

Napovedi 2017

29. 12. 2016



Leto 2017 bo leto priložnosti za drzne, saj donosnost »varnih« naložb ne pokriva niti inflacije. Delnice, čeprav ne najugodnejše vrednotene, še vedno niso balon. Dividendna donosnost evropskih delnic namreč znaša kar 3,5 % letno. Kam torej v letu 2017 naložiti vaše prihranke?

Napovedi 2016 – smo zadeli?

Za leto 2016 smo napovedovali zmerno, **rahlo podpovprečno, okoli 7 % donosnost** (*Ocena nominalne donosnosti v EUR, vključujoč reinvesticijo bruto dividend, za globalno razpršen delniški portfelj*). globalno razpršenega delniškega portfelja ter bili zaradi ekstremno nizkih obrestnih mer oziroma donosnosti do dospelja nenaklonjeni obvezniškim naložbam. Naša pričakovanja so se v splošnem izkazala za preveč pesimistična, saj je globalni delniški indeks v letošnjem letu porasel za zelo dobrih 13,3 % (preglednica 1). Lepe rasti tečajev so v splošnem zabeležile tudi delnice družb z zahodnega Balkana in Slovenije.

Preglednica 1: Napovedi 2016 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2016			Dejanske donosnosti v 2016*	
	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij		
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA	+18%
				Evropa	+2%
				Japonska	+9%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi	+14%
Zahodni Balkan	-19%	6%	31%	Hrvaška	+22%
				Srbija	+13%
				Bosna	-5%
				Makedonija	+23%
Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija	+7%

*Donosnost od 31. 12. 2015 do 21. 12. 2016 upošteva reinvesticijo prejetih bruto dividend.

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2015, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne.

Kaj napovedujemo za leto 2017?

Pričakujemo okrepitev globalne gospodarske rasti, posebno v razvitem svetu. V splošnem bo denarna politika centralnih bank, predvsem evropske, japonske in kitajske, ostala ohlapna, s tem pa tudi obrestne mere nizke. Izstopa ameriška centralna banka (Fed), ki je decembra letos, leto po prvem dvigu, še drugič dvignila ključno obrestno mero in hkrati napovedala nadaljnje dvige tudi v prihodnjih letih. Kljub vsemu gre še vedno za zelo počasno zaostrovanje denarne politike, ki je zgolj odgovor na čedalje bolj stabilno okrevanje ameriškega gospodarstva in povečane inflacijske pritiske. Vrednotenja delnic v povprečju resda niso med najnižjimi z zgodovinskega vidika, so pa daleč od morebitnih balonov, predvsem pa so relativno izrazito bolj ugodna od vrednotenij bolj varnih naložb. Tako lahko v večini razvitega sveta že zgolj iz naslova dividend pričakujemo nekajkrat višjo donosnost kot z varčevanjem v bolj varnih produktih. Še več, donosnost dolgoročnih naložb iz dolžniškega segmenta z višjo bonitetno oceno najverjetneje **ne bo pokrila niti prihodnje inflacije**. Vlagatelji, ki želijo imeti premoženje »varno« naloženo, se bodo morali zelo verjetno sprijazniti, da bodo (ne upoštevaje valutna tveganja) čez 10 let s privarčevanimi sredstvi lahko kupili manj, kot lahko s temi sredstvi kupijo danes. Deflacijski pritisk v razvitih državah, kot posledica nižanja cen surovin in energentov, se je namreč v letošnjem letu izpel. Z nadaljevanjem globalnega okrevanja pa v kombinaciji z nižanjem stopnje brezposelnosti pričakujemo povečan pritisk prek rasti plač na dvig inflacije ter s tem vsaj rahel dvig dolgoročnih obrestnih mer, kar posledično zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb, posebno varnih in dolgoročnih. Kljub dvigu inflacije bo ta v splošnem, po našem mnenju, ostala nižja kot v času pred finančno krizo leta 2008, zaradi česar bodo centralni bankirji ohranili ohlapno denarno politiko. Tako bodo vlagatelji donose iskali v bolj tveganih delniških naložbah. Vse navedeno še vedno govori **v prid delniškim naložbam**.

Konec lanskega leta smo omenili, da se je verjetnost za kakšno negativno presenečenje na borzah nekoliko povečala in skladno s tem smo rahlo povečali ciljni delež denarja. Napoved se je izkazala za pravilno, saj je negotovost na kapitalske trge v začetku leta najprej vnesel upad cen surovin in pritisk na trge v razvoju, nato Brexit in težave italijanskih bank ter novembra še ameriške predsedniške volitve. Ocenjujemo, da bo v prihodnjem letu podobnih dogodkov, ki vnašajo negotovost, manj, a smo ob rahlo višjih vrednotenjih delnic zgolj **malenkost zvišali njihovo utež** v naših uravnoteženih portfeljih. Kljub vsemu smo še dodatno **dvignili delež denarja**, kar gre povsem na račun še dodatnega znižanja uteži obvezniških naložb, predvsem na krajšem delu krivulje, kjer je obrestna mera že pred neposrednimi in posrednimi stroški trgovanja negativna.

Razmere na kapitalskih trgih kljub nadpovprečni rasti tečajev delnic ostajajo zelo podobne tistim konec prejšnjega leta. Glede na predstavljeno torej v letu 2017 zopet pričakujemo zmerno, rahlo podpovprečno globalno rast delniških tečajev. Ta bo **po našem najverjetnejšem scenariju znašala okoli 7 %**. V nadaljevanju si pogledjmo, katere regije, države in panoge bodo zanimive v letu 2017.

Preglednica 2: Napovedi 2017

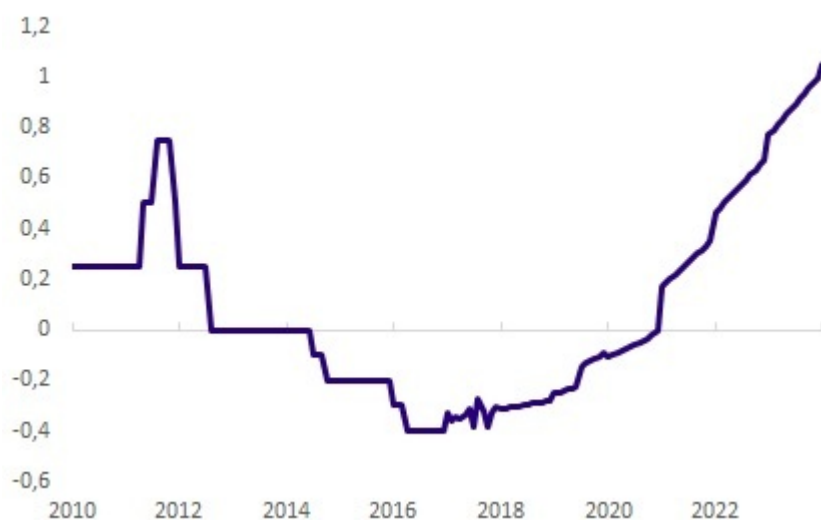
Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2017	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	+8%	+20%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	+3%	+23%
Zahodni Balkan	-17%	+8%	+33%
Slovenija	-12%	+8%	+28%

Delnice

Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb tudi v letu 2017 dajemo **prednost evropskim delniškim trgom**. Ob še vedno prisotnem pesimizmu zaradi dogodkov v zadnjih nekaj letih (rusko-ukrajinska in grška kriza, vpliv ohlajanja gospodarske rasti Kitajske na evropske izvoznike, Brexit, težave italijanskih bank itd.) so **vrednotenja evropskih delnic med globalno najugodnejšimi**. Evropske delnice imajo danes približno **3,5 % dividendno donosnost**, kar je precej več kot denimo v ZDA (2,1 %) in tudi bistveno več, kot lahko danes vlagatelji dobijo z varčevanjem v depozitih ali varnih obveznicah. V prid evropskim delnicam govori tudi ohlapna denarna politika ECB, ki bo vsaj takšna po našem mnenju ostala vsaj do druge polovice leta 2018. Depozitna obrestna mera, ki jo ECB zaračunava bankam, pa naj bi po pričakovanjih kapitalskih trgov ostala negativna vse do sredine leta 2020.

Slika 1: Depozitna obrestna mera ECB in napovedi (v%)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Trenutna stopnja brezposelnosti pri 9,8 % je namreč še vedno nad naravno stopnjo brezposelnosti, ki znaša okrog 8,5 %. Šele pri tej stopnji se bodo pritiski na rast plač in posledično inflacijo začeli krepiti, s čimer bo ECB pričela zmanjševati ohlapnost denarne politike.

Slika 2: Stopna brezposelnosti v evroobmočju (v %)



Vir: Bloomberg.

Poleg vsega omenjenega evropskim izvoznikom **koristi tudi šibkejši evro** v primerjavi z ameriškim dolarjem zaradi manj ohlapne politike Fed-a. Ob delno izvedenih strukturno-varčevalnih reformah pričakujemo pospešek pri okrevanju, k čemur bodo pripomogli tudi optimistični evropski potrošniki in obstoječe **nizke cene nafte**, kar zlasti evroobmočju močno koristi, saj kar 94 % porabljene nafte uvozi. Večje trošenje bo vzpodbudilo prihodke in dobičke evropskih družb, ki so še vedno precej pod nivoji izpred finančne krize leta 2008. Nadaljnje upadanje stopnje brezposelnosti bo razbremenilo tudi proračune držav, ki bodo lahko posledično več sredstev namenile denimo za infrastrukturne projekte ter s tem še dodatno spodbudile okrevanje, morda pa bodo v nekaj večjih državah celo znižali davke.

Najvišjo donosnost delniških tečajev podobno kot lani **pričakujemo v tistih državah, ki so bile v preteklih letih najbolj na udaru vlagateljev (Portugalska, Italija, Španija, Slovenija in Grčija)**. Hkrati so v evropski periferiji vrednotenja ob podpovprečni donosnosti v zadnjih nekaj letih, kot posledica še vedno prisotnega pesimizma, nadpovprečno ugodna. To ob ekspanzivni politiki ECB in delno izvedenih reformah viša verjetnost pozitivnega presenečenja. Po drugi strani ostajamo manj naklonjeni delnicam družb iz »varnih« držav evroobmočja (Francija, Nizozemska in Nemčija), ki imajo danes znotraj Evrope nadpovprečna vrednotenja.

Kaj je letos tako drugače, da bo prišlo do preobrata?

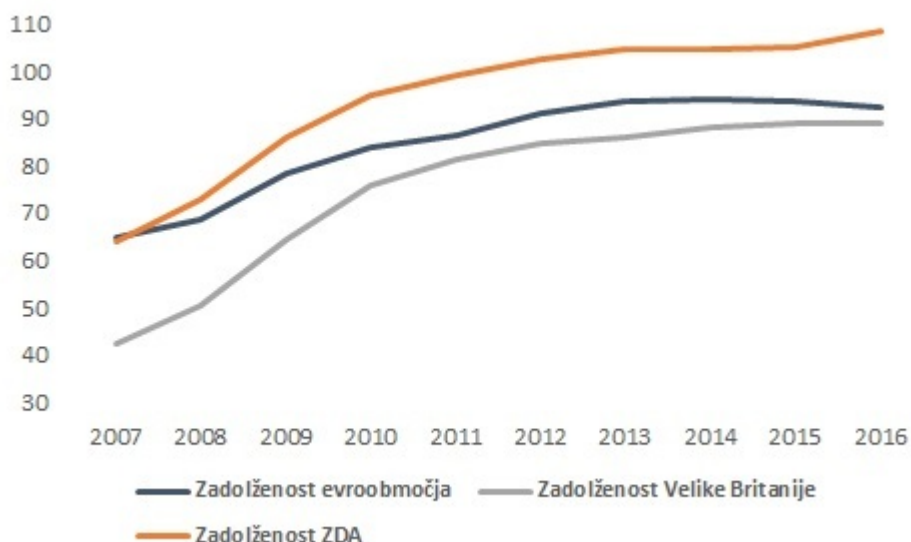
V očeh vlagateljev v evroobmočju morebiten vir povečane negotovosti v letu 2017 predstavljajo **volitve v prihodnjem letu**, saj so v zadnjih letih **na moči precej pridobile evroskeptične stranke**. A za razliko od lani, ko smo konec leta 2015 opozorili na možnost izglasovanega Brexita, tokrat negativnega presenečenja ne pričakujemo. Še več, razplet volitev bi ob porazu evroskeptičnih strank lahko vnesel celo nov val optimizma. V Franciji, kjer v prvem krogu sicer najboljše kaže Le Penovi, bo v drugem krogu predsedniških volitev **najverjetneje zmagal Francois Fillon**. Ta je med drugim privrženec Thatcherjeve in Reagana ter je naklonjen reformam, ki so koristne za gospodarsko rast. Tudi sicer so v Franciji, kjer so do nedavnega močno zaostajali pri reformah, pokazali napredek. Na Nizozemskem bo na parlamentarnih volitvah najverjetneje največ glasov dobil skrajni desničar Wilders, čigar politika temelji skoraj izključno na nasprotovanju priseljevanju. Kljub temu pa ta po vsej verjetnosti ne bo sestavil vlade, ker ne želi sklepati kompromisov, hkrati pa nobena druga stranka ob trenutnem programu ne želi z njim v koalicijo.

Tudi v Nemčiji presenečenj ne pričakujemo. V Italiji je po odstopu Renzija zaradi neizglasovanega referenduma, ki bi spremenil ustavo glede konsolidacije moči v politiki, vajeti prevzel Gentiloni, ki je bil pod

Renzijem zunanji minister. Pozitivno je dejstvo, da novi vodja napoveduje nujno potrebno reformo trga dela in reformo pokojninskega sistema ter tako nadaljuje z izvajanjem strukturnih reform[1].

S postopnim izboljšanjem razmer v evroobmočju, zniževanjem stopnje brezposelnosti in po letu 2018 tudi večjim pritiskom na rast plač se bo počutje prebivalcev evroobmočja še izboljšalo, kar bo dodatno zmanjšalo moč evroskeptičnih strank. Hkrati pogled na zadolženost evroobmočja kaže, da je z nekaterimi izjemami, pritisk Evropske komisije na proračune članic deloma obrodil sadove, saj se je zadolženost evroobmočja (slika 3) od leta 2007 povečala znatno manj kot denimo Velike Britanije in ZDA.

Slika 3: Zadolženost v % BDP



Vir: Bloomberg.

Po drugi strani se je z upadom cene zadolževanja evrskih držav močno zmanjšala politična volja za nadaljevanje začetih ali napovedanih strukturnih reform, kar srednje- in dolgoročno predstavlja največje tveganje. Slednje namreč upočasnjuje nastanek tako bančne kot fiskalne unije, ki sta potrebni za dolgoročen obstoj evroobmočja. Tveganje predstavlja tudi negotovost v italijanskem bančnem sistemu, ki je, z redkimi izjemami, trenutno predvsem posledica nejasnosti glede samega načina reševanja bančnih težav in težavnosti unovčevanja slabih terjatev. Vir morebitne negotovosti ostaja tudi Grčija, ki jo čaka še precej reform. Grki so enostavno tako dolgo živeli preko svojih zmožnosti, da tudi najbolj obsežen paket reform znotraj držav evroobmočja še ne zadostuje za vrnitev na vzdržno pot brez dodatnega reprogramiranja dolga oziroma delnega odpisa.

Na **Japonskem** ključni tveganji še vedno ostajata ogromen javni dolg (približno 250% BDP) in negativni demografski trendi. Tudi v prihodnjih letih bo glavna točka »abenomics« ukrepov, ki jih sestavljajo tri puščice – povečano državno trošenje, izjemno ohlapna denarna politika in strukturne reforme – ultra ohlapna denarna politika. »Abenomics 2.0« program, ki je usmerjen v strukturne reforme, se namreč izvaja prepočasi. Japonska centralna banka, ki je že danes lastnica 40 % javnega dolga Japonske, je zahtevano donosnost 10-letnih državnih obveznic omejila na 0 %. Hkrati je v finančni javnosti vse več teženj o »metanju denarja s helikopterja«, s čimer bi prek inflacije znižali zadolženost. Kljub težavam japonskega gospodarstva ostajamo v pričakovanju nadaljevanja izjemno ohlapne denarne politike in zgodovinsko podpovprečnih vrednotenj rahlo nadpovprečno naklonjeni japonskim delnicam.

Okrevanje **največjega svetovnega gospodarstva** je v prvi polovici leta 2016 izgubilo zagon, predvsem zaradi upočasnjene investiranja ameriških družb. Razlog za slednje je v povečanju tveganj v začetku leta, nižjih investicijah naftnih družb zaradi upada cene nafte in v rahlo povečani negotovosti glede novega ameriškega predsednika. Na umiritev okrevanja je odgovoril tudi Fed, ki je v letošnjem letu upočasnil načrtovane dvige ključne obrestne mere.

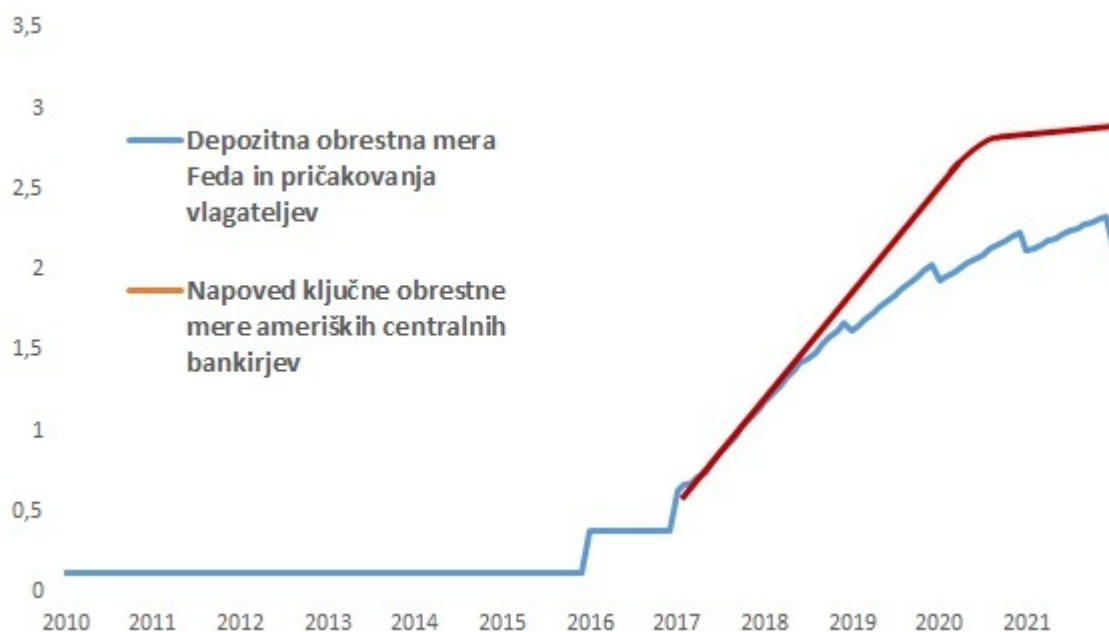
Slika 4: Gibanje obrestnih mer v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Če so ameriški centralni bankirji še pred dobrim letom za letošnje leto napovedovali štiri dvige, so na zadnjem letošnjem srečanju decembra šele prvič letos dvignili ključno obrestno mero. A okrevanje je v drugi polovici leta dobilo pospešek in se bo ob dobro razpoloženih potrošnikih in podjetjih v prihodnjem letu še okrepilo. Nižanje stopnje brezposelnosti, ki je decembra upadla na 4,6 %, ustvarja čedalje močnejše pritiske na rast plač (slika 4; leva inverzna os kaže, da je rast plač najhitrejša vse od leta 2007) in s tem tudi na dvig stopnje inflacije. Hkrati so ameriške predsedniške volitve z izvolitvijo Trumpa tlakovale pot še bolj ekspanzivni fiskalni politiki in predvsem deregulaciji, ki bi lahko v prihodnjih letih še okrepili okrevanje ZDA. Tega se zavedajo tudi centralni bankirji, ki so na zadnjem srečanju napovedali hitrejše dvigovanje ključne obrestne mere v prihodnjih letih. Ta naj bi se v prihodnjih treh letih dvignila po trikrat na leto. Z izboljšanimi gospodarskimi obeti in zmanjšanjem tveganja zunanjih šokov so se tudi pričakovanja vlagateljev glede prihodnjih višanj obrestnih mer, ki sicer še vedno pričakujejo počasnejše dvige, precej približala pričakovanjem ameriških centralnih bankirjev (slika 5). V družbi NLB Skladi letos napovedi Fed-a verjamemo, za razliko denimo od lani, ko smo za 2016 napovedali manj dvigov od napovedi Fed-a.

Slika 5: Trg dela v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Po našem najverjetnejšem scenariju bodo torej dvigi ključne obrestne mere nekoliko hitrejši od pričakovanj trga, kar je rahlo negativno za ameriške delnice. Hkrati so te danes po večini kazalcev relativno visoko vrednotene. Pospešek pri okrevanju in izpet učinek slabšega poslovanja energetskih družb bosta sicer pozitivno vplivala na poslovanje družb. Toda ob zgodovinsko visokih maržah ameriških družb, na katere bosta pritiskala močnejši dolar in hitra rast plač, ocenjujemo, da je potencial za rast dobičkov omejen. Ob vsem navedenem smo ameriškim delnicam povprečno naklonjeni.

Razvijajoči se trgi so nas z nadpovprečno donosnostjo v preteklem letu pozitivno presenetili. Kitajska se je na ohlajanje gospodarstva odzvala z novimi denarnimi in fiskalnimi spodbudami, s čimer je želela spodbuditi gospodarsko rast. Pospešek pri okrevanju drugega največjega svetovnega gospodarstva je dvignil cene surovin (in delno nafte), saj Kitajska porabi približno polovico vseh osnovnih industrijskih kovin. Tako ne čudi, da so bile med zmagovalci razvijajočih se držav ravno tiste, ki so bogate s surovinami in energenti (preglednica 3). Poleg Kitajske je na donosnost razvijajočih se držav pozitivno vplivalo tudi počasnejše dvigovanje ključne obrestne mere ameriške centralne banke (Fed), kar je sprožilo nov priliv vročega kapitala v regijo.

Preglednica 3: Donosnost izbranih razvijajočih se držav v letu 2016 (v %)

	Donosnost v EUR*
Peru	65,8 %
Brazilija	65,1 %
Rusija	64,2 %
Čile	24,3 %
Kolumbija	30,3 %
Turčija	-1,7 %
Mehika	-6,8 %
Kitajska	-11,8 %

* od 31. 12. 2015 do 31. 12. 2016; v EUR, vključujoč dividende.

Vir: Bloomberg.

V prihodnjem letu pričakujemo obraten proces, zato kratkoročno ohranjamo podpovprečno izpostavljenost. Kitajska z izboljšanimi izgledi že umirja svoje denarne in fiskalne spodbude, kar bo ustvarilo pritisk zoper nadaljnjo rast cen industrijskih kovin, s tem pa na države, ki so odvisne od teh kovin. Hkrati bodo dvigi obrestnih mer v ZDA povzročili umik dela kapitala s trgov v razvoju nazaj v razviti svet. Ob vsem omenjenem smo najbolj nenaklonjeni tistim razvijajočim se državam, ki so bogate s surovinami ter imajo visok proračunski primanjkljaj ali primanjkljaj na tekočem računu. Te države se namreč z redkimi izjemami novim razmeram še niso prilagodile, saj njihovi politiki tekmujejo med sabo s populističnimi obljubami. Kljub vsemu bodo te države s povečanim pritiskom vlagateljev v prihodnjih letih vsaj deloma izvajale nujno potrebne reforme. Posledično pričakujemo, da bodo razvijajoče se države ob solidnih trenutnih vrednotenjih v prihodnjih 10 letih relativno dobra naložba. A preden bo boljše, bo moralo biti najprej (precej) slabše. Šele takrat bo pripravljenost za reforme večja.

Konec lanskega leta smo kot možnost pozitivnega presenečenja, zaradi izjemno ugodnih vrednotenj v kombinaciji s pretiranim pesimizmom, izpostavili ruske delnice, ki so v letošnjem letu dosegle skoraj 65 % donosnost v evrih. Takšne donosnosti v prihodnjem letu ne pričakujemo, bi pa lahko ruske delnice kljub vsemu tudi v letu 2017 pozitivno presenetile. Stanje v Rusiji, ki je že od leta 2014 v recesiji, se namreč še naprej izboljšuje. Njeno gospodarstvo se bo v prihodnjem letu okrepilo za predvidoma 1,2 %. Hkrati je pretekla depreciacija rublja državo prisilila v prilagoditev na nove razmere. Proračunski primanjkljaj tako kljub znižanju cen energentov, glavnega vira proračunskih prihodkov, znaša približno 3 % in se še znižuje. Z izvolitvijo Trumpa bi se lahko tudi odnosi med Rusijo in ZDA otoplili. S tem bi verjetno tudi določene proruskne države evroobmočja zahtevale vsaj zmanjšanje sankcij, kar bi ob močni odvisnosti ruskega gospodarstva od evropskega še dodatno zmanjšalo negotovost.

Pozitivno presenečenje pričakujemo tudi v Mehiki, ki je sploh v zadnjih nekaj letih nadpovprečno reformno naravnana, denimo s sprostitvijo energetskega in telekomunikacijskega sektorja. Mehiške delnice so po izvolitvi Trumpa zaradi strahu o spremembi trgovinskih sporazumov (NAFTA) v manj kot dveh mesecih za ameriškimi delnicami zaostale za dobrih 22 % točk. Kljub temu da je 80 % mehiškega izvoza vezanega na ZDA, pa smo mnenja, da je ta reakcija pretirana. Mehiški proizvajalci so namreč močno vpeti v ameriško proizvodno verigo in kakršnikoli protekcionistični ukrepi bi škodili tudi ameriškim družbam, verjetno slednjim celo bolj.

Po drugi strani nas je v letošnjem letu presenetila rast tečajev brazilskih delnic, ki so bile v letošnjem letu z več kot 65 % donosnostjo eden od zmagovalcev. Ob rasti cen surovin in odloženem dvigu obrestnih mer v ZDA je bil ključen razlog za takšno donosnost zamenjava predsednice Rousseffove s Temerjem, ki je zaradi svojega programa pri vlagateljih vzbujal visoka pričakovanja. A leta 2018 bodo nove volitve in vprašanje, kaj bo do takrat novi vodja sploh lahko izvedel, če želi ostati na čelu države. Brazilci so namreč izrazito nenaklonjeni kakršnimkoli varčevalnim ukrepom. Tako je že za pridobitev podpore za zamenjavo Rousseffove moral Brazilcem poleg »palice« ponuditi tudi »korenček«, in sicer dvig plač javnih uslužbencev ter povečanje socialnih transferjev. To je prispevalo k dvigu proračunskega primanjkljaja v letošnjem letu nad 10 %, kar je nasploh eden največjih na svetu. To pa za državo, ki ima že več kot 78-odstotno zadolženost ter je ob primanjkljaju tekočega računa ranljiva na odliv kapitala, predstavlja veliko težavo. Brez obsežnejših reform,

začeni s pokojninsko, bo slabšanje javnih financ vnašalo negotovost in posledično dvignilo ceno zadolževanja Brazilije ter tako še otežilo servisiranje javnega dolga. Posledično ohranjamo podpovprečno izpostavljenost Braziliji.

Kljub upadanju tečajev v zadnjih nekaj letih ostajamo nenaklonjeni tudi do Turčije. Vrednotenja so sicer ugodna in že manjše znižanje pesimizma bi lahko precej dvignilo tečaje delnic, a takega scenarija zaenkrat ne vidimo kot zelo verjetnega. Vladajoča stranka AKP je na oblasti vse od leta 2002 in svojega položaja noče izgubiti. Tako ne čudi, da so se izogibali težkim reformam. Še več, dovolili so hitro rast plač od leta 2008, kar se odraža v stagnirajoči produktivnosti. V začetku leta so minimalne plače dvignili za 30 %. Glede na to, da sta se pri Turčiji kot pomembni prednosti vedno omenjali mlada in poceni delovna sila, je izgubljanje na konkurenčnosti trn v peti prihodnji rasti turškega gospodarstva. Z Recepom Erdoganom na čelu tudi v bližnji prihodnosti težko pričakujemo zasuk pri reformah, sploh ob dejstvu, da je največja opozicijska stranka levo usmerjena in podpira še bolj socialistične ukrepe. Poleg tega ne gre izključiti novih konfliktov na Bližnjem vzhodu, v katerih bi verjetno pomembno vlogo odigrala tudi Turčija.

Slovenija tudi v letošnjem letu ostaja zanimiva naložbena destinacija, a manj kot lani. Z dodatnim znižanjem cene zadolževanja se je pritisk na Slovenijo še znižal, kar je morebitno nadaljevanje privatizacije še zamaknilo. Po drugi strani v prid slovenskim delnicam govorijo nadpovprečno visoke dividendne donosnosti, ki za slovenski indeks SBI TOP znašajo približno 5,2 %. Hkrati bodo ob danes že dokaj visoki stopnji zadolženosti Slovenije in proračunskem primanjkljaju, tudi kot posledica nedavnih in verjetno prihodnjih višanj plač v javnem sektorju, družbe v vsaj delnem državnem lastništvu vsaj ohranile dividende. Te bi lahko v prihodnjih letih poganjalo tudi boljše poslovanje družb, ki ga bo spodbudilo nadaljevanje okrevanja evroobmočja, glavnega slovenskega trgovinskega partnerja.

Panoge oziroma skupine dejavnosti

Evropski bančni sektor je bil v zadnjih nekaj letih po našem mnenju pretirano na udaru vlagateljev. V okolju ničelnih (negativnih) obrestnih mer in položnih krivulj donosnosti vlagatelje sicer upravičeno skrbi, kako bodo banke uspele v prihodnosti ustvarjati dobičke. A banke se novim razmeram prilagajajo. Poleg tega ob bistveno boljši kapitaliziranosti kot pred finančno krizo in nižjemu deležu novih odobrenih slabih kreditov v zadnjih letih pričakujemo, da se bo pesimizem glede bank znižal, sploh če se bo obrat pri obrestnih merah nadaljeval. V okolju višjih obrestnih mer in zlasti bolj strme krivulje tako banke kot tudi finančne institucije generalno lažje ustvarjajo dobičke. Bankam bi koristila tudi vsaj delna deregulacija, kar je po Trumpovi zmagi za ameriške banke postalo realno pričakovanje. Na osnovi navedenega smo ohranili nadpovprečno izpostavljenost skupini dejavnosti Banke in dvignili utež skupini dejavnosti Zavarovalnice na rahlo nadpovprečno.

Apreciacija dolarja in ohlajanje kitajskega gospodarstva, ki porabi 50 % glavnih industrijskih kovin, bosta ustvarila pritisk zoper nadaljnjo rast cen surovin. Cene slednjih so sicer po Trumpovi zmagi zaradi napovedanih ukrepov in posledičnih pričakovanj o okrepitvi ameriškega okrevanja precej porasle. A počasnejše okrevanje Kitajske bo v kombinaciji s še vedno presežnimi zmogljivostmi po naši oceni zasenčilo učinek hitrejšega okrevanja v razvitem svetu. Rast tečajev surovinskih delnic bo tako po našem mnenju počasnejša od splošnega indeksa, posledično ohranjamo nekoliko podpovprečno izpostavljenost tej dejavnosti. Podobno podpovprečno izpostavljenost ohranjamo tudi za delnice farmacevtskih družb. Kljub zaostanku v letošnjem letu so vrednotenja še vedno nadpovprečna, pri čemer se je rast števila novih zdravil,

kar je glavni generator rasti dobičkov teh družb, umirila. Tako smo še vedno mnenja, da bo kljub pričakovani nadaljnji rasti dobičkov donosnost te skupine dejavnosti v prihodnjih letih podpovprečna.

Po drugi strani pričakujemo, da se bo z okrevanjem razvitega sveta krepilo povpraševanje po nafti, kar bo predstavljalo podporo njeni ceni. ZDA in Evropa sta namreč pri potrošnji nafte relativno pomembna igralca in tudi pomembnejša kot denimo pri potrošnji industrijskih kovin. A vsakršna trajnejša rast cene nafte proti 60 dolarjem na sodček bi spodbudila ameriške proizvajalce nafte iz skrilavcev. Te družbe so namreč z novo tehnologijo hidravličnega lomljenja skrilavcev postale mejni igralec na naftnem trgu. Povprečen proizvodni strošek takšne nafte je danes med 45 dolarjev in 50 dolarjev na sodček in se z nenehnimi izboljšavami pri tehnologiji še znižuje. Podporo ceni nafte bo v naslednjem letu nudil tudi dogovor znotraj OPEC-a ter dodaten dogovor z Rusijo in drugimi ne-OPEC državami o zmanjšanju oziroma zamrznitvi proizvedenih količin, čeprav ne bi bili presenečeni, če bi posamezne članice OPEC-a v želji po ohranitvi tržnega deleža kršile dogovor. To pa bi lahko vodilo v propad takega dogovora. Glede na danes znana dejstva v prihodnjih nekaj letih pričakujemo gibanje cene nafte v razponu med 45 in 60 dolarjev za sodček nafte. Ker je to v okvirih trenutnih cen, ohranjamo za to skupino dejavnosti nevtralnno utež. Kljub vsemu ne bomo presenečeni, če bi v primeru povečane politične negotovosti (denimo v Iraku), kar bi zmanjšalo proizvodnjo, cene nafte začasno zrasle tudi prek 60 dolarjev za sodček.

Napovedi 2017 – obveznice

Z okrevanjem globalnega gospodarstva in zniževanjem stopnje brezposelnosti se bo skladno s teorijo Phillipsove krivulje začel ustvarjati pritisk na inflacijo, kar bo sčasoma privedlo do bolj restriktivnih denarnih politik in s tem višjih obrestnih mer, to pa negativno vpliva na tečaje obveznic v tem obdobju. Ta pritisk, vsaj na ravni plač, se v ZDA že dogaja in se bo v prihodnjem letu najverjetneje še okrepil. Po drugi strani je stopnja brezposelnosti v evroobmočju še vedno precej nad tisto izpred leta 2008 in t.i. polno zaposlenostjo, ko dodatno zniževanje brezposelnosti ustvarja pritisk na rast plač in s tem tudi na inflacijo. Pritisk na rast obrestnih mer bo torej višji v ZDA, zato smo, kljub nižjim pričakovanim donosnostim v lokalni valuti, bolj naklonjeni evrskim obveznicam, s poudarkom na podjetniških obveznicah z nižjo bonitetno oceno. Veter v hrbet slednjim bo nudila tudi Evropska centralna banka, ki bo še nekaj časa nadaljevala z nakupi tudi podjetniških obveznic, v okolju stabilne rasti in nizkih obrestnih mer pa se bo nadaljevalo obdobje nizkega števila stečajev družb.

Tudi v Evropi pričakujemo rahlo rast obrestnih mer, predvsem na daljšem delu krivulje donosnosti. Deflacijski pritisk v državah evroobmočja kot posledica nižanja cen surovin in energentov se je v letošnjem letu izpel. Če bo stopnja inflacije v evroobmočju letos še blizu ničelne, pa lahko že v prihodnjem letu pričakujemo dvig nad 1 %, ob opaznejši apreciaciji dolarja pa celo proti 2 %. Z okrevanjem evroobmočja in posledičnim postopnim nižanjem stopnje brezposelnosti se bo tudi v Evropi začel, sicer šele proti koncu 2018, krepiti pritisk na rast plač in inflacijo. Vse to ob trenutno izjemno nizkih obrestnih merah govori izrazito proti naložbam v obveznice, posebno dolgoročnim z višjo bonitetno oceno, v prihodnjih letih. Posledično smo ohranili nizko trajanje (nizka občutljivost tečajev na obrestne mere) in nadpovprečno izpostavljenost obveznicam nižjih bonitetnih ocen v obvezniških portfeljih.

[1] 2016 Euro Plus Monitor, december 2016.

[◀ NAZAJ](#)

Kategorije

[Analitski pregled](#)

[Borze v preteklem tednu](#)

[Naložbe vzajemnih skladov](#)

[Strategi v zadregi](#)

Avtor članka

Marko Bombač

CFA, FRM, vodja analiz

[VSI ČLANKI AVTORJA](#)



