).**
- **Při krizi propad až na PE hladinu 10, naivní pokus o návrat na 14 – 15 (2009). Otestování hladiny 12 (2010) a dokonce 11 (2011).**
- **Pokud věříme v brzký návrat starých časů, může být PE 15, které bývá často zmiňováno jako dlouhodobý průměr dopřehledících US PE, relevantní.**
- **Ani QE nešroubuje PE k 15, jeho šroubovací síla neroste.**

# Valuace: Růst zisků – co nás k PE 15 (ne)dostane

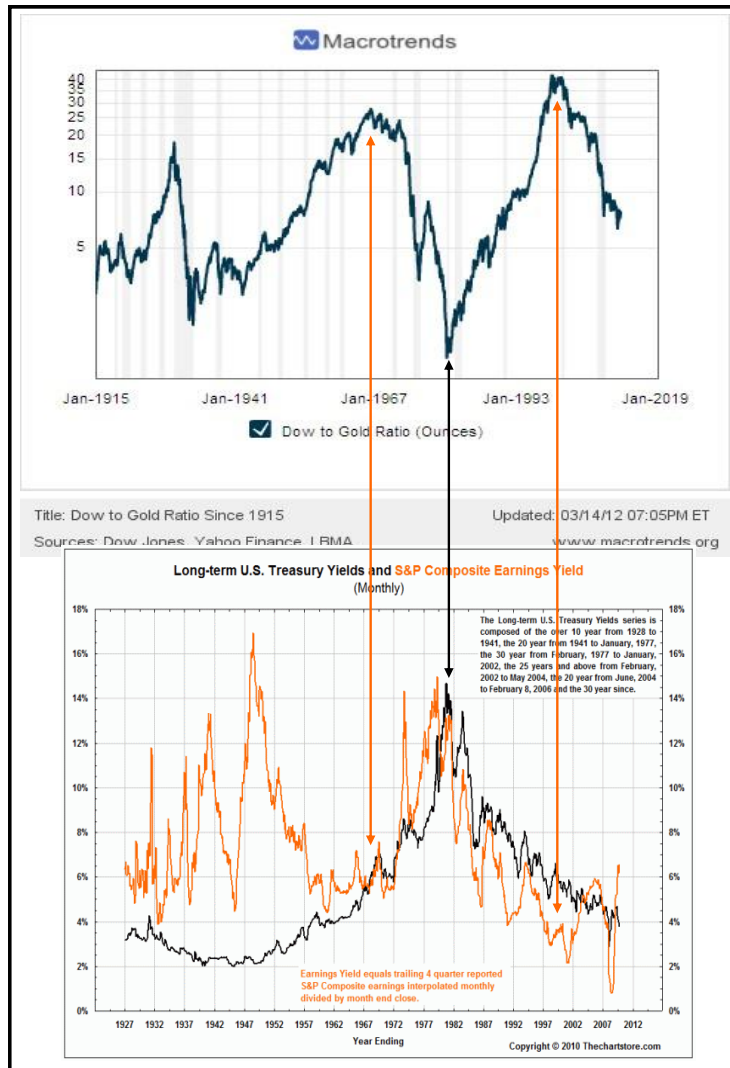
## Corporate profits and wages as shares of GDP



- Pomůže akciím a PE další růst zisků?
- Reálné zisky nyní vysoko nad trendem, podíl zisků na HDP je velmi vysoko (první graf).
- Vysoký podíl zisků = jejich růst v následujících 5 letech velmi nízko = nižší PE (druhý graf).
- Nebo opět „Nová doba“:
  - Pimco ND: Oddlužení, slabý růst a poptávkový útlum (ještě hůř, než ukazuje druhý graf)
  - Pozitivní ND:
    - USA pokročily ve zvyšování konkurenceschopnosti (utlumený růst mezd – první graf),
    - mají přístup k levné energii (plyn),
    - stále více zisků obchodovaných společností generováno na rozvíjejících se trzích.

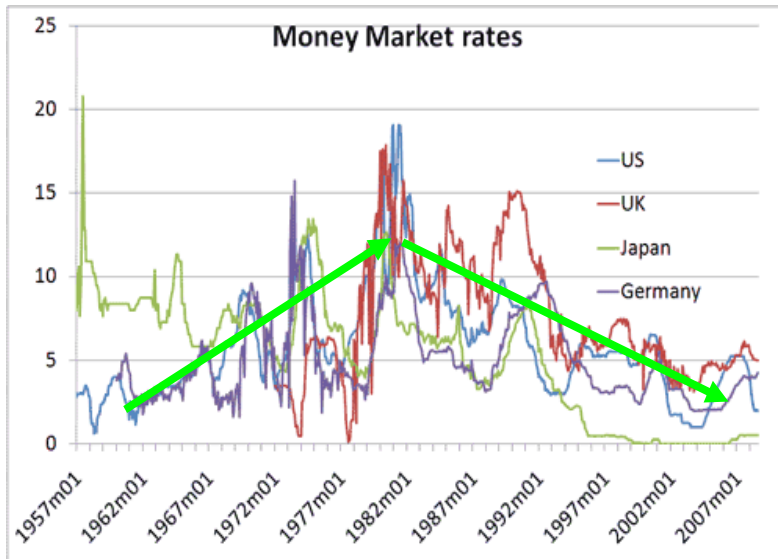


## Valuace: Akcie a zlato – první drahé, nebo druhé levné?



- Exotický pohled na valuaci – kolik uncí zlata zaplatíme za index Dow Jones.
- Od roku 1915 patrné tři cykly. První dva dosáhly dna ztatečně pod 5 uncemi.
- Pokud podobně uzavřeme podobně třetí cyklus, je Dow ve srovnání se zlatem stále drahý. Buď oslabí akcie, nebo posílí zlato.
- Možná interpretace grafu: Ukazuje dlouhodobé vlny inflace a/nebo nejistoty, které mění relativní poptávku po reálných a finančních aktivech.
  - Akciím nesevědí nejistota, deflace ani vyšší inflace,
  - Zlatu nesevědí deflace, roste při vyšší inflaci (i potenciální) a nejistotě.
  - Křivka klesá v dobách relativně vyšší inflace/vyšší nejistoty a naopak. Logika odpovídá posunům výnosů a EP ve druhém grafu.

# Valuace: Na konci velkého cyklu nákladu kapitálu

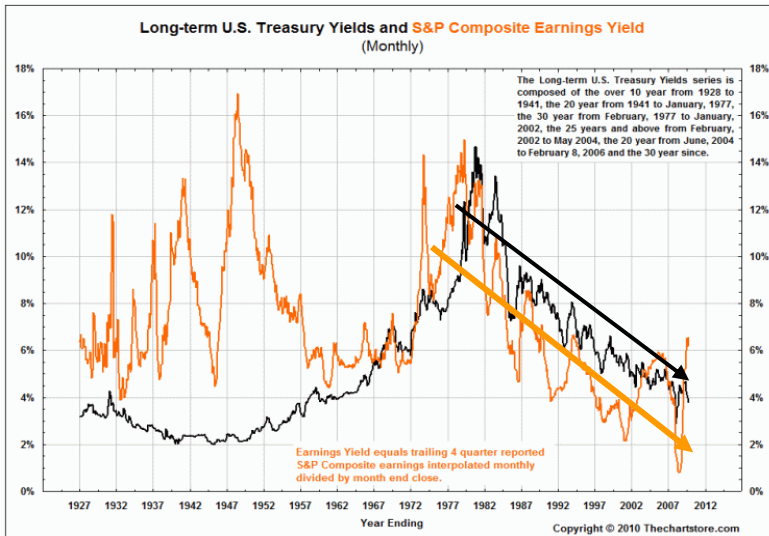


- **Cena/náklad kapitálu je kandidátem na nejdůležitější cenu v ekonomice.**
- **Promítá se do ní chování veřejného i soukromého sektoru, ovlivňuje všechny další ceny a hlavně valuace a ceny investičních aktiv.**
- **Stojíme na konci jednoho velkého cyklu:**

– **Po 50. letech přišel globální růst výnosů, a pokles valuací (PE).**

– **Obrat přišel v 70. - 80. letech a nastal pokles výnosů, růst PE (pokles EP).**

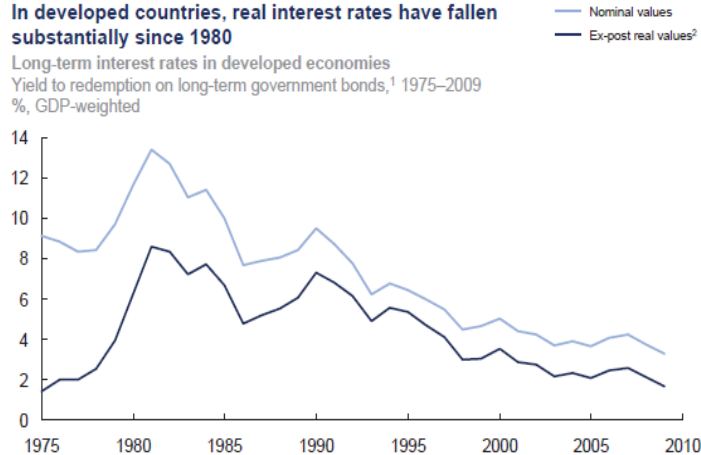
– **Nyní jsme na dně, výnosy již výrazně klesnout nemohou.**



# Valuace: Na konci velkého cyklu nákladu kapitálu

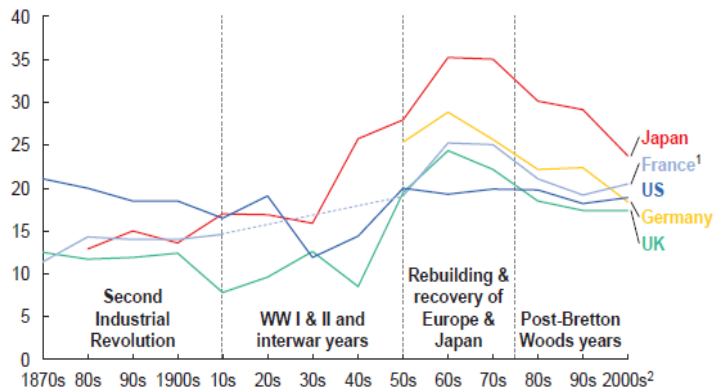
In developed countries, real interest rates have fallen substantially since 1980

Long-term interest rates in developed economies  
Yield to redemption on long-term government bonds,<sup>1</sup> 1975–2009  
%, GDP-weighted



Declining investment in developed economies reflects the ebbing of a post-WWII investment boom in Western Europe and Japan

Investment rate by country—10-year periods from 1870–2008  
% of GDP, nominal values



<sup>1</sup> Data not available from 1914–49.

<sup>2</sup> 2000–08.

SOURCE: Maddison (1992); McKinsey Global Economic Growth Database; McKinsey Global Institute

- Podobný vývoj prodělala reálná i nominální cena kapitálu.
- Cyklus obecně dán: Chováním CB, nabídkou úspor, poptávkou po nich (investicemi, poptávkou od vlád a domácností).
- Primární faktor - jsou tu soupeřící teorie vysvětlující dlouhodobý pokles nákladu kapitálu:
  - p. Bernanke a spol.: Na světě je příliš mnoho úspor (a ty mimo jiné „nutí“ Spojené státy do deficitů).
  - p. Taylor a spol.: Úspor je málo, likvidity je hodně.
  - McKinsey scénář – Rozhodující je poptávka po kapitálu:
    - Poválečná obnova táhla nahoru cenu kapitálu (a dolů valuaci aktiv).
    - Pak pokles investic přináší pokles ceny kapitálu (a růst valuací aktiv).

## Valuace: Na konci velkého cyklu nákladu kapitálu

Prostor pro další výrazný pokles výnosů dluhopisů velký není. Přejde:

### 1. Stagnace výnosů – past likvidity:

- Hrozí, že v pasti likvidity budeme dál jen snít o tom, že se PE posune na 14 – 15.

### 2. Negativní obrat výnosů nahoru:

- Růst nabídkové inflace, růst rizikových prémie u zemí dosud považovaných za bezpečné... ; pro PE depresivní.

### 3. Pozitivní obrat výnosů nahoru::

- Oživení a růst agregátní poptávky, který sebou táhne nahoru i náklad kapitálu.
- Nejdříve růst výnosů doprovázený růstem valuace a cen akcií - pohyb dál od pasti likvidity. Kritická hranice pro akcie: např. podle HSBC výnosy na 7 %. Poté by měly akcie na další růst výnosů reagovat klasicky – tj. negativně.
- Může ale následovat dlouhodobý McKinsey scénář: Náklad kapitálu poroste kvůli vyšším investicím v rozvíjejících se ekonomikách. Celkový efekt na riziková aktiva může být pozitivní: Došlo by k eliminaci chronického nedostatku poptávky ve světové ekonomice a alespoň zmírnění globálních nerovnováh (samotné oživení v USA dlouhodobě nestačí!).

# Valuace: Suma sumárum

## 1. Současný stav:

- **Cyklicky očištěné (dozaduhledící) PE se nyní nachází nad dlouhodobým průměrem.**
- **Pokud soudíme na základě několika posledních desetiletí, akcie jsou relativně k dluhopisům levné/dluhopisy drahé (ziskový výnos akcií leží nad výnosy dluhopisů).**
- **Pokud ovšem soudíme na základě delšího období či jednoduché kalkulace, není současný stav žádnou anomálií. Akcie mohou „levné“ zůstat ještě dlouho.**

## 2. Budoucí vývoj:

- **Cena kapitálu je na konci dlouhého cyklu. Zvykli jsme si na klesající náklad kapitálu, rostoucí valuace a na to, že ziskový výnos akcií leží pod výnosy dluhopisů. Současný stav tak hodnotíme jako anomálii a podhodnocený trh.**
- **Nyní může přijít období dlouhodobé stagnace výnosů na nízkých úrovních bez toho, aby se výrazněji zvedala valuace akcií (žádná vysněná „15“),**
- **nebo začne nový cyklus – výnosy se začnou zvedat:**
  - **Pokud přijde prudká (nabídková) inflace, růst rizikových prémie vlád a podobné kalamity, nedá se čekat růst valuace, naopak.**
  - **Nebo přijde poptávkový únik z pasti likvidity, boom (neublinových) investic a spotřeby v rozvíjejících se ekonomikách a valuace budou i přes rostoucí náklad kapitálu vyšší.**

**Suma sumárum: Sledujme Čínu nejen kvůli Číně**

# Děkuji za pozornost



© Ron Leishman \* [www.ClipartOf.com/1046265](http://www.ClipartOf.com/1046265)