

Letnik 13, št. 3, december 2020

Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2021

Kazalo

- 2 Uvodnik
- 3 Kam s prihranki v 2021?
- 4 Makroekonomska in geografska pričakovanja
- 8 Panožna priporočila
- 10 Obveznice - varne naložbe so drage



NLB Skladi

Uvodnik

Leto 2020. Ne bomo ga pozabili. Začelo se je z dobrimi obeti in na borzah v bikovskem trendu, nato pa se nam je ob koncu februarja življenje na vseh področjih nenadoma obrnilo na glavo. Novi koronavirus je med nas vnesel strah za zdravje in celo naša življenja. Globalna pandemija in posledični omejevalni ukrepi (t.i. lockdowni) so vsepovsod po svetu izpraznili ulice, restavracije, nakupovalna središča in letališča, marsikomu pa vzeli delo in zaslužek. Ohromljena gospodarstva so bila potisnjena v recesijo. Marca so globalni kapitalski trgi strmo upadli, nato pa so ob močnih monetarnih in državnih spodbudah relativno hitro in močno spet pričeli okrevati. Turbulentno leto, ki je bilo zaznamovano tudi z ameriškimi predsedniškimi volitvami in z razpletanjem brexita, pa se bo očitno na borzah vendarle relativno dobro zaključilo.

Dogodki leta 2020 so na preizkušnjo postavili tudi naše vrednote, zlasti odgovornost do drugih in zaupanje ter disciplino, ki je pri vlaganju še kako pomembna vrtilina. Spoštovani vlagatelji, iskrena hvala vam, da ste v tem nepredvidljivem času ohranili vaše zaupanje do nas in nadaljevali z vašim varčevanjem ter tudi s spremljanjem naših prispevkov / publikacij.

Namen pričujoče publikacije pa ni povzemanje preteklosti, temveč pogled v prihodnost. Pandemija bo, kot kaže, še nekaj časa ostala del naših življenj. Danes vseeno stojimo na precej bolj optimistični točki, saj v številnih državah že poteka cepljenje proti novemu koronavirusu, kar nam vliva upanje, da bomo iz te nenavadne situacije vsi skupaj že morda kmalu izšli. Verjamemo, da močnejši in bolj prilagodljivi.

Življenje gre naprej in z njim skrb za vašo prihodnost. Zagotovo vas zanima, kje so priložnosti za vlaganje v 2021 in se v povezavi z varčevanjem sprašujete zelo konkretne stvari, denimo, kolikšno dividendno donosnost si od košarice delnic globalnih družb vlagatelj v letu 2021 lahko obeta ali kaj lahko realno vlagatelj pričakuje, da bo nastalo iz 1000 EUR, vloženih v obveznico ali naloženih na depozit. Naša analitska ekipa je, čeprav tokrat preko digitalnih kanalov, staknila glave in poiskala kar se da konkretne odgovore na vaša vprašanja oziroma priložnosti za vlaganje v 2021, ki so predstavljene v tej publikaciji.

Želim vam prijetno branje. In nenazadnje, zdravo in donosno leto 2021. Naj bo stekano iz srečnih trenutkov.

Saša Dragonja
direktorica sektorja trženja in prodaje



Kam s prihranki v 2021?

Leto 2020 je od vlagateljev zahtevalo jeklene živce. Pandemija koronavirusa je v začetku leta poskrbela za opazne in hitre padce tečajev predvsem delniških naložb. Na srečo so bili le-ti relativno kratkotrajni, saj se je že v drugi polovici marca, ko je pandemija v Evropi in ZDA šele dobivala zalet, zgodil močan odboj navzgor, tako da leto 2020 navkljub pandemiji z vidika donosnosti na kapitalskih trgih še zdaleč ne bo slabo, kaj šele katastrofalno.

Razkorak med realnim sektorjem in kapitalskimi trgi

Izrazit in hiter odboj delniških tečajev je zmedel marsikaterega vlagatelja. Kako so se lahko tečaji delnic tako hitro in opazno pobrali, ko pa smo tekom leta brali številne napovedi analitikov in institucij o znatnih padcih bruto domačega proizvoda (BDP) številnih držav? Odgovor na to vprašanje, ki je pomembno tudi za pričakovanja glede prihodnjih gibanj tečajev finančnih instrumentov, je bolj preprost, kot si marsikdo predstavlja. Empirične študije namreč kažejo, da med **donosnostjo (lastniških) vrednostnih papirjev in stopnjo rasti BDP ni praktično nobene povezave**. V najboljšem primeru je le-ta izredno šibka, pri čemer vključuje tudi časovni odlog. Donosnost finančnih instrumentov napoveduje prihodnjo (kratkoročno) rast BDP. Razlog za ta časovni odlog se skriva v sami definiciji notranje vrednosti finančnega instrumenta oziroma BDP. Ta vrednost delnice je namreč enaka sedanji vrednosti prihodnjih dobičkov, pri čemer je ključnega pomena to, da gre za dobičke v neskončno prihodnost. Vrednost BDP pa ni nič drugega kot vrednost končnih proizvodov in storitev nekega gospodarstva v določenem obdobju, običajno v letu dni. Padec tečajev delniških naložb tako v delu nakazuje, da bo prišlo do padca ali upočasnitve rasti BDP, ravno nasprotno pa nakazuje njihova rast. Upoštevajte dodatno, da so za vrednost delnic ključnega pomena dobički v neskončno prihodnost, posamezno (slabo ali dobro) leto – tako na gospodarskem (BDP), kakor tudi na korporativnem področju – ni odločilno za pričakovano donosnost, odločilna je namreč dolgoročna prihodnost oziroma dolgoročni rezultati poslovanja. S tega vidika je potrebno pogledati tudi na naložbene priložnosti v letu 2021. Gospodarske razmere bodo v prvi polovici leta 2021 gotovo še pod vplivom zapor dejavnosti in posledično zelo skromne. A to ne pomeni nujno, da bodo donosnosti finančnih instrumentov podpovprečne ali negativne. Začetek cepljenja proti koronavirusu ter preprosto dejstvo, da nas s koledarskega vidika vsako leto obišče tudi z zdravstvenega vidika bolj ugodno toplo vreme, sta namreč elementa, ki lahko poskrbita, da bosta leto ali dve slabših gospodarskih okoliščin le kratkoročna negativna nihaja v sicer neskončni časovni vrsti prihodnjih dobičkov družb.

Vrednotenja...

Pri sprejemanju osnovne odločitve, katerim osnovnim vrstam premoženja - **denarna sredstva (vezani depoziti)**, obveznice in delnice, se splača v letu 2021 izpostaviti bolj in katerim manj, ne moremo mimo izhodišč, ki jih predstavljajo predvsem trenutna vrednotenja oziroma potencialne donosnosti. Začenši z najbolj varno naložbeno kategorijo, kratkoročni vezani depoziti, lahko ugotovimo, da v prihodnjih 12 mesecih vlagatelj lahko v povprečju računa na približno ničelno nominalno donosnost (0-0,1 %). Upoštevajte pričakovano inflacijo v Sloveniji v letu 2021 na ravni 1,5 % to pomeni, da bo vlagatelj svoje premoženje s tako naložbo oplemenitil realno za približno -1,5 %. Iz bankovca za 100 EUR bo v enem letu realno »ostalo« le 98,5 EUR.

Priporočilo: Denarna sredstva



Nič kaj bolj spodbudna niso izhodišča pri **dolgoročnih varnih obveznicah**. Pričakovana donosnost do dospelja 10-letne nemške državne obveznice recimo na letni ravni nominalno znaša -0,6 %, slovenske pa -0,2 %. Po upoštevanju pričakovane slovenske inflacije v 2021 bosta omenjeni relativno nizko tvegani naložbi ustvarili realno donosnost med -1,7 % in -2,1 %. Pomik naprej po lestvici tveganosti nas pripelje do podjetniških obveznic. Pričakovana donosnost do dospelja košarice evrskih podjetniških obveznic naložbenega razreda s povprečno dospelostjo slabih 6 let znaša nominalno med 0,2 % in 0,3 % oziroma realno z vidika slovenskega vlagatelja med -1,1 % in -1,2 %. Za boljši rezultat pri naložbah na podjetniškem parketu v letu 2021 bi bilo potrebno opazno poslabšanje gospodarskih razmer, ki bi pripeljalo do dodatnih nepričakovanih ukrepov centralnih bank (npr. dodatno odkupi obveznic in nižanje obrestnih mer), čemur pa v letu 2021 pripisujemo le manjšo verjetnost.

Priporočilo: Obvezniške naložbe



Zadnji segment med osnovnimi kategorijami naložb predstavljajo **delnice**. Od košarice delnic globalnih družb si vlagatelj v letu 2021 lahko obeta 2,1 % pričakovano dividendno donosnost. Vrnitev v »normalno« življenje v drugi polovici leta 2021 in s tem zagon panog, ki so v času zapor zaradi omejitev utrpeli največ škode, okrepitev potrošniškega zaupanja, ob tem pa še visoke fiskalne in monetarne spodbude kot blažilca morebitnega zastoja pri gospodarskem okrevanju so elementi, ki bodo po naši oceni pozitivno vplivali tudi na rast tečajev delniških naložb, s čimer bodo izhodiščno dividendno donosnost, ki že sama presega pričakovano inflacijo, le še okrepili. Ocenjujemo, da bo element kapitalske apreciacije sicer zmeren, saj vrednotenja delniških trgov niso izrazito ugodna (razmerje med ceno in pričakovanim dobičkom na delnico povprečnega globalnega podjetja za leto 2021 znaša 19), a so vseeno daleč od nivojev, da bi jih že lahko označili za balon.

Priporočilo: Delniške naložbe



....in TINA¹

Zgoraj opisana izhodišča kažejo, da je nabor naložbenih kategorij oziroma alternativ, s katerimi lahko vlagatelj v letu 2021 realno oplemeniti svoje prihranke, zelo omejen. Vlagatelji, ki bodo **želeli** svoje **premoženje realno povečati**, bodo **morali** v letu 2021 poseči po **tveganih naložbah (delnicah)**.

V družbi ocenjujemo, da delnice kot najbolj tvegana naložbena kategorija na absolutni ravni niso najbolj ugodno vrednotene, so pa v primerjavi s preostalimi osnovnimi naložbenimi kategorijami (državne in podjetniške evrske obveznice ter denarna sredstva oziroma vezani depoziti) opazno bolj ugodno vrednotene, zato smo jim s taktičnega vidika za leto 2021 bolj naklonjeni kot obveznicam in vezanim depozitom.

Rok Keber
direktor sektorja
nadzora nad tveganji



Makroekonomska in geografska pričakovanja

Leto 2020 je zaznamovala izjemna makroekonomska negotovost, povezana s pandemijo, ob prehodu v novo leto pa zagotovo omenjena negotovost tudi ostaja. Tako Združene države Amerike kot tudi Evropa se soočata z drugim valom okužb z novim koronavirusom. Zagotovo lahko trdimo, da še nismo opravili z novim virusom, vendar pa smo hkrati tudi optimistični z našimi pričakovanji gospodarske aktivnosti v letu 2021.

Ob ustvarjanju pričakovanj za leto 2021 se moramo zavedati, da so ob koncu letošnjega leta napovedi gospodarske rasti s strani mednarodnih inštitucij zaradi izrednih razmer manj zanesljive kot so sicer. Večja negotovost izhaja v veliki meri iz težko predvidljive časovnice inokulacij z novimi cepivi in posledičnega odpiranja gospodarstev, kar pomeni, da se lahko gospodarska aktivnost v prihodnjem letu precej razlikuje od trenutnih pričakovanj. Kot primer lahko podamo napovedi Mednarodnega denarnega sklada, ki je v svojem tradicionalnem oktobrskem napovedniku, v primerjavi z junjskimi napovedmi, rahlo znižal lastna pričakovanja

¹ TINA = There Is No Alternative (sl. ni alternative)

svetovne gospodarske rasti v letu 2021 na 5,2 %, vendar pa je hkrati zvišal pričakovanja za gospodarsko rast (oziroma krčenje) na manj negativnih -4,4 % v letu 2020. V burnih tednih od oktobrske napovedi smo bili priča številnim dogodkom, ki so ali bodo imeli občuten vpliv na zanesljivost omenjenih napovedi. Dejstvo, da se zahodna gospodarstva ob koncu leta ponovno spopadajo z restriktivnimi ukrepi, bo brez dvoma vplivalo na nivo svetovne gospodarske rasti v letošnjem letu, medtem ko bodo novembrske novice, povezane z visoko učinkovitostjo novih cepiv, ter morebitno udejstvovanje pospešene časovnice inokulacij zagotovo vplivale tudi na svetovno gospodarsko rast v prihodnjem letu.

V okolju znatnih dogodkov in povišane negotovosti so makroekonomske napovedi torej težavne, pa vendarle ob koncu leta obstaja kar nekaj pozitivnih niti, ki nam ob naših makroekonomskih napovedih vlivajo **pozitivna pričakovanja tako za okrepitev svetovnih gospodarstev kot tudi za delniške trge**. Na račun tranzitorne oziroma eksogene narave trenutne gospodarske krize, posebej v primerjavi s krizo leta 2008/09, in v veliki meri tudi zaradi izjemnih ter sočasnih ukrepov organov monetarnih in fiskalnih politik širom sveta, pričakujemo precejšnjo pozitivno odzivnost gospodarske aktivnosti ob odprtju gospodarstev v drugi polovici prihajajočega leta.

Večja gospodarska odpornost ob drugem valu zapiranj

Upad gospodarske aktivnosti na račun drugega vala okužb je bil sodeč po aktualnih podatkih precej manj akuten od pričakovanj in posebej v primerjavi z marčevskim. Razlogov je več, izpostavljamo pa dejstvo, da so gospodarstva tekom leta postala bolj učinkovita pri delu v okolju restriktivnih ukrepov. Največjo zaslugo za bolj zmeren upad gospodarske aktivnosti pa gre najverjetneje pripisati izjemnemu okrevanju povpraševanja s Kitajske. Če so obeti zahodnih gospodarstev za prvo polovico leta 2021 zaviti v megli negotovosti, pa so gospodarski obeti druge največje ekonomije v enakem obdobju na račun praktične normalizacije tamkajšnjega življenja in obsežnih fiskalnih ukrepov precej bolj jasni. Visoko povpraševanje s Kitajske bo s podporo proizvodni komponenti zahodnih gospodarstev namreč eden pomembnejših pozitivnih dejavnikov v pričetku naslednjega leta.

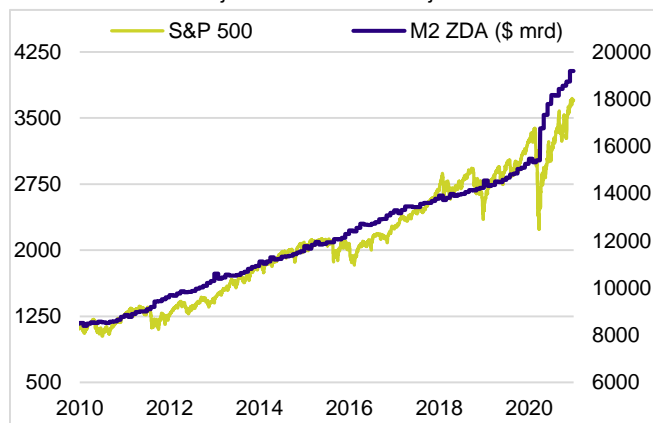
Nadaljnja podpora monetarnih in fiskalnih ukrepov

Tekom leta so se monetarne institucije s svojo voljnostjo finančnega sproščanja izkazale kot zanesljiv in učinkovit partner v boju proti negativnim posledicam koronavirusa. Za pozitivno presenečenje je ob koncu leta 2020 poskrbel ameriški senat, in sicer s sprejemom težko pričakovanega svežnja fiskalnih ukrepov, s čimer se je tako pridružil tudi pozitivnemu napredku glede novih fiskalnih ukrepov v Evropi. V prihajajočem letu pričakujemo nadaljnjo širitev bilanc večine pomembnejših centralnih bank, ki s seboj prinaša tudi pričakovanja visokih nivojev presežne likvidnosti in nizkih obrestnih mer, kar bo skupaj s pričakovanimi fiskalnimi ukrepi poskrbelo za podporo tveganim naložbam ter za krepitev makroekonomskih pričakovanj v negotovih prvih mesecih leta.

Visoki nivoji prihrankov gospodinjstev

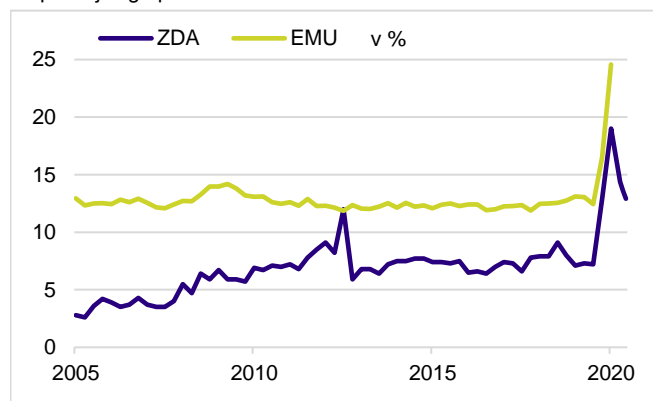
Obsežni restriktivni ukrepi v boju proti koronavirusu in izjemni obseg fiskalne pomoči so prihranke gospodinjstev v razvitih gospodarstvih povzpeli na rekordno visoke nivoje. Ob predpostavki normalizacije razmer v prihodnjem letu pričakujemo, da bodo gospodinjstva izkazala visoko povpraševanje po storitvah in produktih, kar nam dodatno vliva upanje za pozitiven odboj gospodarske aktivnosti v prihajajočem letu. Visoki prihranki gospodinjstev so namreč ena od pomembnejših razlik, ko primerjamo trenutno krizo s preteklimi. V ZDA kljub občutnemu padcu nivoja prihrankov zaradi zapadlosti številnih spodbujevalnih ukrepov v juliju le-ti ostajajo krepko višji, kot so bili v času velike finančne krize.

Slika 1: Količina denarja v obtoku M2 in tečaj S&P 500



Vir: Bloomberg

Slika 2: Nivo prihrankov gospodinjstev kot odstotek razpoložljivega prihodka



Vir: Bloomberg

Pri vstopu na delniške trge vlagatelj kot primarno naložbo **svetujemo globalno razpršene delniške naložbe**. S odločitvijo za globalno razpršeno naložbo vlagatelj omeji specifična tveganja posameznih regij, hkrati pa se alokacije omenjenih naložbe aktivno prilagajajo našim aktualnim geografskim priporočilom.

Priporočilo: Globalno razpršene naložbe



Še vedno smo pristaši evropskih delnic

Razlogov za naklonjenost delniškim trgov Evrope je danes več. Pričakovana pospešitev svetovne gospodarske aktivnosti v prihajajočem letu govori v prid procikličnim industrijam, ki so nadpovprečno zastopane v panožni strukturi evropskih delniških trgov. Pričakovanja rastočega povpraševanja s Kitajske bodo najverjetneje še naprej ena od ključnih makroekonomskih smernic v prvi polovici leta, kar pa je le dodaten pozitiven dejavnik za predelovalne industrije tako razvite kot tudi vzhodne Evrope. V trenutnih časih, ko se številni udeleženci trgov osredotočajo na visoka vrednotenja delniških trgov, pa v prid evropskim trgov delujejo tudi relativno zmerna vrednotenja, posebej v južni Evropi. Hkrati pa tudi ne gre pozabiti še na redko omenjeno svetlo stran izida ameriških predsedniških volitev, saj so bile ob izvolitvi novega ameriškega predsednika Evropi v prihodnjem letu **najverjetneje prizanesene** skoraj zagotovo **dodatne carine** na izvozne izdelke v ZDA.

Ob pričakovanju pospešitve svetovne gospodarske aktivnosti v prihodnjem letu in v povezavi s predvidenim visokim obsegom monetarnih in fiskalnih spodbujevalnih ukrepov pa marsikateri udeleženec finančnih trgov že napoveduje vrnitev inflacijskih pritiskov in posledično krepitev pričakovanj glede dinamike rasti okolja obrestnih mer, kar bi ob uresničitvi bila voda na mlin evropskim delniškim trgov, kjer prevladujejo družbe iz zrelih panog. Višje obrestne mere namreč negativno vplivajo na vrednotenja časovno bolj oddaljenih denarnih tokov, ki so temeljna lastnost dinamičnih delniških naložb. S tezo postopne deflacije cenovnih pritiskov se v NLB Skladih načeloma strinjamo, vendar smo ob pogledu na le postopno zniževanje nivojev brezposelnosti, težavno epidemiološko sliko v začetku prihajajočega leta ter gospodarsko aktivnostjo, ki bo predvidimo tekom leta še delovala globoko pod svojim potencialom, skeptični glede časovnice samega poteka rasti pričakovanj dinamike sprememb obrestnih mer v letu 2021. Vendar pa dodajamo, da bi lahko le rahle spremembe v omenjenih pričakovanjih imele znaten pozitiven vpliv na tečaje tako evropskih bank kot tudi delniške predstavnike zrelih panog, kot smo opazili že v novembru leta 2020.

Priporočilo: Evropske delniške naložbe

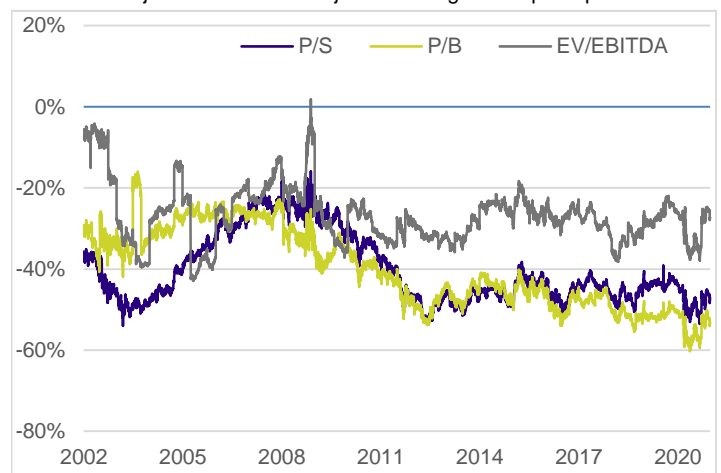


Naklonjeni tudi trgov ZDA

Kljub pričakovanju, da bo naslednje leto pozitivno za prociklične družbe, pa še vedno ostajamo pozitivni tudi za ameriške delniške trge, kjer prevladujejo tehnološke družbe.

V prid ameriškim delniškim trgov izpostavljamo izjemno visoke nivoje likvidnosti v prihajajočem letu in pričakovanja, da bo ameriška centralna banka svojo obrestno mero držala pri trenutnem razponu 0-0,25% še kar nekaj časa, upoštevajoč nekoliko višje inflacijske pritiske v ZDA pa gre tudi poudariti, da so realne obrestne mere v ZDA tudi občutno nižje kot v drugih razvitih trgih Evrope in Japonske. Kot že omenjeno so nivoji prihrankov ameriških gospodinjstev v primerjavi s preteklimi krizami na povišanih nivojih, sveženj fiskalne pomoči pa skupaj z pričakovanji hitrejše dinamike cepljenja proti koronavirusu še dodatno deluje v prid povišani aktivnosti tamkajšnjih potrošnikov po normalizaciji. Navsezadnje velja poudariti, da je potrošnja gospodinjstev tudi primarna gospodarska sila v ZDA. Korporativni dobički v ameriškem gospodarstvu so bili v letu 2020 manj

Slika 3: Premija/diskont vrednotenj delniških trgov Evrope napram ZDA



Vir: Bloomberg

prizadeti kot v drugih razvitih trgih, vendar je kljub omenjenemu v letu 2021 pričakovana njihova občutna rast, tako da si kljub visokim vrednotenjem tamkajšnjih ameriških delniških trgov obetamo tudi nadaljnjo rast delniških tečajev, vendar predvsem iz naslova rasti dobičkov.

Brez tveganj investiranja na delniške trge Severne Amerike seveda ne gre, vlagatelje **opozarjamo na povišana vrednotenja**, negotovost, povezano z davčnimi reformami ob še neznanem končnem izidu bitke za senat, visoko koncentracijo tehnoloških družb s povišano izpostavljenostjo obrestnim pričakovanjem ter v krajšem roku povišano makroekonomsko negotovost na račun negativne epidemiološke slike v državi.

Priporočilo: Delniške naložbe ZDA



Azija in trgi v razvoju

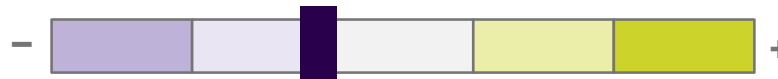
Ob koncu leta 2020 smo na račun pričakovane nadaljnje pospešitve kitajskega gospodarstva ter relativno ugodne epidemiološke slike nekoliko povišali našo naklonjenost azijski regiji. Rastoče povpraševanje iz Kitajske, tako s strani potrošnika kot na račun nadaljnega pozitivnega vpliva obsežnih fiskalnih ukrepov bo, na račun visoke povezanosti tamkajšnjih gospodarstev pozitivno vplivalo na regionalne ekonomije tako na razvite kakor tudi na vzhajajoče trge Azije. Primarno tveganje tako za regijo kot tudi za preostali svet pa predstavlja vprašanje, ali se bodo kitajski voditelji na finančne ekscese v državi odzvali z zaostritvijo finančnih razmer v državi.

Priporočilo: Azijske delniške naložbe



Preostalim trgom v razvoju izkazujemo bolj zmerno naklonjenost, v prid omenjenim trgom delujejo pričakovanja rastočega povpraševanje po surovinah ob predvideni pospešitvi gospodarske aktivnosti ter pričakovana šibkost dolarja v prihajajočem letu, ki bi ob nadaljnji slabitvi še dodatno podprla cene surovin. Na račun relativno omejene rasti delniških tečajev preostalih vzhajajočih trgov napram Azijskim, relativno pro-ciklične strukture delniških trgov in vezanosti na surovine pa lahko trgi Latinske Amerike in Južne Afrike predstavljajo priložnost za vlagatelje, ki so v kontekstu razpršenega portfelja naložb pripravljeni sprejeti dodatno tveganje. Vendar izpostavljamo **precejšnje strukturne težave**, dodatno, klub temu da smo načeloma naklonjeni tezi nadaljnje šibkosti dolarja v prihajajočem leta, so naša pričakovanja nadaljnje deprecije v letu 2021 bolj konservativna posebej v primerjavi z precejšnjo deprecijacijo valute v letu 2020.

Priporočilo: Delniške naložbe trgi v razvoju



Rok Bertonce
vodja analiz



Panožna priporočila

Gospodarski cikel predstavlja gibanje gospodarske aktivnosti, ki je sestavljeno iz štirih faz: ekspanzije, upočasnitve, recesije in okrevanja. V povprečju celotni cikel traja več let, v letu 2020 pa smo bili priča vsem fazam. V leto smo vstopili z nizko, a pozitivno gospodarsko rastjo (fazo upočasnitve), ki jo je pojav pandemije prekinil, ukrepi za njeno zajezitev pa so povzročili recesijo. Z visokimi denarnimi in fiskalnimi spodbudami ter ob hkratnem umirjanju širjenja koronavirusa pa je v drugem četrtletju gospodarstvo pričelo tudi opazno okrevati.

Ker je priljubljenost posameznih panožnih skupin med fazami različna, je bilo posledično leto 2020 s panožnega vidika izjemno pestro. Čeprav so se kapitalski trgi na letošnje dogodke odzvali relativno podobno, kar je razvidno v relativno nizkih razlikah med donosnostmi posameznih regij, je s pogledom na donosnosti panog vidno, da je bila zgodba pod površjem bistveno bolj pestra (slika 4).

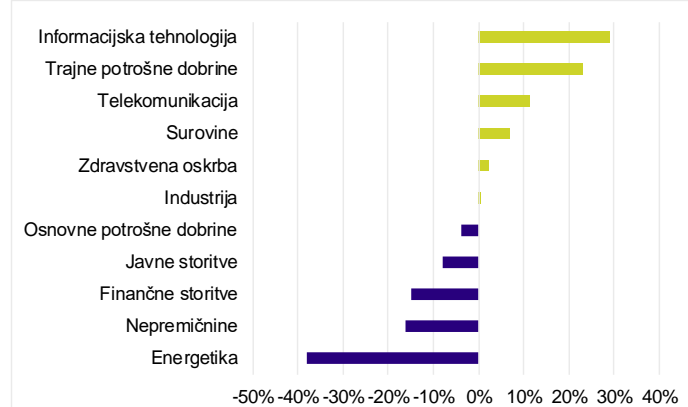
Kakšno je bilo leto 2020?

Leto 2020 bi lahko razdelili na dve obdobji. V prvem obdobju, ki je trajalo do 23. marca, je med vlagatelji prevladoval strah, zaradi česar so negativne donosnosti zabeležile vse panožne skupine. Najslabše so se odrezale ciklične panoge, med katerimi je najbolj negativno izstopala skupina dejavnosti Energetika oziroma natančneje delnice naftnih družb. Te so zaradi visokega upada povpraševanja po naftnih derivatih in posledično **presežne ponudbe nafte** na trgu v prvih mesecih leta izgubile polovico vrednosti.

S prvimi znaki umirjanja širjenja virusa ter močnimi denarnimi in fiskalnimi spodbudami pa se je po 23. marcu med vlagatelji razširil optimizem. V mesecih, ki so sledili, so globalni delniški indeksi nadoknadili večino izgubljenega, levji delež k rasti pa so prispevale tehnološke družbe, ki so zaradi **spremenjenih navad** (povečanega nakupovanja preko spleta, šolanja na daljavo, dela od doma,...) dobile močan pospešek. Dodatno so na višje vrednosti tehnoloških družb vplivale tudi nižje obrestne mere. Znižanje teh namreč bolj pozitivno vpliva na delnice hitro rastočih družb, saj mnogo višje pričakovane denarne tokove čez nekaj let ali celo desetletij diskontiramo s precej nižjo diskontno stopnjo, kar povečuje sedanjo vrednost teh naložb.

Tako so tehnološke delnice, ki so imele že tako ali tako visoka vrednotenja, postale še dražje. Delnice bančnih in naftnih družb, ki so bile nepriljubljene že pred koronakrizo, pa so postale še cenejše. Vrednotenja skupine »growth« delnic, kjer prevladujejo tehnološke delnice, so glede na vrednotenja skupine »value« delnic, kjer prevladujejo delnice finančnih storitev, dosegla **nivoje s konca tehnološkega balona** (slika 5). Pri pregledu dogodkov prvega polletja smo se zavedali, da se nadpovprečna donosnost tehnoloških delnic lahko še nadaljuje, a smo hkrati tudi opozorili, da je **tveganje obrata** precejšnje. Delni obrat se je v mesecu novembru tudi zgodil, ko so po objavi visoke učinkovitosti cepiva družb Pfizer in BioNTech delnice finančnih in energetskih družb zabeležile visoko rast. Z nadaljnjo normalizacijo razmer in odpiranjem gospodarstev se ta trend lahko tudi še nadaljuje. Več na temo obrata trenda si lahko preberete tudi v novembrskem pregledu publikacije Strategii v zadregi.

Slika 4: Evrska donosnost po panogah (od 31. 12. 2019 do 18. 12. 2020)



Vir: Bloomberg

Slika 5: Relativna primerjava vrednotenij med "growth" in "value" sektorji



*tretjinska utež EV/EBITDA, P/E in P/S

Vir: Bloomberg

Kako naprej?

Ob »luči na koncu predora«, ki ga predstavlja cepivo, pričakujemo, da se bodo razmere tekom leta 2021 normalizirale. S tem se bo pozitivno gibanje kapitalskih trgov nadaljevalo, nadpovprečno donosnost pa bodo zabeležile panoge, ki so bile zaradi ukrepov zaježitve virusa najbolj na udaru. Posledično v naših priporočilih **ohranjamo rahlo nadpovprečno naklonjenost cikličnim panogam**.

Kljub optimističnim pričakovanjem (in željam), da se bodo razmere normalizirale še pred poletjem, negotovosti ostajajo. Te so še vedno v veliki meri povezane s pandemijo, ki je trenutno še vedno ne obvladujemo popolnoma. Glede na dejstvo, da **je velik del pozitivnih pričakovanj vlagateljev tudi že vključen v tečaje delnic**, sta **preudarnost in previdnost** pri vlaganju še vedno ključni. Zato se tudi nismo odločili izvesti večjih sprememb v prid agresivnejši naklonjenosti cikličnim panogam.

Kaj nam je/ni všeč?

Med vsemi panogami smo najbolj naklonjeni skupini dejavnosti **Trajne dobrine**. Proizvodni indeks nabavnih menedžerjev (PMI), ki meri gospodarsko aktivnost v proizvodnem sektorju, za mesec november ostaja nad mejo 50 točk, kar nakazuje na nadaljevanje rasti. Dodatno ob napovedanih visokih fiskalnih spodbudah pričakujemo, da bo večji del namenjen tudi novim infrastrukturnim projektom, kar bo pozitivno vplivalo na to skupino dejavnosti.

Najmanj smo naklonjeni skupini dejavnosti **Javnih storitev**. Zaradi nizkih obrestnih mer so vlagatelji v preteklih letih iskali višje donose tudi v tej skupni dejavnosti, ki je ponujala višje dividendne donosnosti. Vrednotenja so posledično postala manj ugodna, zaradi visoke zadolženosti pa je ta panoga tudi izgubila zgodovinski status »varnega zatočišča«, kar se je pokazalo tudi ob spomladanski turbulenci.

Pri vlagateljih zelo priljubljenem **tehnološkem sektorju** ohranjamo pri dveh skupinah dejavnosti nevtralnno priporočilo (Strojna oprema in preostala oprema ter Polprevodniki in oprema za polprevodnike) in rahlo nadpovprečno priporočilo pri skupini dejavnosti Programska oprema in storitve. Ob visokih vlaganjih v digitalizacijo se nadpovprečna donosnost lahko še nadaljuje, a je potencial za rast vedno bolj omejen. Sicer večje korekcije v tehnološkem sektorju ne pričakujemo, smo pa mnenja, da bodo vlagatelji v naslednjem letu boljše priložnosti našli v panogah, ki so bile zaradi omejitvenih ukrepov bolj na udaru. Pri tem velja, poleg bank in naftnih družb, izpostaviti skupino dejavnosti **Potrošniških storitev**, ki jo sestavljajo družbe iz dejavnosti hotelirstva, gostinstva in zabave. Tej skupini dejavnosti smo tudi dvignili priporočilo na nevtralnno, pri bankah in naftnih družbah pa smo ohranili rahlo nadpovprečno naklonjenost.

Priporočilo: (-) Defenzivne panoge, (+) Ciklične panoge



Grega Kurent
upravitelj premoženja

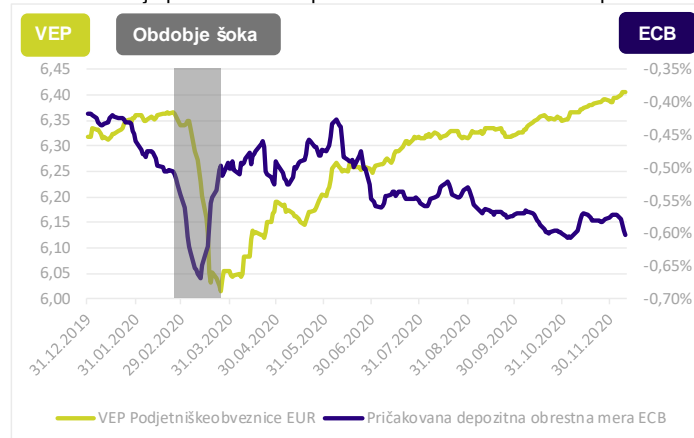


Obveznice – varne naložbe so drage

V času rekordno ohlapnih denarnih politik najpomembnejših centralnih bank so postale varne naložbe zelo drage. Vlagatelj, ki bo danes z nakupom 2-letne nemške državne obveznice Nemčiji posodil 100 evrov, bo čez dve leti z natečenimi obrestmi dobil povrnjenih le približno 98,5 evrov. Se bo torej v letu 2021 splačalo vlagati prihranke v obveznice?

Dogajanje na evropskem obvezniškem trgu v letu 2020 lepo opisuje Slika 6. Z modro črto je prikazano povprečje pričakovanih tržnih udeležencev glede višine depozitne obrestne mere ECB čez 12 mesecev. Z oranžno črto pa je prikazano gibanje vrednosti enote premoženja podsklada Podjetniške obveznice EUR. Torej v začetku leta 2020 je povprečni udeleženec na trgu pričakoval, da se bo depozitna obrestna mera ob koncu leta gibala okrog nivoja -0,45 odstotka. Zgodila pa se je korona kriza, ki ji je sledila vrsta intervencij centralnih bank s povečanjem obsega denarja v obtoku in drugimi monetarnimi ukrepi ter stimulativen fiskalni ukrepi držav. Tako ni presenetljivo, da se je denar na trgu še pocenil, pričakovanja tržnih udeležencev glede prihodnje depozitne obrestne mere pa so se znižala na -0,6 %. Gibanje vrednosti enote premoženja podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR je bilo z izjemo kratkega obdobja izjemne marčevske negotovosti na kapitalskih trgih obratno sorazmerno s pričakovanji tržnih udeležencev glede prihodnje vrednosti depozitne obrestne mere. Vrednost enote premoženja podsklada bo tako zaradi nižjih obrestnih mer, nižjega kreditnega tveganja in nekaterih drugih dejavnikov leto zaključila v zelenem, pozitivnem območju.

Slika 6: Gibanje pričakovane depozitne obrestne mere in VEP podsklada



Vir: Bloomberg

Povzetek predpostavljenih napovedi za leto 2021:

- Globalno gospodarstvo** bo v letu 2021 postopoma **okrevalo**.
- Retorika centralnih bank je dokaj enotna, **obrestne mere bodo ostale na rekordno nizkih nivojih** za daljše obdobje. Dodatno znižanje v še bolj negativno območje je brez občutne zaostitve gospodarskih razmer malo verjetno.
- Zahtevane stopnje **donosnosti tudi dolgoročnih evropskih državnih obveznic so negativne**. Že majhen premik pričakovanih vlagateljev glede dolgoročnih obrestnih mer imajo zato lahko znaten negativen vpliv na donosnost dolgoročnih državnih obveznic.
- Kreditni pribitki** oziroma nagrada investitorjem, ki so pripravljeni sprejeti kreditno tveganje, so zelo nizki. Višje, a vendar tudi zgodovinsko nizke, kreditne pribitke je mogoče najti le v območju tveganih obveznic bonitetnih razredov BB in nižje. Znatnega znižanja kreditnih pribitkov v letu 2021 ne moremo pričakovati.

Tabela 1: Zahtevane stopnje donosnosti in kreditni pribitki evropskih obveznic (11.12.2020)

Bonitetni razred	Zahtevana stopnja donosnosti (v %)	Pribitek za sprejeto kreditno tveganje (v %)	Delež mesečnih obdobj z nižjimi kreditnimi pribitki od l. 2002
AAA	-0,190	0,440	0,261
AA	-0,210	0,550	0,341
A	0,010	0,760	0,233
BBB	0,370	1,100	0,207
BB	2,190	2,630	0,281
B	4,280	4,290	0,326
CCC	7,090	7,090	0,358

Vir: Bloomberg

Glede na povedano je v odsotnosti dodatnega nižanja obrestnih mer centralnih bank v primeru deflacijskega šoka **potencial rasti vrednosti obveznic zelo omejen**. Hkrati pa lahko višja gospodarska rast od trenutno pričakovane ali nekoliko višja inflacijska pričakovanja znatno vplivajo na dvig zahtevanih stopenj donosnosti srednje in dolgoročnih obveznic oziroma **na negativno donosnost teh obveznic**. Povedano je razlog, da v družbi NLB Skladi **dajemo prednost kratkoročnim obveznicam**, na donosnost katerih bodo rahlo višje zahtevane stopnje donosnosti imele manjši negativen vpliv kot pri srednje in dolgoročnih obveznicah.



V luči pokoronskega gospodarskega okrevanja pa smo pripravljene sprejeti nekoliko več kreditnega tveganja oziroma smo zato bolj **izpostavljeni obveznicam z nižjo bonitetno oceno**. Pričakujemo torej, da bodo v obdobju višje gospodarske rasti izdajatelji obveznic lažje poravnali zapadle obveznosti.



Matej Mazi
vodja upraviteljev



Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB). Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so vlagateljem v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih (poslovalnice NLB) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Pretekla donosnost naložbe ni pokazatelj njene donosnosti v prihodnosti. Kategorije sintetičnega kazalnika tveganj in donosa podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo: NLB Skladi – Azija delniški 6, NLB Skladi – Dinamični razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 6, NLB Skladi – Finance delniški 6, NLB Skladi – Globalni delniški 6, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 4, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 6, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 6, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 4, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA delniški 6. Pretekli podatki, ki se uporabljajo pri izračunu sintetičnega kazalnika, niso nujno zanesljiv pokazatelj profila tveganja v prihodnosti. V skladu z dejanskim poslovanjem sklada v prihodnosti se bo ocena tveganja in potencialne donosnosti lahko spremenila. Najnižja kategorija ne pomeni naložbe brez tveganja. Najvišji vstopni stroški podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški pa 1,00 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Ocene družbe NLB Skladi so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere družba ocenjuje, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamči. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov. Razmnoževanje ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez predhodnega izrecnega in pisnega dovoljenja družbe NLB Skladi ni dovoljena.

Letnik 13, številka 3, december 2020

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Odgovorna urednika: mag. Kruno Abramovič, CFA, Blaž Bračič

Urednik: Rok Bertoncec

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, december 2020

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo. Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.



NLB Skladi

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si