

# Napovedi 2018 - delnice

21. 12. 2017



Regijsko dajemo prednost evropskim delniškim trgom, med panogami pa smo najbolj naklonjeni bančnemu sektorju.

## Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb tudi v letu 2018 dajemo **prednost evropskim delniškim trgom**. Skladno z našimi napovedmi gre evropskemu gospodarstvu čedalje bolje, mednarodne institucije pa so tekom leta kar tekmovale v višanju ocen za prihodnjo gospodarsko rast. Pozitivna povratna zanka pospešene gospodarske rasti in padajoče brezposelnosti je trenutno v Evropi v polnem zagonu in prav nič ne kaže, da bi jo ob odsotnosti večjih pretresov lahko karkoli pretrgalo. Sodeč po prvih ocenah anketnega indeksa prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti za december je gospodarstvo evroobmočja konec leta dobilo dodaten zagon, proizvodna aktivnost raste namreč najhitreje v zadnjih 20 letih. Poleg tega je storitveni sektor decembra zabeležil najhitrejšo rast vse od aprila 2011. S krepitvijo povpraševanja in rastjo novih naročil evrske proizvodne družbe zaposlujejo najhitreje vse od preloma tisočletja. Kljub takšnemu zaposlovanju nedokončana naročila še vedno močno rastejo, kar je pozitivno tudi za prihodnje zaposlovanje. Kot zanimivost, v Španiji je gospodarska aktivnost kljub protestom v Kataloniji ostala robustna. Hkrati bo nadaljnje upadanje stopnje brezposelnosti razbremenilo tudi proračune držav, ki bodo lahko posledično več sredstev namenile denimo za infrastrukturne projekte ter s tem še dodatno spodbudile rast, morda pa bodo v nekaj večjih državah celo znižali davke.

**Slika 2:** Gibanje EBITDA\* po posameznih regijah

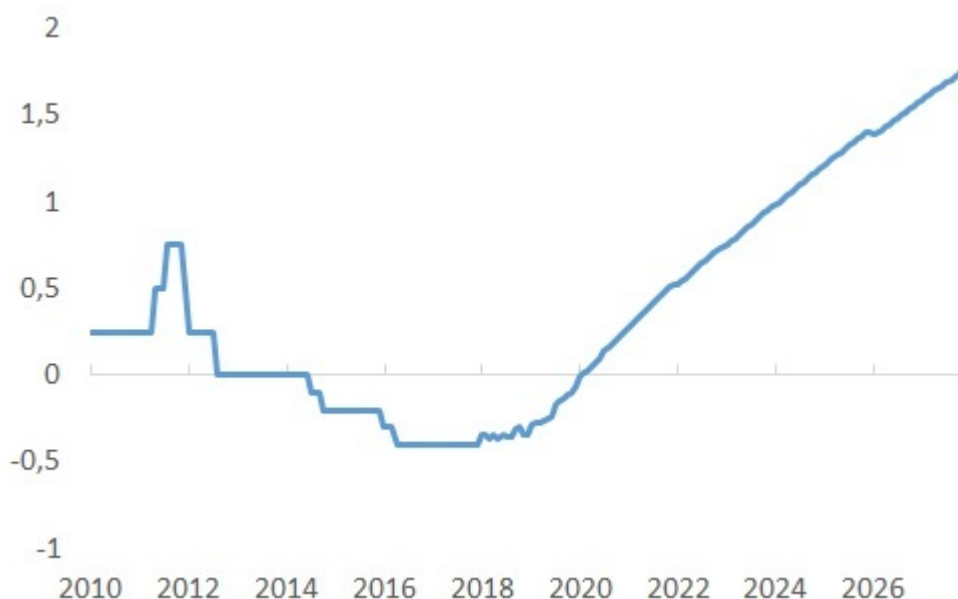


\* dobiček pred obrestmi, davkom in amortizacijo za zadnjih 12 mesecev.

Vir: Bloomberg, lastni izračuni

Dobički evropskih družb (slika 2) danes še vedno precej zaostajajo za nivoji iz leta 2007, zato z okrepljeno rastjo evropskega gospodarstva pričakujemo nadpovprečno hitro rast dobičkov tukajšnjih družb. Poleg dobrih gospodarskih izgledov in obetov za rast dobičkov so vrednotenja evropskih delnic še vedno med globalno najugodnejšimi. **Evropske delnice imajo danes približno 3,3 % dividendno donosnost, kar je precej več kot denimo v ZDA (1,9 %).**

**Slika 3:** Depozitna obrestna mera ECB in napovedi (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni

V prid evropskim delnicam govori tudi ohlapna denarna politika ECB, kar je vidno v močno negativnih realnih dolgoročnih obrestnih merah. Depozitna obrestna mera, ki jo ECB zaračunava bankam, pa naj bi po

pričakovanih kapitalskih trgov ostala negativna vse do konca leta 2019 (slika 3). Po drugi strani je ECB, ki je sicer podaljšala program odkupov obveznic vsaj do septembra 2018, napovedala zmanjšanje dodatnih mesečnih nakupov s 60 na 30 milijard evrov. S pospešeno rastjo evropskega gospodarstva in upadanjem stopnje brezposelnosti se razpoložljive kapacitete polnijo, kar krepi pritisk na rast plač in posledično inflacijo. Slednje je potrdil tudi anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti za december, ki nakazuje na krepitev osnovne inflacije v letu 2018. Ob vsem navedenem v družbi NLB Skladi **pričakujemo, da bo ECB septembra 2018 zaključila svoj program dodatnih odkupov, proti koncu leta pa prvič v tem ciklu dvignila depozitno obrestno mero na nekoliko manj negativno.**

Tudi **(geo)politična situacija govori v prid Evropi.** Za razliko od lani, ko so bili vlagatelji pesimistični glede Evrope, je sicer danes precej manj prostora za pozitivno presenečenje. A hkrati tudi večjih nevarnosti ni na vidiku. Stranka vnovične zmagovalke nemških volitev Angele Merkel je skladno z željami Nemcev, pri katerih je podpora evru v zadnjih letih močno porasla, postala precej bolj proevropsko usmerjena. Po propadu pogajanj o oblikovanju široke oz. t.i. Jamajka koalicije čedalje bolj verjetna postaja velika koalicija s Schulzevo stranko, kar bi pomenilo še bolj evru naklonjeno Nemčijo. Poleg tega evroskeptiki izgubljajo na moči. Z gospodarsko rastjo, posledično rastočo naklonjenostjo evru in porazom evroskeptikov v Franciji in na Nizozemskem evroskeptične stranke svoj program odmikajo proč od prizadevanj za izstop iz evroobmočja. Ob povedanem tudi italijanske volitve, kjer imata evroskeptični stranki Gibanje 5 zvezd in Severna liga po zadnjih anketah še vedno močno podporo, ne predstavljajo večjega tveganja. Luigi di Maio, vodja prve, je namreč nedavno poudaril, da je izhod iz evra zgolj skrajna možnost, v kolikor Bruselj ne bi sprostil stroge proračunske omejitve. Vodja druge, Salvini, pa je opravičilo našel kar v italijanski ustavi, po kateri je referendum o evru ilegalen. Ob vsem omenjenem v Evropi zaradi močne socialne politike, za razliko od ZDA in Velike Britanije, kjer je bila rast v neenakosti dohodkov verjetno eden ključnih dejavnikov za Trumpovo zmago oz. izglasovan Brexit, ni opazen vzpon populizma. Še več, celo Francija po zmagi Macrona kaže reformno naravnost in prihodnje desetletje bi v Evropi znalo biti francosko obarvano. Najvišjo donosnost delniških tečajev pričakujemo pri družbah iz perifernih držav evroobmočja, ki so bile še ne dolgo nazaj najbolj na udaru vlagateljev (Portugalska, Italija, Španija, Slovenija in Grčija), in tudi manj razvitih držav Evrope (s poudarkom na državah bivše Jugoslavije). Vrednotenja so na omenjenih borzah ugodnejša, plačni pritiski pa ob še vedno v povprečju presežnih kapacitetah nižji, zaradi česar bodo dobički družb iz teh držav rasli hitreje.

Japonske delnice so v letu 2017 upravičile naša optimistična pričakovanja. Kljub težavam japonskega gospodarstva (ogromen javni dolg in negativni demografski trendi) ostajamo v pričakovanju nadaljevanja izjemno ohlapne denarne politike in zgodovinsko podpovprečnih vrednotenj **nadpovprečno naklonjeni japonskim delnicam.** Pozitivna za gospodarstvo je tudi suverena zmaga Abeja na predčasnih parlamentarnih volitvah, saj bo lahko nadaljeval s svojim programom, ki je osredotočen na fiskalne in monetarne spodbude ter strukturne reforme.

Ameriškem gospodarstvu gre zelo dobro. Gospodarska rast bo ob razpoloženi potrošnikih in menedžerjih tudi v letu 2018 ostala robustna ter bo po našem mnenju presegla pričakovanja Mednarodnega denarnega sklada. Pozitivno bo na gospodarstvo še vedno vplival tudi nepremičninski sektor, saj je dostopnost nepremičnin kljub rasti obrestnih mer in cen nepremičnin v zadnjih letih še vedno precej višja kot v obdobju pred zadnjo recesijo. Hkrati je tudi delež lastniških nepremičnin v preteklem desetletju upadel proti zgodovinskemu minimumu, z višjimi plačami in bolj zanesljivimi službami pa pričakujemo, da se bodo mladi Američani znova bolj opogumili za nakup novih nepremičnin. Da recesija še ne trka na vrata, nakazuje tudi obrestna krivulja, ki prikazuje razliko med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero (slika 4). Ko je ta razlika

pozitivna, omenjen kazalnik nakazuje na gospodarsko rast in obratno. Približevanje tega kazalnika ničelni vrednosti pa je v preteklosti z nekaj izjemami v povprečju dobro napovedovalo prihod recesije.

**Slika 4:** Obrestna krivulja\* (v %)



\* razlika med 10 letno in 3 mesečno obrestno mero. Siva območja predstavljajo obdobje recesij.

Vir: Bloomberg, NBER, lastni izračuni

S krepitvijo ameriškega gospodarstva se bo stopnja brezposelnosti znižala krepko pod 3,9 %, kolikor napoveduje ameriški Fed. To bo privedlo do čedalje močnejših pritiskov na rast plač in s tem tudi na dvig stopnje inflacije. Ameriški Fed za leto 2018 napoveduje 3 dvige ključne obrestne mere, kar je en dvig več od pričakovanj vlagateljev. V družbi NLB Skladi podobno kot lani, ko se je uresničila napoved o 3 dvigih v letu 2017, tudi letos verjamemo napovedi Fed-a (slika 5).

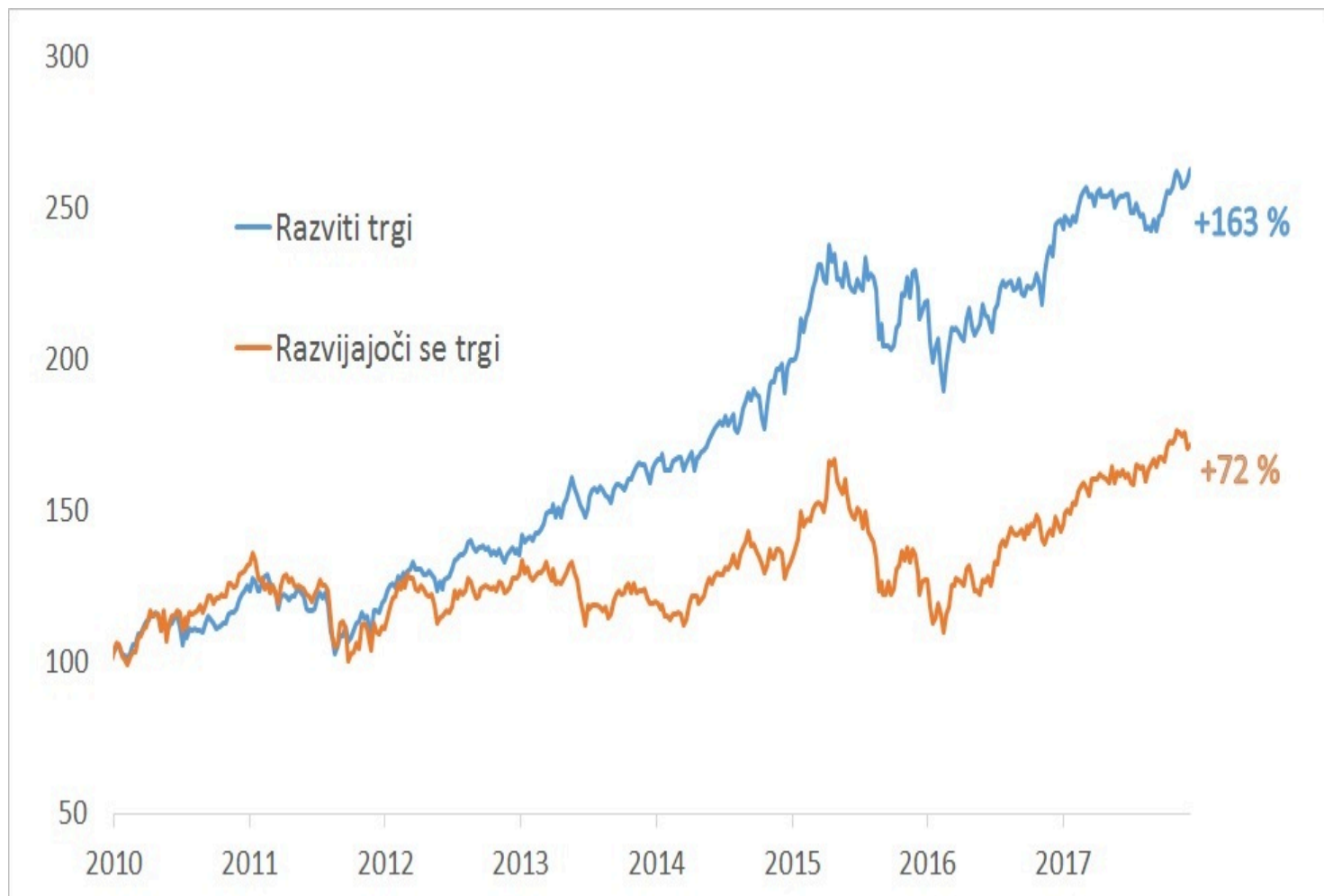
**Slika 5:** Gibanje obrestnih mer v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni

Še več, dopuščamo možnost, da bo Fed z upadom stopnje brezposelnosti pod 3,9 % primoran poseči po še hitrejših in/ali večjih dvigih ključne obrestne mere, kar bi lahko (podobno kot maja 2006) prestrašilo vlagatelje. Poleg omenjenega je nedavno sprejeta davčna reforma zelo verjetno prišla v zelo nepravem trenutku. Nizki davki ob predpostavki fiskalne vzdržnosti v povprečju sicer pomenijo hitrejšo dolgoročno gospodarsko rast, a v ZDA postopoma že prihaja do pregrevanja gospodarstva, z nižjimi davki pa lahko pričakujemo dodatno spodbudo gospodarstvu. Vse skupaj se bo odrazilo v rastočem uvozu in s tem tudi poslabšanju ameriške trgovinske bilance. Slednje bi lahko glede na populistične težnje predsednika Trumpa pomenilo bolj protekcionistično trgovinsko politiko, s tem pa negativen vpliv na svetovno trgovino in slabše gospodarske obete za ZDA. Hkrati so danes **vrednotenja ameriških delnic po večini kazalcev visoka, zato smo ameriškim delnicam precej podpovprečno naklonjeni.**

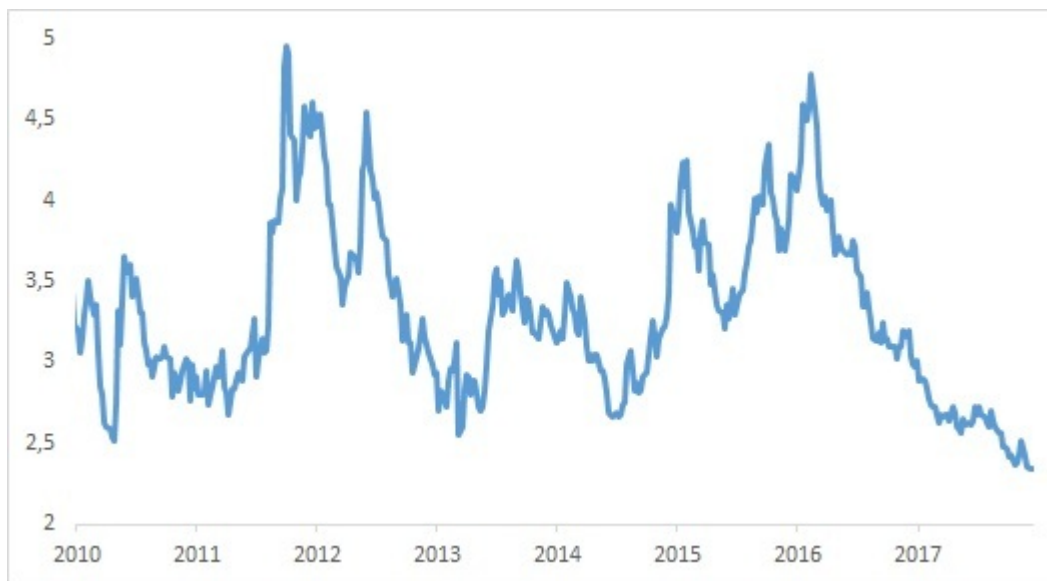
**Slika 6:** Gibanje delniških indeksov (vključujoč dividende)



Vir: Bloomberg

Pri napovedih za prihodnje leto smo imeli **največ pomislekov pri trgih v razvoju**. Tem trgom smo v družbi NLB Skladi podpovprečno izpostavljeni že vse od konca 2009, kar se je izkazalo za dobro, saj so **trgi v razvoju v tem obdobju za razvitimi trgi zaostali za kar 89 odstotnih točk** (slika 6). Eden ključnih razlogov za zaostanek v tem obdobju so bila nadpovprečna vrednotenja v kombinaciji z odlašanjem pri strukturnih reformah. Državam v razvoju v času debelih krav, pred 2007, ob enormnem prilivu kapitala o reformah namreč ni bilo potrebno niti razmišljati, kaj šele izvesti. Poleg tega so na donosnost delnic družb iz teh držav negativno vplivali tudi korupcija, slabo korporativno upravljanje in s tem slaba skrb za lastnike ter padec cen surovin, od katerih so ravno države iz trgov v razvoju najmočnejše odvisne.

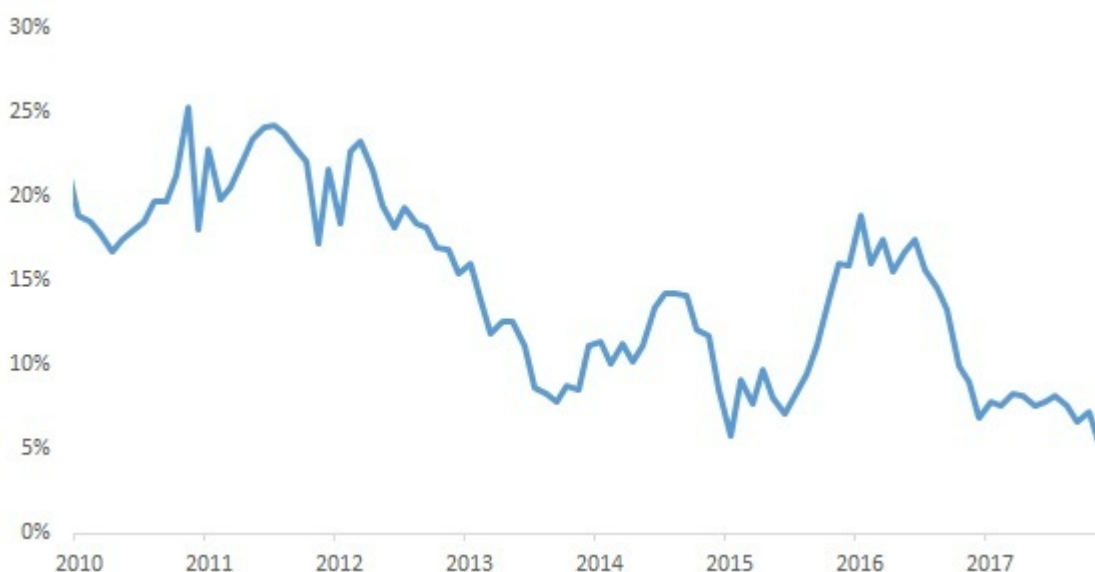
**Slika 7:** Pribitek dolarskih obveznic iz trgov v razvoju (v %)



Vir: Bloomberg

Kljub zaostanku od leta 2009 je v zadnjih 2 letih prišlo do preobrata (slika 6). Ključni razlogi so bili v tem, da so po zaostanku v letih pred tem in močni korekciji leta 2015 vrednotenja trgov v razvoju znova postala zanimiva. Hkrati so kitajske fiskalne in monetarne spodbude dvignile cene surovin, kar je znižalo pritisk na razvijajoče se trge, saj surovinski sektor v povprečju predstavlja pomemben del teh gospodarstev. Z upadom vrednosti dolarja se je v regijo vrnil del vročega kapitala, kar je vidno iz znižanja pribitkov izdajateljev dolarskih obveznic iz trgov v razvoju proti najnižjim vrednostim (slika 7). Pribitek na 5-letno brazilsko državno obveznico, izdano v dolarjih glede na ameriško znaša 1,3 odstotne točke, kar je zgolj malenkost več kot znaša denimo pribitek 5-letne italijanske državne obveznice na nemško (dobrih 0,8 % točke).

**Slika 8:** Letna rast kitajskih javnih izdatkov



Vir: Bloomberg

Glede na preobrat pri donosnosti smo bili v družbi NLB Skladi v dilemi, ali se bo trend zadnjih dveh let nadaljeval in je posledično primerno zvišati priporočilo za trge v razvoju ali pa gre zgolj za začasen preobrat in je smiselno ohraniti podpovprečno izpostavljenost. Pri odgovoru na to vprašanje je ena ključnih neznank



Kitajska. Ta namreč porabi približno polovico vseh osnovnih industrijskih kovin oz. skoraj dvakrat toliko kot Japonska, Evropa in ZDA skupaj, zato je stanje v kitajskem gospodarstvu ključno za dogajanje na trgu surovin in s tem za države v razvoju.

**Slika 9:** Stanje v kitajskem gospodarstvu in vpliv na surovine



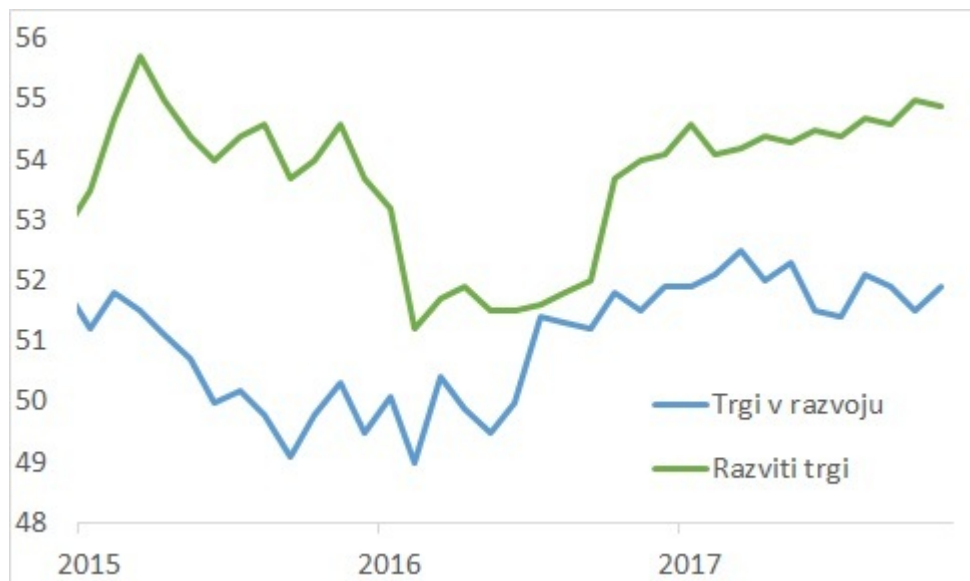
\* podatki s trimesečnim zamikom

Vir: Bloomberg

Na 19. kongresu kitajske komunistične partije je predsednik Xi Jinping precej okrepil svojo moč. Pridobljeno politično moč bo najverjetneje usmeril v okrepitev reform, denimo večjo regulacijo finančnega sistema, omejitev špekulacij na finančnem in nepremičninskem trgu ter zmanjšanje onesnaževanja in presežnih proizvodnih kapacitet. Vse omenjeno je sicer pozitivno za dolgoročno gospodarsko rast na Kitajskem, kratkoročno pa te reforme pomenijo manj monetarnih in fiskalnih spodbud ter s tem upočasnitev gospodarske rasti. Kitajska centralna banka je tako na decembrskem zasedanju z dvigom obrestnih mer za določene posle s poslovnimi bankami presenetila vlagatelje in nadaljevala s pritiskom na (pre)hitro kreditno rast. Hkrati se umirja tudi rast javnih izdatkov (slika 8). China Li Keqiang indeks (poimenovan po kitajskem predsedniku vlade Li Keqiang), ki zelo dobro kaže tekoče stanje v gospodarstvu, se je v zadnjih mesecih obrnil navzdol (slika 9), kar je v preteklosti dobro napovedovalo trend pri gibanju cen industrijskih kovin s približno trimesečnim zamikom. Poleg omenjenega je v zadnjih mesecih v nasprotju z razvitimi trgi zaznati tudi umirjanje rasti na trgih v razvoju (slika 10). Z rastjo obrestnih mer v ZDA in Evropi pričakujemo krepitev dolarja in evra glede na preostale valute, kar bo prek odliva dela špekulativnega kapitala negativno vplivalo ravno na trge v razvoju.

**Slika 10:** Anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti





Vir: Bloomberg

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. Turčija denimo z izjemno ekspanzivnimi monetarnimi in fiskalnimi ukrepi spodbuja kreditno aktivnost in domače povpraševanje. Posledično ima kljub močni depreciaciji turške like še vedno visok primanjkljaj na tekočem računu. Hkrati želi predsednik turške vlade Erdogan kljub več kot 10 % letni inflaciji s pritiski na centralno banko ohraniti nižje obrestne mere, s čimer bi dodatno spodbudil domače gospodarstvo. V Braziliji kljub dobrim prvotnim namenom (skladno z našimi napovedmi) pred volitvami oktobra 2018 ne bodo izpeljali nobene resne reforme.

Kot že nekaj let opozarjamo v družbi NLB Skladi, pred izboljšanjem moralo biti najprej (precej) slabše. Šele takrat bo pripravljenost za reforme večja. Posledično **ohranjamo podpovprečno izpostavljenost trgov v razvoju**.

## Skupine dejavnosti

Zelo **naklonjeni ostajamo bančnemu sektorju**, zlasti evrskemu. Ob nizkem vrednotenju so evrske banke danes bolj zdrave kot kadarkoli v zadnjih 15 letih in imajo znatno nižji delež novo odobrenih slabih kreditov. Poleg tega pričakujemo postopno rast srednje- in dolgoročnih obrestnih mer ter s tem bolj strmo obrestno krivuljo, kar bo dvignilo dobičke bank iz transformacije ročnosti sredstev. Na osnovi navedenega smo ohranili nadpovprečno izpostavljenost skupini dejavnosti Banke.

Z okrepljeno gospodarsko rastjo smo sicer **še vedno bolj naklonjeni cikličnim panogam**. Podjetniški sentiment se krepi, zato pričakujemo povečano investicijsko dejavnost in smo se nadpovprečno izpostavili družbam iz skupine dejavnosti Trajne dobrine. Prihodki in dobički teh družb so namreč močno odvisni od globalne investicijske aktivnosti, za katero pričakujemo, da bo v razvitem svetu v 2018 (ob fiskalnih spodbudah držav ter ob težnjah podjetij po optimizaciji procesov ob poceni zadolževanju in hkratnih pritiskih na stroške dela) še dodatno pridobila na zagonu. Kljub visokim vrednotenjem tehnološkega sektorja

smo zaradi pričakovanj o višjih investicijah družb iz vseh skupin dejavnosti in ob pričakovanem porastu oglaševanja, ki predstavlja velik del prihodkov nekaterih družb iz branže, zaenkrat ohranili rahlo nadpovprečno izpostavljenost vročemu sektorju Programska oprema in storitve. Farmacevtski panogi smo ob rahlem izboljšanju vrednotenja in dobri dolgoročni perspektivi zaradi staranja prebivalstva po nekaj letih podpovprečne izpostavljenosti dvignili priporočilo na nevtravno.

Apresiasi dolarja in evra ter ohlajanje kitajskega gospodarstva, ki porabi 50 % glavnih industrijskih kovin, bosta ustvarila pritisk zoper nadaljnjo rast cen surovin. **Rast tečajev surovinskih delnic bo tako po našem mnenju počasnejša od splošnega indeksa**, posledično ohranjamo nekoliko podpovprečno izpostavljenost tej dejavnosti. Po drugi strani pričakujemo, da se bo z okrevanjem razvitega sveta krepilo povpraševanje po nafti, kar bo predstavljalo podporo njeni ceni. A vsakršna trajnejša rast cene nafte nad 60 dolarjev na sodček bi k dodatni proizvodnji spodbudila ameriške proizvajalce nafte iz skrilavcev. Glede na danes znana dejstva v prihodnjih nekaj letih pričakujemo gibanje cene nafte v razponu med 45 in 60 dolarjev za sodček nafte, pri čemer v prihodnjem letu zaradi krčenja zalog in geopolitične negotovosti v državah Bližnjega vzhoda pričakujemo ceno blizu zgornje meje tega razpona. Ob navedenem ohranjamo rahlo nadpovprečno naklonjenost skupini dejavnosti Energija.

[◀ 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



