

Napovedi 2014

02. 01. 2014



Kaj napovedujemo za leto 2014? V katere naložbene kategorije se splača naložiti? Katere regije in panoge bodo najbolj donosne?

Kaj napovedujemo?

Pospešitev okrevanja v Evropi, zelo solidna gospodarska rast v ZDA, višja izvozna konkurenčnost (depreciacija valut) in ugodnejša vrednotenja delnic trgov v razvoju ter nadaljevanje zelo ohlapne denarne politike tudi v prihodnje (predvsem ECB in japonska centralna banka) govorijo v prid delniškim naložbam. Po drugi strani pričakujemo ravno zaradi močnejše gospodarske rasti razvitih gospodarstev nadaljnje zmanjšanje agresivnosti spodbujevalnih denarnih politik (predvsem ameriška in angleška centralna banka). Slednje bo nadaljnje višalo dolgoročne obrestne mere, kar močno zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb.

Temelji naših napovedi za leto 2014

Delnice splošno

Gospodarska rast razvitega sveta je v zadnjih mesecih pridobila na moči in bo po našem mnenju eden glavnih argumentov v prid nadaljnjemu višanju cen delnic in zniževanju tveganja poplačila podjetniških obveznic (oz. kreditnih pribitkov). Napovedi in pričakovanja večine glede pospeška gospodarske rasti razvitega sveta v 2014 so visoka in po našem mnenju povsem upravičena.

Centralne banke razvitih držav z močno gospodarsko rastjo (ZDA, Združeno kraljestvo) po letih izredno agresivnih spodbujevalnih ukrepov počasi, previdno in postopoma pričenjajo z njihovim zmanjševanjem. Pričakujemo, da bo zaradi nadaljnjega močnega gospodarskega okrevanja v ZDA, ki bo razvidno tudi v nadaljnjem nižanju brezposelnosti in krepitvi inflacijskih pričakovanj, ameriška centralna banka primorana v pospešitev umikanja izrednih ukrepov denarne politike. To bi dodatno dvignilo raven dolgoročnih obrestnih mer in negativno pritiskalo na vrednosti vseh finančnih instrumentov, v manjši meri tudi delnic. Da ta učinek ne bo premočan, bosta predvidoma skrbeli predvsem evropska in japonska centralna banka. Rahla gospodarska rast evroobmočja in še vedno prisotni deflacijski pritiski na Japonskem namreč v 2014 ne bodo dopuščali umika monetarnih spodbud, prej nasprotno.

Vrednotenja delnic so po nekaterih kazalcih v delu razvitega sveta na nivojih, ki jih ne moremo več enoznačno opredeliti za ugodne[1]. Da so pričakovanja visoka ter delnice pri številnih vlagateljih na nakupovalnem seznamu, lahko razberemo tudi iz visokih vrednosti indeksov razpoloženja finančnikov in analitikov. Omenjeno nakazuje na to, da je dobršen del pospeška gospodarske rasti že vračunan v ceno delnic.

Morebitna vrnitev v maju in juniju 2013 videne nervoze kapitalskih trgov zaradi sprememb v denarni politiki FED-a je v kombinaciji z rahlo povišanimi vrednotenji ključno tveganje v letu 2014. To je tudi razlog, zakaj navkljub zelo solidnim gospodarskim obetom ohranjamo zmerna pričakovanja glede donosnosti delnic v letu 2014.

Glede na predstavljeno **v letu 2014** pričakujemo zmerno **rast cen delnic**, približno na ravni zgodovinskih povprečij, ki bo tako po našem najverjetnejšem scenariju znašala **okoli 10 %**[2] .

Preglednica 2: Napovedi 2014

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2014	Napoved 2014		
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)
Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	0%	+12%	+24%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-11%	+9%	+29%
Zahodni Balkan	-34%	+9%	+34%
Slovenija	-5%	+15%	+35%

Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb v letu 2014 dajemo **prednost evropskim delniškim trgov**.

Vrednotenja, še posebej tista, prilagojena za poslovni cikel, so ugodnejša kot drugod v razvitem svetu. Evropska kriza je praktično zaključena, saj smo priča vse jasnejšim podatkom o odpravi preteklih neravnotežij, ki so evropsko dolžniško krizo pred dvema letoma zakrivila. Proračunski primanjkljaji se znižujejo, strukturni (izključujoč učinek cikla) ali primarni (izključujoč plačilo obresti) pa se vračajo v zeleno območje. Poleg tega so trgovinske bilance bolj ali manj izravnane, interna devalvacija, ki dviguje mednarodno konkurenčnost, pa je v polnem teku. Prve države (Irska in Španija v 2013, v 2014 predvidoma Portugalska) so že zapustile program mednarodne pomoči. Recesija se je poleti zaključila in anketni indeksi prihodnje gospodarske aktivnosti (PMI indeksi) nakazujejo na nadaljevanje zmernega okrevanja. Ocenjujemo, da bo okrevanje v 2014 zajelo širši del evroobmočja, s tem pa bo postalo stabilnejše in močnejše. Tudi tekom 2014 bo na strani vlagateljev ECB, ki bo po naših pričakovanjih zaradi še vedno močne heterogenosti gospodarske rasti evroobmočja in nizke inflacije ohranjala ohlapno, morda celo bolj kot v 2013, denarno politiko.

Ameriško gospodarstvo nadaljuje z vse močnejšim okrevanjem. Avtomatsko varčevanje države, ki je bilo precejšnja cokla gospodarski rasti v preteklih letih ter pogost vir negotovosti in slabega razpoloženja (nazadnje oktobra 2013), se je zaključilo. Omenjeno v kombinaciji z rastočim trgom nepremičnin, padajočo brezposelnostjo in še vedno zelo ohlapno denarno politiko govori v prid pospešeni gospodarski rasti v 2014. A slednje je na nek način tudi glavni vir tveganja za vlagatelje v finančne instrumente. Višja gospodarska rast in nižja brezposelnost bosta zagotovo prinesla nižanje spodbud denarne politike. Po naših pričakovanjih se bo stopnja brezposelnosti do konca leta spustila močno pod s strani FED-a zastavljeno mejo 6,5 % stopnje

brezposelnosti (verjetno proti 6 %), ki v pomembni meri določa denarno politiko FED-a. To bo najverjetneje dvignilo pričakovanja ne samo po zmanjšanju odkupov državnih in hipotekarnih obveznic, temveč tudi po skorajšnjem dvigu referenčne obrestne mere. Odločne spremembe v denarni politiki so običajno sprejete z nelagodjem v investitorski javnosti, saj spreminjajo finančna razmerja in nehote povišajo negotovost, poleg tega prek dvigov obrestnih mer povsem matematično znižujejo vrednosti finančnih instrumentov (bolj obveznic, manj delnic) in prek rastočih stroškov dela omejuje rast dobičkov. V zadnjih treh obdobjih dvigovanja referenčne obrestne mere FED-a v zadnjih 20 letih so ameriške delnice dosegle pozitivne, a zgodovinsko podpovprečne donosnosti (okoli +5 % letno).

Japonska nadaljuje z bojem proti deflaciji in gospodarski stagnaciji, kar ji zaenkrat deloma uspeva predvsem prek depreciacije japonskega jena in pospeška izvoznim družbam. A grenak priokus ostaja, saj depreciacija ne odpravlja vsebinskih strukturnih težav, ki ostajajo tudi v 2014 (od staranja prebivalstva in krčenja delovno aktivnega prebivalstva do rekordnega javnega dolga) in vsaj delno izničuje donosnost v tujih valutah.

Razvijajoči se trgi bodo najverjetneje tudi v 2014 ostali v nemilosti mednarodnih vlagateljev. Njihov denar se bo najverjetneje, podobno kot v 2013 tudi v 2014, selil v gospodarsko prerojen razviti zahodni svet. Temu v prid govorijo tudi dejavniki na strani razvijajočih se trgov, kot na primer nestabilno turško politično okolje, kitajska ohladitev gospodarske rasti in spremljajoči krči kitajskega medbančnega trga, ruska (ne)kredibilnost in brazilska gospodarska stagnacija, pospremljena s trmasto inflacijo ter rastočimi primanjkljaji. Omenjena tveganja so po naši oceni v dobri meri upoštevana v nižjih cenah delnic in lokalnih valut, oboje pa se odraža v ugodnejših vrednotenjih delniških trgov v razvoju, še posebej v primerjavi z razvitimi trgi. Slednje je tudi ključni razlog, zakaj ocenjujemo, da bo zaostanek donosnosti delnic razvijajočih se delniških trgov za razvitimi v 2014 sicer še prisoten, a nižji.

Slovenija in druge problematične članice evroobmočja (Grčija, Portugalska, Španija,...) so po našem mnenju ene najprivlačnejših naložbenih regij. V prid slednjemu govori predvsem že doseženo in nadaljnje pričakovano znižanje cene zadolževanja teh držav, kar izboljšuje pogoje financiranja družbam v regiji in zmanjšuje negotovost, povezano z refinanciranjem dolgov. Zaključek oz. pričakovan zaključek recesije govori v prid boljšemu poslovanju družb, kar ob višanju trenutno nizkih profitnih marž (visoki fiksni stroški zaradi rigidnosti poslovnega okolja) viša naša pričakovanja glede prihodnjih dobičkov družb iz regije. Vse omenjeno se deloma že odraža v ponovnem interesu tujih vlagateljev za do nedavnega nepopularno regijo. Slovenska borza bo po naši oceni v 2014 zopet solidno donosna. Višina donosnosti bo odvisna, a ne izključno, tudi od dejanskega zaključka vsaj katere izmed napovedanih prodaj državnih lastniških deležev ter uspešnosti sanacije oz. stabilizacije bančnega sistema.

Panoge oziroma skupine dejavnosti

Dobremu razpoloženju gospodarstvenikov in pričakovanemu dvigu ravni obrestnih mer prilagojena so tudi naša panožna priporočila. Prednost dajemo panogama, ki bosta od pričakovanih gospodarsko-finančnih razmer imeli po naši oceni največ. Prva so banke, katerih poslovanje bo ob pričakovano višjih dolgoročnih in še vedno nizkih kratkoročnih obrestnih merah postalo bolj dobičkonosno. Banke si namreč sposojajo denar na kratek rok (npr. depoziti prebivalstva) in ga posojajo na dolgi rok (npr. stanovanjska posojila ali posojila za investicije podjetij), okrevanje globalnega gospodarstva pa pomeni tudi manj slabih posojil, ki bi bremenila dobiček bank. Podjetja v svetu so v negotovosti zadnjih let vztrajno varčevala tudi prek minimalnega investiranja. Slednje se ob optimističnem razpoloženju spreminja in bo po naši oceni v 2014 občutno

povišalo obseg posla in dobičkonosnost poslovanja družb iz skupine dejavnosti trajnih dobrin (letala, gradbeni stroji, električna oprema, industrijska oprema in stroji). Manj naklonjeni smo skupinam dejavnosti, katerih dobičkonosnost poslovanja družb je nizko povezana z gospodarskim ciklom, to so predvsem dejavnosti, povezane z vsakdanjimi nakupi potrošnikov (hrana, pijača, tobak, zdravila,...) ter telekomunikacijske družbe in družbe, ki izvajajo javne storitve.

Napovedi 2014 – obveznice

Visoka pričakovana gospodarska rast in še vedno izredno nizek nivo obrestnih mer govorita proti naložbam v varne obveznice. Gospodarska rast v ZDA, Združenem kraljestvu in Nemčiji je v zadnjih mesecih visoka in bo po naših pričakovanjih ostala taka tudi tekom 2014. Gospodarsko okrevanje je v teku tudi širše v Evropi. Vse omenjeno govori v prid temu, da bomo tudi tekom 2014 priča splošnemu višanju ravni obrestnih mer, kar je izredno močna zavora donosnosti obveznic, še posebej dolgoročnim varnim obveznicam, ki so na spremembo obrestnih mer bolj občutljive. Trajanje (občutljivost na obrestne mere) obvezniških portfeljev smo zato dodatno znižali. Prednost še naprej dajemo obveznicam nižjih kreditnih bonitet, v prid katerim govori nadaljevanje visoke gospodarske rasti in s tem pričakovano nadaljevanje obdobja rekordno nizkega števila družb, ki ne uspejo poplačati svojih dolgov. Priložnosti na obvezniških trgih vidimo v okrevanju »problematičnih« članic evroobmočja oz. njihovih obveznicah ter obveznicah podjetij iz teh držav.

[1] Ocena nominalne donosnosti v EUR za globalno razpršen delniški portfelj.

[2] Npr. ciklično prilagojeni PE kazalnik ameriških delnic, ki ga je v finančni javnosti uveljavil Nobelov nagrajenec leta 2013 g. Shiller.

[< NAZAJ](#)

Kategorije

[Analitski pregled](#)

[Borze v preteklem tednu](#)

[Naložbe vzajemnih skladov](#)

[Strategi v zadregi](#)

Avtor članka

Blaž Hribar

CFA, vodja analiz

[VSI ČLANKI AVTORJA](#)

