

Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta

05. 07. 2017



Za nami je na borzah mirno polletje, ki je vlagatelje v delniške naložbe razveselilo z novimi rekordi in rahlo podpovprečnimi donosnostmi. Kaj so bili ključni dogodki v tem polletju in kako uspešni smo bili pri naših napovedih? Še pomembneje: kaj nas čaka v preostanku letošnjega leta?

Vlagatelji nagrajeni za prevzemanje tveganj!

Skladno z našimi napovedmi se je globalna gospodarska rast okrepila, najpomembnejše centralne banke pa so z izjemo ameriškega Fed-a, ki postopoma zvišuje obrestne mere, ohranile ohlapno denarno politiko. Posledično se je uresničila naša napoved, da bodo delnice v takšnem okolju boljša izbira. Globalni delniški indeks⁽¹⁾ je namreč v prvi polovici leta porasel za +3,3 %, medtem ko so evrske obveznice z najvišjo bonitetno oceno izgubile 1,1 % vrednosti. S krepitvijo globalne gospodarske rasti pričakujemo nadaljnjo rast dobičkov družb tudi v preostanku leta, poleg tega bodo vlagatelji v okolju izredno nizkih (negativnih) obrestnih mer, ki so posledica ohlapnih denarnih politik centralnih bank, priložnosti verjetno iskali v bolj tveganih naložbah. Skratka, delnice bodo po naših napovedih boljša izbira. Pričakujemo, da bo donosnost globalnega delniškega indeksa v letošnjem letu znašala približno 7 %, kolikor smo napovedali ⁽²⁾ ob koncu leta 2016.

Poraz evroskeptikov vnesel nov val optimizma

Vlagatelji v evropske delnice so v letošnje leto zaradi prihajajočih volitev vstopili zelo previdno. A strah je bil po naših napovedih pretiran, evroskeptiki so bili najprej poraženi decembra 2016 v Avstriji, nato pa še na Nizozemskem in v Franciji v letošnjem letu. Vlagatelje je še posebno razveselila zmaga Macrona na francoskih predsedniških in parlamentarnih volitvah. V prihodnjih letih bi se namreč lahko izkazalo, da je Macron nemški Schröder. Slednji je v začetku tega tisočletja uspel združiti levico pri strukturnih reformah in posredno popeljal Nemčijo na pot današnje slave. Da bi Macronu te reforme lahko uspelo izpeljati, kaže tudi visoka podpora Francozov. Danes več kot 80 % vseh Francozov podpira nujno potrebne strukturne reforme, več kot 50 % pa celo obsežne reforme.

Skladno z našimi napovedi gre tudi evropskemu gospodarstvu čedalje bolje. Gospodarska rast se je okrepila, mednarodne institucije pa so tekmovalle pri 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. Anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti je tako zadnjih nekaj mesecev na najvišjih nivojih v 6 letih, hkrati je število novih naročil zraslo na najvišje nivoje vse od začetka 2011. To ob večji zasedenosti kapacitet vodi v novo zaposlovanje, ki je v zadnjih mesecih celo najhitrejše v skoraj 10 letih, pri čemer je zaposlovanje v evrskem proizvodnem sektorju blizu 20-letnega vrha. Naša naklonjenost evropskim delnicam, ki so v prvi polovici leta porasle za 7,6 %, se je izkazala za pravilno. Znotraj Evrope smo bili najbolj naklonjeni t.i. PIGS državam, ki so tudi dejansko pozitivno izstopale po donosnosti. Na vrhu seznama so se z izjemno 29,1 % donosnostjo znašle grške delnice, na dnu med njimi pa s še vedno za Evropo nadpovprečno 9,3 % donosnostjo italijanske delnice. Pričakujemo, da pridobljen gospodarski zagon v Evropi ne bo pojenjal, zato v okviru geografske alokacije ohranjamo naklonjenost evropskim delnicam.

Po drugi strani smo znižali naklonjenost do CEE regije, v katero spadajo Češka, Poljska in Madžarska. Upadanje vrednosti evra v preteklem letu je namreč dodatno izboljšalo konkurenčnost nemškega gospodarstva in spodbudilo proizvodnjo nemških izvoznih družb. Te so ob rekordno nizki stopnji brezposelnosti in okrepljenih pritiskih na plače proizvodnjo selile v države srednje Evrope, kjer je stopnja brezposelnosti upadla na zgodovinsko nizke nivoje, posledično pa tam že prihaja do postopnega pregrevanja. To je vidno tudi v dinamiki rasti plač, ki je hitrejša od rasti produktivnosti. S tem se krepijo tudi inflacijski pritiski, na kar bodo predvidoma z manj ohlapno denarno politiko odreagirale tudi centralne banke. Vse omenjeno bo prek negativnega vpliva na marže kljub dobri gospodarski kondiciji zaviralno vplivalo na rast dobičkov.

Krepitev gospodarske rasti v ZDA

Največje svetovno gospodarstvo je v prvi polovici leta 2017 rahlo izgubilo zagon, hkrati pa se je izkazalo, da je bil optimizem glede prihajajočih reform in spodbud gospodarstvu po izvolitvi Trumpa pretiran. Posledično so bile ameriške delnice z +1,0 % donosnostjo v prvem polletju med manj donosnimi. V družbi NLB Skladi ohranjamo mnenje, da se ameriškemu predsedniku daje preveliko utež. Kljub vsemu ob znižanih pričakovanjih glede izvedbe vseh napovedanih ukrepov pričakujemo pozitivno presenečenje, kar bi lahko pozitivno vplivalo na sentiment pri vlagateljih. Poleg tega se bo gospodarska rast v ZDA v preostanku leta okrepila, za kar bodo skrbeli predvsem optimistični Američani. Z najhitrejšo rastjo plač (prilagojeno za inflacijo in rast produktivnosti) vse od preloma tisočletja, pri čemer je rast v zadnjih nekaj letih najhitrejša ravno pri tistih, ki imajo nižjo izobrazbo in posledično večino rastočega dohodka usmerijo v potrošnjo, bodo le-ti ob še vedno nadpovprečno visoki stopnji varčevanje dobršen del višjih dohodkov usmerjali v potrošnjo in s tem skrbeli za krepitev ameriškega gospodarstva. Kljub kratkoročno pozitivnim gospodarskim izgledom ostajamo ob relativno visokih vrednotenjih ameriškim delnicam znotraj razvitih trgov manj naklonjeni. Krepitev gospodarske rasti bo sicer pozitivna za same prihodke družb, a po drugi strani bodo z rastjo plač na udaru zgodovinsko visoke marže, kar bo zaviralno vplivalo na rast dobičkov ameriških družb. Poleg tega se bodo z boljšimi gospodarskimi podatki okrepila pričakovanja vlagateljev glede prihodnje inflacije, kar bo posledično dvignilo pričakovanja glede hitrosti prihodnjih dvigov ključne obrestne mere in s tem zaviralo rast tečajev ameriških delnic.

Rast obrestnih mer v ZDA in razvitem svetu bo negativna za trge v razvoju

Razvijajoči se trgi so nas z nadpovprečno donosnostjo v prvem polletju pozitivno presenetili. Čeprav so te države precej odvisne od gibanja cen industrijskih kovin, jih padec cen (merjeno v evrih) ni prizadel. Razlog za to je predvsem znižanje dolgoročnih obrestnih mer v ZDA in upad vrednosti ameriškega dolarja glede na evro, kar je v iskanju donosov sprožilo priliv kapitala v regijo. Ob krepitvi gospodarske rasti v razvitem svetu pričakujemo rast obrestnih mer, kar bi lahko sprožilo umik dela špekulativnega kapitala nazaj v razviti svet. Hkrati se v zadnjih mesecih proizvodna aktivnost na trgih v razvoju umirja, zmanjšanje denarnih spodbud na Kitajskem pa je vidno v skoraj 2 % rasti kratkoročne obrestne mere (3-mesečni Shibor) in inverzno obrnjeni krivulji (razlika med 5-letno in 3-mesečno obrestno mero je negativna, kar nakazuje na gospodarsko ohlajanje). To bi lahko ob manj ekspanzivni fiskalni politiki in posledičnem ohlajanju drugega največjega gospodarstva, ki je z naskokom največji porabnik industrijskih kovin, ustvarilo dodaten pritisk na cene osnovnih kovin, s tem pa tudi na države, ki so od njih odvisne, pri čemer prednjačijo ravno manj razvite države. Posledično ohranjamo podpovprečno izpostavljenost razvijajočim se trgom. Tudi sicer so države v razvoju v zadnjih 15 letih, z redkimi izjemami, precej zaostale pri potrebnih reformah. Glede na populistične obljube vodilnih politikov, ki želijo z izogibanjem nepopularnim ukrepom ostati na čelu države, bo, preden bo boljše, moralo biti slabše. Znotraj regije smo še vedno naklonjeni Rusiji, ki smo ji ob podpovprečni donosnosti in izboljšanju vrednotenja še povečali izpostavljenost. Rusija je lahko preostalim surovinskim državam v razvoju vzor pri vodenju gospodarske politike v novih razmerah nizkih cen nafte in surovin. Tako je kljub upadanju vrednosti rublja in visoki inflaciji Rusija ohranila nizko nominalno rast javnih izdatkov, s čimer so se izdatki, prilagojeni za inflacijo, celo znižali, hkrati pa so pri sestavi proračuna za leto 2017 upoštevali konzervativno ceno uralske nafte (40 USD na sodček). Pričakujemo tudi rast cene nafte v drugi polovici leta, kar bi Rusiji koristilo. Poleg tega je danes sentiment vlagateljev po škandalih med Rusijo in ZDA ravno nasproten navdušenju, ki je vladalo takoj po Trumpovi zmagi, kar viša možnost pozitivnega presenečenja. Ostala priporočila ostajajo večinoma nespremenjena.

Povečanje izpostavljenosti naftnim delnicam, znižanje naklonjenosti računalniški strojni opremi

Po upadu cene nafte na približno 45 USD za sodček, kar je blizu spodnjega nivoja naše srednjeročne napovedi o gibanju cene nafte med 45 USD in 60 USD za sodček, smo v naših podskladih in portfeljih povečali izpostavljenost naftnim delnicam. Kljub vsemu velja omeniti, da je mejni strošek proizvodnje ameriške nafte iz skrilavcev zgolj v enem letu upadel s približno 46 USD pod 40 USD za sodček. Morebitno dodatno večje znižanje mejnega stroška teh proizvajalcev, ki ga s teh ravni sicer ne pričakujemo, bi verjetno ustvarilo dodaten pritiski zoper rasti cen nafte.

Med skupinami dejavnosti smo zaradi povišanja vrednotenja izpostavljenost skupini dejavnosti strojna oprema (hardware) znižali na nevtrarno. Odločitev smo sprejeli tudi zato, ker ta dejavnost postopoma postaja vse bolj podobna osnovnim potrošnim dobrinam, pri katerih je čedalje manj izrazitih konkurenčnih prednosti posameznih produktov, ki omogočajo ohranitev nadpovprečnih marž. Po drugi strani ohranjamo nadpovprečno naklonjenost programski opremi (software) in storitvam ter s tem, ob omenjenih spremembah sicer manj kot ob začetku leta, še vedno ostajamo v povprečju naklonjeni tudi celotnemu tehnološkemu sektorju. Najbolj naklonjeni pa ostajamo delnicam bančnih družb, o čemer si lahko več preberete v naslednjem članku.

Postopna rast obrestnih mer se bo nadaljevala

Po znižanju dolgoročnih obrestnih mer v ZDA v prvem polletju se bo z boljšimi gospodarskimi podatki pritisk na njihovo rast okrepil. Posledično ostajamo bolj naklonjeni evrskim obveznicam s poudarkom na podjetniških obveznicah z nižjo bonitetno oceno, saj se bo v okolju stabilne rasti in nizkih obrestnih mer nadaljevalo obdobje nizkega števila stečajev družb. Tudi v Evropi pričakujemo rahlo rast obrestnih mer, a predvsem na daljšem delu obrestne krivulje. Evropska centralna banka bo namreč še nekaj časa ohranila ohlapno denarno politiko, kar bo ob blagi rasti obrestnih mer na daljšem delu krivulje ščitilo obveznice krajših in srednjih ročnosti.

(1) Vse donosnosti delniških naložb upoštevajo reinvesticijo bruto dividend ter so izračunane v EUR do vključno 30. 6. 2017.

(2) /uploads/pdf/publikacije/Analitski_pregled/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_9_t_2_26_12_2016.pdf

[3] /uploads/pdf/publikacije/Analitski_pregled/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_9_t_2_26_12_2016.pdf

[4] Vir: Rystad Energy

[◀ 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

