



Strategiji v zadregi

24. februar 2022, leto XV, št. 1



NLB Skladi, d.o.o.

Simon Logar, mag.

Direktor sektorja investicijskih skladov

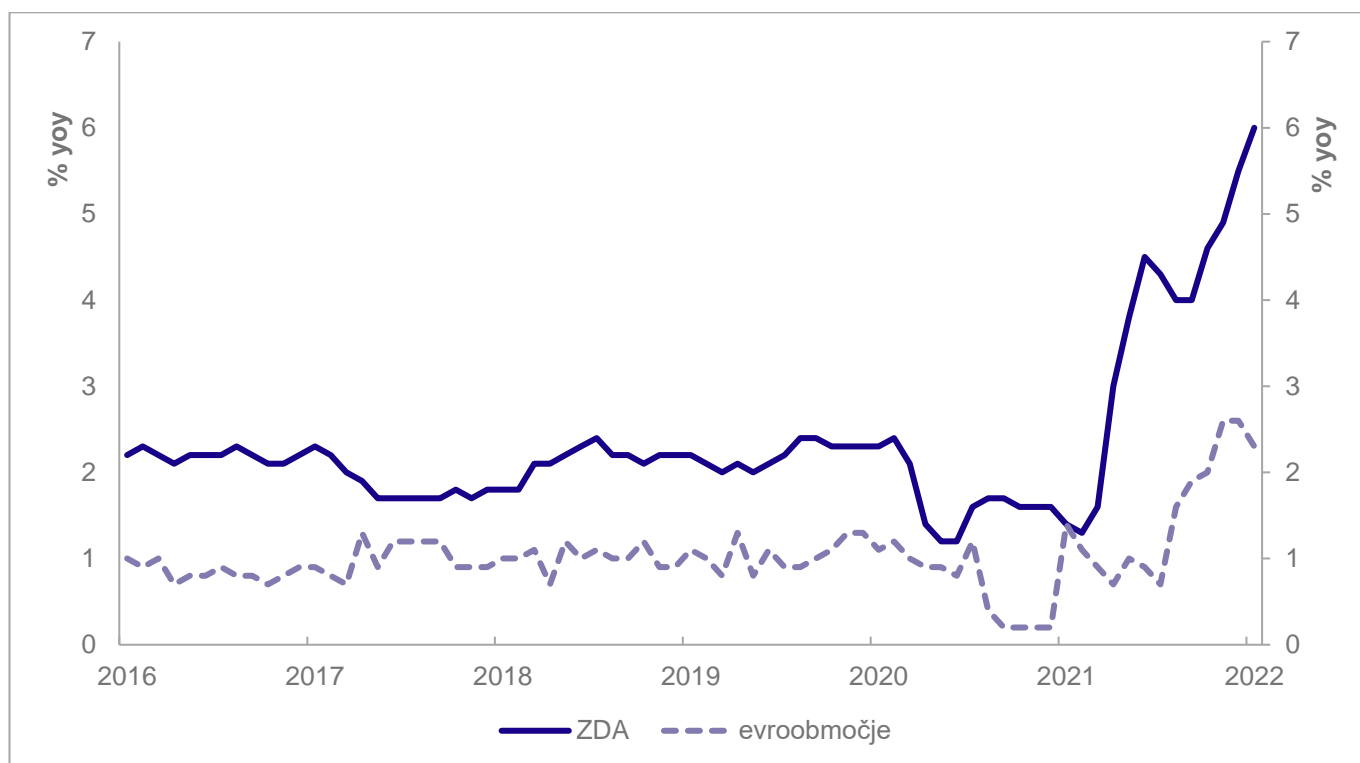
Inflacija in ukrajinska kriza

V času pandemije COVID-19 od marca 2020, ko so delnice v povprečju dosegle dno zaradi še neraziskanega novega virusa, do začetka leta 2022 so delnice v povprečju marsikje v razvitem svetu presegle 80 % donosnost, kar so izrazito nadpovprečne donosnosti za splošne delniške indekse. Delnice namreč v povprečju prinašajo nominalno okoli 9 % in realno okoli 7 % letno donosnost. Borzni razcvet v času pandemije je bila dosežen na krilih fiskalnih in monetarnih spodbud, ki pa nam zdaj izstavlja račun v obliki zgodovinsko visokih inflacijskih stopenj.

Kljub pereči inflaciji so se v zadnjih dneh tudi strogo finančni mediji od sicer vroče inflacijske tematike in napovedanih bolj restriktivnih denarnih politik centralnih bank preusmerili k poročanju o konfliktu na ukrajinsko-ruski meji, **kot glavnemu katalizatorju za povečano nihajnost na kapitalskih trgih**. Zaradi geopolitičnih trenj in visoke inflacije je vodenje denarne politike tako postavljeno pred še večji izziv, ki ga bomo preučili v nadaljevanju. Še prej pa se posvetimo inflaciji.

Objava januarske inflacije v ZDA pri 7,5 % (YoY) predstavlja najvišjo rast po letu 1982. Tudi jedrna inflacija, ki ne upošteva najbolj volatilnih komponent hrane in energentov, je poskočila na vrtooglavih 6 % (Slika 1).

Slika 1: Jedrna inflacija v ZDA in evroobmočju

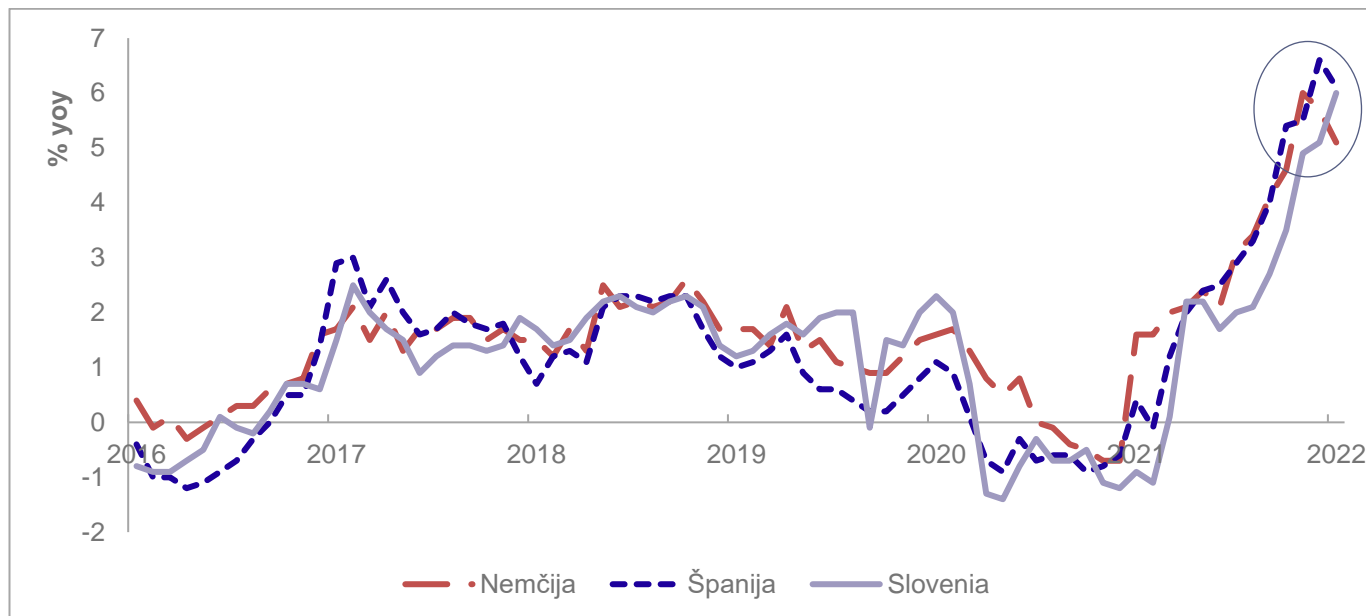


Vir: Bloomberg

Če k temu dodamo še ukrajinsko-ruski spor, ki podžiga rast cene nafte (cena nafte Brent je presegla ceno 98 USD za sodček, kar je največ po septembru 2014), to še dodatno krepi inflacijska pričakovanja. Kupna moč prebivalcev širom sveta se posledično pospešeno manjša, delavci z boljšo pogajalsko močjo pozivajo delodajalce k

dvigu plač, da bi lahko ohranili pridobljeni življenjski standard, ekonomisti pa pri tem vidijo nevarnost za plačno inflacijsko spiralo, ki tako preko povratne zanke še dodatno krepi inflacijska pričakovanja. **Slika 2** prikazuje harmonizirane indekse cene življenjskih potrebščin (HICP), ki v povprečju zajemajo približno 700 izdelkov in storitev.

Slika 2: Harmonizirani indeksi cen življenjskih potrebščin za izbrane evropske države



Vir: Bloomberg

Visoka inflacija, še posebno, če gre za visoko rast cen energentov in hrane, največ težav povzroča revnejšim slojem prebivalstva, saj se jim ob že tako visokem deležu dohodka, ki je porabljen za najbolj osnovne življenjske dobrine, le-ta še povečuje. Z vidika vlaganja na kapitalske trge pa občutno višanje inflacijskih pričakovanj ni dobro niti za imetnike obveznic niti za imetnike delnic (delnice specifičnih podjetij so pri tem izvzete, saj visoka cena nafte denimo koristi dobičkonosnosti podjetij, ki črpajo in predelujejo nafto).

Za imetnike delnic in obveznic pa ni nevarna samo hitra rast inflacijskih pričakovanj, ampak tudi nekoliko neposrečen odziv centralnih bank, ki z napovedanim (zakasnelim) višanjem obrestnih mer ne gasijo več samo inflacije, ampak lahko premočno in po nepotrebnem zavrejo gospodarsko rast.

Svet se je po pandemiji covida v ekonomskem smislu znašel v podobnem okolju kot po svetovni vojni; dobava različnih dobrin je močno otežena. Nabavni direktorji v podjetjih poročajo o ozkih grlih na mnogih področjih. Popandemični šok se tako manifestira predvsem na strani omejene ponudbe, povpraševanje pa se zgolj bliža normalizaciji pred pandemijo. Višje obrestne mere same po sebi tako ne bodo pripomogle k odpravi ozkih grl na strani ponudbe, zatrle bodo predvsem povpraševanje.

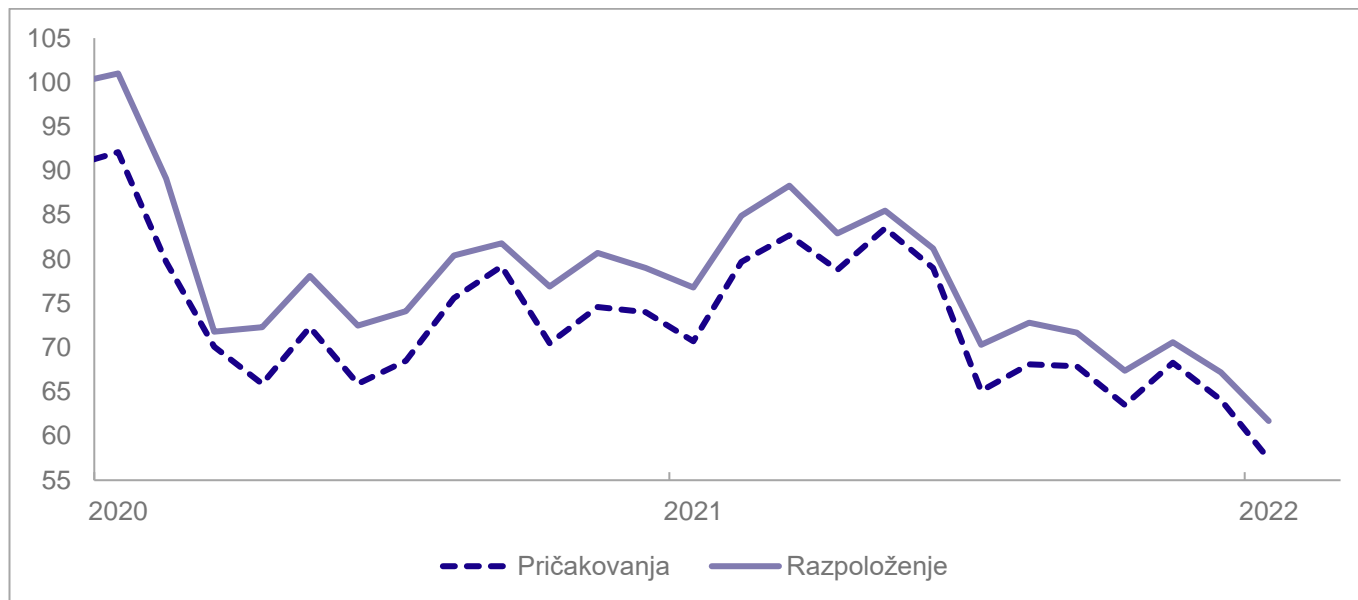
Kljub visoki trenutni inflaciji je na obzorju opaziti že nekatere trende, ki zmanjšujejo pritisk na inflacijo

Rast energentov in rast stroškov (stanovanjskih) posojil deluje kot davek na ostalo potrošnjo, saj načeloma posameznik te stroške prednostno poravnava. To pomeni, da se zaradi manj razpoložljivega dohodka sčasoma zmanjša povpraševanje po ostalih dobrinah, kar ima zaviralni učinek na rast cen.

Januarska prodaja na drobno onkraj luže je bila sicer robustna, z najvišjo rastjo v zadnjih desetih mesecih, kjer so potrošniki največ zanimanja pokazali za nakupe pohištva in avtomobilov, vendar odsotnost fiskalnih spodbud že terja svoj davek. Zaradi visoke inflacije, padajočih cen delnic in posledično manjšega premoženjskega efekta se opazno zmanjšuje razpoloženje potrošnikov, ki je februarja v ZDA pri vrednosti 61,7 doseglo najnižjo raven po

novembru 2011 (**Slika 3**). **Zdi se, da potrošniki po eni strani še hitijo z večjimi nakupi, da bi »prehiteli« inflacijo, na drugi strani pa njihova pričakovanja o prihodnjih nakupih opazno upadajo.**

Slika 3: Pričakovanja in razpoloženje potrošnikov v ZDA (merjeno z indeksom The University of Michigan's sentiment index)



Vir: Bloomberg

HICP indeksi (**Slika 2**) so sicer na visokih vrednostih tudi v Evropi, vendar se v jedrnih državah EU že obrnjeni navzdol, kar gre pripisati tudi efektu višje osnove pred enim letom, ki bo v prihodnjih mesecih še prisoten. Iz tedna v teden so opazne tudi krajše zamude v pristaniščih, predvsem na zahodni obali ZDA. Vse težave se seveda ne bodo odpravile čez noč, motnje pri dobavi nekaterih polprevodnikov bodo namreč ostale z nami vsaj še nekaj mesecev.

Rusko-ukrajinska kriza

(Zapozneno) borbo z že tako visoko stopnjo inflacije je dodatno otežila geopolitična kriza na vzhodu Evrope. Nemogoče je z visoko stopnjo gotovosti napovedati, kako se bo v prihodnosti razvijal zaplet. V primeru večjih vojaških spopadov bi bila to v prvi vrsti človeška tragedija. Z makroekonomskega vidika pa predstavlja tudi resen izziv centralnim bankam. Načeloma je potrebno oceniti vpliv na višjo inflacijo ob hkratni oceni negativnega vpliva na gospodarsko aktivnost.

Na prvi pogled sicer kaže, da konflikt ne bi smel imeti večjih posledic na svetovna gospodarstva. Ruska menjava izdelkov in storitev z ZDA, Indijo, Japonsko, Združenim kraljestvom, Francijo, itd. je zanemarljiva. Med drugimi so evropske banke (med bolj izpostavljeni je sicer avstrijska banka Reiffeisenbank) od leta 2014 po aneksiji Krima izpostavljenost do ruskih bank zmanjšale za 80 %¹. Potencialna obsežnejša ruska invazija na Ukrajino in povračilni ukrepi razvitih držav v smislu sankcij bi po drugi strani imeli nezanemarljiv vpliv na dobavo in cene različnih surovin.

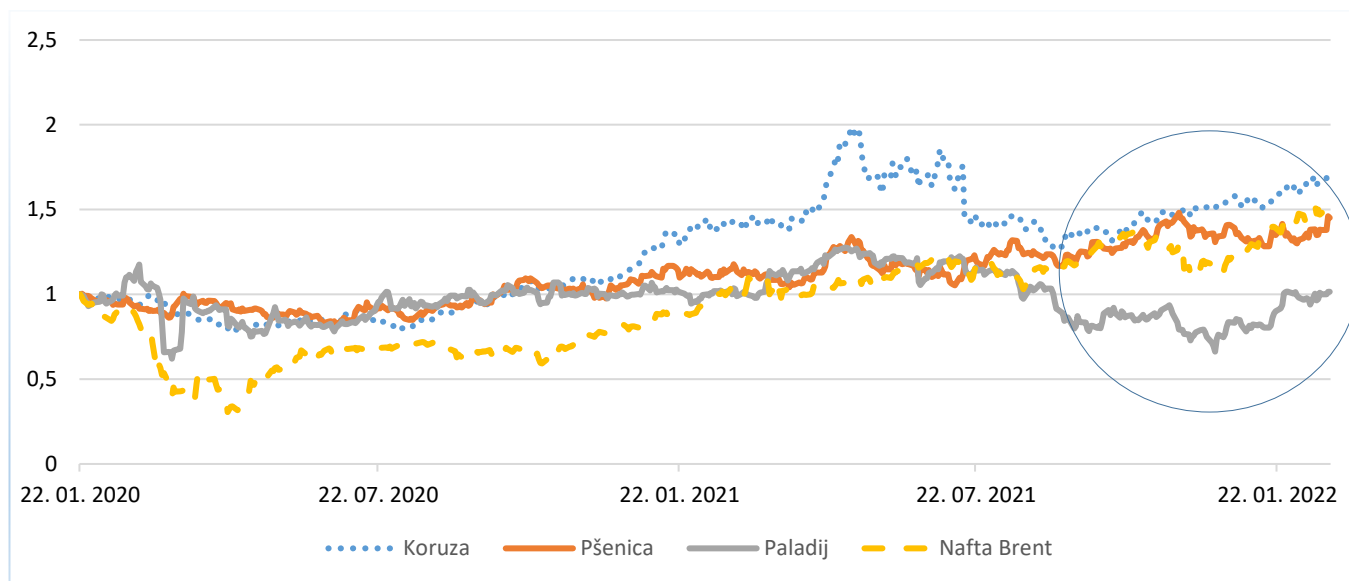
Evropa je že tradicionalno močno odvisna od ruske energije. ZDA sicer v zadnjih mesecih močno povečujejo izvoz utekočinjenega zemeljskega plina v Evropo, vendar izpada plina, ki v Evropo pride po ceveh iz Rusije, ni možno v kratkem nadomestiti. Če bi cena plina v EU ponovno narasla na 180 EUR za MWh², bi to lahko pomenilo dodaten

¹ Vir: Capital Economics

² Vir: Capital Economics

dvig stopnje EU inflacije za približno 150 bazičnih točk. Dvig cene nafte brent na 120-140 EUR³ (Slika 4) za sodček pa bi dvignil stopnjo inflacije praktično v vseh zahodnih državah za dve odstotni točki.

Slika 4: Relativno gibanje cene nafte brent, pšenice, koruze in paladija



Vir: Bloomberg

Dodatno so inflacijska tveganja povezana tudi s ceno hrane (Slika 4). Ukrajina je ena največjih izvoznic koruze, skupaj z Rusijo pa izvozi tudi četrtino vse pridelane pšenice na svetu. Večina polj je na vzhodu in jugu Ukrajine, torej ob ruski meji.

Tudi če iz inflacijske enačbe izpustimo nestanovitne cene energije in hrane ter se osredotočimo na t.i. jedrno inflacijo, obstaja tveganje povišanju inflacijskih stopenj. Avtomobilska industrija se je začela počasi pobirati po težavnem obdobju pomanjkanja polprevodnikov. Opuščanje dizelskih motorjev in med drugimi povečevanje bencinskih motorjev povečujejo tudi povpraševanje po paladiju, ki je ključna sestavina v izpušnih sistemih za zmanjšanje škodljivih emisij plinov. Največji svetovni izvoznik paladija je ravno Rusija.

Konflikt se ne bo končal čez noč. Tudi če ne bo prišlo do ruske invazije večjega obsega in povračilnih ukrepov v obliki močnih in dolgotrajnih ekonomski sankcij, je vpliv na inflacijska pričakovanja že prisoten in posledično bo inflacija bolj trdoživa, kot smo pričakovali še jeseni 2021.

Slučajno ali ne, konflikt na vzhodu Evrope je s stališča boja proti najvišjim stopnjam inflacije v zadnjih desetletjih prišel ob najbolj nepravem času. Po drugi strani pa lahko zavrtja gospodarska rast spodbudi centralne banke k manj restriktivni denarni politiki. Evropa je sicer najbolj podvržena vplivu višjih cen surovin in energije zaradi relativno večjega deleža uvoza surovin in energije iz Rusije ter tako na prvi pogled inflacijsko najbolj ranljiva, vendar na drugi strani že opažamo zmanjševanje nekaterih inflacijskih pritiskov v Evropi. Na stari celini inflacijsko-plačna spirala ni in ne bo tako močna kot v ZDA, saj imamo v povprečju manjšo rast plač delavcev ob zaenkrat tudi precej manjši jedrni stopnji inflacije kot denimo v ZDA.

Evropska centralna banka je nedavno na svoji spletnih straneh objavila intervju⁴ s članico izvršnega odbora ECB, Isabel Schnabel, ki je bolj kot sam problem inflacije izpostavila **negativni efekt eskalacije krize na samo rast in zaupanje**. Če se bodo kreditni pribitki obveznic perifernih evropskih držav še povečevali, je verjetno ravno ECB tista, ki bo najbolj omahovala pri prehodu k bolj restriktivni denarni politiki.

³ Vir: Capital Economics

⁴ Vir: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2022/html/ecb.in220216~5ffb80137b.sl.html>

Kaj na inflacijo in rusko-ukrajinsko krizo porečejo obvezniški trgi?

Tržni udeleženci trenutno pričakujejo 6 do 7 dvigov ključne obrestne mere v ZDA v letu 2022, ključna obrestna mera pa naj bi se ob koncu leta 2022 v ZDA oblikovala pri 1,5 %. Obvezniški trg s svojo sploščeno obrestno krivuljo sporoča (**Slika 5**), da bo Fed morda odreagirjal preveč agresivno in povzročil nepotrebno preveliko ohlajanje gospodarske rasti. Razlika v donosnosti do dospelja 10-letne in 2-letne ameriške državne obveznice je relativno majhna in znaša v času pisanja prispevka manj kot 0,4 odstotne točke. Vzroke za to lahko med drugimi najdemo v razliki med kratkoročnimi in dolgoročnimi inflacijskimi pričakovanji. Ameriška centralna banka naj bi načeloma ciljala stopnjo inflacije za 12 do 24 mesecev vnaprej. Na trgu je tako čutiti strah, da bo Fed premočno odreagirjal na trenutno visoko inflacijo, ki naj bi bila prehodna, čeprav manj, kot smo pričakovali še pred meseci.

Slika 5: Razlika v donosnosti do dospelja 2-letne in 10-letne ameriške državne obveznice



Vir: Bloomberg

Kapitalski trgi ob nastopu geopolitičnega dogodka odreagirajo glede na razliko med pričakovanji večine tržnih udeležencev ter dejanskim dogodkom in njegovimi posledicami. To, ali je dogodek pozitiven ali negativen, kratkoročno praktično ne vpliva na gibanje tečajev vrednostnih papirjev.

Če bi denimo večina udeležencev pričakovala zgolj mirno odsvojitvev dveh ukrajinskih regij od matične države, ob tem pa se zgodi še vojaški spopad večjega obsega, je to potem večinsko nepričakovan dogodek, ki povzroči pretres tudi na kapitalskih trgi. Bi bila pa to seveda v prvi vrsti velika človeška tragedija.

Vpliv tokratnega konflikta na tvegane naložbe v luči zgodovine

S trenutno situacijo lahko povežemo nekaj paralel v preteklosti, kot denimo invazijo ZDA na Afganistan v letu 2001, invazijo ZDA na Irak v letu 2003 ali ruski napad na Gruzijo v letu 2008. Verjetno še najboljša primerjava bi bila invazija Iraka na Kuvajt v letu 1991, zaradi česar so ameriške delnice izgubile okoli 20 % svoje vrednosti v nekaj tednih. Hkrati so si relativno hitro opomogle zaradi posredovanja ZDA in ekspanzivne denarne politike ZDA.



Ob tovrstnih konfliktnih strasti na kapitalskih trgih umirjajo tudi centralne banke z ekspanzivno denarno politiko, torej trg preplavijo s poceni denarjem. V letu 2022 je situacija nekoliko bolj zapletena, saj se centralne banke z napovedano vedno bolj restriktivno denarno politiko (vedno manj poceni denarja) borijo proti zgodovinsko visokim stopnjam inflacije. Zato morda tudi sankcije, uperjene proti Rusiji, ne bodo tako hude in dolgoročne, saj bi zaradi vpliva na višjo inflacijo nadpovprečno negativno vplivale tudi na zahodne države in jim preveč omejile vodenje gospodarskih politik.

Kaj lahko naredijo vlagatelji?

Nepričakovani dogodki, kot so tudi vojaški konflikti ali celo pričakovani dogodki z drugačno intenziteto, kot je pričakovala večina, lahko kratkoročno vidno pretresejo kapitalske trge. Na srečo pa več kot 200-letna zgodovina kaže, da na pričakovano dolgoročno donosnost delnic zares usodno ne vplivajo. Ta še vedno ostaja okoli 9 % nominalno oziroma okoli 7 % realno (po inflaciji) na letni ravni.

Dolgoročni vlagatelj se pred različnimi pretresi lahko najbolj zavaruje z ustrezno razpršitvijo svojega premoženja, ki bo odražalo njegovo naklonjenostjo do tveganja (osebne značilnosti vlagatelja) ter upoštevalo zmožnost sprejemanja tveganja (finančno stanje vlagatelja) in njegove dolgoročne finančne cilje (denimo varčevanje za šolanje otrok).

Takšna strateška razporeditev premoženja bo vlagatelju omogočala, da v času korekcij na delniških trgih in s tem čedalje manjšim deležem naložb le-teh ne bo dodatno panično prodajal ter se še bolj oddaljeval od optimalne strateške razporeditve premoženja, ampak bo s prilagajanjem svojega portfelja znova vzpostavil ustrezno strukturo finančnega premoženja.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 77/18 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu 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. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.