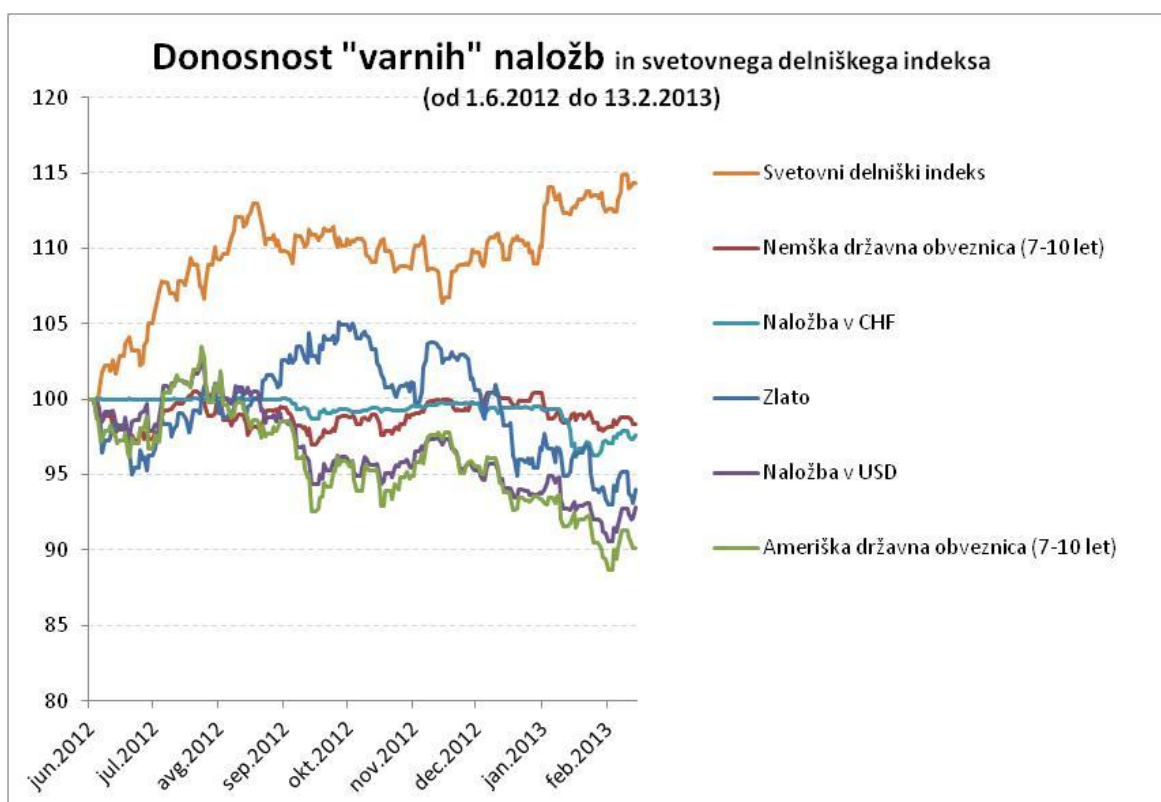


So »varne« naložbe še nakupna priložnost?

V skoraj štiriletnem obdobju (od jeseni 2008 do poletja 2012) so bile t.i. »varne« naložbe (švicarski frank, zlato, obveznice AAA bonitete) tudi visoko donosne. Kako to, da so bile od poletja ravno »varne« naložbe ena najslabših naložb, in zakaj menimo, da se bo takšen trend nadaljeval?



Vir: Bloomberg

Balon »varnih« naložb (2008 do 2012)

Varne naložbe so bile od jeseni 2008 dalje do poletja 2012 vse bolj iskane zaradi globalne recesije in bančne krize, zatem evropske državne dolžniške krize, pa tudi novih, še nikoli prej uporabljenih agresivnih ukrepov centralnih bank. Panično iskanje varnosti je dvignilo cene varnih naložb do zgodovinsko rekordnih vrednosti. [Glej tudi Vodnik za boljše investiranje, št. 16 \(marec 2012\).](#)

Od poletja 2012 dalje balon varnih naložb rahlo pušča:

- Globalna recesija se je poslovila.** V ZDA smo pričali z zmernemu, a stabilnemu, okrevanju vse od leta 2009 dalje, trenutno pa ameriško gospodarstvo raste s cca. 2-3 % letno stopnjo. Evropa je prebrodila recesijsko leto 2012 in napovedi za 2013 so večinoma opisane z besedami kot »rahlo izboljševanje« in »verjeten izhod iz recesije v drugi polovici leta«. Nemčija je v 2013 vstopila s povišano aktivnostjo tako v proizvodnem kot storitvenem sektorju. Podoben pospešek gospodarske aktivnosti v letošnjem letu pa so zaznali denimo tudi na Kitajskem.
- Evro še obstaja, evroobmočje ni razpadlo:**

Evropska dolžniška kriza in iz nje izvirajoča visoka negotovost se vse od lanskega poletja dalje umirjata, kar je vidno na primer iz nižanja cene zadolževanja problematičnih držav in rasti tečaja EUR glede na večino drugih valut. K temu je v precejšnji meri prispevala **odločnost Evropske centralne banke** (napoved odkupovanja obveznic problematičnih držav), pa tudi **opazno povezovanje evroobmočja** v bistveno bolj enotno celoto kot kdajkoli v preteklosti (zametki fiskalne unije, bančne unije, operativen zagon evropskega reševalnega sklada, evropski nadzor nad planiranimi proračuni, itd.). Kar je še pomembneje: **uravnoteženje konkurenčnosti znotraj evroobmočja je v teku**, kar je razvidno tako iz čedalje bolj uravnoteženih plačilnih bilanc in nižanj stroškov dela na enoto proizvoda v problematičnih državah ter po drugi strani tudi iz rasti plač v gospodarsko bolj zdravem delu evroobmočja (npr. v Nemčiji).

Evropska kriza se torej postopoma umirja in v kolikor ne bo negativnih presenečenj (npr. italijanske volitve konec meseca, nadaljnje poslabševanje v španskih bankah, upad gospodarske rasti v Franciji...), se bo umirjala tudi v prihodnje. V takem okolju so bile in bodo po našem pričakovanju tudi v prihodnje donosnejše bolj tvegane naložbe, na primer delnice in obveznice z evropske periferije.

- **Inflacijska pričakovanja ostajajo zmerna:**

Centralne banke se poslužujejo izredno ekspanzivnih monetarnih ukrepov (tiskanja denarja oz. preplavljanja bančnega sistema s poceni denarjem). Gre za agresivne ukrepe, ki v zgodovini centralnih bank v takšni obliki in obsegu še niso bili preizkušeni. Posledično neznan in težko ocenljiv so tudi morebitni nezaželeni stranski učinki. Ti argumenti so na mestu, a so pogosto zlorabljeni za napoved neizbežnega pojava hiperinflacije v stilu Weimarske republike, bivše Jugoslavije ali Zimbabveja in posledično zlorabljeni kot kronski argument v prid denimo naložbam v zlato.

Inflacijska pričakovanja namreč ostajajo zmerna (okoli 2 % letno) tako v ZDA kot v evroobmočju. Rahla rast inflacijskih pričakovanj v ZDA v zadnjih mesecih je že sprožila ugibanja o morebitnem zmanjšanju agresivnosti ukrepov ameriške centralne banke. Na januarskem zasedanju je tako eden od članov odbora za denarno politiko glasoval proti nadaljevanju obstoječe agresivne politiki ravno z utemeljitvijo tveganja dviga dolgoročnih inflacijskih pričakovanj¹. Centralni bankirji se torej morebitnih stranskih učinkov še kako zavedajo in bodo v primeru porasta inflacijskih pričakovanj proti previsokim inflacijskim skokom tudi ukrepali. Verjetnost pojava hiperinflacije je torej nizka, bistveno bolj verjeten je scenarij zmerne okrevanja gospodarstev ob rahlo povišani inflaciji, ki se ji bo odločno zoperstavila centralna banka (efektivno z dvigom obrestnih mer, tudi če ne povsem direktno iz političnih razlogov). V takem okolju bodo na privlačnosti izgubljale »varne« naložbe, kot so denimo zlato in dolgoročne državne obveznice visokih bonitet.

Pričakovana dolgoročna donosnost »varnih« naložb je izredno nizka.

Glede na izjemno preteklo rast lahko postavimo diagnozo, da se nahajamo v obdobju balona varnih naložb, ki pa je v zadnjem letu že pričel rahlo puščati. Še vedno pa je močno napihnjen in vrednosti »varnih« naložb so zgodovinsko gledano še vedno izredno visoke, pričakovane donosnosti pa posledično nizke. **Zlato** je imelo le enkrat v zadnjih 200 letih približno takšno kupno moč, kot jo ima danes (leta 1980) in po takratnem rekordu je v naslednjih 20 letih (do leta 2000) izgubilo 77 % kupne moči (povedano drugače, povprečna realna donosnost naložbe v zlato je bila -7,1 % letno). V primeru vsaj delne umiritve razmer v svetovnem gospodarstvu in vrnitve k zmerni gospodarski rasti lahko po moji oceni pričakujemo razpolovitev kupne moči zlata v naslednjih 15 letih.

Dolgoročne obveznice držav z visoko bonitetno oceno so bile v kriznih letih 2008 do 2012, ko so centralne banke vztrajno nižale referenčne obrestne mere in vlagatelji iskali varno zatočišče, odlična naložba, a v prihodnje to skoraj zagotovo ne bodo več. V kolikor danes kupite nemško državno obveznico katerekoli ročnosti, se zavestno odločite za nakup naložbe, ki vam bo zelo verjetno prinesla negativno realno donosnost (obresti ne zadoščajo niti za ohranitev kupne moči oz. pokrijte inflacije, in to ne upoštevaje davke na obresti).

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130130a.htm>

Valute s statusom varne naložbe so za vlagatelja s potrošnjo v evrih visoko tvegana naložba. Možni so namreč tako visoki kratkoročni dobički kot tudi visoke izgube. Gibanje vrednosti valute pa je močno odvisna od odločitev centralnih bank. Velja omeniti, da so naložbe v valute običajno zaradi različnih »paritet« igra z ničelno vsoto (=pričakovana donosnost je 0 %), je pa zaradi umirjanja razmer na evrski periferiji morda celo pričakovati nadaljnjo krepitev evra oziroma padanja vrednosti večine ostalih »varnih« valut.

»Varne« naložbe bodo po naši oceni v naslednjem dolgoročnem obdobju (5, 10, 15 let) najverjetneje slaba, rahlo negativno donosna naložba, podobno kot v zadnjem letu dni. V primeru umiritve razmer in vrnitve k zgodovinskim cenovnim razmerjem med varnimi in manj varnimi naložbami pa niso izključene niti kratkoročne večje izgube.

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz