

# Turbulentno prvo polletje

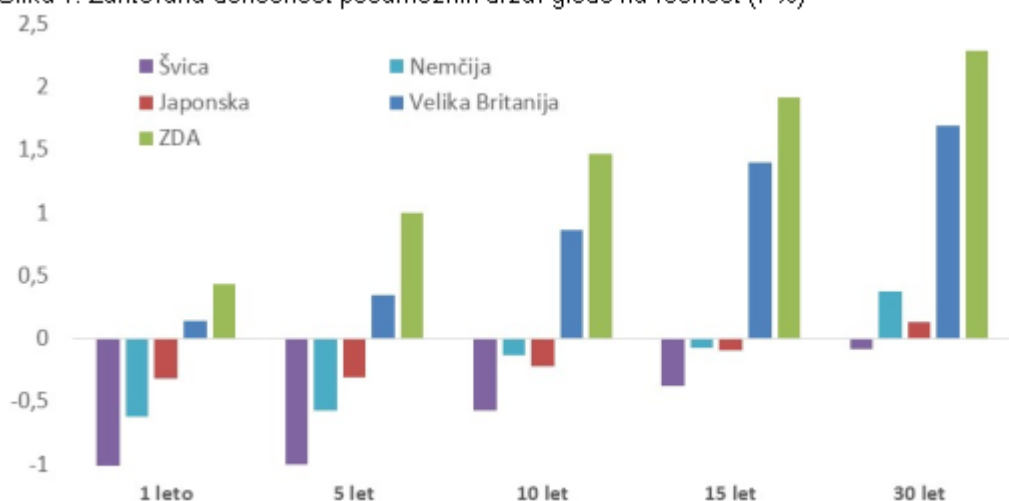
06. 07. 2016



Za nami je najbolj volatilno polletje po evropski dolžniški krizi. Ohlajanje Kitajske je že takoj v začetku leta vnovič vneslo strah in negotovost na kapitalske trge. Cena nafte, ki je leta 2008 skoraj dosegla ceno 150 dolarjev za sodček, je najprej upadla s 40 proti 25 dolarjem za sodček, nato pa hitro zrasla nad 50 dolarjev. Komaj se je negotovost na kapitalskih trgih umirila, je v ospredje prišel referendum za izstop Združenega kraljestva iz EU (t.i. Brexit). A negotovost in strah na borzah običajno s seboj prinašata tudi priložnosti, navadno ravno pri tistih naložbah, ki takrat zaradi povečane percepcije tveganja izgubijo priljubljenost med vlagatelji. V nadaljevanju prispevka si pogledjmo, kaj se je dogajalo na kapitalskih trgih v prvem polletju in kje vidimo potencial v drugi polovici leta.

V splošnem se je v prvem polletju uresničila naša napoved s konca leta 2015 o nadaljevanju globalnega gospodarskega okrevanja in o še vedno ohlapni denarni politiki centralnih bank, predvsem evropske, japonske in kitajske, s tem pa tudi nizke obrestne mere. Po drugi strani so se uresničile tudi naše napovedi o povečanju prisotnih tveganj, konec lanskega leta smo denimo za t.i. Brexit, v času, ko je bil referendum v Združenem kraljestvu zgolj obrobni dogodek, zapisali: *»Morebiten izhod Velike Britanije iz EU (t.i. Brexit), ki ga trgi zaenkrat ocenjujejo kot nedogodek, dopušča možnost negativnega presenečenja, v kolikor bi se mnenje vlagateljev o posledicah oziroma verjetnosti izhoda spremenilo.«* Brexit in ohlajanje kitajskega gospodarstva sta ključna dogodka, ki sta povzročila premik vlagateljev v bolj varne naložbe in še dodatno znižanje obrestnih mer predvsem varnih obvezniških naložb.

Slika 1: Zahtevana donosnost posameznih držav glede na ročnost (v %)



Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

**Varnost** se je tako še **podražila**, zanjo pa je marsikje po svetu **potrebno celo plačati** (slika 1). Za posojilo Nemčiji in Japonski morate plačati vse do ročnosti 15 let, Švici pa celo do 30 let. Bolj plastično – če danes posodite Nemčiji 1000 evrov, dobite čez 10 let 987 evrov. Če posodite Japonski 1000 jenov, dobite čez 10 let 979 jenov. Še slabše jo boste v lokalni valuti odnesli, če Švici posodite 1000 frankov, saj boste čez 10 let dobili le 944 frankov. Donosnost dolgoročnih varnih naložb tako 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. To zdaj še bolj kot ob koncu lanskega leta govori **v prid delniškim naložbam**.

## Razviti svet okreva

Glede na gibanje in nivo obrestnih mer bi lahko pričakovali, da se je v globalnem gospodarstvu zgodil Armageddon. Ravno nasprotno – **razviti svet nadaljuje z okrevanjem**. Zadnji podatki v ZDA nakazujejo, da bi po upočasnitvi v prvem četrtletju lahko ameriško gospodarstvo v drugem četrtletju **zraslo za okrog 2,5 %** glede na predhodno četrtletje (prevedeno na letno raven). Nemčija je na četrtletni ravni kljub ohlajanju kitajskega gospodarstva v prvem letošnje četrtletju in recesiji v Rusiji zrasla najhitreje letos. Španija, ki je bila še nedavno eden od bolnikov evroobmočja, okreva po podobni stopnji kot pred recesijo, več kot 3-odstotna gospodarska rast pa je tudi ena najhitrejših med državami evroobmočja sploh. Evrsko gospodarstvo je kljub vsem negotovostim na četrtletni ravni v prvem četrtletju letos zraslo najhitreje v zadnjih 5 letih. Pomemben razlog za pospešek pri okrevanju je poleg investicij bolj optimističen potrošnik. Slednje ne čudi, saj se stopnja brezposelnosti namreč počasi, a vztrajno niža. Hkrati potrošniško razpoloženje krepi tudi pocenitev energentov.

Večja poraba je pozitivna za dobičke družb. To nadalje viša optimizem v podjetniškem sektorju, ki je ob nizkih obrestnih merah pripravljen več investirati in posledično dodatno zaposluje. S tem se je ustvarila t.i. pozitivna povratna zanka, ki se bo v evroobmočju po naši oceni kljub trenutnim negotovostim nadaljevala še nekaj let.

Slika 2: Depozitna obrestna mera ECB in napovedi (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

V okviru geografske alokacije tako ohranjamo **naklonjenost evropskim delniškim trgom**, pri čemer smo ob nadaljevanju okrevanja in podpovprečni donosnosti te regije izpostavljenost evropskim trgom še zvišali. Po

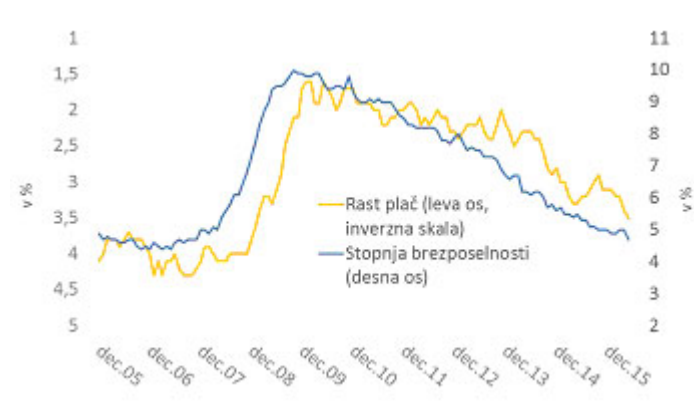
še vedno prisotnem in povečanem pesimizmu zaradi dogodkov v zadnjih nekaj letih (Brexit, rusko-ukrajinska in grška kriza, vpliv ohlajanja Kitajske na evropske izvoznike itd.) so vrednotenja evropskih delnic med najugodnejšimi. Te imajo danes tudi približno 3,8 % dividendno donosnost, kar je precej več kot denimo v ZDA (2,2 %) in tudi bistveno več, kot lahko danes vlagatelji dobijo z varčevanjem v depozitih ali varnejših obveznicah. V prid evropskim delnicam govori tudi ohlapna denarna politika ECB, pri čemer bo depozitna obrestna mera, po kateri lahko evropske banke vežejo svoja sredstva pri ECB prek noči, ostala negativna vse do leta 2021 (slika 2).

Preglednica 1: Donosnost izbranih držav, izvoznic surovin, v prvem polletju (v %)

	Donosnost
Brazilija	45,5
Peru	43,3
Kolumbija	22,6
Rusija	22,4
Čile	15,0

Vir: Bloomberg, lastni izračun

Slika 3: Stopnja brezposelnosti in rast plač v ZDA



Vir: Bloomberg, lastni izračun

## Ohranjamo podpovprečno izpostavljenost trgov v razvoju

Povečanje izpostavljenosti evropskim delniškim trgov je šlo na račun trgov v razvoju, ki so bili zmagovalec prvega polletja. Kitajska se je namreč na ohlajanje gospodarstva odzvala z novimi denarnimi in fiskalnimi spodbudami, s čimer želi spodbuditi gospodarsko rast. Izboljšana pričakovanja glede drugega največjega svetovnega gospodarstva so dvignila oziroma zaustavila trend upadanja cen surovin (in delno nafte), saj Kitajska porabi približno polovico vseh osnovnih surovin. Tako ne čudi, da so bile med zmagovalci razvijajočih se držav ravno tiste, ki so bogate s surovinami in energenti (preglednica 1), poleg tega je na donosnost razvijajočih se držav pozitivno vplivalo tudi počasnejše dvigovanje ključne obrestne mere ameriške centralne banke (Fed), ki je še konec 2015 za letošnje leto napovedovala 4 dvige. Zaradi vseh zgoraj

našteti negotovosti Fed v letošnjem letu sploh še ni dvignil obrestne mere, trg pa nov dvig pričakuje šele proti koncu 2017. **Tudi mi ameriškim centralnim bankirjem ne verjamemo**, da bodo še v letošnjem letu dvakrat dvignili ključno obrestno mero. Po našem najverjetnejšem scenariju bodo dvigi ključne obrestne mere kljub vsemu nekoliko hitrejši od pričakovanj trga – v letošnjem letu pričakujemo 1 dvig. Ameriški delavci ob padajoči stopnji brezposelnosti, ki je že na ravni izpred finančne krize, namreč pridobivajo na pogajalski moči, kar je vidno v najhitrejši rasti plač po finančni krizi (slika 3).

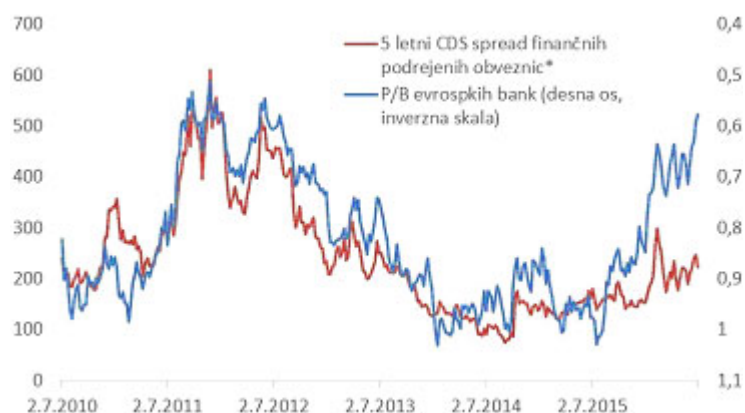
Kitajska bo po stabilizaciji gospodarske rasti zmanjšala spodbude in nadaljevala s transformacijo iz proizvodnega v storitveno-potrošniško gospodarstvo (več o Kitajski si lahko preberete v našem zadnjem prispevku). To bo negativno vplivalo na cene osnovnih surovin in s tem na države, ki so odvisne od teh surovin. Nov dvig ključne obrestne mere v ZDA pa **bi povzročil umik dela kapitala iz trgov v razvoju nazaj v razviti svet**. Posledično smo najbolj nenaklonjeni tistim razvijajočim se državam, ki so bogate s surovinami in imajo hkrati visoko stopnjo zunanje zadolženosti. Te države se namreč z redkimi izjemami novim razmeram še niso prilagodile, saj njihovi politiki tekmujejo med sabo s populističnimi obljubami. V prihodnjih letih lahko tako pričakujemo nadaljevanje prerazdelitve dohodkov od neto izvoznic energentov in surovin k neto uvoznicam.

Slika 4: Gibanje tečajev evropskih bank in evropskih delnic



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Slika 5: Gibanje tečajev evropskih bank in evropskih delnic



\* CDS spread – cena zavarovanja za primer nevrčilo dolgov Vir: Bloomberg, lastni izračun.

## Kaj se dogaja z evropskimi bankami?

Če gre evropskemu gospodarstvu res tako dobro, kaj se potem dogaja z evropskimi bankami, katerih tečaji so zgolj v zadnjih 2 letih upadli za 30 %, na nivoje iz finančne krize 2008 in evropske dolžniške krize 2011 (slika 4)? V času finančne in pozneje evropske dolžniške krize je bilo vlagatelje strah glede solventnosti bank (t.i. kriza bilance stanja). Kot kaže slika 5, je leta 2011 znižanju cene glede na knjigovodsko vrednost (P/B – desna os, inverzna skala) sledila rast cene zavarovanja za nevračilo podrejenih dolgov finančnih institucij (leva os). V tokratni epizodi pa je cena zavarovanja kljub znižanju cene glede na knjigovodsko vrednost ostala stabilna. To kaže, da vlagatelje danes skrbi predvsem negativen vpliv ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid (t.i. **kriza izkaza poslovnega izida**). Olje na žerjavico je v zadnjih tednih prilil še Brexit, ki je vnesel dodatno negotovost. V družbi NLB Skladi smo mnenja, da se bodo banke (tako kot drugi subjekti v tržnem gospodarstvu in naravnem okolju) naposled prilagodili novim razmeram nizkih obrestnih mer. Posledično ohranjamo naklonjenost bančnemu sektorju, zadnjo korekcijo pa vidimo kot nakupno priložnost.

[< 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](#)



