

Napovedi 2015

30. 12. 2014



Kje so naložbene priložnosti v letu 2015? Se bolj splača kupovati delnice ali obveznice? Katere regije so zanimive, katerim se je potrebno izogibati? Katere panoge se bodo izkazale za priložnosti in katere se srečujejo z izzivi?

Kaj torej napovedujemo za leto 2015?

Močno okrevanje ameriškega gospodarstva, nadaljevanje zelo ohlapne denarne politike tudi v prihodnje (predvsem ECB in japonska centralna banka), močna pocenitev nafte in energentov, kar koristi potrošnikom, postopno zmanjševanje negotovosti izhajajoče iz ukrajinske krize ter pospešitev evropskega gospodarskega okrevanja 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 v 2015, podobno kot v 2013, verjetno višalo dolgoročne obrestne mere, kar zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb.

Temelji naših napovedi za leto 2015

Delnice splošno

Gospodarska rast razvitega sveta bo v 2015 solidna. Nižanje brezposelnosti, nizke obrestne mere in pocenitev goriva dvigujejo potrošniško razpoloženje in slednje bo po naših pričakovanjih ostalo prešerno tudi po koncu božično novoletnih praznikov. S tem bo pozitivna zanka (nižanje brezposelnosti ustvarja povpraševanje po izdelkih, kar zopet vpliva na nižanje brezposelnosti) najverjetneje prisotna tudi v prihodnje.

Centralne banke razvitih držav močno gospodarsko rastjo (ZDA, Združeno kraljestvo) po letih izredno agresivnih spodbujevalnih ukrepov počasi, previdno in postopoma zmanjšuje njihovo moč. V 2015 bomo prvič po več kot 8 letih priča prvemu dvigu referenčne obrestne mere ameriške centralne banke (FED). Morebitno hitrejša in/ali močnejša zaviranje spodbud denarne politike FED-a kot posledica močnega okrevanja na trgu dela (rast plač) in povišanih inflacijskih pričakovanj predstavlja eno od tveganj in potencialnih virov povečane nihajnosti kapitalski trgov v 2015. Po drugi strani se krepijo pričakovanja po še agresivnejših ukrepih ECB oz. vsaj agresivnejšem izvajanju do sedaj uvedenih ukrepov (dvig bilančne vsote

za 50 % na 3.000 milijard evrov) . Med svoj nabor ukrepov za spodbujanje bančnega okolja bi lahko vsem političnim nasprotovanjem navkljub vključila tudi neposredno odkupovanje državnih obveznic, posebno če že omenjeni ukrepi ne bi izboljšali evropske gospodarske slike. Napoved povečane aktivnosti ECB govori zlasti v prid delnicam, v manjši meri tudi obveznicam.

Vrednotenja delnic so po nekaterih kazalcih v delu razvitega sveta na nivojih, ki jih ne moremo več enoznačno opredeliti za ugodne[1], pa vendar v splošnem ne moremo trditi, da so delnice precenjene. V trenutnem okolju izredno nizkih obrestnih mer in s tem nizkih pričakovanih donosnosti varnih naložbah s fiksnim donosom (depozit, obveznice) dejansko predstavljajo izredno privlačno naložbeno možnost. Kot primer: že samo dividendna donosnost nemškega borznega indeksa petkratno presega pričakovano donosnost 10 letne nemške državne obveznice.

Pocenitev nafte (-40% v zadnjih 6 mesecih) močno koristi državam neto uvoznicam. Učinek neposrednih in posrednih spodbud je v državah evroobmočja in na Japonskem znaten ter dosega do 1,5 % BDP letnega prihranka na računu za nafto. Tako neposreden (cenejše gorivo, ogrevanje, energetske intenzivni izdelki) kot posreden učinek cenejše nafte (višje potrošniško razpoloženje) sta močna argumenta v prid višji gospodarski rasti držav neto uvoznic v primerjavi s tistimi, ki nafto neto izvažajo (npr. Rusija). Cenejša energija ima v splošnem pod črto spodbuden učinek na globalno gospodarsko rast.

Tveganja so številna in močno prisotna. Geopolitična tveganja so izrazita, saj je izredno težko z neko mero gotovosti predvideti odzive posameznih voditeljev na močne mednarodne pritiske. Tako je odziv ruskega predsednika težko predvidljiv. Podobno nepredvidljive so razmere v grški politiki in posledičen odnos do preostale Evrope. Na javne pritiske ni imun niti svet ECB, ki določa ukrepe denarne politike. V splošnem smo optimisti, da bo razum prevladal nad čustvenimi izpadi in parcialnimi interesi ter da se bodo dejanja voditeljev bolj usmerila v mirne rešitve za skupno dobro.

Glede na predstavljeno **v letu 2015 pričakujemo zmerno rast cen delnic**, rahlo pod ravniyo zgodovinskih povprečij, ki bo tako po našem najverjetnejšem scenariju znašala **okoli 7 %**[2] .

Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb v letu 2015 dajemo **prednost evropskim delniškim trgov**.

Vrednotenja, še posebej tista, prilagojena za poslovni cikel, ostajajo ugodnejša kot drugod v razvitem svetu.

Odločnost ECB ohranjati izredno nizke obrestne mere in sprostitev »transmisijskega mehanizma«, to je povečati kreditno aktivnost bank, govori v prid evropskim delnicam. Pretekli napor pri izvedbi strukturnih reform se v zadnjih četrletjih jasno kažejo v **višji gospodarski rasti reformnih držav**. Posledični prvi znaki nižanja stopnje brezposelnosti so dober obet za nadaljevanje okrevanja nekdanj problematičnega južnega obrobja evroobmočja. Letošnji gospodarski zastoj evroobmočja so zakrile osrednje velike članice evroobmočja, k čemur so pripomogli ohlajeni odnosi z Rusijo. Posledični **pesimizem**, ki je v zadnjih mesecih v širši evropski javnosti močno prisoten, viša verjetnost pozitivnega presenečenja. Morebitno prenehanje ali vsaj omilitev gospodarskih sankcij med Evropo in Rusijo predstavlja primer potencialnega pozitivnega presenečenja v 2015. **Pocenitev nafte** močno koristi Evropi in še posebej evroobmočju, ki kar 94 % porabljenega nafte uvozi, kar predstavlja 3 % BDP-ja. Sama pocenitev nafte za 40 % torej pomeni kar 1,2 % BDP veliko

neposredno spodbudo evropskemu potrošniku, podjetjem oz. državam. Če k temu dodamo še na nafto vezane druge energente (npr. plin) in posredne spodbujevalne učinke, pa je obseg »naftne« spodbude še precej višji. Letošnja **pocenitev evra** (-11,6 % v primerjavi z USD) je dodatna spodbuda izvoznim podjetjem evroobmočja.

Temelji prihodnje gospodarske rasti Evrope so torej solidni, a prisotna so tudi precejšnja tveganja, ki lahko ob neugodnih razpletih močno zamajajo okrevanje Evrope. **Odnosi med Rusijo in Evropo** so napeti in nepredvidljivi, medsebojne gospodarske sankcije pa škodijo vsem vpletenim.

Pomanjkanje politične volje za nadaljevanje začetih ali napovedanih strukturnih reform je ob vsesplošnem močnem padcu cene zadolževanja evrskih držav močno prisotno. Da ima to lahko precejšnje negativne posledice, lahko jasno razberemo v letošnjih kazalcih gospodarskega zdravja Francije in Italije. Morebitna neodločnost pri izvedbi s strani ECB napovedanih in pričakovanih ukrepov se lahko hitro spremeni v skrb zbujajočo tematiko in vir negotovosti.

Japonska je ena od energetske najsiromašnejših držav, ki mora praktično vse energente uvoziti. Uvozi prek 97 % porabljene nafte, nafta in naftni derivati pa predstavljajo kar 5,1 % japonskega BDP. Japonci si skupaj z Indijci delijo prvo mesto med **zmagovalci letošnje naftne pocenitve**. Slednja bo vsaj malo ublažila posledice do sedaj **neuspešnih »abenomics« ukrepov**, to je prvih dveh »puščič«, torej povečanega državnega trošenja in pospešenega tiskanja denarja. Ključna je tretja puščica, to so **strukturne reforme**, ki bi rešile japonsko zaprtost pred priseljenci, ekstremno zaščito japonskih kmetov ter načela pregovorno rigidnost japonskega trga dela (še vedno čislajo doživljensko zaposlitev). Glede na dodaten mandat predsednika Abe-ja ter splošno razumevanje, da so za neuspeh dosedanje politike krivi pretirano zanašanje na površinske ukrepe prvih dveh puščič ter neuporaba tretje, menimo, da bo ravno tretja puščica, torej strukturne reforme, nova osrednja fronta Abe-jeve vojne z deflacijo in gospodarsko stagnacijo (v Abe-ju ljubem vojaškem žargonu). Vsebinsko ključni in nezanemarljivi tveganji ostajata, to sta **krčenje delovne sile in ogromen državni dolg**. Predvsem slednji je v kombinaciji z morebitno strukturno reformno neambicioznostjo ključen vir tveganja.

Ameriško gospodarstvo je v 2015 utrdilo svoje mesto **vodilne lokomotive** svetovnega gospodarstva.

Kontinuirano okrevanje trga dela in tudi vse cenejše gorivo sta sprožila preporod potrošniškega razpoloženja Američanov in zagnalo od preostalega sveta neodvisen (vsaj v 2014 se tako zdi) glavni pogon ameriške lokomotive, to je domačo potrošnjo, ki predstavlja skoraj 70 % ameriškega gospodarstva.

Šibkost Evrope, krepitev USD in pocenitev nafte so **nižali inflacijska pričakovanja** in so zaenkrat poskrbeli za odlog prvega dviga referenčne obrestne mere FED-a (najverjetneje do prihoda pomladi/poletja). A **raven brezposelnosti** bo konec leta 2015 že zelo blizu 5 % (trenutno 5,8 %), izkoriščenost proizvodnih kapacitet pa občutno prek 80 % (danes 80,1 %), to pa sta ravni, ki sta v preteklosti že sprožili rast pričakovanj po višjih plačah, cenah,... Zgodovina se sicer ne ponavlja, naj bi se pa rimala. Če to drži, bomo, ob odsotnosti zunanjih šokov, v drugi polovici leta najverjetneje pričali rasti inflacijskih pričakovanj in **dvigom referenčne obrestne mere** FED-a. Ameriške delnice so primerjalno dražje (od npr. evropskih), njihovo gospodarstvo pa se nahaja v zreli fazi okrevanja, na kar nakazujejo pretekla močna rast dobičkov in tudi visoke marže ameriških družb. Predvsem slednje v kombinaciji z visoko izkoriščenostjo proizvodnih in človeških resursov (nizka brezposelnost) nakazuje, da je nadaljnji **potencial za močno rast dobičkov podjetij omejen**. Ameriško hitro rastoče črpanje nafte je ključni krivec za pocenitev nafte. Slednja sicer močno koristi ameriškemu potrošniku,

a šibi ameriško naftno industrijo. Učinek na celotno ameriško gospodarstvo je sicer občutno pozitiven (ZDA je v 2013 še 35 % nafte uvozila), a ne tako enoznačen kot drugod v razvitem svetu (evroobmočje, Japonska).

Razvijajoči se trgi kot celota bodo v 2015 **verjetno v nemilosti** mednarodnih vlagateljev. Njihov denar se bo najverjetneje, podobno kot v 2013 tudi v 2015, **selil v gospodarsko rastoč razviti zahodni svet**, ter povzročal težave lokalnim centralnim bankirjem (nižanje vrednosti lokalnih valut in nezaželena rast obrestnih mer). V prid azijski regiji sicer govori, podobno kot pri Japonski, pocenitev nafte, ki jo regija večino uvozi. Račun za energijo bo občutno nižji, kar ima v razvijajočih se azijskih državah z nižjim razpoložljivim dohodkom (višji delež posledično namenjen za gorivo) še toliko večji spodbujevalni učinek. Če k temu dodamo nekaj reformne naravnosti (Indija), prve spodbujevalne ukrepe denarne politike (Kitajska) ter ugodna vrednotenja, potem lahko sklenemo da si na razvijajočih se trgih največ obetamo ravno od azijske regije. A na drugi strani so države **proizvajalke nafte** in preostalih surovin, ki s pocenitvijo **močno izgubljajo**. Rusija ter Latinska Amerika sta močno odvisni od cen nafte, plina in surovin. Močno krčenje naftnih prihodkov neizogibno vodi v težavno prilagoditev, najverjetneje tudi v splošno krčenje gospodarske aktivnosti.

Slovenija ostaja zanimiva naložbena destinacija, a njena **privlačnost** je po močni rasti cen delnic in močnem padcu cene zadolževanja države **občutno upadla**. Vrednotenja niso več na »razprodajnih« nivojih, reformni zalet pa občutno pojenjuje. Privatizacija se nadaljuje in njen uspešen zaključek je nujen pogoj za solidno donosnost slovenskih delnic v 2015. Donosnosti iz 2014 pa se žal v 2015 zelo verjetno ne bomo približali.

Preglednica 2: Napovedi 2015

<i>Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2015</i>	Napoved 2015		
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)
Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	+8%	+20%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-15%	+5%	+25%
Zahodni Balkan	-15%	+10%	+35%
Slovenija	-15%	+5%	+25%

Panoge oziroma skupine dejavnosti

S panožnega vidika so zaradi okrevanja razpoloženja potrošnika (nižanje brezposelnosti v ZDA, Združenem kraljestvu, rahlo tudi v EU ter močna pocenitev energentov) **zanimiva** podjetja iz sektorja **trajnih potrošnih dobrin**, kot so npr. avtomobilske družbe, luksuzni izdelki, hotelske družbe, letalski prevozniki ipd. Odločnost centralnih bank pri ukrepih, ki pač v prvi vrsti koristijo bankam, v splošnem viša dobičke in posledično naložbeno privlačnost finančnega sektorja. Naložbeno zanimive so tudi družbe iz **industrijskega sektorja**, predvsem karkoli, povezano z investicijami podjetij (z izjemo investicij v nova naftna nahajališča), kot denimo strojna, električna in gradbena oprema. Podjetja so namreč v zadnjih letih predvsem varčevala in le malo vlagala v lastno opremo, kar bi se ob nadaljnjem gospodarskem okrevanju, razpoloženemu končnemu potrošniku ter visokih zalogah denarja v podjetjih lahko hitro spremenilo.

Ohranjamo **nenaklonjenost** 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**.

Nevtralno mnenje imamo do prihodnjih **premikov cen nafte**. Cena okrog 60 USD za sodček namreč načinja profitabilnost novih tehnologij črpanja nafte in utekočinjenega zemeljskega plina. Po drugi strani so se nove tehnologije dokazale in se močno cenijo, tako da je povratek v cenovna območja prek 100 USD za sodček tudi malo verjeten. Posledično imamo nevtralno mnenje tudi do naftne panoge kot celote.

Napovedi 2015 – obveznice

Visoka pričakovana gospodarska rast in še ekstremno nizek nivo trenutni obrestnih mer govorita proti naložbam v varne obveznice tudi za v prihodnje. V kolikor bi se skladno z našimi pričakovanji solidna gospodarska rast razvitega sveta uresničila ter ključna tveganja postopoma razvodenela (rusko- evropski odnosi, stabilizacija cene nafte), kot mi pričakujemo, potem lahko v drugi polovici leta pričakujemo zmerno splošno rast obrestnih mer, predvsem v ZDA, v manjši meri morda tudi v evroobmočju. Trajanje (občutljivost na obrestne mere) obvezniških portfeljev smo zato ohranili primerjalno nizko. Prednost še naprej dajemo obveznicam nižjih kreditnih bonitet, v prid katerim govori nadaljevanje solidne gospodarske rasti in s tem pričakovano nadaljevanje obdobja rekordno nizkega števila družb, ki ne uspejo poplačati svojih dolgov.

[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

