

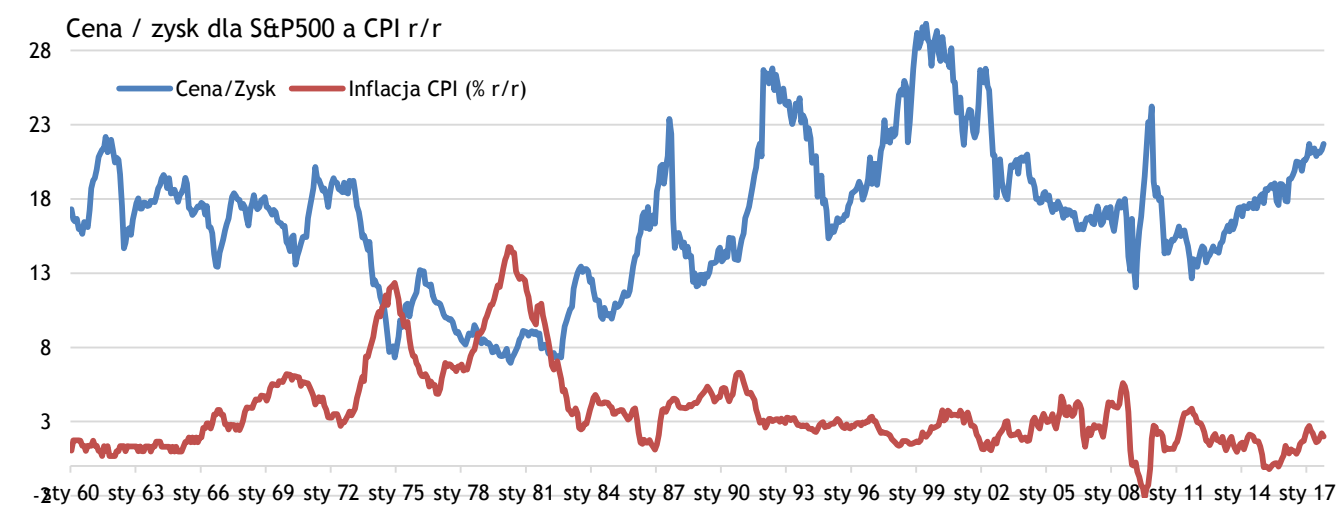
## Czy akcje w USA są drogie?

### Analiza poziomów wycen w relacji do inflacji oraz stopy bezrobocia

Kwestia słuszności poziomów wycen na indeksach giełdowych w Stanach Zjednoczonych to „temat rzeka”. Czy akcje są tanie, czy drogie, czy mamy bańkę, czy może akcje są niedowartościowane? A może wyceny są całkiem uczciwe? Na podstawie poniższej analizy uważam, że to ile inwestorzy są skłonni płacić za zyski spółek S&P500, nie odbiega od tego, czego można by oczekiwać przy obecnych warunkach makroekonomicznych. Czy to oznacza, że główny indeks ma jeszcze przestrzeń by rosnąć, czy jednak powinien się skorygować? Zakładając że wyceny w kolejnym roku nie będą odbiegać od swoich wartości *fair*, o wzroście indeksu będzie decydować dynamika zmian zysków spółek. A tu prognozy na chwilę obecną są korzystne.

Często w komentarzach rynkowych widzimy proste odniesienie obecnych poziomów mnożnika cena/zysk dla najważniejszego indeksu giełdowego świata do jego średniej historycznej. I też nieraz w tych porównaniach celowo wyłącza się okresu bańki IT z przełomu wieków, kiedy wskaźnik cena/zysk dla S&P500 przekraczał 25x zyski (za ostatni rok), tłumacząc że to wypacza historyczne porównanie. To naturalnie od razu obniża nam średnią historyczną mnożnika. Ale z kolei ani razu nie spotkałem się z tym, by z wyliczeń średnich długoterminowych ktoś wykluczał okres, kiedy USA doświadczały wysokiej inflacji, tj. lata 1973-82. Wówczas inflacja CPI przekraczała stale 5%, a w niektórych latach nawet 10%. A faktem jest, że w okresie wysokiej inflacji mnożniki takie jak cena/zysk osiągają niskie poziomy. Alternatywy dla akcji (obligacje, lokaty bankowe) są wówczas bardziej atrakcyjne. A ponieważ okres wysokiej inflacji trwał bardzo długo, to też mocno „wypacza” to poziom średniego historycznego wskaźnika C/Z.

Sytuacja odwrotna ma miejsce, gdy inflacja jest niska. Wówczas mnożniki giełdowe przyjmują wyższe poziomy. I obecnie mamy właśnie okres, kiedy inflacja jest na dość niskich poziomach.



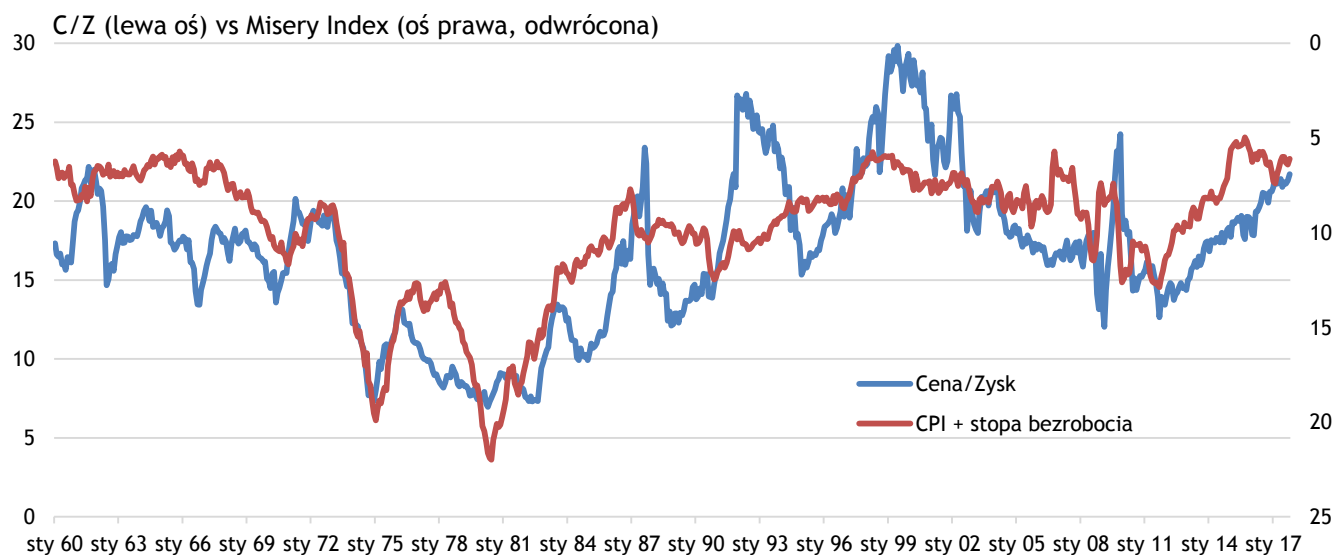
Źródło: Bloomberg.

Dlatego nie można po prostu porównywać bieżących wycen akcji do średnich historycznych i do tego jeszcze wykluczać pojedyncze okresy anomalii, a inne ekstremalne sytuacje już nie. Należy zamiast tego odnosić

się do tych okresów z przeszłości, które charakteryzowały się podobnymi warunków makroekonomicznymi do obecnie panujących. I nie uważam też, że należy budować wyrafinowane i skomplikowane modele. Rynki aż tak skomplikowane nie są. Czasami najprostsze podejścia mogą być najlepsze.

Pierwszym dobrym punktem odniesienia się do sytuacji gospodarczej są wspomniane warunki inflacyjne. One mają kluczowy wpływ na politykę monetarną Fed, a ta ma z kolei przełożenie na rynek obligacji, który jest alternatywną formą inwestowania wobec rynku akcji.

Warto też uchwycić to, w jakim momencie cyklu koniunkturalnego znajdujemy się. To można mierzyć na wiele sposobów, a jednym z najprostszych jest spojrzenie na stopę bezrobocia. Połączenie poziomu inflacji oraz stopy bezrobocia daje z kolei tzw. *Misery Index* (wskaźnik ubóstwa). Historia pokazuje, że taka miara całkiem dobrze pokrywała się z wycenami na S&P500. Zasada jest prosta, im niższa wartość *Misery Index* (na poniższym wykresie, im wyżej jesteśmy na odwróconej prawej osi) tym wskaźnik C/Z powinien być w teorii wyższy.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

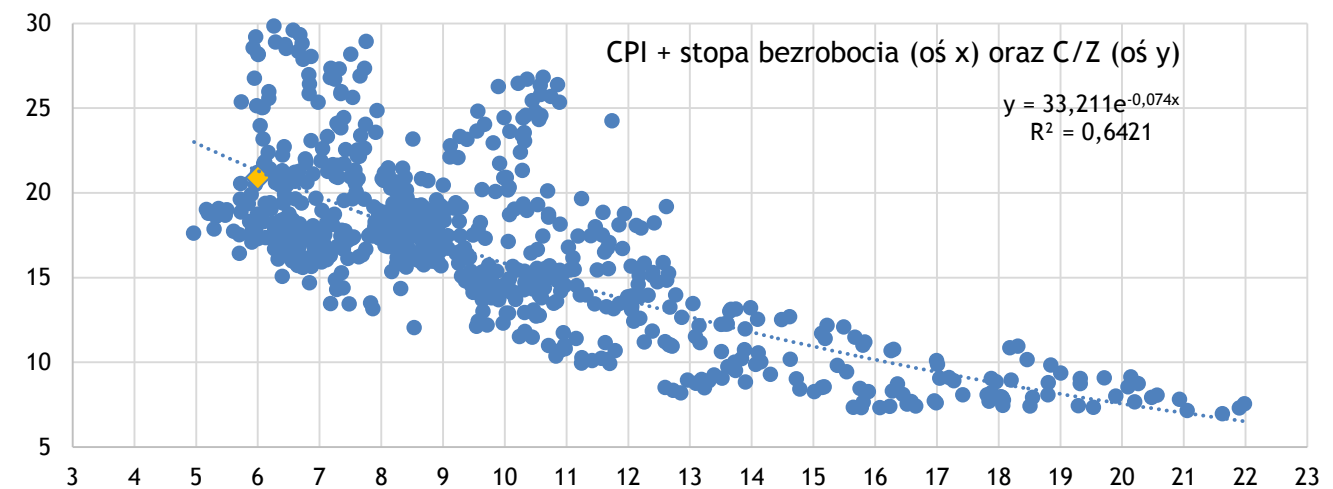
Obecnie *Misery Index* wynosi 6.1% i jest wśród najniższych poziomów od początku lat 60-tych.

Oczywiście można wziąć inne miary dla określenia i alternatyw dla akcji, i momentu w cyklu. Ale, tak jak stwierdziłem powyżej, czasami najprostsze metody są najlepsze. Stosując inne miary często uzyskujemy dużo niższe współzależności, niż przy *Misery Index*. Jako alternatywę dla akcji można wziąć rentowności obligacji, ale wtedy próbujemy wytłumaczyć słuszność wycen na giełdzie innym rynkiem, gdzie nad słusznością wycen też można się długo zastanawiać - zwłaszcza teraz.

Mamy więc trzy miary do badania: cena/zysk (bazuję na zyskach za ostatni rok z uwagi na długi szereg czasowy dostępnych danych), inflację CPI r/r oraz stopę bezrobocia. Jak mają się one do swoich średnich historycznych? Obecnie wskaźnik C/Z dla S&P500 wynosi 21.7x, podczas gdy średnia długoterminowa liczona od 1960 to 16.8x. Na pierwszy rzut oka jest drogo i to właśnie usłyszymy często w komentarzach rynkowych.

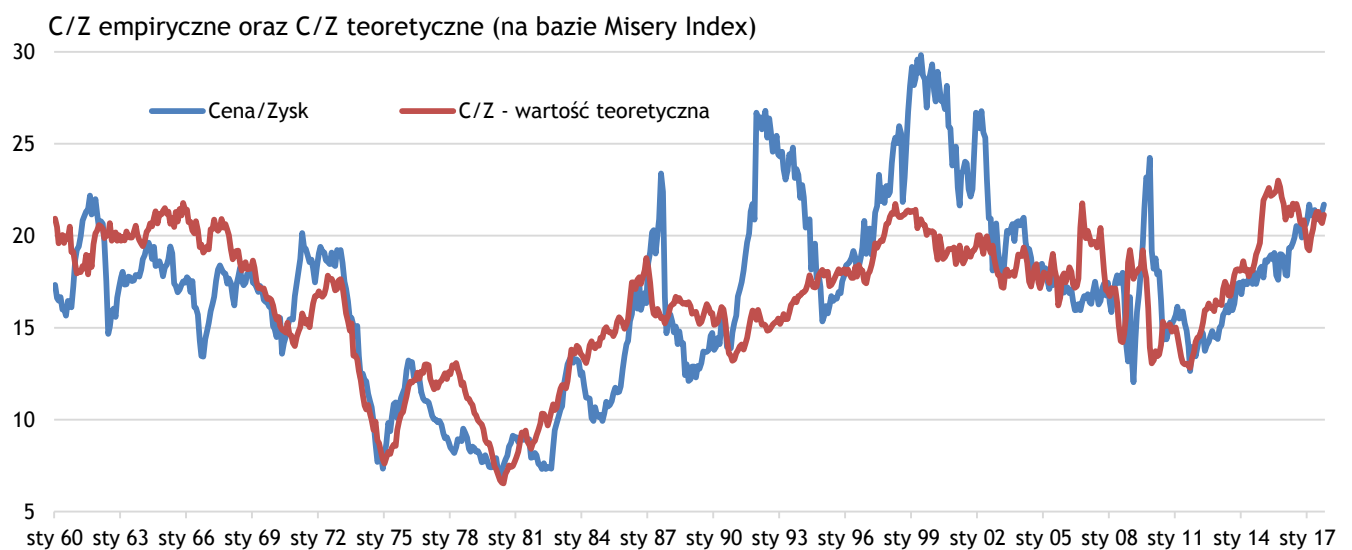
Ale musimy wziąć pod uwagę, że jednocześnie mamy warunki ekonomiczne, które są istotnie lepsze od przeciętnych. Inflacja CPI jest teraz na poziomie 2% wobec średniej historycznej 3.8%. Ostatni raz inflację bliską 4% widzieliśmy w 2011 r. Stopa bezrobocia wynosi 4.1% wobec średniej 6% za ostatnie blisko 60 lat. **Przy takich warunkach makroekonomicznych uzasadnione jest, by wyceny dla S&P500 były powyżej średniej. Ale jaki poziom byłby *fair*?**

Na podstawie poniższych zależności (*Misery Index* oraz *C/Z*) w dalszej części materiału podejmuję próbę wyliczenia wartości teoretycznej mnożnika *C/Z*.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne. Zaznaczony punkt - bieżące poziomy.

Naturalnie faktyczna wartość *C/Z* (dana empiryczna) oraz wartość teoretyczna będą w wielu przypadkach odbiegać od siebie. Giełda to rynek, którym rządzą emocje, wpływ na wyceny w pojedynczych okresach mają rozmaite i często niepowtarzalne czynniki (zmiany w rachunkowości, duże odpisy aktywów np. w bankach, zmiany stawek podatkowych - to wszystko może mieć istotny wpływ na zyski spółek, także te oczekiwane, a to ma wpływ na wartość *C/Z*).

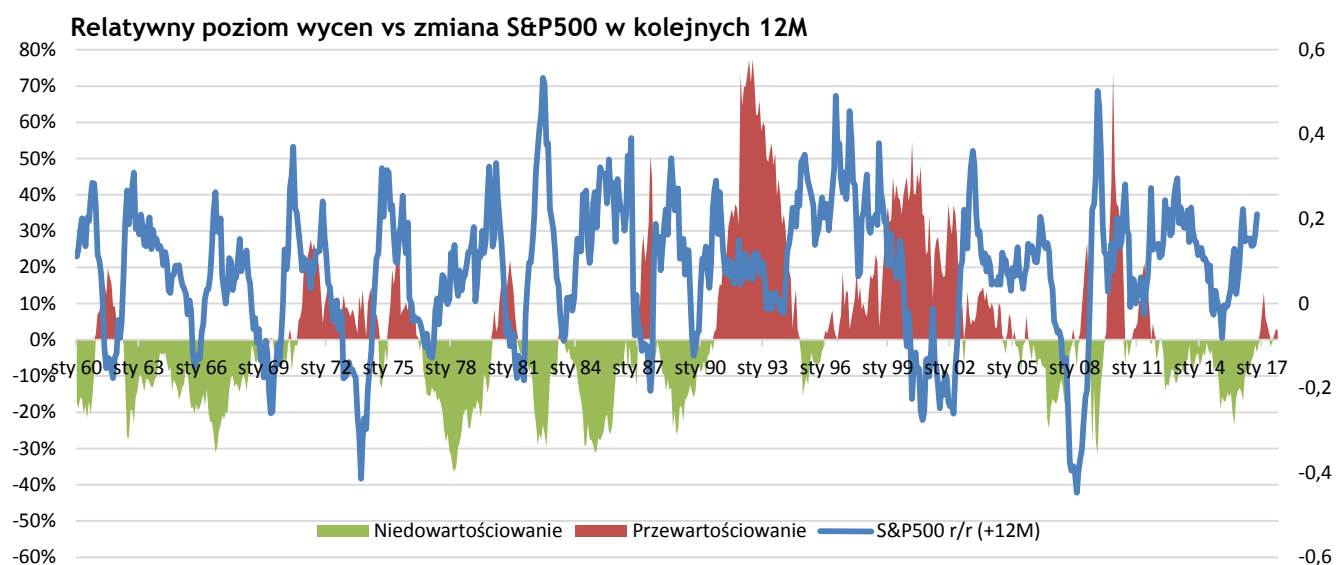


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Ale w długim terminie średnie odchylenie tych rzeczywistych wycen od ich wartości wynikających z modelu było nieznaczne (poniżej 2%). To powoduje, że ta teoretyczna wartość może stanowić dla nas cenny benchmark, jeśli chodzi o określenie słuszności wycen.

Powyższy wykres sugeruje, że obecne wyceny są bardzo bliskie tym, jakich można by oczekiwać przy takich warunkach ekonomicznych. Teoretyczna wartość mnożnika cena/zysk z modelu to 21.1x wobec 21.7x obecnie.

Kolejny wykres przedstawia procentowe odchylenia mnożnika C/Z od wartości wynikających z modelu. Jeśli rynkowe C/Z jest wyższe od tego z modelu to uznajemy, że mamy przewartościowanie względem sytuacji makroekonomicznej i jest to zaznaczone na czerwono. Zielone warstwy oznaczają niedowartościowanie. Te odchylenia są przedstawione na tle wyników S&P500 w kolejnych 12 miesiącach (prawa oś). Interesuje nas bowiem nie to, ile indeks zarobił w ostatnim okresie, np. 12 miesiącach, do teraz, ale ile przy takich odchyleniach indeks giełdowy zarabiał w kolejnym roku.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Jak widać nie zawsze w sytuacji, kiedy wyceny były przewartościowane względem sytuacji w gospodarce, kończyło się to silną przeceną indeksu S&P500 w kolejnym roku. Oczywiście były nieraz solidne przeceny, ale średni wynik nawet przy skrajnym przewartościowaniu był bliski zeru. Z kolei poziomy skrajnego niedowartościowania niemal zawsze skutkowały zdecydowanym odbiciem indeksu S&P500 w kolejnym roku.

W poniższej tabeli mamy podział ze względu na poziomy odchylen wycen od tych wynikających z modelu i odpowiadające im średnie przyszłe zyski indeksu S&P500.

Odchylenie C/Z od poziomu teoretycznego	Zmiana S&P500 w kolejnych 12M	Liczba przypadków
poniżej -20%	20,5%	70
od -20% do -15%	5,0%	57
od -15% do -10%	11,8%	72
od -10% do -5%	12,1%	91
od -5% do 0%	5,8%	87
<b>od 0% do 5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>63</b>
od 5% do 10%	6,6%	65
od 10% do 15%	4,5%	44
od 15% do 20%	5,6%	33
powyżej 20%	0,1%	112
<b>Średnia historyczna dynamika roczna S&amp;P500</b>	<b>8,0%</b>	

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne. Dane od 1960 r.

Jak wspominałem wcześniej, obecnie mamy wyceny S&P500 bliskie wartościom wynikającym z modelu (21.7x wobec 21.1x teoretyczne; +3%). Tabela pokazuje, że w takich warunkach przyszłe stopy zwrotu indeksu były w okolicach 8%. Czy oczekiwanie takiego wzrostu nie jest teraz nazbyt optymistyczne? Moim zdaniem nie. Średnia roczna zmiana indeksu S&P500 począwszy od 1960 r. wynosiła bowiem 8%. Przyszłe wzrosty amerykańskiego indeksu będą teraz głównie uzależnione od dynamiki zysków spółek, a te powinny rosnać w kolejnych 12 miesiącach w tempie zbliżonym do 10% (i to bez uwzględnienia ewentualnej reformy podatkowej).

Z poważaniem,

Tomasz Smolarek

Analityk Noble Funds TFI S.A.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.