

# POGLED 2020

ZMERNI OPTIMIZEM OB PREHODU V NOVO DESETLETJE



---

# Naložbeni **mozaik**

## VSEBINA

### UREDNIŠKI ODBOR

#### ODGOVORNI UREDNIK:

**Aleš Šoba**, CFA,  
vodja upravljanja delniških naložb,  
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

#### ČLANA:

mag. **Jure Dubravica**,  
direktor sektorja upravljanja naložb,  
02/229 74 68, jure.dubravica@infond.si

mag. **Barbara Gačnik**,  
namestnica direktorja sektorja naložb,  
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

### AVTORJI ČLANKOV

**Aleš Šoba**, CFA,  
vodja upravljanja delniških naložb,  
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

mag. **Jure Dubravica**,  
direktor sektorja upravljanja naložb,  
02/229 74 68, jure.dubravica@infond.si

mag. **Barbara Gačnik**,  
namestnica direktorja sektorja naložb,  
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

mag. **Rene Redžič**,  
vodja upravljanja naložb s fiksnim donosom,  
02/229 74 59, rene.redzic@infond.si

**Uroš Selič**,  
upravljavec – analitik,  
02/229 74 48, uros.selic@infond.si

**Damjan Kovačič**,  
upravljavec – analitik,  
02/229 74 50, damjan.kovacic@infond.si

**Aleš Grbič**,  
upravljavec – analitik,  
02/229 74 52, ales.grbic@infond.si

Letnik VIII - 1/2020

### 3 **Predgovor**

### 5 **Delniški trgi po regijah**

5 - ZDA (mag. Barbara Gačnik)

16 - Evropa (Aleš Šoba, CFA)

29 - Države v razvoju (mag. Jure Dubravica)

### 52 **Delniški trgi po sektorjih**

52 - Energetika (Uroš Selič)

54 - Surovine in predelovalna industrija (Damjan Kovačič)

56 - Industrija (mag. Jure Dubravica)

58 - Trajne potrošne dobrine (Aleš Šoba, CFA)

60 - Osnovne potrošne dobrine (Aleš Grbič)

62 - Zdravstvo (mag. Barbara Gačnik)

64 - Finančne storitve (Damjan Kovačič)

66 - Informacijska tehnologija (Aleš Grbič)

68 - Komunikacijske storitve (mag. Barbara Gačnik)

70 - Javna oskrba (Uroš Selič)

72 - Nepremičninsko področje (Damjan Kovačič)

### 74 **Obvezniški trgi (mag. Rene Redžič)**

### 87 **ESG - družbeno odgovorno investiranje (Damjan Kovačič)**

### 95 **Kazalniki in referenčni grafi**

# Predgovor

Leto 2019 bo šlo v zgodovino kot izjemno leto za finančne naložbe, tako za delnice kot tudi obveznice. Na eni strani je večina ključnih delniških trgov pridobila več kot 20 %, kar je zelo impresivno, ne glede na veliko korekcijo konec leta 2018 in posledično nižje izhodišče. Delniškim trgov je to uspelo v okolju povečane negotovosti in upočasnitve globalne rasti. Kljub temu se največji strah, da bo globalno gospodarstvo zdrsnilo v recesijo, ni uresničil. Na drugi strani pa so strmoglavile zahtevane donosnosti državnih obveznic in marsikje dosegle najnižje ravni v zgodovini. Ponovitev takšnih donosov v letu 2020 je malo verjetna.

Prelomni trenutek v letu 2019 se je verjetno zgodil ob popolnem preobratu monetarne politike in ponovnem nižanju ključnih obrestnih mer pri centralnih bankah na čelu z ameriškim Fedom. Ta znižanja spominjajo na leto 1998, ko se je Fed prav tako trikrat odločil za znižanje in podaljšal gospodarski cikel. Preobrat monetarne politike je prišel v trenutku, ko smo bili priča nadaljnji

upočasnitvi globalne gospodarske rasti (Mednarodni denarni sklad je znižal napoved za leto 2019 na najnižjo raven po veliki finančni krizi). Ta upočasnitev se je kazala predvsem v proizvodnem sektorju, saj so indeksi nabavnih menedžerjev (PMI) upadli pod mejo 50 v vseh ključnih gospodarstvih. Konsenz je bil, da je glavni razlog te upočasnitve negotovost zaradi geopolitičnih dejavnikov (trgovinska vojna, brexit). Na drugi strani pa je storitveni sektor ostal odporen (močan potrošnik). Ker sodobno gospodarstvo temelji predvsem na storitvah, je to ostalo odporno in ni zašlo v recesijo.

V drugi polovici leta smo nato bili priča prvim znamenjem, da se napetost v trgovinskem sporu med ZDA in Kitajsko zmanjšuje. Tudi drama okrog izstopa Velike Britanije iz EU se je umirila in možnost, da bi bil ta nenadzorovan, se je pred britanskimi volitvami zdela minimalna. To so delniški trgi sprejeli pozitivno, saj se je zmanjšala verjetnost globalne recesije.

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalstskih trgih

V EUR	2018	2019*	10 let**	PE	PE 2020	DIV Y
<b>Delniški trgi</b>						
MSCI WORLD	-3,6 %	29,6 %	13,4 %	20,0	16,3	2,4 %
MSCI ACWI	-4,4 %	27,8 %	12,7 %	19,1	15,6	2,5 %
MSCI EM	-10,0 %	14,9 %	6,9 %	14,5	12,1	2,8 %
S&P 500 INDEX	0,4 %	32,7 %	17,0 %	20,9	17,4	1,9 %
MSCI EUROPE	-10,1 %	24,2 %	8,8 %	19,9	14,2	3,7 %
TOPIX INDEX (TOKIO)	-10,0 %	22,0 %	10,4 %	15,4	13,4	2,4 %
<b>Obvezniški trgi</b>						
iBoxx € Overall Index	0,4 %	6,8 %	4,1 %			
iBoxx € Corporates Index	-1,3 %	6,4 %	4,1 %			
iBoxx € Sovereigns Index	1,0 %	7,7 %	4,3 %			

Donosi vključujejo dividende.

\* Zajema podatke do 30. 11. 2019.

\*\* Obdobje od 30. 11. 2009 do 30. 11. 2019; letna donosnost.

Vir: Bloomberg 2019

---

Ko se oziramo naprej v leto 2020, ostajamo zmerni optimisti. Dvoje ključnih tveganj (trgovinska vojna in negotovost glede brexita) počasi tone v pozabo. Tako pričakujemo, da bo gospodarska rast v novem letu malenkost višja, medtem ko se je možnost recesije močno zmanjšala. V zadnjih mesecih leta 2019 se kažejo prva znamenja dolgo pričakovane stabilizacije proizvodnega sektorja. Čeprav je gospodarski cikel (posebej v ZDA) izjemno dolg, to še ne pomeni, da se mora končati. Ne pričakujemo pa tudi dosti višje gospodarske rasti, tako da ponovitev obdobja 2017–2018 ne pride v poštev. Zavedati se moramo, da je potencialna gospodarska rast (za razvita gospodarstva) nizka. Tudi ne pričakujemo ponovno agresivne stimulacije kitajskega gospodarstva. Bodo pa centralne banke ohranile stimulatívno monetarno politiko in ne pričakujemo dvigov ključnih obrestnih mer.

Kombinacija malenkost boljše gospodarske slike in ohlapne monetarne politike ustvarja ugodno okolje za tvegane naložbe (delnice) in manj za obveznice. Tako ohranjamo v letu 2020 naklonjenost delnicam nasproti obveznicam. Pri delnicah pričakujemo bolj umirjeno leto. Po močnem prevrednotenju v letu 2019 ne pričakujemo nadaljnjega prevrednotenja navzgor. Tudi rast dobičkov bo nizka, kar namiguje na nizko, a pozitivno donosnost. Glavna prednost delnic je rekordno razhajanje v pričakovani donosnosti delnic nasproti obveznicam (premija za tveganje).

Preteklo desetletje je minilo v znamenju ameriških delnic, ki so močno presegle preostale regije (Evropa, trgi v razvoju). Eden izmed ključnih dejavnikov je bila visoka rast dobičkov v ZDA, predvsem v sektorju informacijske tehnologije, ki je močno udeležen v ameriškem indeksu, manj pa v indeksih preostalih regij. Zaradi povišanih vrednotenj ameriških delnic nasproti preostalemu svetu ne pričakujemo, da se bo takšna prevlada nadaljevala. So pa razlike v pričakovani donosnosti med regijami majhne in ne dajejo izrazite prednosti posamezni regiji. Kljub temu smo malenkost bolj naklonjeni trgom zunaj ZDA. Pospešek gospodarske rasti v letu 2020 in ugodnejše vrednotenje sta glavna razloga za višje donose zunaj ZDA.

Poleg rednih tem, ki se dotikajo dogajanja in napovedi v obeh ključnih naložbenih razredih, smo v letošnjem Naložbenem mozaiku dodali posebno poglavje, ki obravnava družbeno odgovorno investiranje – to postaja eden izmed glavnih trendov na področju upravljanja premoženja. Upamo, da bosta to poglavje in celotna publikacija v pomoč vlagateljem pri zasledovanju finančnih ciljev v letu 2020.

# Delniški trgi po regijah

## ZDA: Fedu uspelo podaljšati najdaljši gospodarski cikel

Bikovski trend ameriških delnic je v letu 2019 praznoval že 10. leto. Osrednji ameriški indeks S&P 500 je konec novembra dosegel rekordno vrednost pri 3153,6 točke, predvsem zaradi optimizma glede sklenitve prve faze trgovskega dogovora med Kitajsko in ZDA. Do konca novembra so ameriške delnice, zajete v indeks S&P 500, zrasle za 27,6 % (32,69 % merjeno v evrih). Dobrih 93 % te rasti je pripisati rasti kazalnikov vrednotenja, 7 % pa izvira iz rasti dobička na delnico. Med sektorji indeksa S&P 500 so najvišje donose dosegle delnice iz informacijske tehnologije, ki imajo v indeksu največji delež (22,6 %). Do konca novembra so zrasle za 45,3 %, merjeno v evrih. Sledile so delnice industrijskega sektorja z 31,1-odstotnim donosom in finančne delnice z 31-odstotnim donosom, merjeno v evrih. Najslabše so se odrezale delnice iz energetskega sektorja, ki so do

konca novembra 2019 zrasle le za 5,7 %, merjeno v evrih.

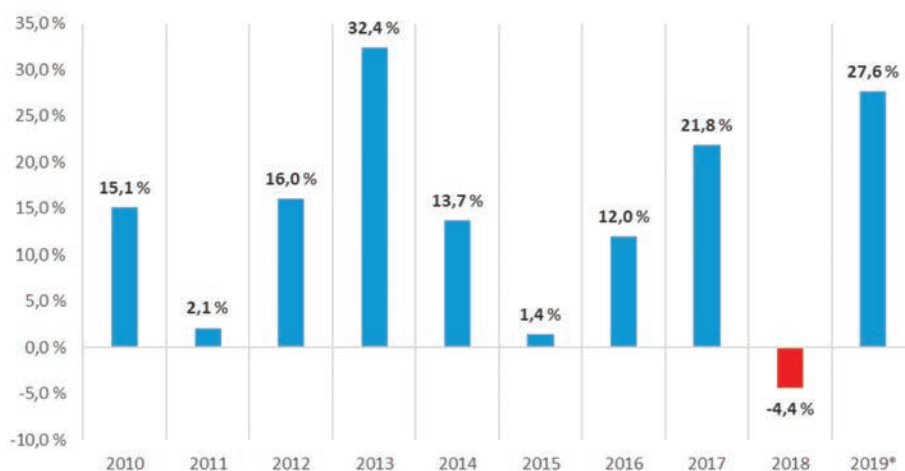
Zadnji dve leti pogajanj med ZDA in Kitajsko sta za delniške trge pomenili precej negotovosti, vsako zaostrovanje je sprožilo odprodajo na delniških trgih, novice o potencialnem dogovoru pa rast tečajev. Proti koncu leta je k optimizmu pripomogel napredek v pogajanjih in sredi decembra vest, da bo prva faza sodelovanja dejansko sklenjena. V bran gospodarski rasti so stopile centralne banke, a njihovi monetarni in fiskalni ukrepi niso vsemogočni. V ZDA bodo prihodnje leto še predsedniške volitve, ki lahko prinesejo spremembo regulatornega in davčnega okolja. Okolje nizkih obrestnih mer na gospodarstvo sicer deluje spodbujevalno, na dolgi rok pa takšno okolje ni vzdržno.



mag. Barbara Gačnik

Bikovski trend se nadaljuje.

Slika 1: Gibanje ameriških delnic v obdobju 2010–2019 (S&P 500, vključujoč dividende)



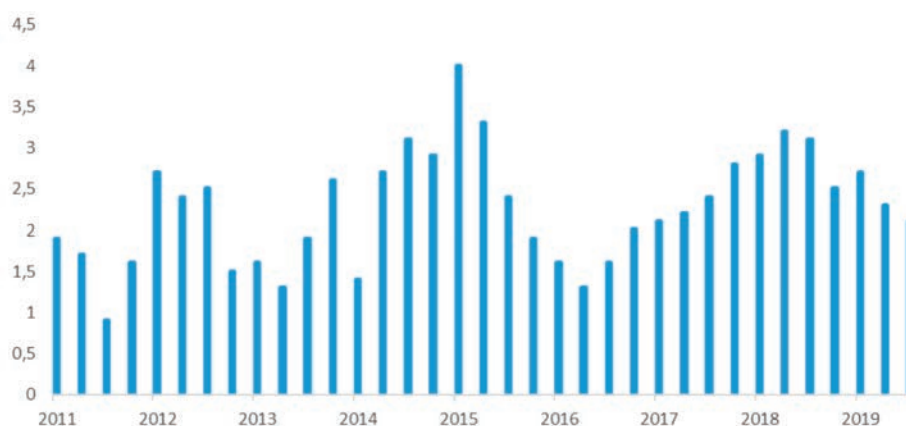
2019\* podatki so do 30.11.2019  
Vir: Bloomberg 2019

## Ameriško gospodarstvo – pozitivna, vendar počasna rast

Gospodarska rast v ZDA se upočasnjuje od druge polovice leta 2018. V tretjem četrtnetu 2019 se je trend nadaljeval, rast se

je ponovno upočasnila in znašala 2,1 % na medletni ravni, medtem ko je bila v drugem četrtnetu 2019 2,3 % na medletni ravni.

Slika 2: Rast BDP na letni ravni (v %)

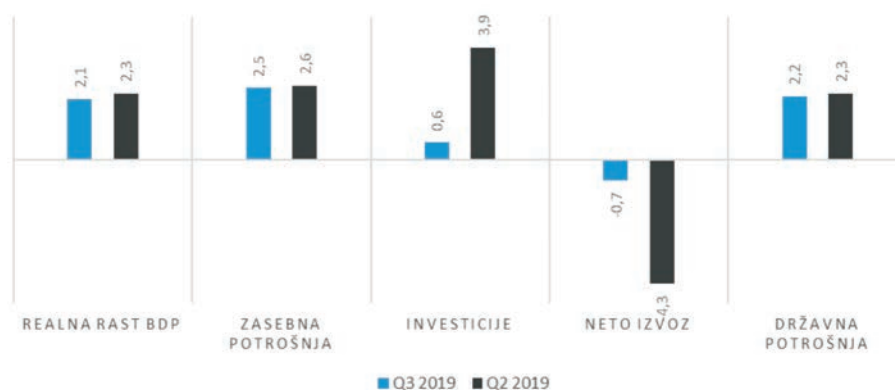


Vir: Bloomberg 2019

V tretjem četrtnetu sta k rasti BDP največ prispevali zasebna in državna potrošnja. Zasebna potrošnja je zrasla za 2,5 in državna za 2,2 % na medletni ravni. Občutno spremembo je opaziti pri investicijah, ki so v tretjem četrtnetu zrasle komaj za 0,6 % na medletni ravni, medtem ko so v drugem četrtnetu izkazovale 3,9-odstotno rast. Na

zmanjšanje investicij je vplivalo poslabšanje sentimenta. Na investicijske odločitve sta vplivala negotovost glede razpleta trgovinskega sporazuma s Kitajsko in upočasnjevanje proizvodnega sektorja. Izvoz se je v tretjem četrtnetu povečal za 0,2% na medletni ravni, uvoz pa za 0,9%.

Slika 3: Struktura in gibanje ameriškega BDP v tretjem četrtnetu 2019 na medletni ravni (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Mednarodni denarni sklad (MDS) je v svojem poročilu oktobra 2019 zaradi sinhroniziranega upočasnjevanja znižal napoved globalne gospodarske rasti v letu

2019 na 3 %. Za leto 2020 pričakujejo, da se bo globalna rast popravila na 3,4 %. Za ZDA MDS napoveduje gospodarsko rast konec leta 2019 v višini 2,4 %, v letu 2020 pa 2,1%.

Preglednica 2: Gospodarska napoved MDS za ZDA (v %)

	2018	2019	2020
<b>Rast BDP</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Inflacija</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
<b>Stopnja brezposelnosti</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>

Vir: MDS – World Economic Outlook, oktober 2019

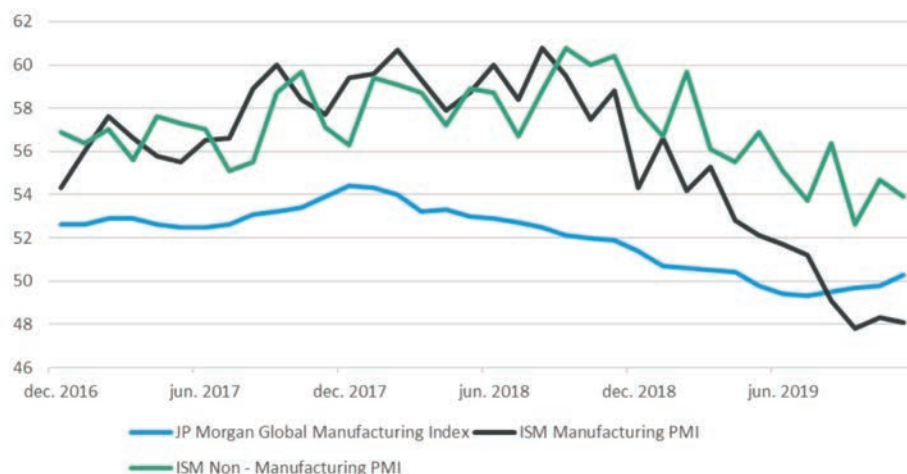
## Prva znamenja stabilizacije v poslovnem sektorju, investicije še zelo zadržane

Čeprav so ZDA razmeroma zaprta ekonomija, se težko izključijo iz svetovnega dogajanja. Sentiment poslovnega sektorja je v velikem delu odvisen od tega, kaj se bo dogajalo z globalnim proizvodnim

sektorjem. Globalni indeks nabavnih menedžerjev kaže znamenja stabilizacije, in čeprav še nismo povsem na varnem, recesije v novem letu ne pričakujemo.

Proizvodnja v krčenju, vendar z znamenji stabilizacije.

Slika 4: Gibanje indeksa nabavnih menedžerjev (ZDA – proizvodni in storitveni, globalni proizvodni)

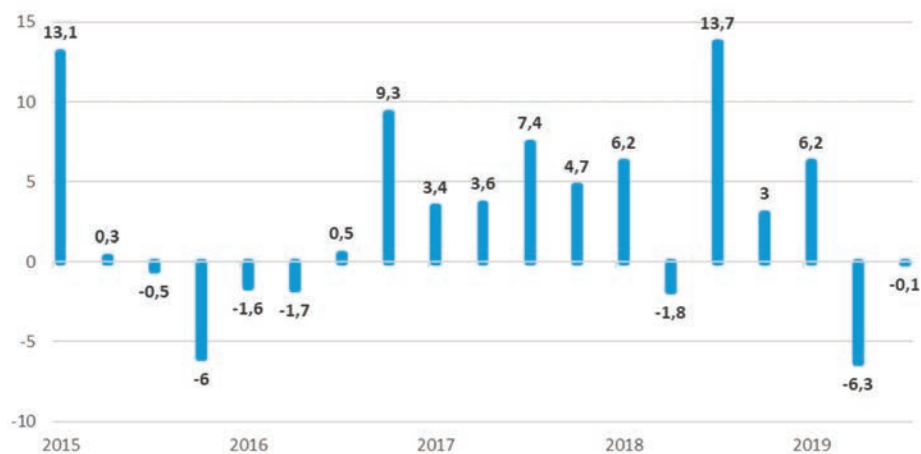


Vir: Bloomberg 2019

Ameriški proizvodni indeks je konec novembra znašal 48,1 in še vedno kaže na krčenje. Za izboljšanje sentimenta v proizvodnem sektorju manjka optimizma,

podjetja še naprej ostajajo previdna, saj negotovost glede trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko močno vpliva na njihove investicijske odločitve.

Slika 5: Privatne investicije – četrtneta sprememba (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Stabilizacija globalnega proizvodnega sektorja je dobra novica tudi za ameriški proizvodni sektor. Ugodna okoliščina je, da delež proizvodnega sektorja v ameriškem BDP ni velik. Po podatkih Svetovne banke so ZDA v letu 2018 s proizvodnim sektorjem

ustvarile 11 % BDP in kar 77,4 % BDP s storitvenim sektorjem. Storitveni indeks (ISM Non-Manufacturing Index) je nad mejo 50, ki ločuje širitev od krčenja – konec novembra je znašal 53,9.

## Ameriški potrošnik je v dobri kondiciji

Ameriški BDP sloni na potrošniku, saj zasebna potrošnja pomeni več kot dve tretjini ekonomske aktivnosti. Podatki s konca novembra kažejo, da je potrošnik v dobri kondiciji, vendar se negotovost iz poslovnega sektorja lahko prenese tudi na potrošnika, ki bi lahko omejil svojo porabo. V

takšnem primeru bi se recesiji težko izognili. Da postaja potrošnik previdnejši, je opazno pri njegovem sentimentu. Kazalnik je še vedno precej visoko, je pa konec novembra upadel na 125,5. Vrh je bil julija 2019 pri 135,8.

Slika 6: Zaupanje ameriških potrošnikov (Conference Board Consumer Confidence)



Vir: Bloomberg 2019

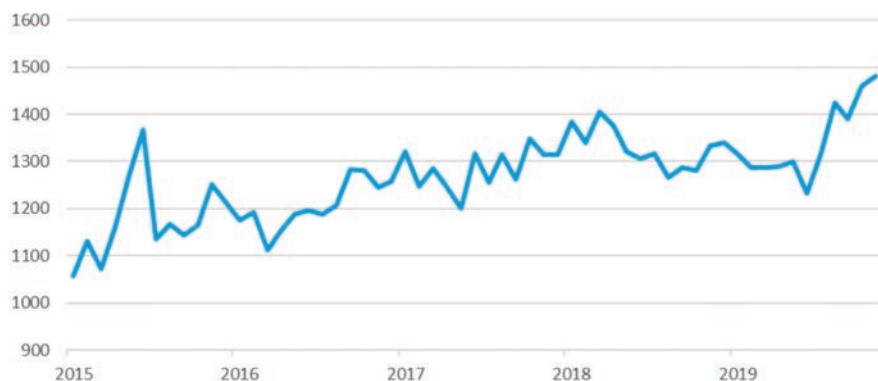
Zaupanje potrošnika še vedno veliko.



Verjamemo, da lahko potrošnik še naprej ostane v dobri kondiciji, zaradi naslednjih razlogov:

- Oživitev nepremičninskega trga: Politika centralne banke, ki podpira gospodarstvo, se odraža tudi na nepremičninskem trgu, nizka obrestna mera ugodno vpliva na povpraševanje po hipotekarnih posojilih, število novogradenj in število izdanih gradbenih dovoljenj izkazujeta pozitiven trend.

Slika 7: Število izdanih gradbenih dovoljenj



Vir: Bloomberg 2019

- Rast plač in nizka brezposelnost: Stopnja brezposelnosti je na zgodovinsko nizkih ravneh, konec novembra 2019 je znašala 3,5 %. MDS je v svojih napovedih v oktobru 2019 predvideval, da se bo nizka stopnja

brezposelnosti v ZDA ohranila. Konec leta 2019 naj bi po njihovih ocenah znašala 3,7 %, konec leta 2020 pa 3,5 %. Nizka stopnja brezposelnosti je povezana z rastjo plač.

**Brezposelnost na zgodovinsko nizkih, premoženje pa na rekordnih ravneh.**

Slika 8: Stopnja brezposelnosti v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Slika 9: Rast plač v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg 2019

- Varčevanje prebivalstva: Visoka stopnja varčevanja (7,8 % v razpoložljivih dohodkih) omogoča ameriškim gospodinjstvom, da lažje prebrodijo morebitne nepričakovane šoke. Prav tako je na rekordnih ravneh

premoženje gospodinjstev. V tretjem četrtletju 2007 je neto premoženje gospodinjstev znašalo dobrih 70 trilijonov dolarjev, konec tretjega četrtletja 2019 pa prek 114 trilijonov dolarjev.

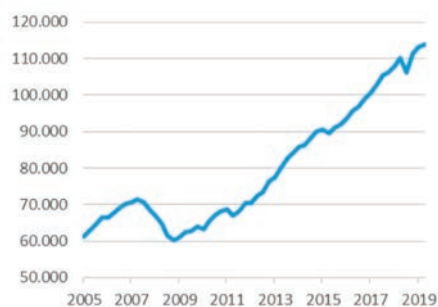
Slika 10: Varčevanje gospodinjstev  
(v mrd)



Vir: Bloomberg 2019

- Povpraševanje po potrošniških kreditih narašča: Nizki stroški zadolževanja ponujajo dober obet predvsem za nakupe trajnih potrošnih dobrin. Po podatkih J.P. Morgana je zadolženost gospodinjstev na najnižji

Slika 11: Neto premoženje gospodinjstev  
(v mrd USD)



Vir: Bloomberg 2019

ravni v zadnjih 40 letih in pomeni 9,7 % razpoložljivega dohodka – na vrhuncu v četrtem četrtletju 2007 je delež dolga v razpoložljivem dohodku znašal 13,2%.

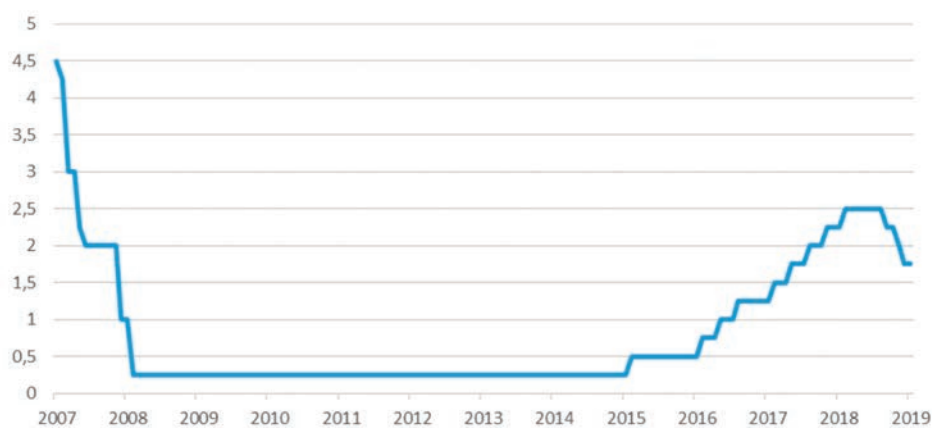
## Fed pripravljen podaljšati gospodarski cikel z ustrežno podporo

Da bi podaljšala trenutni ekspanzivni cikel, je ameriška centralna banka Fed v letu 2019 trikrat znižala obrestno mero in se ustalila pri 1,75 %, za večjo likvidnost na trgu pa je

začela izvajati tudi odkupe zakladnih menic in druge začasne operacije na odprtem trgu, kar namerava početi vsaj do januarja 2020.

Inflacijska pričakovanja so nizka, zato Fed ne napoveduje spremembe obrestne mere.

Slika 12: Obrestna mera ameriške centralne banke Fed (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Na zasedanju ameriške centralne banke v decembru je predsednik Jerome Powell dejal, da je njihov pogled za naprej ugoden. Ameriška ekonomija izkazuje zmerno rast, potrošnja gospodinjstev ostaja močna, trg delovne sile zdrav, povečujejo se zaupanje prebivalstva in njihovi prihodki. Na drugi strani pa poslovni sentiment, investicije in izvoz ostajajo šibki, proizvodnja je manjša. Na ta del vpliva predvsem upočasnjevanje globalnega gospodarstva. Za leto 2020 ne pričakuje spremembe obrestne mere. Ohranili so napoved rasti v letu 2019 na 2,2 %, v letu 2020 pa na 2 %. Znižali so inflacijska pričakovanja, pričakujejo pa, da bo inflacija dosegla ciljno raven 2 % do leta 2021. Za leto 2020 napovedujejo 1,9-odstotno inflacijo.

Fed ocenjuje, da se bo ob podpori monetarne politike in rasti gospodarstva zvišala tudi inflacija. Po njihovem mnenju je trenutna monetarna politika dovolj ohlapna, da daje ustrezno podporo za rast gospodarstva, če bi se okolje materialno spremenilo in vplivalo na njihovo oceno prihodnjega gibanja gospodarstva, pa se bo monetarna politika temu ustrezno prilagodila – mogoča sta oba scenarija. Fed spremlja tveganja, ki bi lahko ogrozila gospodarsko rast, predvsem razpletanje trgovinske vojne in morebitno prelivanje slabega sentimenta iz poslovnega sektorja na potrošnika, vendar trenutni podatki kažejo, da razlogov za skrb ni.

## Geopolitična trenja so trenutno največja grožnja gospodarski rasti

Trenutni gospodarski cikel je eden najdaljših po drugi svetovni vojni. Verjetnost recesije v ZDA v letu 2020 je majhna zaradi podpore centralne banke. Konec oktobra 2019 je po

podatkih NY FED verjetnost recesije v ZDA v prihodnjih 12 mesecih znašala 24,6 %, konec avgusta, ko je bil trgovinski spor med ZDA in Kitajsko na vrhuncu, je bila 37,9 %.

Slika 13: Verjetnost recesije v ZDA (NY FED)



Vir: Bloomberg 2019

Merjenje moči med velesilami se bo nadaljevalo.

Podpora centralne banke bo zlagoma privedla do inflacijskih pritiskov in Fed bo prisiljen zviševati obrestno mero. Če bi bil dvig obrestne mere prevelik oziroma če bi se zgodil prej kot pričakovano, bi to lahko sprožilo recesijo. Nedvomno smo v zadnji fazi gospodarskega cikla, ki pa se lahko še nadaljuje. Glede na znanke, da bo do delnega trgovskega dogovora prišlo, lahko pričakujemo dvig ekonomske aktivnosti na globalni ravni. Recesija bi bila s tem bolj verjetna konec leta 2021 ali v začetku leta 2022.

Geopolitična trenja so trenutno najverjetnejši kandidat, ki bi lahko ogrozil dolgo trajajočo rast. Pozornost je usmerjena predvsem v največje trenje – spor med ZDA in Kitajsko. Potencialno nevarna trenja pa so še konflikt med ZDA in Iranom, brexit in nestabilnost v Hongkongu. Geopolitične napetosti naraščajo, ker ZDA izgubljajo moč nasproti drugim velesilam, še posebej močna postaja Kitajska. Kitajska in Rusija krepita svoj odnos, ZDA pa postajajo s Trumpom vse bolj nepredvidljive. Omenjena strateška napetost se bo nadaljevala kljub morebitnemu trgovinskemu premirju. Merjenje moči med velesilami pomeni stalno negotovost, ki je veter v prsi mednarodni trgovini in investicijam. Na dolgi rok deglobalizacija ne pomeni nič dobrega za dobičke velikih globalnih družb.

Trump potrebuje stabilno gospodarsko rast.

Napovedovanje izida pogajanj med ZDA in Kitajsko je nemogoča misija. Trumpova pogajalska taktika je precej groba in niha med popolnim zavračanjem pogovorov in trenutki sprave. Njegova retorika močno vpliva na sentiment podjetij, vlagateljev in potrošnika. Trgi so bili še novembra polni

optimizma, da bo prvi del trgovskega sporazuma naposled sklenjen in podpisan, ko je predsednik Trump izjavil, da se mu s podpisom prav nič ne mudi, in negotovost se je vrnila na trge. Uvedene carine na uvoz najbolj čutijo v industrijskem sektorju, ki je najbolj izpostavljen Kitajski, in njegove profitne marže so pod pritiskom vse od sredine leta 2018.

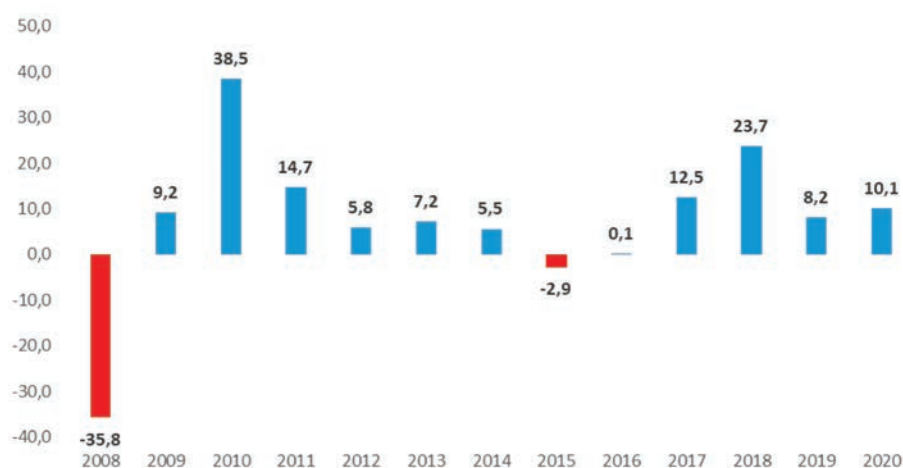
V letu 2020 omenjena trenja lahko malo popustijo, saj oba predsednika, Trump in Ši, potrebujeta stabilno gospodarsko rast. Trump se bo novembra 2020 potegoval za nov predsedniški mandat, in če mu uspe, bosta njegova zunanja in trgovinska politika v duhu »Najprej, Amerika« neustavljivi. Trumpov največji tekmeč za predsedniško mesto pravzaprav ni demokratični kandidat, najbolj mu lahko škodita usihajoča gospodarska rast in morebitna recesija doma. Na poti do novega mandata ga čaka še mnogo preprek, med njimi tudi postopek razrešitve (impeachment). Če bi demokratom uspelo odpoklicati aktualnega predsednika, je zelo verjetno, da bi pridobili tudi večino v senatu, s tem pa pade zadnja ovira za vse večje politične spremembe v ZDA. A levica ima lahko precej bolj negativne posledice za korporativne dobičke. Pogled na demokratiško stran tako ne ponuja olajšanja. Čeprav je tekma za demokratiškega kandidata še odprta, skrbi predvsem naraščajoča podpora senatorki Warrenovi. Warrenova je sovražno nastrojena proti korporacijam, kar še posebej skrbi podjetja v panogah, kot so informacijska tehnologija, energija, finančne storitve in zdravstvo.

## Zmerna rast dobičkov v prihodnjih letih

Po podatkih s konca novembra 2019 pričakovana rast dobičkov delnic indeksa S&P 500 znaša 8,2%. Visoka rast dobičkov v predhodnem letu (27,3 %) je bila posledica davčne reforme, ko so se davki na dobiček ameriških podjetij znižali s 35 na 21 %. Višjo

rast so dobički imeli samo po letu 2010, ko so bili sprejeti številni ukrepi za stabilizacijo gospodarstva. Pričakovana rast dobičkov je zato zdaj precej nižja in za leto 2019 znaša 8,2%, za leto 2020 pa 10,1%.

Slika 14: Rast dobička na delnico S&P 500 (v %)



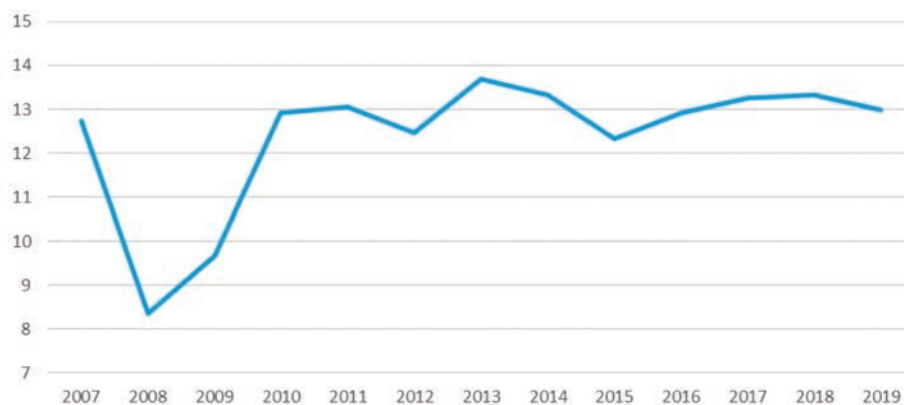
Rast dobičkov zmerna, marže pod pritiskom

Vir: Bloomberg 2019 (podatki so tekoči za preteklih 12 mesecev, podatek za 2019 in 2020 je ocena)

Marže podjetij so še vedno relativno visoke, vendar že kažejo znamenja popuščanja. Nanje vplivajo oslABLJENA cenovna moč na strani podjetij, močan dolar in zviševanje stroška dela. Negativen vpliv na marže nekoliko omili dvig produktivnosti. Marže je treba dodatno presojati z ustrezne

perspektive. Pretekla rast marž v veliki meri izvira iz tehnološkega sektorja. Marže delnic indeksa S&P 500 brez sektorja IT so na podobnih ravneh in primerljive s preteklimi vrhovi ter ne kažejo negativnega trenda. Popuščanje agregatnih marž je torej posledica upadajočih marž v sektorju IT.

Slika 15: Operativna marža indeksa S&P 500 (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Delnice lahko nadaljujejo rast tudi po tem, ko marže dosežejo svoj vrh.

Upadajoče marže same po sebi niso neposreden napovednik konca bikovskega trenda. Iz podatkov v Preglednici 3 je razvidno, da je indeks S&P 500 v povprečju zrasel za 9,5 % po tem, ko so marže dosegle svoj vrh. Delnice so nadaljevale svojo rast

tudi po tem, ko so marže presegle greben, saj gre običajno za okolje, ko plače še rastejo, kar pa posledično povečuje potrošnjo. Večja potrošnja vodi v večje prihodke in dobički lahko rastejo, čeprav se njihov delež v celotnih prihodkih zmanjšuje.

Preglednica 3: Donosnost indeksa S&P 500 po tem, ko marže dosežejo vrh (v %)

Donosnost indeksa S&P 500			
Vrh marž	Po letu dni	Po dveh letih	Po treh letih
1950 Q4	23,1	29,9	22,0
1955 Q1	29,7	32,8	15,3
1959 Q2	-2,0	14,2	25,2
1966 Q1	-13,1	4,4	12,4
1973 Q1	-17,4	-41,9	-23,6
1977 Q3	-4,9	2,4	13,7
1984 Q2	13,5	50,1	83,3
1988 Q4	28,4	12,6	42,6
1997 Q3	28,1	55,1	64,3
2000 Q3	-15,8	-32,0	-33,0
2007 Q2	-6,9	-43,8	-17,7
2012 Q2	11,4	32,9	46,8
2014 Q3	5,2	7,1	23,6
<b>POVPREČJE</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>21,1</b>

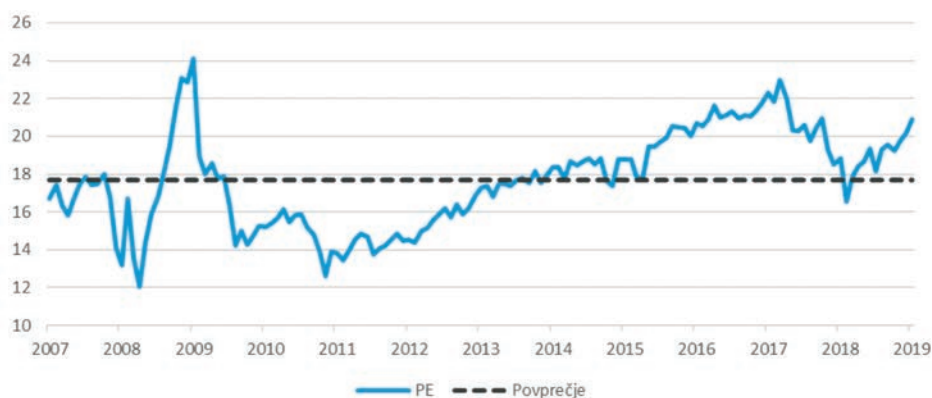
Vir: BCA 2019

## Vrednotenja visoka, pričakovanja nizka

Mnogokratnik dobička delnic, zajetih v indeks S&P, je konec novembra 2019 znašal 20,89. Vrednotenja so bogata in ne ponujajo nobene zaščite pred tveganjem upada tečajev. Tudi pogled na knjigovodsko vrednost delnic, zajetih v indeks S&P 500, razkrije, da so ameriške delnice drage. John Mynard Keynes je nekoč dejal, da trgi lahko

ostanejo iracionalni dlje, kot lahko investitorji ostanejo solventni, in v današnjem kontekstu to pomeni, da se bogata vrednotenja delnic lahko ignorirajo tako dolgo, dokler bo na trgu dovolj likvidnosti, dokler bodo obrestne mere nizke in dokler se lahko izogibamo recesiji.

Slika 16: Gibanje mnogokratnika dobička za S&P 500



Vir: Bloomberg 2019

Slika 17: Gibanje mnogokratnika PB za S&P 500



Vir: Bloomberg 2019

V primerjavi z obveznicami so ameriške delnice še vedno privlačnejše. Konec novembra je obrnjeni mnogokratnik dobička (1/PE) delnic, zajetih v S&P 500, znašal 4,79 %, zahtevana donosnost 10-letne državne obveznice pa 1,78 %. Razmik znaša dobrih 300 odstotnih točk. Kljub visokim vrednotenjem delnice še vedno ponujajo višje donose. Višji, kot so zahtevani donosi za 10-letne obveznice, so tudi

dividendni donosi delnic. Delnice osrednjega indeksa so konec novembra 2019 ponujale v povprečju 1,88 % dividendnega donosa. Naslednji graf nakazuje, da se je razlika v donosnosti obveznic in delnic zožila, kar je konsistentno z zgodovinskimi podatki o razliki v donosnosti, ki se v zadnji zreli fazi ekonomskega cikla običajno zmanjša.

Bogata vrednotenja lahko vztrajajo.

Slika 18: Primerjava donosnosti obveznic in delnic



Vir: Bloomberg 2019

Delnice še vedno privlačnejše kot obveznice.



Aleš Šoba  
CFA

Leto 2019 najboljše po  
2009.

V letu 2020 pričakujemo  
nadaljevanje rasti evropskih  
delnic.

## Evropa: uspešno leto za evropske delnice

Leto 2019 je bilo za evropske delnice najuspešnejše po letu 2009. Do konca novembra so bile (vključujoč dividende) višje za več kot 24 % in so samo za nekaj odstotnih točk zaostajale za ameriški.

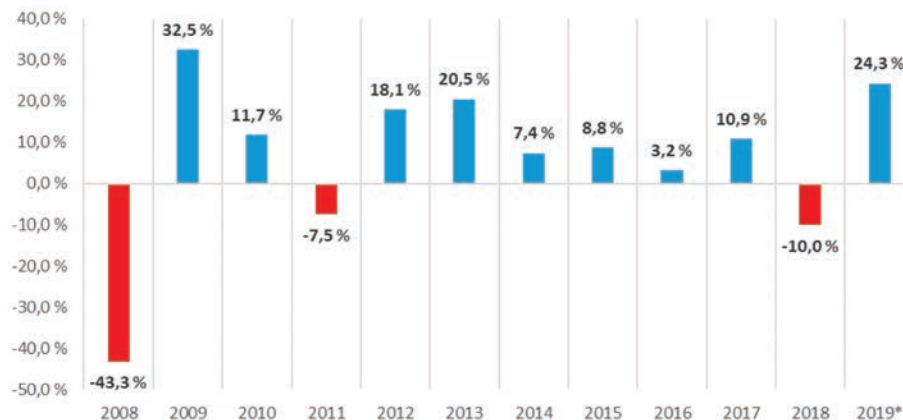
Enega izmed razlogov za takšno rast najdemo v nizkem izhodišču z začetka leta, po veliki korekciji, ki so jo delnice doživele v zadnjem četrtletju 2018. Pričakovanje trga s konca leta 2018, da bo globalno in z njim evropsko gospodarstvo zašlo v recesijo, se ni uresničilo. Prav tako se niso uresničili najbolj črni scenariji trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko in nenadzorovanega izstopa Velike Britanije iz EU.

Poleg tega je v zadnjih mesecih zaznati znamenja stabilizacije v globalnem in evropskem proizvodnem sektorju, ki je bil v zadnjih 18 mesecih glavni krivec za povečano negotovost. Skupaj s ponovno bolj ekspanzivno monetarno politiko (nižanje obrestnih mer ključnih centralnih bank) je to prispevalo k višji vrednosti evropskih delnic.

Če pogledamo, kaj je pripomoglo k takšni rasti evropskih delnic, vidimo, da je 80 % prispevalo prevrednotenje evropskih delnic (pričakovani PE se je povišal s slabih 12 na 14,2), preostalih 20 % pa pomenijo prejete dividende glede na to, da v letu 2019 praktično nismo imeli rasti dobičkov.

V letu 2020 tako vstopamo z drugačnih ravni, kot so bile konec leta 2018, saj so vrednotenja znova znotraj zgodovinskih povprečij in ponovnega prevrednotenja ni mogoče pričakovati. Rast delnic v letu 2020 bo odvisna od tega, ali se bo gospodarsko okrevanje, ki so ga delnice že delno (oziroma precej) vključile, tudi uresničilo v tej meri. Sami ne pričakujemo ponovitve leta 2019, čeprav smo zmerni optimisti, da se bo donosnost evropskih delnic približala dvomestnemu številu, glede na to, da pričakujemo izboljšanje gospodarske slike, nadaljevanje spodbujevalne monetarne politike, nizke, a vendar pozitivne rasti dobičkov ter še vedno zmerna vrednotenja evropskih delnic, še posebej nasproti obveznicam. Po našem mnenju se bo pozitiven trend nadaljeval tudi v letu 2020.

Slika 19: Gibanje evropskih delnic v obdobju 2008–2019 (MSCI Europe, vključujoč dividende)



2019\* podatki so do 30.11.2019  
Vir: Bloomberg 2019



## Makro: nizka rast, brez recesije

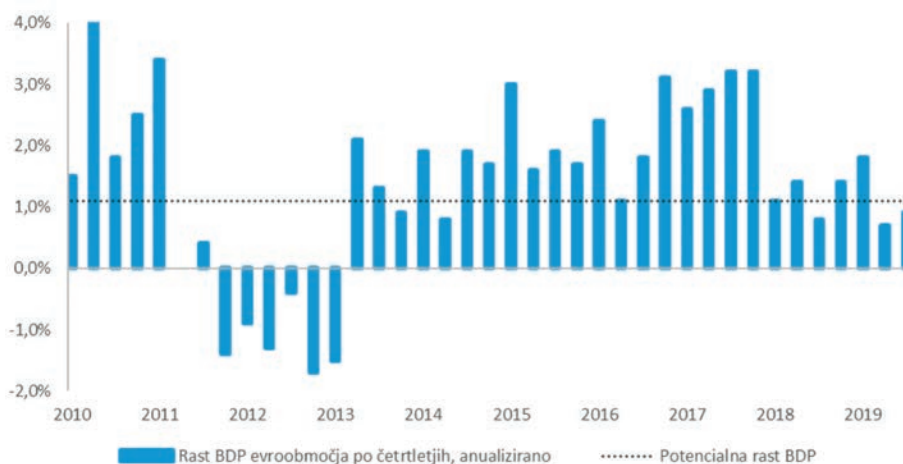
Upočasnitev evropskega gospodarstva, ki smo ji bili priča v letu 2018, se je nadaljevala tudi v letu 2019. Predvsem proizvodni sektor je zašel v recesijo, in če ne bi bilo odpornega storitvenega sektorja ter močne domače potrošnje, bi se lahko zgodilo, da bi evroobmočje končalo v recesiji. Nekatere države, kot sta Nemčija in Italija, so se temu tudi močno približale.

Za leto 2020 pričakujemo, da bo boljše od pravkar minulega. Ne pričakujemo, da bo gospodarska rast močno nad potencialno (1 do 1,5%), pa vendar zadnji podatki kažejo, da se je gospodarstvo stabiliziralo, četudi nismo doživeli močnega odboja navzgor. Evropska centralna banka (ECB) bo z novimi odkupi vrednostnih papirjev pripomogla, da evroobmočje ne bo zdrknilo v recesijo.

Po visoki gospodarski rasti v letu 2017 (tudi prek 3% v posameznih četrletjih) se je ta v evroobmočju močno upočasnila in je bila v drugem in tretjem četrletju 2019 pod potencialno stopnjo. V tretjem četrletju 2019 je znašala 0,9%, kar je podobno kot četrletje poprej. Rast ostaja pozitivna, kar je posledica odporne domače potrošnje, medtem ko je izvoz še naprej problematičen zaradi povečane negotovosti v mednarodnem okolju (neto izvoz je kriv za 0,2% nižjo rast od prvega četrletja 2018). Mednarodna trgovina je v tretjem četrletju 2019 upadla za 1,1%, kar ima močan vpliv na odprto evropsko gospodarstvo (povprečje prispevka izvoza in uvoza znaša 46% BDP).

Upočasnitev gospodarske rasti v letu 2019

Slika 20: Rast BDP v evroobmočju



Vir: Bloomberg 2019

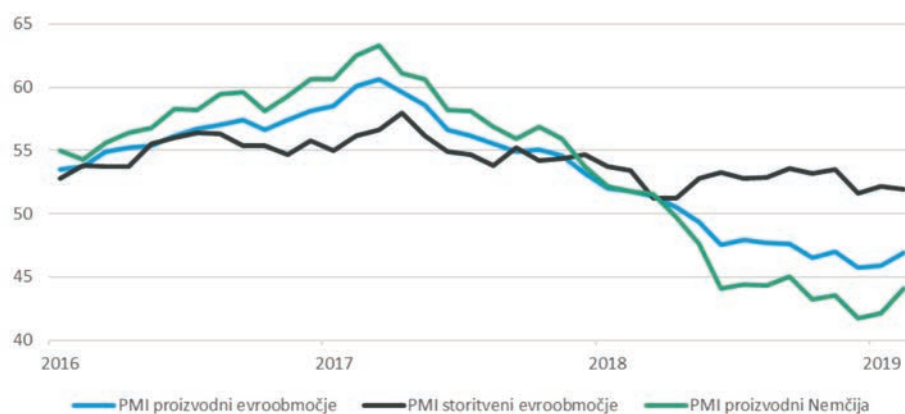
## Divergenca proizvodnega in storitvenega sektorja

Dinamika evropskega gospodarstva se najbolje odraža v divergenci proizvodnega in storitvenega sektorja. Dejstvo je, da je proizvodni sektor zašel v recesijo, medtem ko je storitveni (do zdaj) ostal odporen. Proizvodni PMI so v letu 2019 nadaljevali svojo pot navzdol in so se stabilizirali v oktobru in novembru, za december bomo še

videli. Še posebej negativno je bilo dogajanje v Nemčiji, ki je bolj izpostavljena proizvodnemu sektorju (avtomobilski segment, ki je trpel zaradi manjšega povpraševanja Kitajske in strožjih emisijskih standardov). Prav čudežno je bilo, da se je nemško gospodarstvo izognilo recesiji.

Proizvodni sektor v recesiji,  
storitveni odporen.

Slika 21: Razlika med proizvodnim in storitvenim sektorjem



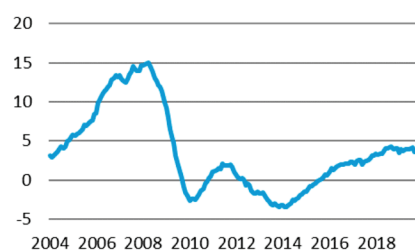
Vir: Bloomberg 2019

Da evroobmočje ni zdrsnilo v recesijo, gre zasluga domači potrošnji, ki ostaja na visoki ravni. Razloge za to najdemo v tem, da je tokratni šok prišel od zunaj (upočasnitev mednarodne trgovine) in da vključuje povečano negotovost (trgovinska vojna, brexit), ki negativno vpliva na optimizem med podjetji in posledično na investicije.

Upočasnitve pa ni spremljal šok v obliki manjšega kreditiranja bank, kot je bilo značilno za pretekle recesije. In prav zdravo bančno kreditiranje lahko razloži odpornost evroobmočja. Prav tako ostajata brezposelnost nizka in rast plač solidna (2,2 % v drugem četrtletju 2019).

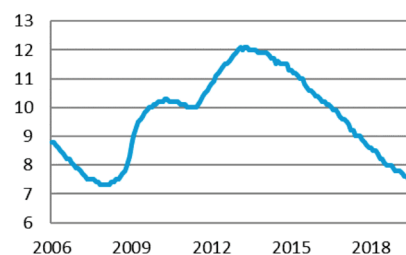
Domača potrošnja ostaja  
močna.

Slika 22: Posojila nefinančnim družbam (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Slika 23: Stopnja brezposelnosti (v %)



Vir: Bloomberg 2019

## Ali bo leto 2020 boljše za gospodarstvo evroobmočja?

Za leto 2020 pričakujemo, da bo gospodarska rast malenkost boljša kot v zadnjih četrletjih 2019. Ne predvidevamo, da bo dosti višja od potencialne (ECB pričakuje 1,2- in 1,4-odstotno rast BDP v letih 2020 in 2021), vidimo pa več razlogov, zaradi katerih smo zmerni optimisti, da je upočasnitev za nami:

- Mednarodno okolje bo bolj naklonjeno evroobmočju. Globalno gospodarstvo, ki se je v preteklih dveh letih močno upočasnilo kot posledica manjše spodbude iz Kitajske, trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko ter negotovosti zaradi brexita, kar je vodilo v manjše zaupanje med podjetji in krčenje investicij, počasi kaže znamenja stabilizacije. Ocenjuje se, da sta kar dve tretjini upočasnitve v evroobmočju šli na račun globalne ohlavitve. Pričakujemo, da se bosta glavna dejavnika negotovosti (trgovinska vojna in brexit) počasi umaknila z radarjev vlagateljev. Za trgovinsko vojno predvidevamo, da se bodo strasti v letu 2020 umirile, saj vstopajo ZDA v volilno leto in bo Trumpov cilj močno domače gospodarstvo. Poleg tega ne pričakujemo uvedbe uvoznih carin na evropske avtomobile. Tudi za brexit ocenjujemo, da bo prišlo do nadzorovanega izstopa z novo

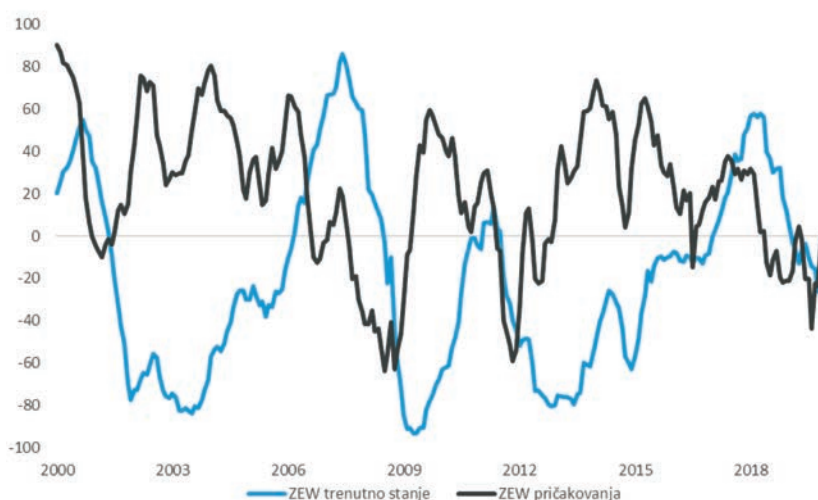
vlado konservativcev. To zmanjšanje negotovosti bo pomenilo, da bo vpliv neto izvoza za evroobmočje manj negativen.

- Domača potrošnja bo še naprej gonilo rasti. Gospodinjstva ostajajo v dobrem stanju. Nizka brezposelnost in solidna rast plač se bosta v letu 2020 nadaljevali. Fiskalna politika bo ostala rahlo ekspanzivna, čeprav imajo nekatere države (Nemčija) ogromne rezerve, da bi lahko naredile več, a dokler ne bo kakšnega resnega šoka (recesija), ni pričakovati dramatično bolj ekspanzivne fiskalne politike. Goldman Sachs ocenjuje, da bo fiskalni impulz k rasti prispeval 0,3 %. Malo, a vseeno bolje kot leta varčevanja (2012–2015). Prav tako bo še vedno močna podpora domači potrošnji bančno kreditiranje.

- Zadnji makroekonomski podatki, ki gledajo v prihodnost, so pozitivno obarvani. Proizvodni PMI so dosegli dno in se počasi pobirajo, komponente različnih anket, ki merijo pričakovanja, so se začele dvigovati (ZEW, Ifo, Sentix). To podpira naša pričakovanja, da smo že videli dno, čeprav zadnji dostopni podatki (nemška industrijska proizvodnja -5,3 % v novembru) še ne kažejo na to.

**Makroekonomski podatki kažejo na stabilizacijo.**

Slika 24: Anketa ZEW kaže na okrevanje evropskega gospodarstva



Vir: Bloomberg 2019

## ECB: ponovno na pomoč

Inflacija in inflacijska pričakovanja ostajajo pod ciljno ravno.

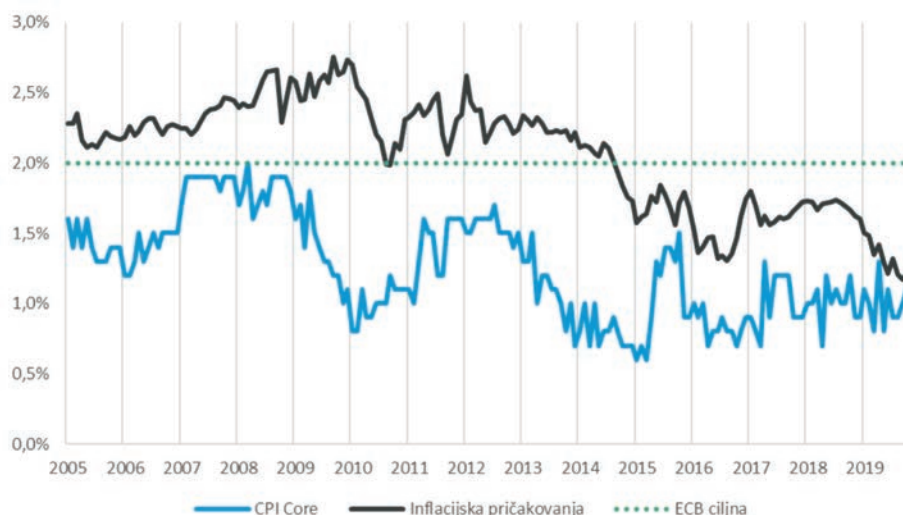
Našo napoved stabilnega gospodarskega okolja podpira tudi ponovno stimulatívna monetarna politika. V odgovor na upočasnitev gospodarske rasti in nižja inflacijska pričakovanja je namreč ECB na septembrskem zasedanju znova uvedla ukrepe za stimulacijo evrskega gospodarstva. Novi (stari) ukrepi so ponovno znižanje depozitne obrestne mere za 10 bazičnih točk (na - 0,5 %), nov zagon odkupa vrednostnih papirjev v novembru (20 milijard evrov na mesec), uvedba dvotirne obravnave presežnih rezerv in uvedba ugodnejših pogojev za naslednjo serijo dolgoročnih ciljanih posojil.

Seveda se pojavlja vprašanje, kaj lahko monetarna politika sploh še naredi.

Desetletje nizkih oziroma negativnih obrestnih mer ni prineslo višje inflacije. Inflacija je novembra dosegla le 1 %. Osnovna inflacija (brez hrane in energije) je znašala 1,3 %. Inflacijska pričakovanja so močno upadla in so okoli 1,2 %. Glede na napovedi ECB, da bo osnovna inflacija v letih 2020 in 2021 le 1 in 1,5 %, v prihodnjih letih ni pričakovati normalizacije monetarne politike.

Ob dvomih, ali so negativne obrestne mere sploh učinkovit ukrep, je pričakovati, da ECB ne bo dodatno zniževala ključne obrestne mere (mogoče še za 10 bazičnih točk), ampak bo vztrajala pri trenutnih ravneh še v naslednjih letih.

Slika 25: Inflacija in inflacijska pričakovanja



Normalizacijo monetarne politike ni pričakovati.

Vir: Bloomberg 2019

Ne vemo še, kaj si lahko obetamo od nove predsednice Christine Lagarde. ECB bo z njenim prihodom izvedla tudi strateški pregled (prvi po letu 2003), v katerem bodo poskusili odgovoriti na vprašanje, zakaj po letih negativnih obrestnih mer in 2600

milijardah evrov odkupljenih vrednostnih papirjev inflacija ostaja pod ciljno ravno. Ali so na delu strukturni dejavniki, kot so demografija, globalizacija in digitalizacija, na katere monetarna politika nima odgovora?

## Tveganja so manjša, vendar ostajajo

Naš pogled tako ostaja zmerno optimističen, da bo rast v novem letu nekoliko višja in da se bomo izognili recesiji. Pa vendar obstajajo tveganja, ki bi lahko povzročila, da se naš pogled izkaže za preveč optimističen.

Eden izmed razlogov je, da ostaja proizvodni sektor v recesiji (čeprav se stabilizira), in tudi pričakovano okrevanje bo v primerjavi s preteklimi epizodami omejeno. V veliki meri je to posledica deglobalizacije (spor med ZDA in Kitajsko) ter strukturnih težav avtomobilskega sektorja (prehod na električna vozila, avtonomna vozila). Čeprav ni bilo dramatičnega prenosa negativnih vplivov iz proizvodnega v storitveni sektor, je zaznati upočasnitev zaposlovanja tudi v storitvenem sektorju. Vsaka nadaljnja upočasnitev proizvodnega sektorja bi negativno vplivala tudi na storitveni sektor. Poleg tega ostajajo geopolitična tveganja močno v zavesti vlagateljev:

- Čeprav pričakujemo normalen izstop Velike Britanije iz EU, pa ostaja negotovost glede njunega prihodnjega trgovinskega odnosa, kar lahko negativno vpliva na dolgoročne investicije na obeh straneh.

- Italijansko politično dogajanje se je v letu 2019 umirilo, saj se je Gibanju petih zvezd in demokratski stranki le uspelo dogovoriti o novi vladi. Za leto 2020 pričakujemo, da ne bo predčasnih volitev, kljub vsemu pa v ozadju narašča (ostaja) velika priljubljenost Severne lige Mattea Salvinija. Ni izključeno, da v prihodnje ne bomo znova videli Salvinijeve vlade.

- Tudi v Španiji se politična negotovost nadaljuje, saj so socialisti sicer zmagali, a znova brez potrebne večine, kar jim otežuje sestavo vlade. Povečana politična negotovost lahko negativno vpliva na gospodarsko rast.

Skupaj gledano pričakujemo zmerno rast evrskega gospodarstva, ki se bo v prihodnjih četrletjih okrepila. Negativen vpliv mednarodne trgovine se bo zmanjšal, medtem ko domača potrošnja ostaja zdrava in gonilo gospodarstva. Znova stimulaturna monetarna politika in majhna pomoč fiskalnih ukrepov bosta skupaj s prej omenjenim dovolj za nadaljevanje gospodarskega cikla, čeprav potencialna rast v evroobmočju zaradi strukturnih dejavnikov ostaja nizka.

Politična tveganja se zmanjšujejo.

Preglednica 4: Gospodarska napoved MDS za evroobmočje (v %)

	2018	2019	2020
<b>Rast BDP</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Inflacija</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>

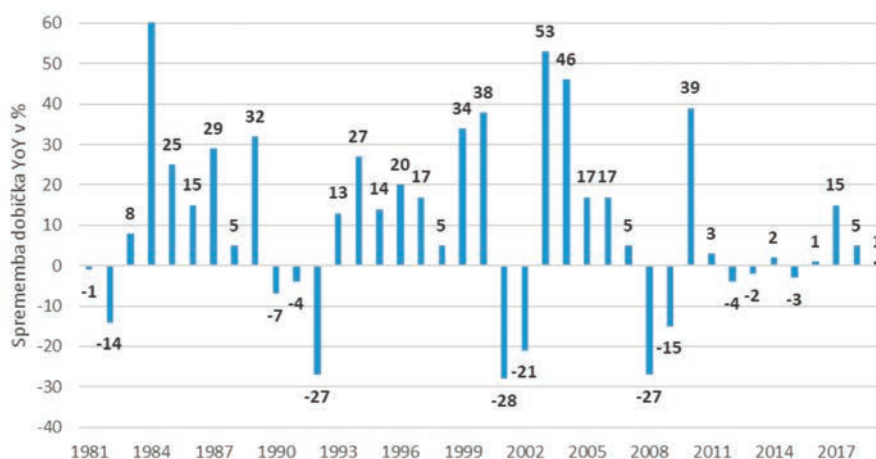
Vir: IMF World Economic Outlook 2019

## Dobički evropskih podjetij: nizka, a vseeno pozitivna rast

V letu 2019 bodo dobički evropskih podjetij ostali praktično nespremenjeni, kar sovpada z nižjo globalno rastjo v minulem letu in

povečano negotovostjo v povezavi s ključnimi geopolitičnimi tveganji (trgovinska vojna, brexit).

Slika 26: Letna sprememba dobička za indeks STOXX 600



Vir: Goldman Sachs 2019

### Pričakujemo nizko rast dobičkov.

Če se ozremo v leto 2020, vidimo, da ostajamo v okolju globalne gospodarske rasti, ki je malenkost nad 3 %. To je bila v preteklosti meja, ko so podjetja še zmožla povečevati dobičke (Preglednica 5). Resda se v letu 2020 obeta boljše gospodarsko okolje, pa vseeno rast ostaja skromna v

primerjavi s tisto v preteklosti. Tako pričakujemo, da bo rast dobičkov nizka, a pozitivna ter se bo gibala med 3 in 5 %. Pričakujemo, da bo rast dobičkov sledila rasti prihodkov in da bodo profitne marže ostale na podobnih ravneh kot v letu 2019.

Preglednica 5: Realna rast BDP in rast dobičkov za ključne delniške indekse (v %) v obdobju od leta 1975

Globalna realna rast BDP (YoY)	MSCI World EPS YoY	MSCI US EPS YOY	MSCI Europe EPS YOY
< 2	-6,60	-4,70	-1,40
2-2,5	-8,20	-3,10	-9,50
2,5-3	-4,40	2,10	-9,40
3-3,5	1,70	2,20	3,60
3,5-4	12,80	9,20	13,30
4-5	17,50	13,70	18,10
>5	14,50	15,90	10,30

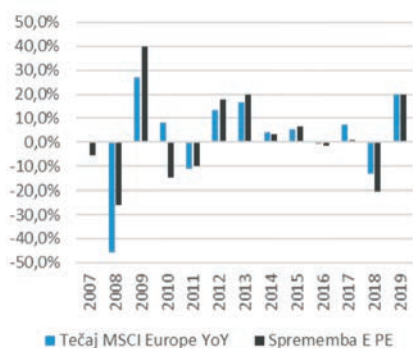
Vir: Barclays 2019

## Vrednotenja: tudi po prevrednotenju navzgor ostajajo zmerna

Po visoki rasti evropskih delnic v letu 2019 bi marsikdo pričakoval, da so vrednotenja pretirana. Po našem mnenju to ne drži, čeprav smo bili priča močnemu prevrednotenju navzgor (ob nespremenjenih dobičkih je bila vsa rast posledica višjih vrednotenij). Pričakovani PE je tako za 20 %

višji. Videti je impresivno, vendar so evropske delnice le obrnile trend iz leta 2018, ko so vrednotenja močno upadla. Zdaj so znova na podobnih ravneh, kot so bile v obdobju 2013–2017, in kakšnih 15 % višje od povprečja v zadnjih 10 letih. So pa na povprečju zadnjih 30 let.

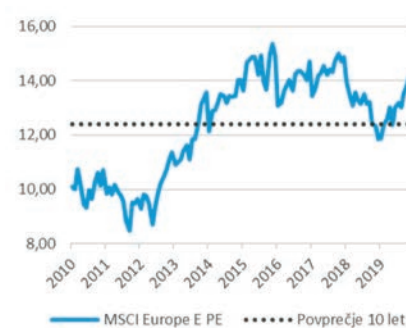
Slika 27: Prevrednotenje evropskih delnic navzgor privedlo do visokih donosov v letu 2019



Vir: Bloomberg 2019; do 30. 11. 2019

Za leto 2020 pričakujemo, da bo pri gibanju evropskih delnic večji poudarek na rasti dobičkov. Dodatnega prevrednotenja navzgor ne pričakujemo oziroma pričakujemo rahlo povišanje vrednotenij, če

Slika 28: Vrednotenja znova na ravneh iz preteklih let



Vir: Bloomberg 2019; do 30. 11. 2019

se negotovost v povezavi s ključnimi tveganji zmanjša. Glede na nizko pričakovano gospodarsko rast in podobno nizko rast dobičkov lahko napovemo enomestno donosnost evropskih delnic.

Prevrednotenja navzgor privedla do visoke rasti delnic v letu 2019

## V primerjavi z obveznicami redkokdaj tako privlačne

Evropske delnice v absolutnem smislu nimajo visokih vrednotenij. Če jih primerjamo z obveznicami, pa so bile redkokdaj vrednotene tako ugodno. To opažanje ni nekaj novega, saj smo do podobnih ugotovitev prišli že v preteklih letih. V letu 2019 se je ta atraktivnost še povečala, in to navkljub visoki rasti evropskih delnic, saj so na drugi strani zahtevane donosnosti obveznic

strmoglavile in ostajajo krepko v negativnem območju.

Konec novembra je znašala dividendna donosnost indeksa MSCI Europe 3,7 %, na drugi strani pa so se vlagatelji zadovoljili z negativnimi donosnostmi 0,36 % za naložbo v 10-letne nemške državne obveznice. Razlika je več kot 4 % (konec leta 2018 »le« 3,8 %). Še na začetku leta 2010 sta bili

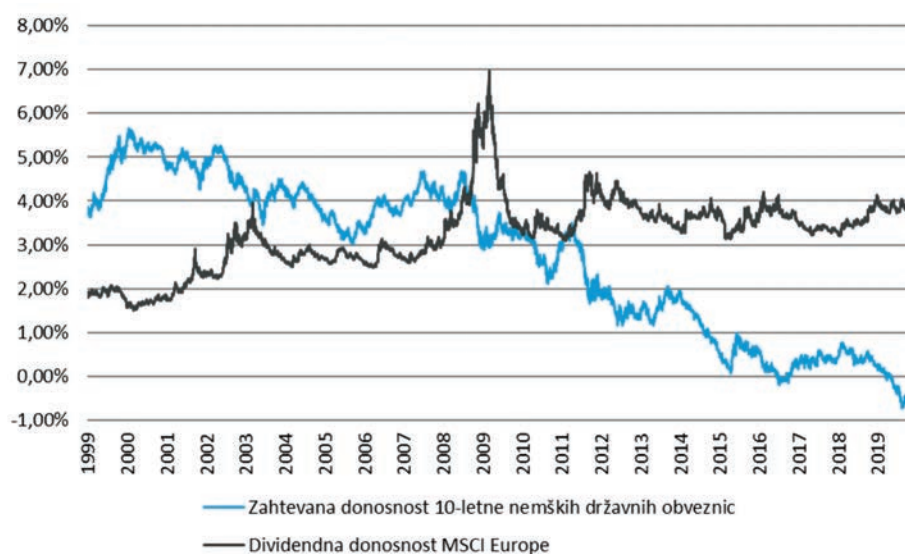
Razmik med dividendno donosnostjo evropskih delnic in donosnostjo obveznic ostaja rekorden.

donosnosti izenačeni. V preteklih 20 letih so dividende in reinvestiranje dividend prinesli kar 80 % skupnega donosa vlagateljem, tako da so dividende še kako pomembne in dajejo oporo evropskim delnicam.

Če se vprašamo, v kakšnem scenariju pa bi evropske delnice v prihodnjih 10 letih prinesle vlagatelju manj kot naložba v varne

nemške obveznice (ob predpostavki, da ne bomo deležni nobene rasti dividend), dobimo odgovor, da bi morale evropske delnice izgubiti 40 %, da bi bil vlagatelj na istem kot z naložbo v obveznice. Tak scenarij je malo verjeten že z vidika, da so dividende evropskih podjetij v povprečju zrasle 2 % na leto v obdobju takoj po veliki finančni krizi (2008–2018).

Slika 29: Primerjava zahtevane donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic in dividendne donosnosti indeksa MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2019

## Evropa nasproti ZDA: ali je čas za evropsko desetletje?

Evropa nasproti ZDA: ali je čas za evropsko desetletje?

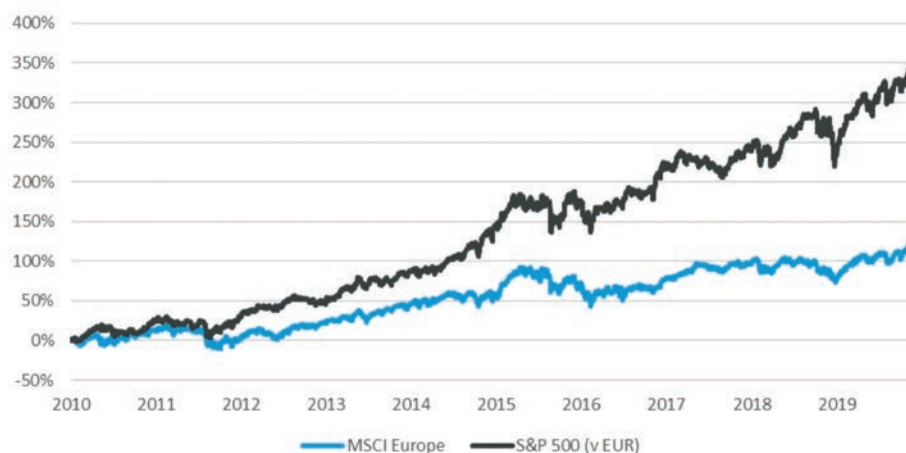
Iztekajoče se desetletje je minilo v znamenju ameriških delnic. ZDA so bile daleč najbolj donosna regija za delnice, kar je glede na dejstvo, da je bil izvor finančne krize v ZDA, vseeno majhno presenečenje. Če se ozremo v preteklost, razlika v donosnosti med ameriški in evropski delnicami ni bila nikoli tolikšna, prej nasprotno. V obdobju od 1980 do 2010 je znašala povprečna letna donosnost obeh regij 11,5 % na leto.

V obdobju od 2010 do konca novembra 2019 pa je bila ameriška donosnost (S&P 500) kar 13,1 % na leto v dolarjih oziroma, zaradi krepitve dolarja v zadnjem desetletju, kar 16,4 % v evrih. Na drugi strani imajo evropske delnice za seboj solidno desetletje. Mogoče občutek zaradi nenehnih kriz (Grčija, Španija, Italija, brexit) ni takšen, vendar so evropske delnice dosegle 8,3 % donosa povprečno na leto. Vseeno bolje od poraznega prvega desetletja v 21. stoletju, ko je bil donos rahlo negativen (tudi to se zgodi).

Velik zaostanek evropskih delnic nasproti ameriškim v preteklem desetletju



Slika 30: Ameriške delnice v obdobju 2010–2019 močno presegle donosnost evropskih



Vir: Bloomberg 2019

Če se ozremo naprej, je vprašanje, ali lahko ameriške delnice še enkrat dosežejo takšen presežen donos, kot so ga imele v zadnjem desetletju. Po našem mnenju ne. Vidimo več dejavnikov, ki se ne bodo ponovili:

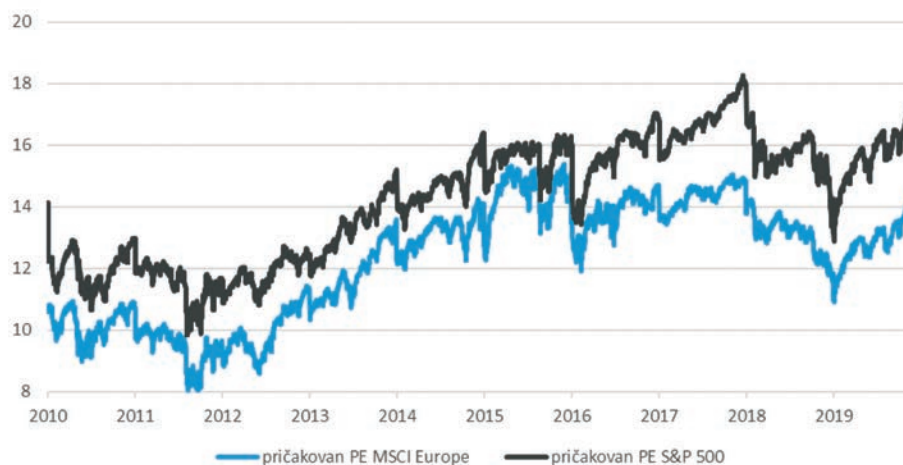
- **Rast dobičkov:** Glavni razlog, da so ameriške delnice močno presegle evropske, najdemo v višji rasti dobičkov ameriških podjetij v zadnjih desetih letih. Ti so v ZDA pridobili 10,8, v Evropi pa le 4,2 %. Višja rast je delno posledica višje rasti prihodkov, še bolj pa je to posledica rekordno visoke dobičkonosnosti ameriških podjetij (profitna marža znaša 11,8 %, v Evropi le 8,2 %). Glede na to, da evropska podjetja le 45 % prihodkov ustvarijo v Evropi (S&P 500 je 70-odstotno izpostavljen ZDA), zaradi česar je rast prihodkov evropskih podjetij bolj odvisna od globalne rasti gospodarstva, lahko pričakujemo, da bo v prihodnje rast prihodkov in dobičkov dokaj podobna. Kar pa gre v prid ZDA, je velika izpostavljenost tehnološkemu sektorju, ki je bil odgovoren za večino rasti dobičkonosnosti.

- **Vrednotenje:** Ameriške delnice bodo po našem mnenju vedno kotirale s premijo nasproti evropskim, kar je delno posledica višje pričakovane rasti dobičkov in delno nižje premije za tveganje, ki jo zahtevajo vlagatelji. Na začetku desetletja so ameriške delnice kotirale pri pričakovanem PE v višini 14,1, danes pa pri 17,4. Evropske so začele desetletje pri 12,5, danes pa so pri 14,2. Premija je narasla, in to pri rekordni dobičkonosnosti ameriških podjetij.

- **Razmerje dolar/evro:** V preteklem desetletju je ameriški dolar močno pridobil nasproti evru. Večina analitikov se strinja, da je v tem trenutku evro podcenjen nasproti dolarju za 15 %. V okolju povečane negotovosti je ameriški dolar varno zatočišče. Glede na preteklo desetletje, v katerem je Evropa šla iz krize v krizo, je logično, da je dolar pridobival.

Vrednotenja evropskih delnic v primerjavi z ameriški ugodna

Slika 31: Gibanje kazalnika pričakovani PE za MSCI Europe in S&P 500



Vir: Bloomberg 2019

V prihodnjem desetletju pričakujemo podobno donosnost ameriških in evropskih delnic z večjo verjetnostjo, da bi lahko bila ta višja pri evropskih – zaradi zgoraj navedenih dejavnikov.

Kar pa nedvomno gre v prid ameriškim delnicam, je sektorska sestava. Glavna razlika med evropskim in ameriškim delniškim indeksom je v deležu tehnologije.

Ameriški indeks S&P 500 ima več kot 15 odstotkov večjo utež v sektorju informacijske tehnologije kot evropski MSCI Europe. Tehnološka podjetja so imela v preteklem desetletju najvišjo rast dobičkov in posledično kotirajo pri višjih vrednotenjih. Evropske delnice nimajo odgovora na to in ne vidimo možnosti, da bi se v prihodnjem desetletju pri tem kaj spremenilo.

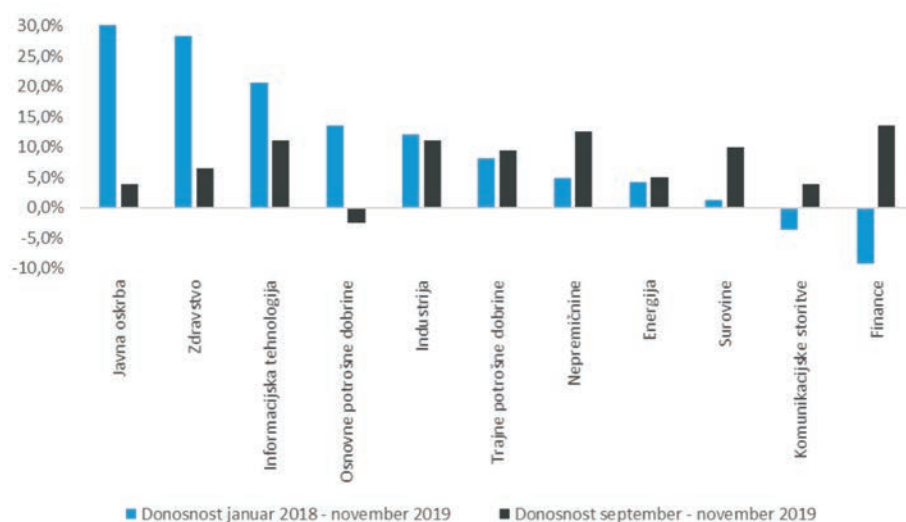
## Sektorji in teme: ali je končno prišel čas za delnice, ki jih podpira nizko vrednotenje (value) in ciklična podjetja?

V letu 2020 pričakujemo višjo rast cikličnih sektorjev.

Evropske delnice so z visoko rastjo v letu 2019 nadoknadile vse, kar so izgubile v letu 2018. Se pa pod površjem kažejo ogromne razlike v tem, kateri sektorji in tipi delnic so največ pripomogli k temu. V tem obdobju so izstopale predvsem delnice, ki spadajo v defenzivne sektorje (javna oskrba, zdravstvo), in delnice z višjo rastjo

prihodkov (growth). Najslabše so se odrezali sektorji, kot so finance in energija. V zadnjih mesecih leta 2019 pa se je zgodila rotacija, da so bolj ciklični sektorji in delnice z nizkim vrednotenjem (value) prevzeli pobudo. Tako so od začetka septembra največ pridobile delnice iz finančnega sektorja.

Slika 32: Gibanje sektorjev od vrha v januarju 2018 do novembra 2019

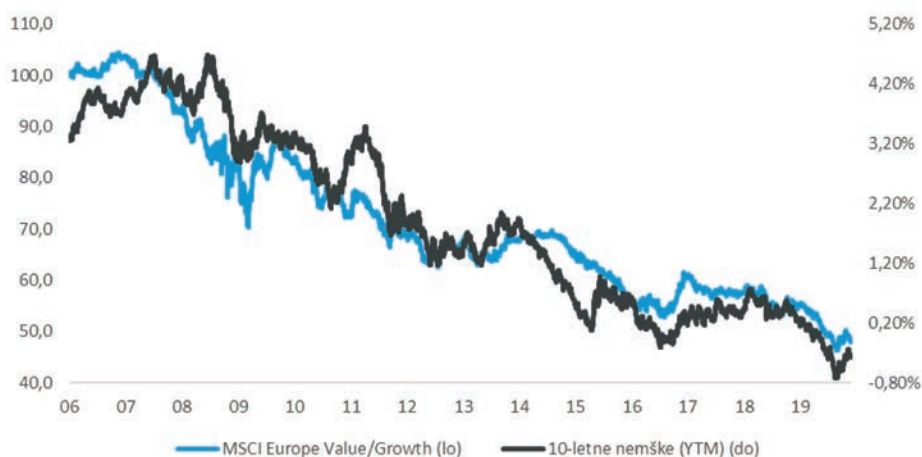


Vir: Bloomberg 2019

Ta gibanja so konsistentna z upadajočimi PMI in obrestnimi merami. Oboje se je v

zadnjih mesecih stabiliziralo, kar je privedlo do mini rotacije.

Slika 33: Value delnice iz indeksa MSCI Europe so sledile nižjim zahtevanim donosom obveznic po letu 2006



Vir: Bloomberg 2019

Energija in finance izstopajo po nizkih vrednotenjih.

Glede na naša pričakovanja, da se je evropsko gospodarstvo stabiliziralo, in pričakovanja višje rasti v letu 2020 ter višje zahtevane donosnosti obveznic ocenjujemo, da se bo ta trend, ki se je začel v zadnjih mesecih 2019, v prihodnje (vsaj kratkoročno) nadaljeval.

Je pa vprašanje, ali bo nizko vrednotenim delnicam (energija, finance) uspel tak preobrat, da bi se več kot desetletje trajajoča prevlada growth delnic končala. Zavedati se moramo, da imajo sektorji, kot so banke in naftna podjetja, strukturne izzive, ki upravičujejo nižja vrednotenja nasproti podjetjem, ki imajo pred seboj konsistentno rast prihodkov in dobičkov.

Preglednica 6: Primerjava pričakovanih PE za sektorje in sprememba od januarja 2018

Sektor	Pričakovani PE november 2019	Pričakovani PE januar 2018	Sprememba (v %)
<b>Trajne potrošne dobrine</b>	14,0	12,4	13,6
<b>Javna oskrba</b>	14,7	13,0	12,9
<b>Informacijska tehnologija</b>	21,0	19,1	9,9
<b>Zdravstvo</b>	16,5	15,0	9,9
<b>Industrija</b>	17,0	16,2	5,0
<b>Komunikacijske storitve</b>	14,1	13,8	2,0
<b>Osnovne potrošne dobrine</b>	17,6	17,8	-1,1
<b>Surovine</b>	14,7	15,1	-2,8
<b>Nepremičnine</b>	17,4	18,6	-6,3
<b>Finance</b>	10,1	11,4	-12,1
<b>Energija</b>	10,9	14,9	-26,4

Vir: Bloomberg 2019

Naše mnenje je, da je prevrednotenje določenih sektorjev, kot so potrošne dobrine, zdravstvo, javna oskrba in IT, šlo predaleč v primerjavi s sektorjema, kot so finance in energija. Glede na naša

pričakovanja, da bomo v letu 2020 doživeli višje PMI in obrestne mere, si obetamo tudi malenkost višje donose pri cikličnih sektorjih in value delnicah.

## Države v razvoju: za nami skromno desetletje, pred nami (pre)nizka pričakovanja

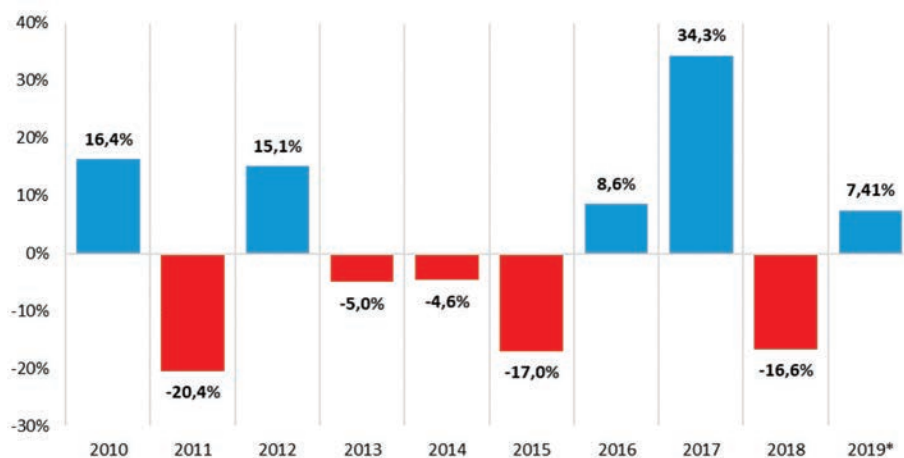
Za nami je desetletje nizke rasti delniških indeksov držav v razvoju. Opevani potencial rasti, ki vseskozi obstaja, se na delniških trgih ni uresničil v takšni meri, kot smo pričakovali. Delniški indeks držav v razvoju MSCI Emerging Markets Index (v dolarjih) je v preteklem desetletju imel pet pozitivnih in pet negativnih let. Danes je vrednost indeksa približno tam, kjer je bila pred 10 leti. Najpreprostejši odgovor na to najdemo v poslovanju družb, ki se po 10 letih v

povprečju ni izrazito izboljšalo – merjeno v dolarjih, ki se običajno uporablja kot skupni imenovalec za trge v razvoju. Dobiček na delnico (EPS) je nekje na ravneh izpred 10 let. Podobno je z dividendami na delnico. Povprečna letna rast dividende v 10 letih znaša skromnih 1,4 %. V primerjavi z razvitimi trgi, kjer v zadnjem desetletju dominira delniški trg ZDA, so trgi v razvoju občutno zaostali in razočarali predvsem tuje vlagatelje (dolar, evro).



mag. Jure Dubravica

Slika 34: Letna donosnost delnic družb iz držav v razvoju v obdobju od leta 2010 do 2019



Vsi preračuni so v USD. 2019\* na dan 3. 12. 2019.  
Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index

Slika 35: Gibanje delniškega indeksa MSCI EM v obdobju od 2010 do 2019



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index

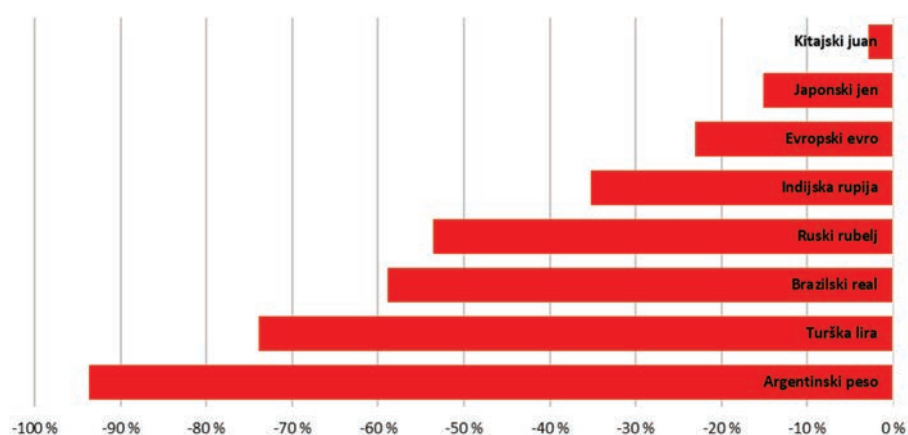
Opevani potencial rasti, ki vseskozi obstaja, v minulem desetletju na delniških trgih ni bil uresničen v takšni meri, kot bi pričakovali.

Skromne rezultate lahko deloma pripišemo šibkosti posameznih valut v primerjavi z evrom oziroma dolarjem. Valute posameznih držav so v preteklem desetletju doživele kolapse (argentinski peso, turška lira, brazilski real, ruski rubelj). Čeprav družbe v domačih gospodarstvih dosegajo rast, je ta, ko jo prenesemo na skupni imenovalac, v tem primeru ameriški dolar,

nizka. Je pa treba poudariti, da so trgi v razvoju najbolj heterogena skupina držav, ki jih uvršamo v »paket« tako imenovanih držav v razvoju. Ni povsod situacija tako anemična, kot je povprečje skupine. Posamezne države so po rasti presegle povprečje in dober primer je Indija, tretje največje azijsko gospodarstvo.

Leto 2019 si bomo zapomnili predvsem po trenjih med Kitajsko in ZDA.

Slika 36: Izguba vrednosti različnih valut v primerjavi z ameriškim dolarjem od 2010 do 2019 (v %)



Vir: Bloomberg 2019

Leto 2019 si bomo zapomnili predvsem po trenjih med Kitajsko in ZDA, ki so bila in so še vedno v ospredju pozornosti na kapitalstkih trgih. Propadlo je več poskusov dogovora o prihodnji trgovinski menjavi, medtem pa sta obe državi nadaljevali uvajanje dodatnih carin. Glede na razmerje med uvozom in izvozom imajo na tem področju izrazito prednost ZDA. Po tem, ko je postalo jasno, da celovit dogovor ni mogoč, se je porodil predlog o delnem dogovoru, tako imenovani fazi ena. Vsaka stabilizacija medsebojnih odnosov je bila na trgih sprejeta z navdušenjem in obratno, ko se je zgodilo nasprotno. Proti koncu leta je k optimizmu pripomogel napredek v pogajanjih in sredi decembra vest, da bo prva faza sodelovanja dejansko sklenjena. Je pa trgovinska vojna le del problema, medijsko sicer najbolj

izpostavljen. Napetosti med državama imajo širši spekter. Po dolgem času so ZDA dobile resnega tekmeca na globalni ravni – bodisi da gre za gospodarsko, tehnološko in/ali vojaško področje.

Prav ameriško-kitajski spor je tisti, ki ga MDS v oktobrskem poročilu navaja kot enega največjih zaviralcev globalne gospodarske rasti v letu 2019. Povišane tarife v mednarodni trgovini in negotovosti okrog trgovinske politike so povzročile upad rasti investicij in povpraševanja po kapitalstkih dobrinah povsod po svetu. Šibkejša proizvodnja in trgovina sta temeljni razlog za najnižjo pričakovano rast globalnega BDP v zadnjem desetletju. Za leto 2019 je MDS tako napovedal globalno sinhroniziran upad rasti na 3,0 %. Napoved za leto 2020 je

nekoliko obetavnejša, 3,4 %. Vendar ima slednja šibke temelje, ker bo rast posameznih velikih gospodarstev po ocenah v letu 2020 nižja kot v letu 2019 (ZDA, Japonska, Kitajska). Da za leto 2020 napoved globalne rasti ni višja, so najbolj »krive« prejomenjene napetosti med ZDA in Kitajsko, ki se prelivajo v globalno gospodarstvo in so po oceni MDS

povzročile za 0,8 % nižjo napoved. Tako kot na globalni ravni ima tudi napoved rasti BDP za države v razvoju podoben takt, upad v letu 2019 na 3,9 % in nato v letu 2020 zvišanje na 4,6 %. Inflacija, globalno gledano, za zdaj ne pomeni kake grožnje oziroma je večja težava v tem, da je prenizka, kar omogoča centralnim bankam izvajanje ohlapnejših monetarnih politik.

Preglednica 7: Rast BDP držav v razvoju in inflacija (v %)

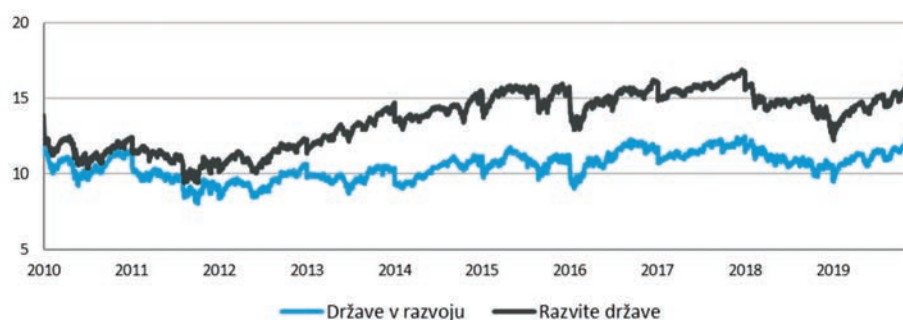
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Rast BDP</b>	6,4	5,4	5,1	4,7	4,3	4,6	4,8	4,5	3,9	4,6
<b>Inflacija</b>	6,5	4,6	4,6	3,4	2,7	2,8	2,4	2,6	2,7	3,0

Vir: Mednarodni denarni sklad 2019

Vrednotenja delnic iz držav v razvoju v povprečju niso pretirana, ne absolutno ne glede na lastno zgodovino. Desetletje smo začeli pri pričakovanem PE (mnogokratnik dobička) v višini 11,3. Ob izteku desetletja smo pri vrednosti 12,1. Torej na podobnih ravneh, ki pri naložbah ne veljajo za visoke. Prej obratno, povečujejo privlačnost naložb

v delniške trge držav v razvoju. Za lažjo predstavbo dimenzij, pričakovani PE delnic z razvitih trgov je višji in znaša 16,1. A tudi ta je bil ob začetku desetletja na nižjih ravneh, pri vrednosti 12. Razlika v relativnih vrednotenjih teh delnic se je tako v zadnjem desetletju močno povečala.

Slika 37: Pričakovani mnogokratnik dobička (ePE) držav v razvoju in razvitih držav



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index in MSCI World Index

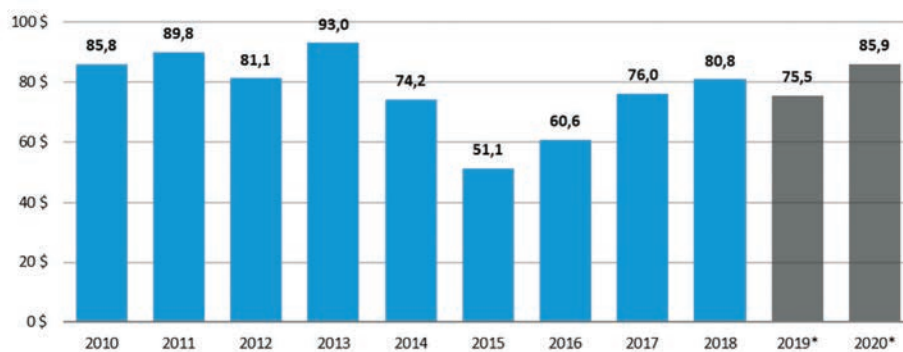
Ko opazujemo zadnje desetletje, vidimo, da je na daljši rok v ospredju poslovanje družb. Kategorija »E« v večkratniku dobička (PE) pomeni dobiček (to je poslovanje družb), in če se bo ta v prihodnje povečeval, kar je osnovna predpostavka, bodo rasli tudi tečajni delnic. Rast kategorije »E« lahko za seboj potegne tudi celotno prevrednotenje kazalnika PE, na primer navzgor zaradi

manjših tveganj in višje pričakovane rasti. Seveda vedno obstaja tveganje, da se to ne zgodi. Lahko se na primer »E« tudi skrči. V preteklem desetletju so svoj pečat na »E« pustile tudi valute držav v razvoju, ki so izgubljale vrednost v primerjavi z dolarjem, in tako ameriški ali evropski investitor ni doživel rasti dobičkov, čeprav so družbe v domačih okoljih poslovale uspešno.

Razlika v relativnih vrednotenjih med trgi v razvoju in razvitimi trgi se je v zadnjem desetletju močno povečala.

Dobiček na delnico (EPS), merjeno v dolarjih, je približno pri ravneh izpred 10 let – pogrešamo rast.

Slika 38: Dobiček na delnico (EPS) za indeks MSCI EM v obdobju 2010–2019



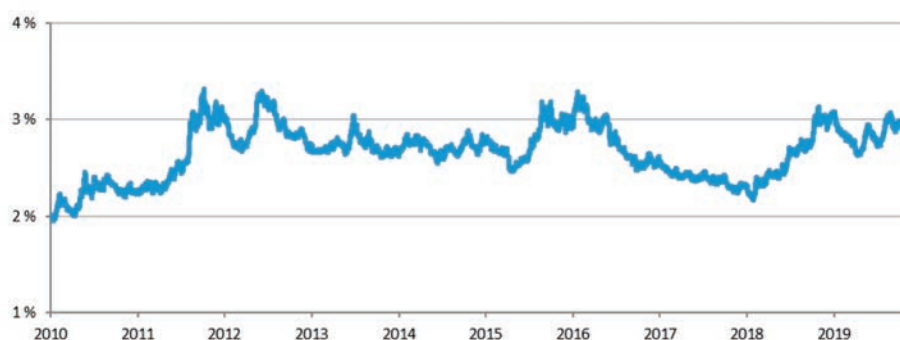
\* ocena

Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index

Tudi skozi prizmo dividendne donosnosti ne moremo govoriti o precenjenosti trgov, prej nasprotno. Aktualna dividendna donosnost v višini 2,8 % je celo nekoliko nad mediano preteklega desetletja, ki znaša 2,7 %, in občutno nad vrednostmi z začetka

desetletja, ko je bila na ravneh 2 %. Višja kot je dividendna donosnost, bolj so privlačne delnice. Večja negotovost je zaradi nestabilnosti višine posamezne dividende skozi leta. Ta je v preteklem desetletju zanihala bolj kot na razvitih trgih.

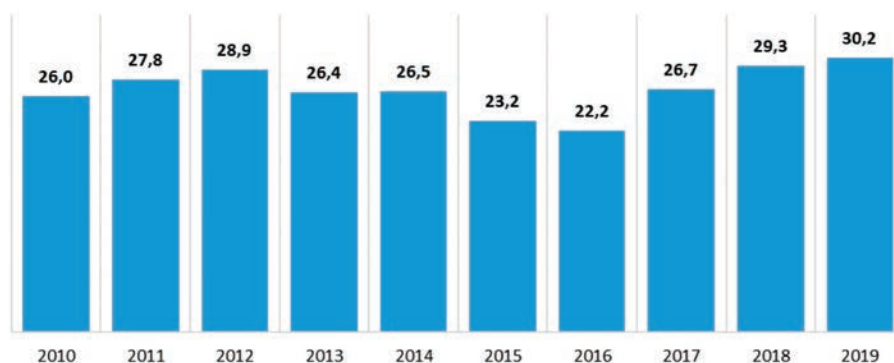
Slika 39: Dividendna donosnost držav v razvoju



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index

Trenutna dividendna donosnost v višini 2,8 % je nad vrednostmi z začetka desetletja, ko je znašala 2 %.

Slika 40: Dividenda na delnico v obdobju 2010–2019 v USD za indeks MSCI Emerging Markets



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index



Podobno sliko dobimo tudi, ko primerjamo relativni kazalnik PB (večkratnik knjigovodske vrednosti). Ta kotira pri vrednosti 1,6, kar je blizu dolgoročnih povprečij in brez kakršnegakoli pretiravanja.

V preteklih obdobjih, ko so delnice dosegale »evforične« vrhove in so sledili upadi, je ta kazalnik dosegal višje vrednosti: 3,0 leta 2007, 2,1 leta 2000 in 1,9 leta 1997.

Slika 41: Večkratnik knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Emerging Markets Index

Vrednotenja delnic družb iz držav v razvoju niso pretirana.

## Kitajska

V drugem največjem gospodarstvu sveta se nadaljuje postopno upočasnjevanje gospodarske rasti. Stopnje rasti so najnižje od leta 1992, odkar državni statistični urad izvaja meritve. Pričakovana rast za leto 2019 ostaja na spodnjih mejah, kot so jih napovedale kitajske oblasti, to je med 6 in 6,5 %. MDS je v oktobrskem poročilu kot razlog za nižanje pričakovane gospodarske rasti navedel še kar trajajoč trgovinski spor z ZDA in upočasnjevanje domačega povpraševanja zaradi ukrepov obvladovanja dolga. Nadaljnje drsenje stopnje rasti navzdol se pričakuje tudi v letu 2020. Kitajski ekonomisti si niso enotni glede ciljne višine rasti gospodarstva. Za leto 2020 bo ta predvidoma med 5,5 % in 6 %, čeprav nekateri menijo, da si rasti pod 6 % ne bi smeli privoščiti. Takšne želje so zahtevne, saj

mora vlada vseskozi balansirati med rastjo gospodarstva in finančno stabilnostjo. V letu 2019 je dala prednost slednjemu, zato tudi ni bilo večjega stimulacijskega ukrepa. Za zdaj ni videti, da bi se takšen pristop spremenil, vse pa bo odvisno od nadaljnega razvoja dogodkov. Cilj Kitajske je bil podvojiti BDP na prebivalca v desetletju od leta 2010 do 2020, kar jim z obstoječim tempom uspeva. Poleg tega bo leto 2020 zadnje leto petletke (petletnega plana) in zadnje leto treh ključnih bitk – zoper dolg, revščino in onesnaženost. Vlada bo tako v letu 2020 morala uravnavati upočasnjevanje gospodarstva, blažiti posledice trgovinske vojne, upravljati tveganja velikega dolga in stimulacij ter doseči omenjene cilje.

Preglednica 8: Rast kitajskega BDP in inflacija

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
<b>Rast BDP</b>	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	5,8
<b>Inflacija</b>	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,6	2,1	2,3	2,4

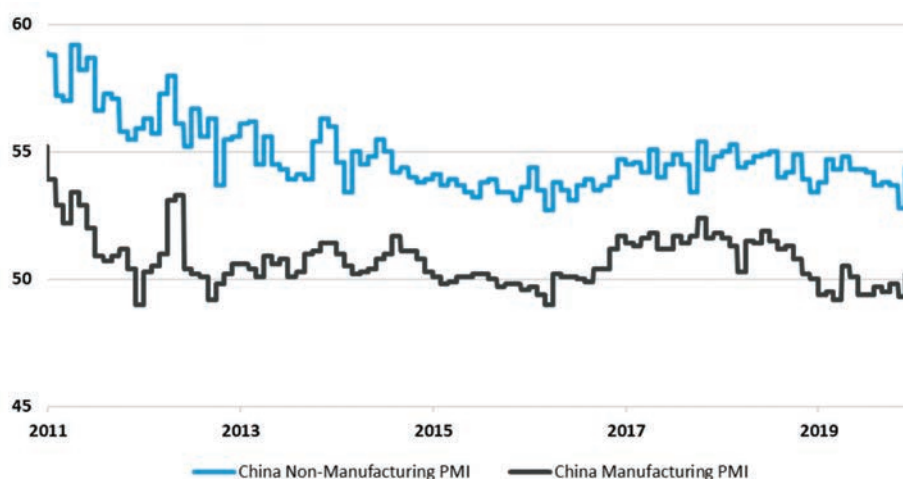
\* ocena

Vir: Mednarodni denarni sklad 2019

Upočasnjevanje gospodarske aktivnosti je vidno tudi v podatkih indeksa nabavnih menedžerjev. Večji del leta je bil proizvodni PMI pod 50 (območje krčenja), proti koncu leta pa je prišlo do pomembnega preobrata. Indeks je z izjemnim pospeškom poskočil

nad vrednost 50, po več kot sedmih mesecih se je rast vrnila. Če se trgovska pogajanja v letu 2020 nadaljujejo z drugo fazo in se povrne zaupanje poslovnih subjektov, lahko pričakujemo nadaljnje okrevanje tudi v proizvodnem segmentu.

Slika 42: Indeks nabavnih menedžerjev (PMI)



Vir: Bloomberg 2019

ZDA so največji trgovski partner Kitajske in uvozijo okrog 20 % celotnega kitajskega izvoza. Z njimi ustvari Kitajska tudi največji trgovski presežek in ZDA največji posamični trgovski primanjkljaj. V letu 2018 je celotna medsebojna trgovina med državama znašala 737 milijard dolarjev (obstajajo različne ocene). Kitajska je izvozila za 558 milijard dolarjev dobrin in storitev v ZDA, ZDA so v obratno smer izvozile za 179 milijard dolarjev. Velika razlika 379 milijard dolarjev je tista, ki je trn v peti ZDA in jo želijo te v prihodnjih letih zmanjšati. Glede na veliko razliko med uvozom in izvozom je jasno, da imajo ZDA več maneverskega prostora pri izsiljevanju

prek uvoznih tarif in drugih ukrepov. V posameznih primerih gre za to, da Američani uvažajo izdelke ameriških blagovnih znamk iz Kitajske, kjer je cenejša delovna sila, nazaj v ZDA. Trump vidi tukaj izgubo delovnih mest, ki jih želi vrniti v ZDA in ob tem hkrati zmanjšati trgovski primanjkljaj. Kar zadeva trgovski dogovor, je bilo v letu 2019 več poskusov usklajevanja, a so se vsi končali neuspešno. Jasno je postalo, da trgovski dogovor v celoti ne bo mogoč. Predvsem zato, ker pokriva širši spekter problemov. V želji obeh strani, da bi vseeno prišlo vsaj do delnega dogovora, se je v zadnjem delu leta oblikoval predlog za tako imenovani dogovor faza ena.

Medtem ukrepi, ki jih izvajajo ZDA z namenom zmanjšanja trgovinskega primanjkljaja, delujejo in gredo v smeri, ki so si jo načrtali v Washingtonu. Po zadnjih podatkih je v novembru 2019 kitajski izvoz v

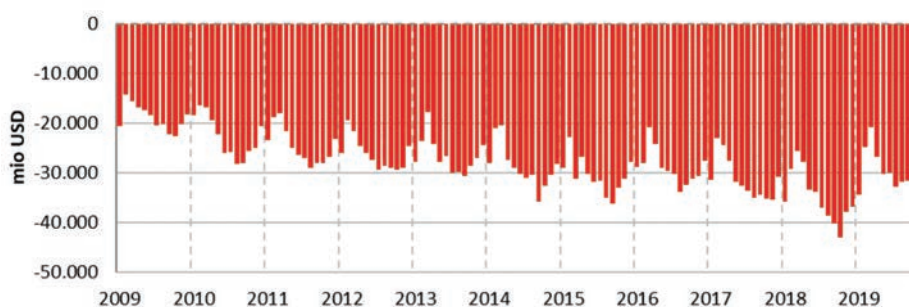
ZDA upadel za 23 %, medtem ko je uvoz iz ZDA zrasel za 0,3 %. Tudi trgovinski primanjkljaj ZDA je začel v letu 2019 upadati (žal tudi na račun globalnega gospodarstva).

Slika 43: Kitajski izvoz v ZDA (na letni ravni v %)



Vir: Bloomberg 2019

Slika 44: Trgovinski primanjkljaj ZDA s Kitajsko



Vir: Bloomberg 2019

Ne glede na trgovinski dogovor bo rivalstvo med ZDA in Kitajsko obstajalo še leta. Po dolgem času so ZDA dobile resnega tekmeca na globalni ravni, in to na različnih področjih od gospodarskega, tehnološkega do vojaškega. Ljudska republika Kitajska je v začetku oktobra praznovala 70-letnico in pri tem izpeljala impresivno vojaško parado. Potem je tukaj še Hongkong, kjer je vpliv Kitajske vse močnejši, ob tem pa tudi odpor prebivalcev proti skupni prihodnosti. ZDA so v novembru sprejele poseben zakon v prid protestnikom v Hongkongu, s čimer so sprožile nezadovoljstvo v Pekingu in napoved povračilnih ukrepov. Velik del

konflikta med ZDA in Kitajsko je tudi problem zaščite intelektualne lastnine in izgube, ki nastane pri kraji te lastnine. ZDA ocenjujejo, da na letni ravni utrpijo za več kot 225 milijard dolarjev škode. Vendar se premika tudi na tem področju. Kitajska je v prvi polovici leta 2019 sprejela poseben zakon za tuje investicije, kjer se omejujejo sporne prakse prenosa tehnologij za tuje družbe, ki želijo poslovati na Kitajskem. Implementacija v praksi bo pokazala, kako resne namene imajo s tem.

Podobna trenja lahko pričakujemo tudi v prihodnje. Po ocenah MDS je nestabilnost,

Vsekakor je zdaj že popolnoma jasno, da ne bo dovolj le trgovinski dogovor, da bi se napetosti med ZDA in Kitajsko zmanjšale. Nastala nesoglasja se bodo gladila desetletja.

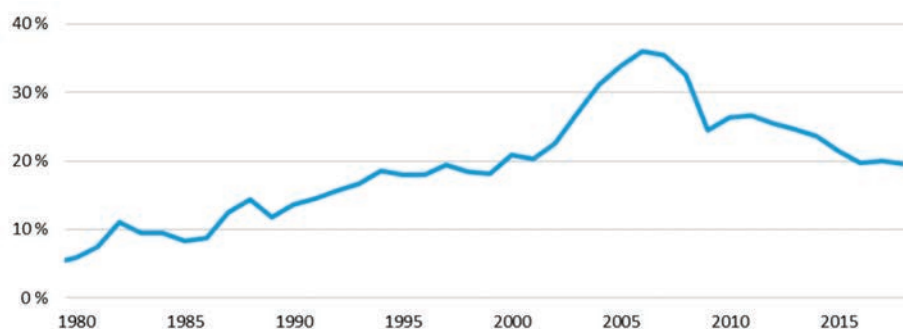
Pred dobrim desetletjem je izvoz pomenil dobro tretjino kitajskega BDP, danes le še okrog 20 % s trendom nadaljnega upadanja.

ki jo povzročajo ameriško-kitajski odnosi, ključna za 0,8 % nižjo napovedano globalno rast BDP za leto 2020, ki je ocenjena na 3,4 %.

Kitajska prehaja v obdobje, ko je vse bolj pomembna komponenta rasti potrošnja in tu je na prvem mestu domači potrošnik. Te usmeritve so bile postavljene že v letih globalne finančne krize, ko so težave na izvoznih trgih Kitajsko prizadele bolj, kot so

pričakovali. Pred dobrim desetletjem je izvoz pomenil dobro tretjino kitajskega BDP, danes le še okrog 20 % s trendom nadaljnega upadanja. Postajajo manj izpostavljeni do preostalega sveta, hkrati pa s tem, ko so zrasli do velikosti drugega največjega svetovnega gospodarstva, postaja preostali svet bolj izpostavljen do Kitajske. Vloge se menjajo.

Slika 45: Izvoz dobrin in storitev v % BDP Kitajske



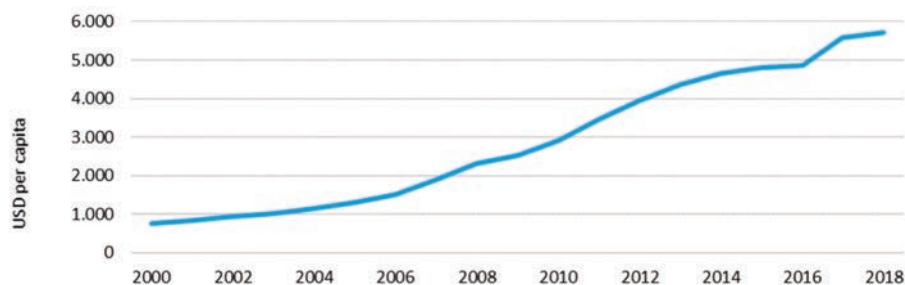
Vir: Svetovna banka 2019

Domači potrošnik ostaja temelj prihodnje gospodarske rasti.

Domači potrošnik ostaja temelj prihodnje gospodarske rasti. Letni razpoložljivi dohodek raste, prav tako je zaupanje domačih potrošnikov še naprej neomajno visoko. Gospodarska slika države se počasi obrača v zeleno smer. Sodobna Kitajska postaja tehnološko vse bolj napredna in na mnogih področjih presega zahodne »razvite« države oziroma jim je tik ob boku (mobilno bančništvo, spletno nakupovanje, tehnologija prepoznavanja obrazov, gene-

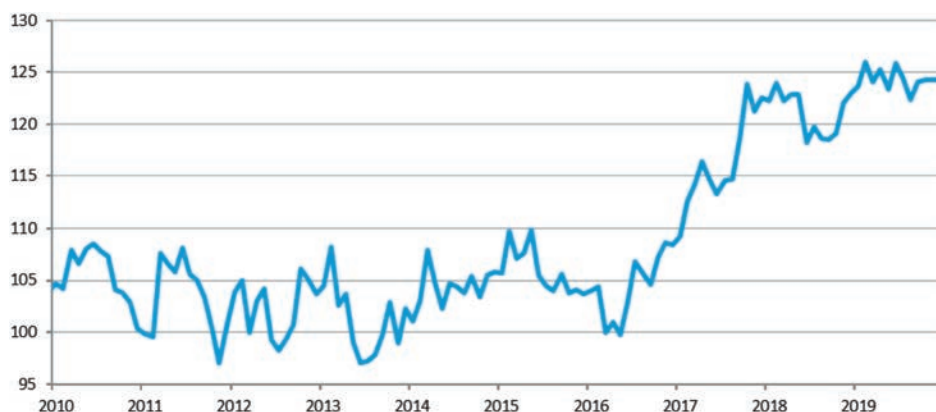
tika, umetna inteligenca in podobno). V prvih vrstah pri tehnološkem napredku sta družbi Tencent in Alibaba. Prva je tudi največje podjetje po tržni kapitalizaciji na Kitajskem in v državah v razvoju na splošno. Zasebna podjetja so odgovorna za 60 % rasti BDP preteklega leta (2018), zaposlujejo okrog 340 milijonov ljudi in so tista, ki največ prispevajo h kitajskemu tehnološkemu napredku.

Slika 46: Letni razpoložljivi dohodek gospodinjstev v mestih (v USD na prebivalca)



Vir: Bloomberg 2019

Slika 47: Indeks zaupanja kitajskih potrošnikov

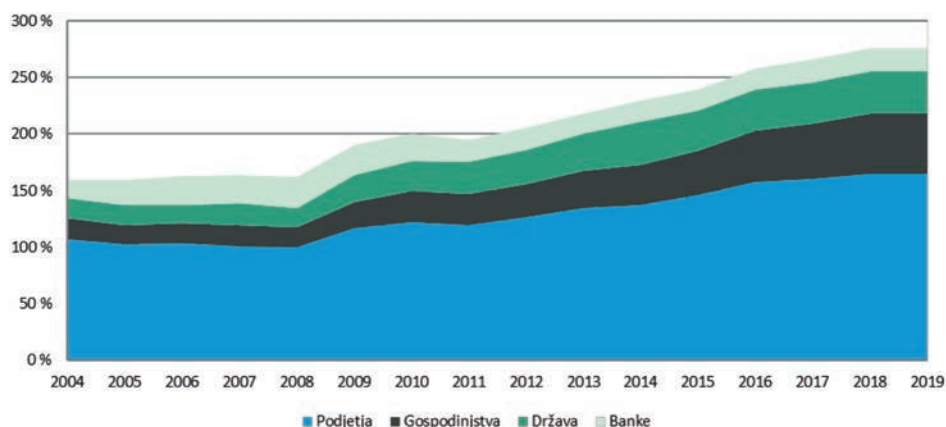


Vir: Bloomberg 2019

Dolg v deležu BDP ostaja velik. Spodbudno je, da se je strma rast dolga iz preteklih let upočasnila. Kitajska vlada ima težko nalogo balansiranja med obsegom dolga in gospodarsko rastjo. Preprosto bi bilo zagnati rast prek povečanja dolga, a je finančna stabilnost tista, ki postaja prioriteta voditeljev države, kar je še posebej vidno v letu 2019, ko ni bilo večjega stimulatívnega ukrepa (bili so posamezni manjši), kljub drsenju gospodarske rast in napetosti glede trgovine z ZDA. Poudariti je treba, da so si glede tega neenotni tudi

kitajski ekonomisti, predvsem pri vprašanju ciljne prihodnje gospodarske rasti. Je pa več podobnih mnenj o monetarni politiki. Kitajska centralna banka je še vedno v skupini bank, ki izvajajo ohlapnejšo monetarno politiko. Kritika je usmerjena predvsem zoper nekonvencionalne ukrepe, ki jih izvajata evropska in japonska centralna banka. Ti kritiki ocenjujejo, da omenjeni ukrepi delujejo le v boju zoper ciklične probleme in ne strukturne. Na dolgi rok so takšne aktivnosti škodljive.

Slika 48: Dolg posameznih subjektov (v % BDP)



Vir: Bloomberg 2019

Dolg v deležu BDP ostaja velik. Spodbudno je, da se je strma rast iz preteklih let upočasnila. Kitajska vlada ima težko nalogo balansiranja med obsegom dolga in gospodarsko rastjo.

Delnice kotirajo nad desetletnim povprečjem, vendar niso visoko vrednotene v primerjavi z razvitimi trgi.

## Vrednotenja delniškega trga

Če pogledamo na delniški trg prek različnih relativnih kazalnikov, vidimo, da so ti nekoliko nad povprečji zadnjega desetletja, vendar ne moremo govoriti o precenjenosti delniškega trga. Presežki niso veliki in vrednotenja kitajskih delnic niso pretirana. Če jih primerjamo z delniškimi trgi iz razvitih držav, pa so še toliko ugodnejša. Kar predvsem tuji investitorji na delniške trge

težko sprejmejo, je vsesplošna nizka rast tečajev v zadnjem desetletju, ki spremlja nizko rast dobičkov. Ta je bila sicer višja, kot velja za povprečje držav v razvoju, vendar še vedno v povprečju slabe 3 % letno. V takšnem okolju imajo dividende vse pomembnejšo vlogo. Dividendna donosnost je na letni ravni med 2 in 3 % (bruto dividenda).

Slika 49: Gibanje indeksa MSCI China

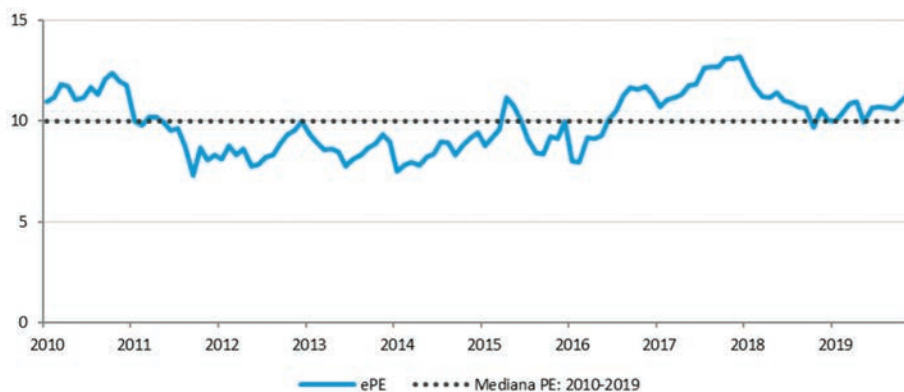


Vir: Bloomberg 2019, MSCI China Index

Mnogokratnik pričakovanih dobičkov (ePE) je nad svojim 10-letnim povprečjem. Rast se je pospešila predvsem v drugi polovici preteklega leta. Kar govori v prid kitajskemu delniškemu trgu, je dejstvo, da v primerjavi z drugimi delniškimi trgi tečaji družb niso na visokih ravneh. Pričakovani PE v višini 11,4 ni visok, prej nasprotno. Največja tveganja so povezana z negotovostjo glede prihodnosti kitajskega gospodarstva, kjer se rast upočasnjuje, in odnosov z ZDA – rivalstvo je

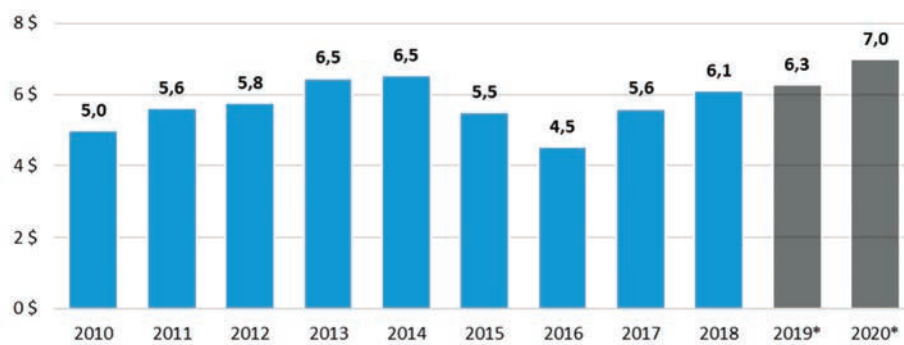
namreč globlje kot zgolj na področju trgovine in prihodnost medsebojnih odnosov je toliko bolj negotova. Ne moremo zanemariti niti dogodkov v Hongkongu, ki prinašajo tveganje tudi na kapitalske trge. Zdi se, da bo zelo težko najti rešitev, ki bi zadovoljila obe strani – pravzaprav vse tri, ker so se na stran protestnikov postavile tudi ZDA, kar je zelo zmotilo oblast v Pekingu.

Slika 50: Gibanje pričakovanega mnogokratnika dobička (ePE) kitajskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI China Index

Slika 51: Dobiček na delnico (EPS) za indeks MSCI China v obdobju 2010–2019 (v USD)

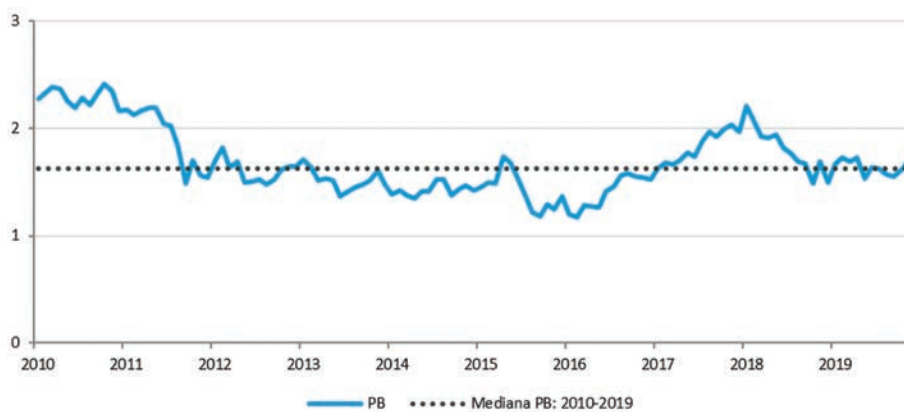


Vir: Bloomberg 2019, MSCI China Index

Podobno velja tudi za kazalnik knjigovodske vrednosti (PB). Je nad lastno desetletno

mediano, vendar pri ravneh 1,7 ne moremo govoriti o splošni precenjenosti.

Slika 52: Gibanje mnogokratnika knjigovodske vrednosti (PB) kitajskih delnic

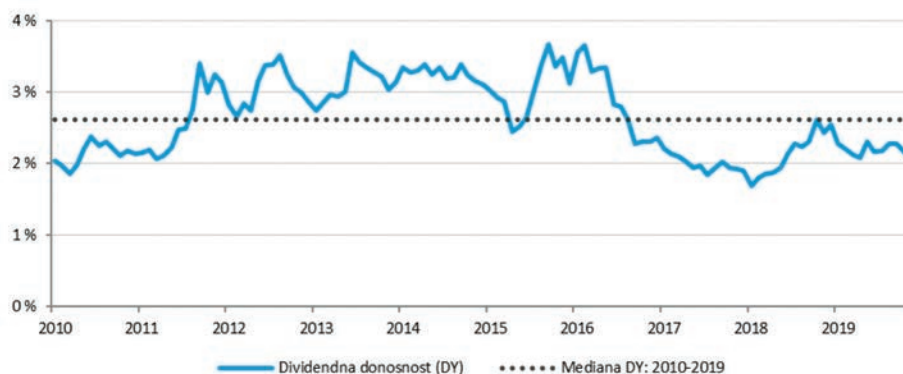


Vir: Bloomberg 2019, MSCI China Index

Tudi pri prikazu dividendne donosnosti je sporočilo podobno. Donosnost je pod zgodovinskim povprečjem, kar potrjuje, da

so delnice nekoliko višje vrednotene, vendar ne moremo govoriti o pretiravanjih.

Slika 53: Gibanje dividendne donosnosti kitajskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI China Index

## Indija

Indijsko gospodarstvo upočasnjuje tempo rasti. V letu 2020 bi lahko prišlo do izboljšanja in vrnitve rasti v območje 7 % – po zaslugi monetarnih in fiskalnih ukrepov.

Indijsko gospodarstvo, ki je tretje največje v Aziji, upočasnjuje tempo rasti podobno kot Kitajska. Po zadnjih podatkih s konca novembra 2019 je gospodarska rast na letni ravni upadla na 4,5 %, kar je najnižje po letu 2013. Upočasnitev v letu 2019 je posledica upada osebne potrošnje (propad večje

finančne institucije), poslovnih investicij in izvoza. Gre za kombinacijo cikličnih in strukturnih dejavnikov. Tudi MDS napoveduje za leto 2019 nižjo, 6,1-odstotno rast. Podobnega mnenja so pri indijski centralni banki. V letu 2020 bi lahko prišlo do izboljšanja in vrnitve rasti v območje 7%.

Preglednica 9: Rast indijskega BDP in inflacija

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
<b>Rast BDP</b>	6,6	5,5	6,4	7,4	8,0	8,2	7,2	6,8	6,1	7,0
<b>Inflacija</b>	9,5	10,0	9,4	5,8	4,9	4,5	3,6	3,4	3,4	4,1

\* ocena

Vir: Mednarodni denarni sklad 2019

Gospodarstvo, ki se upočasnjuje, si želi spodbud in velik del bremena je v letu 2019 prevzela indijska centralna banka – podobne spodbujevalne monetarne ukrepe izvajajo tudi druge centralne banke po

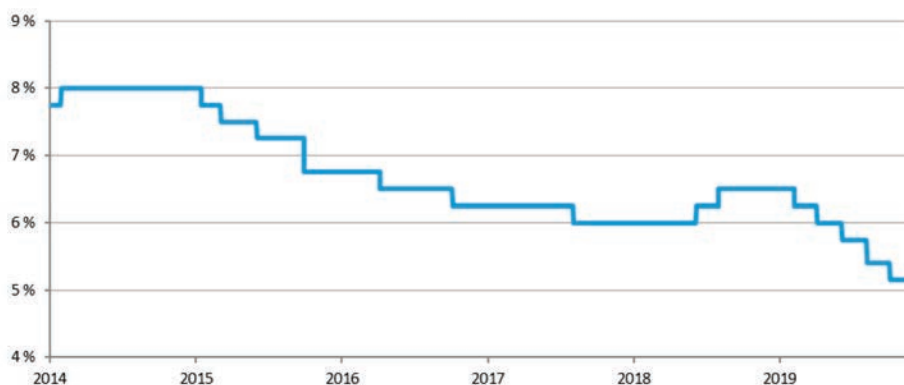
svetu. Obrestno mero – ceno, po kateri centralna banka posoja denar komercialnim bankam – so čez leto znižali s 6,5 na 5,15 %, za 135 bazičnih točk. Kritiki menijo, da se agresivni ukrepi centralne banke ne



prenašajo dovolj hitro v indijsko ekonomijo, predvsem na kreditni trg. Poleg tega se kažejo tudi prva znamenja rastoče inflacije, ki so proti koncu leta ustavila centralno banko pri nadaljnjih spustih obrestnih mer. Osrednji cilj indijske centralne banke ostaja

inflacija v višini 4 % z razponom  $\pm 2$  %. Če bo inflacija »dopustila«, bo centralna banka nadaljevala izvajanje spodbujevalne monetarne politike, da ponovno zažene višjo gospodarsko rast.

Slika 54: Kratkoročna obrestna mera indijske centralne banke (RBI)



Vir: Bloomberg 2019

Del bremena spodbujanja gospodarske rasti je prevzela tudi vlada, ki pa ima zaradi dolga ozek manevrski prostor. Z ukrepi fiskalne politike so znižali davke, ustanovili poseben nepremičninski sklad, združevali banke in se lotili največje privatizacije v zadnjem desetletju. Posledično bo fiskalni deficit večji od napovedanih 3,3 % BDP (povečana poraba na eni strani in manjši davčni prihodki na drugi). Bonitetna agencija

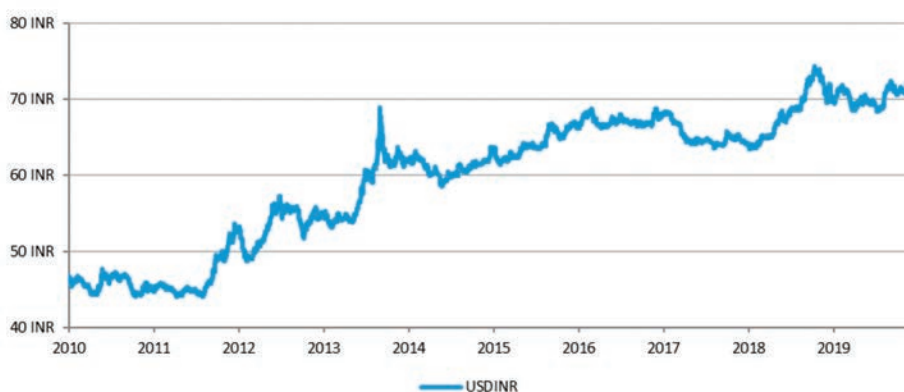
Moody's ocenjuje, da bo deficit 3,7 % BDP in je bonitetni oceni države zato postavila negativen predznak – državne finance so pod pritiskom.

Šibkejša gospodarska rast in agresivno nižanje obrestne mere sta pustila pečat na indijski rupiji. Ta že daljše obdobje postopno izgublja v primerjavi z ameriškim dolarjem.

Indijska centralna banka je v letu 2019 znižala obrestno mero za 135 bazičnih točk.

Bonitetna agencija Moody's je bonitetni oceni države postavila negativen predznak – državne finance so pod pritiskom.

Slika 55: Gibanje indijske rupije (INR) v primerjavi z dolarjem (USD)



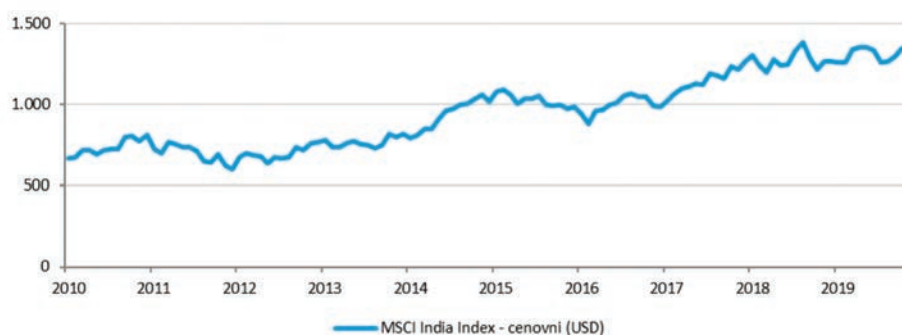
Vir: Bloomberg 2019

## Vrednotenja delniškega trga

Indijski delniški trg že daljše obdobje velja za višje vrednoten, če kot kriterij uporabimo relativne kazalnike in jih primerjamo z drugimi trgi držav v razvoju. Ne glede na to je delniški indeks v zadnjem desetletju

dosegel visoko rast – višjo, kot velja za povprečje delniških trgov držav v razvoju. Povprečna letna rast indijskih delnic v dolarjih je nad 7 % letno (merjeno brez dividend).

Slika 56: Gibanje indeksa MSCI India

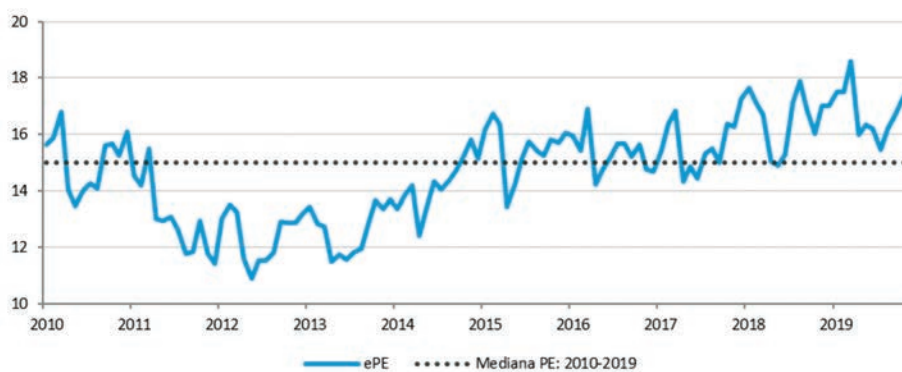


Vir: Bloomberg 2019, MSCI India Index

Pričakovani PE indijskega trga je trenutno nad svojim desetletnim povprečjem. Na trgu se pojavlja prepričanje, da je indijsko

gospodarstvo doseglo dno in da bo v letu 2020 bolje – s pomočjo monetarnih in fiskalnih ukrepov.

Slika 57: Gibanje pričakovanega mnogokratnika dobička (ePE) indijskih delnic

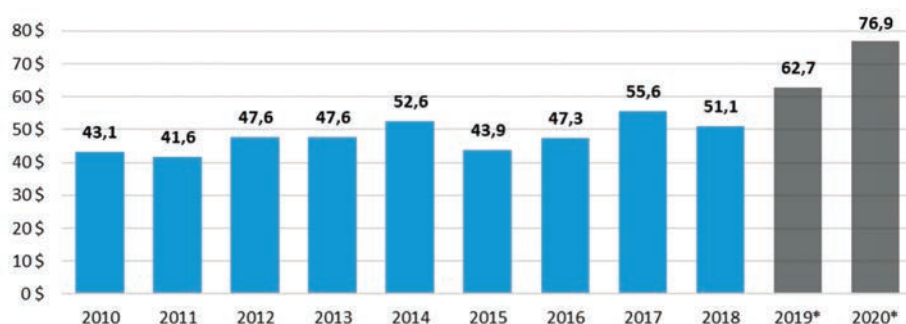


Vir: Bloomberg 2019, MSCI India Index

Kot vidimo na primeru indijskih družb, sam relativni kazalnik PE ni najboljši napovedovalec prihodnje rasti delniških tečajev, vsaj dokler je ta kazalnik nekje v sprejemljivih mejah. Bolj kot (zmerna) višina kazalnika je na daljši rok pomembno poslovanje podjetij.

Tega lahko spremljamo prek doseženih dobičkov. Zgodovinsko gledano je višja rast dobička omogočila višje rasti tečajev delniških družb. Indija v obeh kategorijah presega povprečje držav skupine BRIC.

Slika 58: Dobiček na delnico (EPS) za indeks MSCI India v obdobju 2010–2019



\* ocena

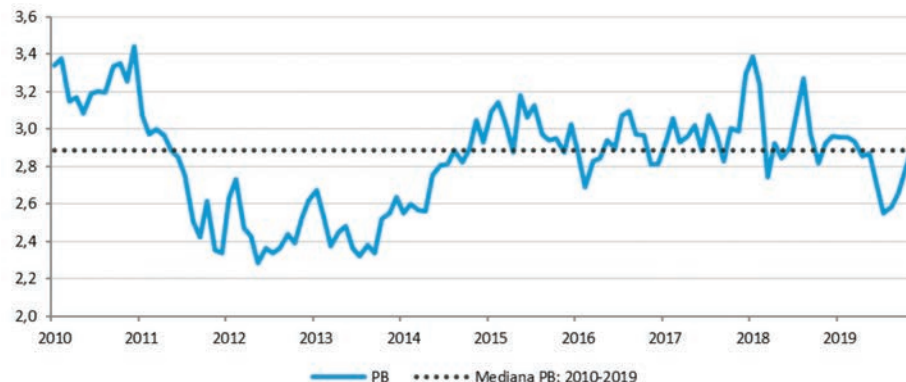
Vir: Bloomberg 2019, MSCI India Index

Relativni kazalnik, mnogokratnik knjigovodske vrednosti (PB), je na svojih povprečnih ravneh zadnjega desetletja. Nadaljnji razvoj dogodkov bo odvisen od tega, kako uspešno se bodo Indijci spopadli

z upočasnitvijo gospodarske rasti. Če jim uspe zajezi upočasnjevanje gospodarstva in spodbuditi rast (tudi s pomočjo zunanjih globalnih dejavnikov), bo to nagrajeno tudi na trgu kapitala.

Na trgu se je uveljavilo prepričanje, da se je upočasnjevanje rasti končalo in bo v letu 2020 boljše.

Slika 59: Gibanje mnogokratnika knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic

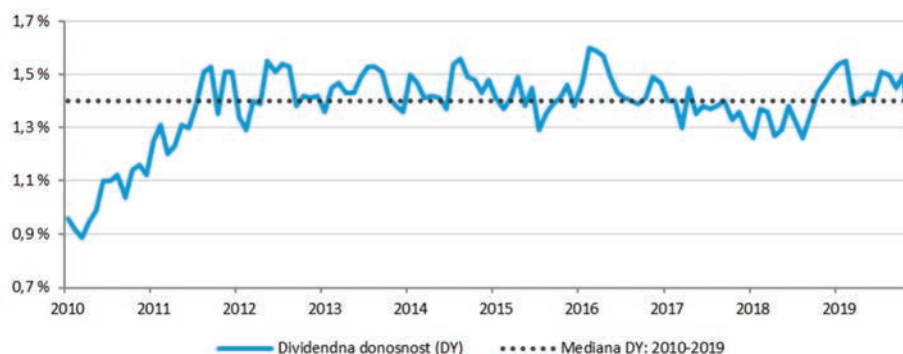


Vir: Bloomberg 2019, MSCI India Index

Dividendna donosnost indijskih delnic ostaja nizka in je tudi nižja, kot je povprečje preteklega desetletja. To je posledica

povišanja tečajev delniških družb, kar se je zgodilo predvsem v drugi polovici leta 2019.

Slika 60: Gibanje dividendne donosnosti indijskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI India Index

## Rusija

V Rusiji se nadaljuje nizka gospodarska rast, ki se je v letu 2019 po ocenah spet upočasnila na 1,1 %. Ustavljanje ruskega gospodarstva je posledica strukturnih in cikličnih dejavnikov. Globalna upočasnitev gospodarske aktivnosti, šibko domače povpraševanje, nizka investicijska aktivnost,

mednarodne sankcije, povečana dezinfencijska tveganja – to je samo nekaj razlogov za skrb. Gospodarstvo ostaja šibko in še vedno zelo odvisno od energentov – 65 % ruskega izvoza so energenti in do slabe polovice letno napolnijo ruski proračun.

Preglednica 10: Rast ruskega BDP in inflacija

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
<b>Rast BDP</b>	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,3	0,3	1,6	2,3	1,1	1,9
<b>Inflacija</b>	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	3,7	2,9	4,7	3,5

\* ocena

Vir: Mednarodni denarni sklad 2019

Ciljna inflacija ruske centralne banke je 4 %, trenutno pa pomeni večje tveganje prenizka inflacija, ki je posledica nizke dinamike domačega in zunanjega povpraševanja. Ruska centralna banka je za leto 2019 znižala inflacijska pričakovanja na 3,2 do 3,7 %. V okolju povečanih dezinfencijskih tveganj in šibke gospodarske aktivnosti je centralna banka agresivno nižala ključno obrestno mero – v letu 2019 s 7,75 na 6,5 % v več

korakih in vključno z redkim 0,5-odstotnim znižanjem. Ocenjujejo, da bodo ukrepi, ki jih izvajajo tako na področju monetarne kot fiskalne politike, v letu 2020 spodbudili domače gospodarstvo. Ruska centralna banka ostaja pri cilju postopne rasti v razponu od 2 do 3 % do leta 2022, vendar le, če bodo monetarnim ukrepom sledili tudi fiskalni in hkrati ne bo večjih negativnih šokov v globalnem gospodarstvu.

Rusko gospodarstvo ostaja šibko in še vedno zelo odvisno od energentov.

Slika 61: Ključna obrestna mera ruske centralne banke



Vir: Bloomberg 2019

V napornem desetletnem obdobju (Krim, Ukrajina, nižje cene nafte, mednarodne sankcije) je ena izmed »žrtev« ruske politike mednarodna vrednost rublja. Ta je desetletje začel pri vrednosti 30 rubljev za en ameriški dolar. Danes je za en dolar treba odšteti okrog 75 rubljev. Tečaj se je sicer zadnji dve leti stabiliziral, volatilnost valute

je manjša tudi zaradi fiskalnega pravila. Leta 2017 so namreč sprejeli pravilo, da prihodke iz prodaje nafte, ki presegajo ceno 40 dolarjev za sod, usmerijo v rezerve, ki jih porabljajo, ko cena upade pod omenjeno mejo. S tem so zmanjšali občutljivost proračuna za naftne šoke in posledično dosegli manjšo nihajnost rublja.

Ciljna inflacija ruske centralne banke je 4 %, trenutno pa večje tveganje pomeni prenizka inflacija.

Slika 62: Gibanje ruskega rublja (RUB) v primerjavi z dolarjem (USD)



Vir: Bloomberg 2019

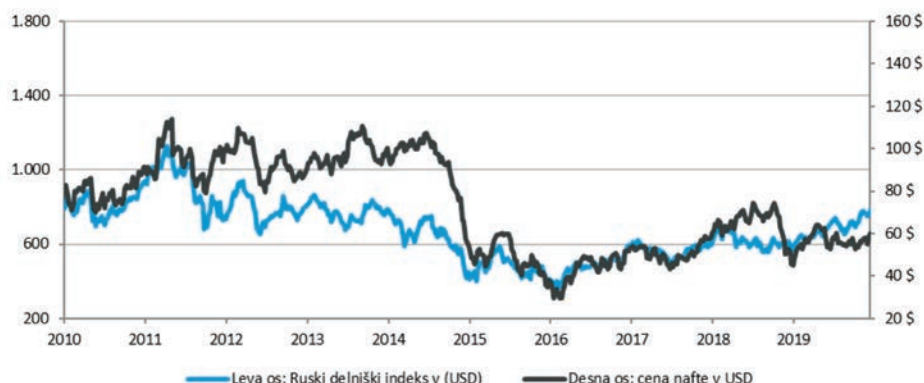
## Vrednotenja delniškega trga

Desetletje vlaganja v ruske delnice ni obrodilo sadov, ki bi si jih želeli tuji vlagatelji. Delniški indeks MSCI Russia je okrog vrednosti, doseženih že na začetku desetletja. Podobno je s ceno nafte, pri čemer še vedno opazimo visoko koreliranost med prvim in drugim. Značilnost ruskega delniškega trga je močna usmerjenost v

energetski sektor. Samo sektor energije (GICS: Energy) ima v indeksu MSCI Russia 49-odstotno utež, dva najizrazitejša predstavnika sta Gazprom in Lukoil. Sledi sektor materialov in surovin (GICS: Materials) z 21-odstotnim ponderjem in družbo Norils Nickel na prvem mestu.

Ruska centralna banka je v letu 2019 znižala obrestno mero s 7,75 na 6,5 %.

Slika 63: Gibanje indeksa MSCI Russia in cene nafte

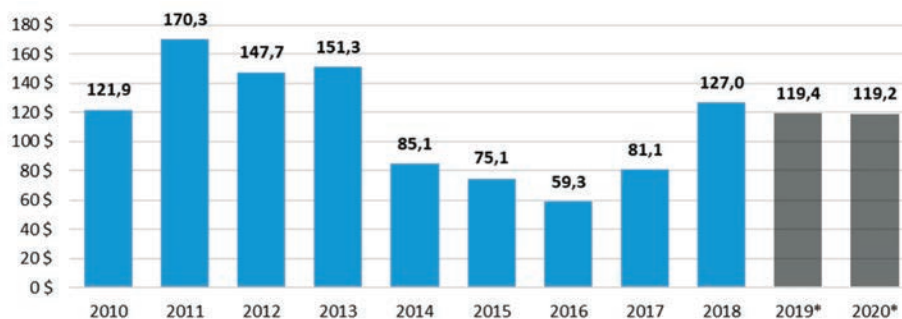


Vir: Bloomberg 2019, MSCI Russia Index

Pojasnilo za takšno dolgoročno gibanje indeksa najdemo že, če pogledamo gibanje cene nafte in dobičkov družb. Ti so prav tako na ravneh izpred 10 let, merjeno v dolarjih. Pri tem je treba poudariti, da je v primerjavi z

dolarjem ruski rubelj v desetletju, ki je za nami, izgubil več kot 50 % vrednosti. Skozi oči ruskega vlagatelja je slika poslovanja domačih družb nekoliko drugačna, boljša.

Slika 64: Dobiček na delnico (EPS) za indeks MSCI Russia v obdobju 2010–2019



\* ocena

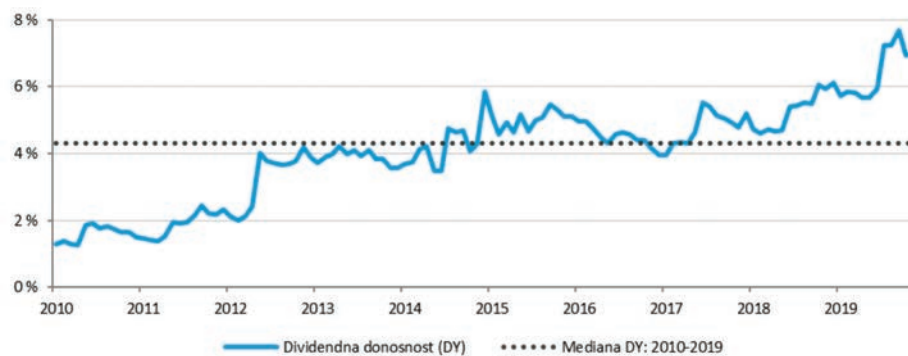
Vir: Bloomberg 2019, MSCI Russia Index

Pretežni del donosa ruskih delnic lahko, če pogledamo desetletno obdobje, pripišemo dividendam: na začetku desetletja je bila dividendna donosnost pod 2 %, trenutno smo na ravneh nad 6 %. Visoka dividendna donosnost se sicer pojavlja pri delnicah energetskih družb po vsem svetu in ne gre

le za izrazito posebnost Rusije. Naklonjenost delničarjev dividendnim politikam, ki povečujejo izplačan dobiček, je v letu 2019 opazna tudi pri Gazpromu. Čez leto so napovedali višje izplačilo dividende in tečaj družbe je v zelo kratkem času zrasel za 60 %.

Ukrepi monetarne in fiskalne politike bodo v letu 2020 spodbudili domače gospodarstvo.

Slika 65: Gibanje dividendne donosnosti ruskih delnic

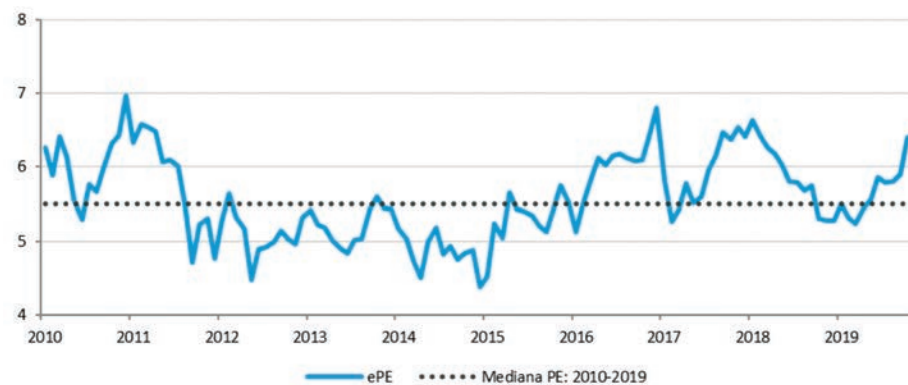


Vir: Bloomberg 2019, MSCI Russia Index

Multiplikatorja dobička in knjigovodske vrednosti potrjujeta nizka vrednotenja ruskih delnic. Te so, gledano prek relativnih kazalnikov, ene cenejših na svetu, vendar je

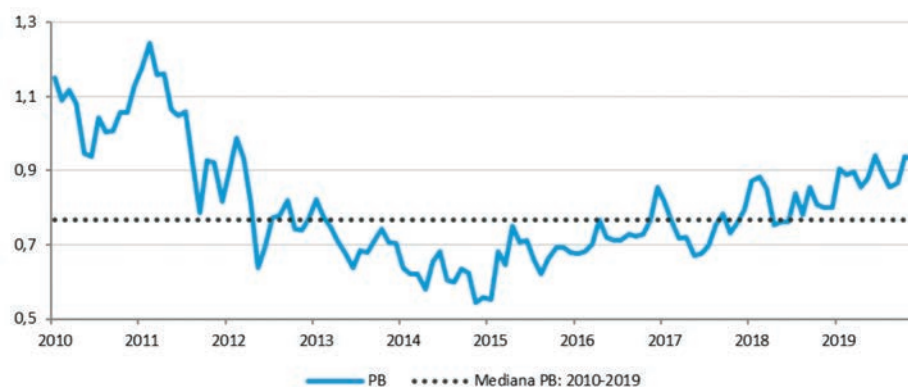
tudi to že dolgoletna posebnost ruskega trga. Različna tveganja, od političnih do gospodarskih, so že dolgo stalnica Rusije.

Slika 66: Gibanje pričakovanega večkratnika dobička (ePE) ruskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Russia Index

Slika 67: Gibanje večkratnika knjigovodske vrednosti (PB) ruskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Russia Index

Relativni kazalniki ruskih delnic (PE, PB) so eni najnižjih na svetu, vendar je to že dolgoletna posebnost ruskega trga.

## Brazilija

Problem Brazilije ostaja velik dolg, ki omejuje fiskalne ukrepe, in visoka brezposelnost, ki pogreša višjo gospodarsko rast.

Tudi največje gospodarstvo Latinske Amerike se sooča z nizko rastjo. Še vedno si ne opomore od ene najhujših recesij iz let 2015 in 2016, ko se je skrčilo za skoraj 7 %, pa se že

spogleduje z novo. Prvič po letu 2016 se tempo rasti upočasnjuje. MDS Braziji napoveduje 0,9-odstotno rast v letu 2019 in okrevanje na 2,0-odstotno rast v letu 2020.

Preglednica 11: Rast brazilskega BDP in inflacija

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
<b>Rast BDP</b>	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,6	-3,3	1,1	1,1	0,9	2,0
<b>Inflacija</b>	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,4	3,7	3,8	3,5

\* ocena

Vir: Mednarodni denarni sklad 2019

Prvega januarja 2019 je vodenje države prevzel kontroverzni skrajno desničarski politik Jair Bolsonaro. Brazilski delniški trg je ta volilni rezultat sprejel z navdušenjem in v pričakovanju potencialnih reform v prvem tednu leta dosegel najvišjo rast na svetu. Evforija je vplivala tudi na napovedi gospodarske rasti za leto 2019. Fitch Solutions je takrat napovedoval 2,4-odstotno rast brazilskega gospodarstva, konec novembra 2019 smo bili pod 1%. Uspeh pa je Bolsonaro dosegel z izpeljavo pokojninske reforme, ki je bila sprejeta oktobra 2019. Brez te bi brazilski dolg lahko ušel izpod nadzora. Uvajanje reforme bo postopno in ne bo prizadelo obstoječih upravičencev do pokojnine. Zaradi nemirov, ki se širijo po Latinski Ameriki (Čile, Bolivija, Kolumbija), so v drugi polovici leta ustavili nadaljnje reforme (reforma javnega sektorja, davčna reforma), tveganje socialnih nemirov je preveliko.

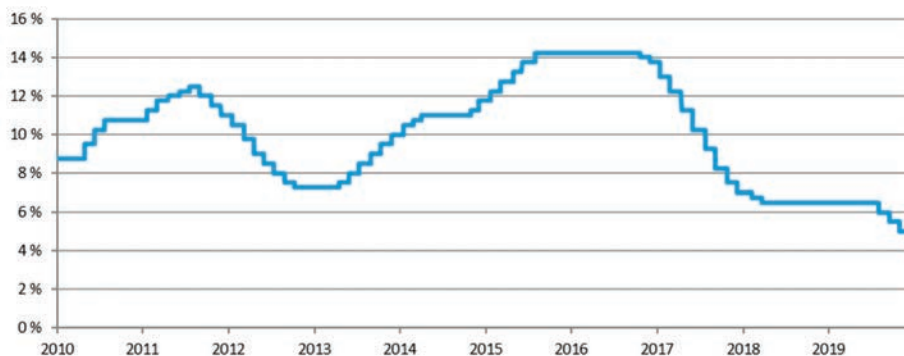
Problem Brazilije ostaja velik dolg, ki omejuje fiskalne ukrepe, in visoka brezposelnost. Javni dolg bo po aktualnih projekcijah do leta 2022 zrasel na 81,8 % BDP, kar bo tudi najvišja dosežena vrednost v zgodovini. Z načrtovanimi reformami želijo predvsem zmanjšati ustvarjeni dolg. Tudi za brezposelne še ni prave rešitve. Leta 2012 je bilo 7,6 milijona brezposelnih, konec leta 2019 je bila ta številka okrog 12,4 milijona, kar pomeni 11,6-odstotno brezposelnost in je neposreden rezultat nizke gospodarske rasti.

Centralna banka nadaljuje pospešeno nižanje obrestne mere. V decembru 2019 so jo znižali za 0,5 % na 4,5 %, kar je rekordno nizka vrednost. Še leta 2016 je bila 14,25 %. V izjavi, ki so jo dali na decembrskem srečanju, ni bilo jasnega sporočila o nadaljnjih ukrepih, razen da so odprti za morebitna nadaljnja nižanja – odvisno od ekonomskega položaja države in inflacije. Slednja ostaja nizka.

Prvega januarja 2019 je vodenje države prevzel kontroverzni skrajno desničarski politik Jair Bolsonaro, ki se je lotil reform.



Slika 68: Ključna obrestna mera brazilske centralne banke (SELIC)



Vir: Bloomberg 2019

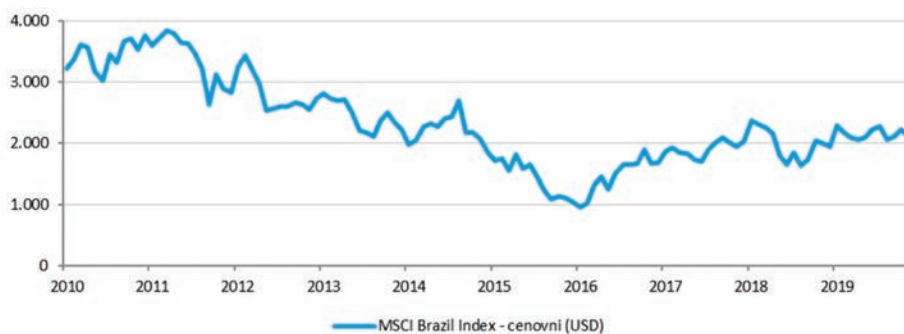
Centralna banka nadaljuje pospešeno nižanje obrestne mere.

## Vrednotenja delniškega trga

Brazilski delniški trg je v letu 2019 presegel 20-odstotno rast v brazilskih realih. V desetletnem obdobju je indeks v brazilskih realih zrasel za dobrih 60 %, v dolarjih pa

upadel za nekaj čez 30 %. Izguba vrednosti brazilskega reala v primerjavi z dolarjem (podobno velja za evro) je v breme dolgoročnim tujim vlagateljem (dolar, evro).

Slika 69: Gibanje indeksa MSCI Brazil

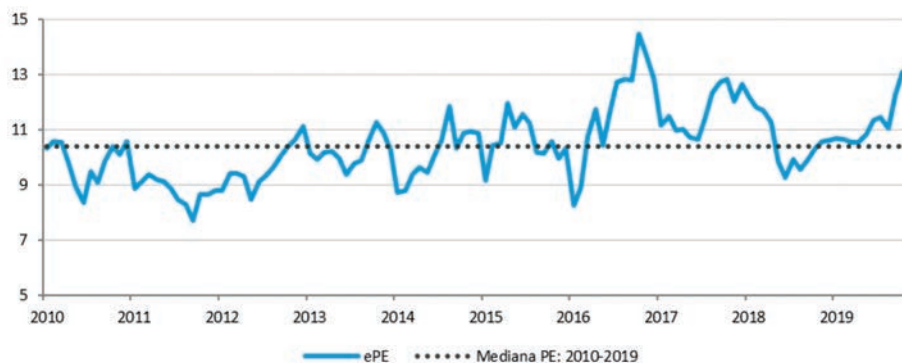


Vir: Bloomberg 2019, MSCI Brazil Index

Rast tečajev v letu 2019, ki je pospremila evforijo ob strukturnih reformah, je premaknila pričakovani večkratnik dobička (ePE) na ravni nad desetletnim povprečjem. Vrednost tega kazalnika, ki znaša 13,4, ni

visoka in s stališča vrednotenja ne moremo govoriti o precenjenosti delniških tečajev, so pa tečaji kljub temu na višjih ravneh od lastnega povprečja.

Slika 70: Gibanje pričakovanega večkratnika dobička (ePE) brazilskih delnic

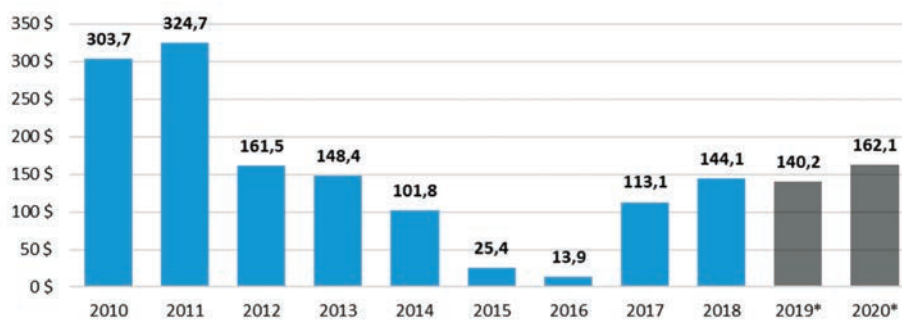


Vir: Bloomberg 2019, MSCI Brazil Index

Upad brazilskega delniškega indeksa v desetletnem obdobju v dolarjih (tudi v evrih) ima »pokritje« tudi v upadu dobičkov podjetij. Velik del krčenja lahko pripišemo

recesiji v letih 2015 in 2016 in izgubi vrednosti brazilskega reala v primerjavi s tujimi valutami (dolar, evro).

Slika 71: Dobitek na delnico (EPS) za indeks MSCI Brazil v obdobju 2010–2019



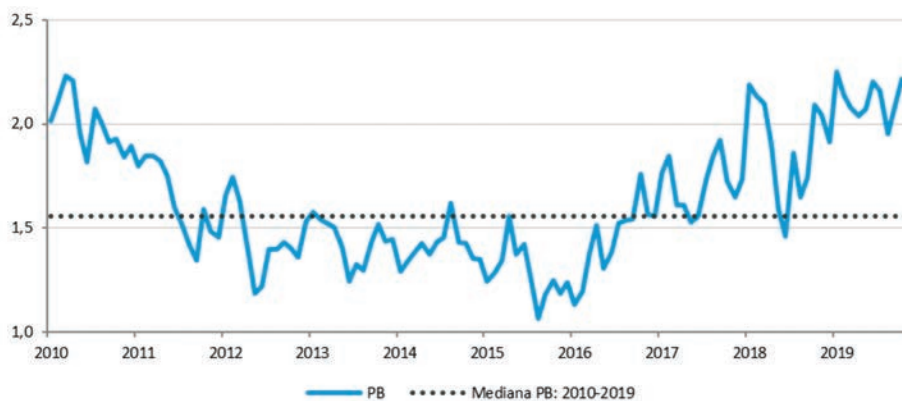
\* ocena

Vir: Bloomberg 2019, MSCI Brazil Index

Podobno kot mnogokratnik pričakovanih dobičkov je tudi mnogokratnik knjigovodske vrednosti nad svojim desetletnim

povprečjem in zahteva nekaj dodatne pozornosti pri naložbah na brazilski delniški trg.

Slika 72: Gibanje večkratnika knjigovodske vrednosti (PB) brazilskih delnic

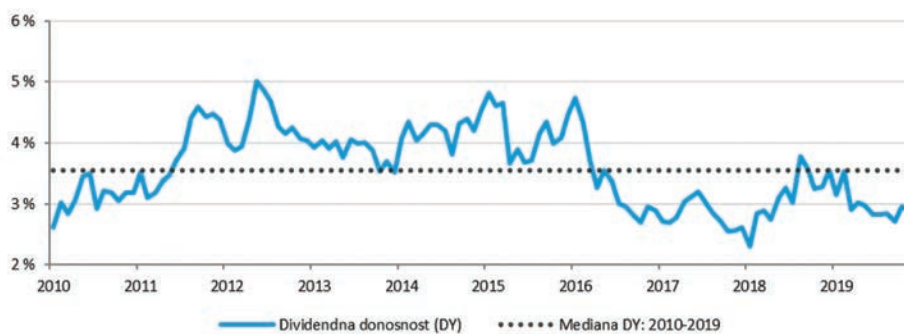


Vir: Bloomberg 2019, MSCI Brazil Index

Obratno sorazmerno velja za dividendno donosnost. Ta je pod 3 % odstotki, kar velja za nizko na brazilskem delniškem trgu. Je pa treba dividendno donosnost gledati tudi v

kontekstu z brazilskim obvezniškim trgom, kjer so zahtevane donosnosti prav tako na najnižjih ravneh, še vedno pa presegajo delniške dividende.

Slika 73: Gibanje dividendne donosnosti brazilskih delnic



Vir: Bloomberg 2019, MSCI Brazil Index

# Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Tržna vrednost tehnološkega giganta Apple je višja, kot je tržna vrednost vse ameriške naftne industrije skupaj.

Poplava nafte bo prišla kljub naraščajočim pomislekom o podnebnih spremembah.

## Energetika

Preglednica 12:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	57,5 %
Evropa brez VB	23,6 %
VB	5,5 %
Japonska	1,2 %
Razvita Azija	2,4 %
EM	9,8 %

Vir: Bloomberg 2019

Leto 2019 si bodo vlagatelji v delnice zapomnili kot eno najboljših doslej, saj so praktično vsi naložbeni razredi, kljub nenehnim opozorilom o prihajajoči recesiji, ob koncu novembra bili v zelenem. Svetovni delniški indeks se je od začetka leta okrepil za več kot 25 %, nekoliko manj zadovoljni kot več let zapovrstjo pa so vlagatelji v delnice naftnih in plinskih družb, saj so se te v povprečju okrepile le za dobrih 5 %. Apatičnost vlagateljev do tega sektorja je v zadnjih letih več kot očitna. Razlogi so številni, od dolgoročnih strahov o prihodnosti industrije fosilnih goriv, nepredvidljive cene nafte do pritiskov javnosti po sprejetju strožjih okoljskih, družbenih in upravljaljskih standardov (standardi ESG). Spremembe, ki so nastale v zadnjih 10 letih, so ogromne, nekoč največje podjetje na svetu Exxon Mobil je prvič v devetih desetletjih izpadel iz skupine 10 največjih ameriških družb v indeksu S&P 500, energetskega sektorja pa ima v tem indeksu dobre 4 %, še pred 10 leti, ko se je z nafto trgovalo tudi po 140 dolarjev za sod, je bil sektor zastopan s 15 %. Še največ pa nam o celotni sliki energetskega sektorja pove podatek, da je trenutna tržna vrednost tehnološkega giganta Apple višja, kot je tržna vrednost vse ameriške naftne industrije skupaj.

Cena severnomorske nafte brent se je v prvi polovici leta 2019 gibala bliže območja 70 dolarjev, medtem ko se je v drugi polovici

Preglednica 13:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Integrated Oil & Gas	59,8 %
Oil & Gas Exploration & Produc	16,2 %
Oil & Gas Storage & Transporta	10,8 %
Oil & Gas Refining & Marketing	7,8 %
Oil & Gas Equipment & Services	4,9 %
Oil & Gas Drilling	0,2 %
Coal & Consumable Fuels	0,1 %

Vir: Bloomberg 2019

znižala in se večino časa zadrževala v območju 60 dolarjev. Velik delež gibanja cene nafte gre pripisati celoletnemu dogajanju v trgovinski vojni med ZDA in Kitajsko, ki je močno prizadelo izvozno usmerjena gospodarstva, kot je Nemčija, kjer se je gospodarska aktivnost najbolj ohladila. Nemška industrijska proizvodnja je letos dosegla desetletno dno, saj je povpraševanje po njihovih proizvodih pri največjem trgovinskem partnerju Kitajski začelo upadati. Proizvodnja je eno izmed kapitalsko in energetskega najbolj intenzivnih delov gospodarstva, zadnji upad pa kaže na nadaljevanje upočasnjevanja povpraševanja po gorivu in zmanjševanju pritiska na cene. Mednarodna agencija za energijo in združenje OPEC sta kot odziv na trgovinske napetosti znižala napovedi za rast svetovnega povpraševanja po nafti z 1,5 na milijon sodov na dan, kljub vsemu naj bi se rast za milijon sodov na leto ohranila vse do leta 2025, vrh povpraševanja pa naj bi bil dosežen ob koncu desetletja, nakar bo sledil upad, kot posledica izboljšane učinkovitosti porabe goriva in povečane uporabe elektrificiranih vozil. Za prihodnja leta na ponudbeni strani ni bojazni, saj bo poplava nafte prišla kljub naraščajočim pomislekom o podnebnih spremembah, in to od manj znanih proizvajalk. Samo Norveška, Gvajana in Brazilija naj bi v prihodnjih dveh letih okrepile trg z dodatnima dvema milijonoma sodov in ob rekordni proizvodnji trenutno

največje proizvajalke nafte ZDA s 13 milijoni sodov se cena nafte najverjetneje ne bo kaj dosti spremenila.

Bilance največjih naftnih podjetij so videti bolj prepričljive kot pred leti, saj podjetja ustvarjajo velike denarne tokove in izplačujejo visoke dividende. Chevron in Exxon Mobil na primer ponujata dividendni

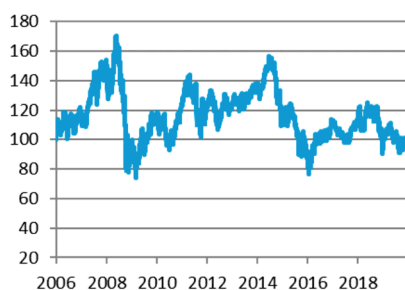
donos dobre 4 oziroma 5 %, medtem ko pri BP in Royal Dutch Shellu ta presega 6 %. Še pred kratkim, leta 2011, se je energetski sektor vrednotil po enakih vrednostih kot splošni trg, danes je razhajanje ogromno. Primerjava po knjigovodski vrednosti kaže, da energetski sektor kotira po 1,3 PB, medtem ko je splošni trg pri 2,35 PB.

Bilance največjih naftnih podjetij so videti bolj prepričljive kot pred leti, saj podjetja ustvarjajo velike denarne tokove in izplačujejo visoke dividende.

## Gibanje sektorja

Slika 74:

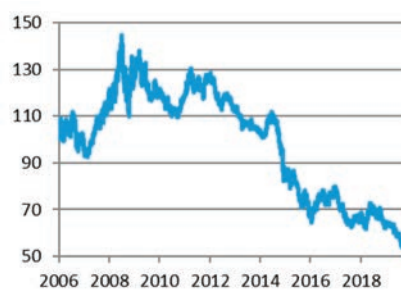
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 75:

Relativno gibanje Energy in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

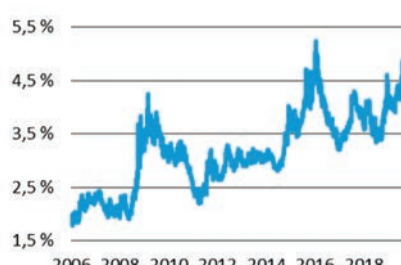
## Vrednotenje sektorja

Slika 76: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 77: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL CORP	ZDA	12,1 %	261.977	19,20	1,54	7,78
CHEVRON CORP	ZDA	9,1 %	197.330	17,09	1,41	6,10
TOTAL SA	FRANCIJA	5,7 %	123.368	10,22	1,22	4,26
BP PLC	VB	5,1 %	111.040	11,25	1,27	4,62
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	NIZOZEMSKA	4,9 %	107.132	10,69	1,21	5,05
ROYAL DUTCH SHELL PLC-B SHS	NIZOZEMSKA	4,4 %	95.299	10,61	1,20	5,05
ENBRIDGE INC	KANADA	3,2 %	70.231	19,26	1,68	13,14
CONOCOPHILLIPS	ZDA	2,8 %	60.767	18,15	1,93	5,81
CNOOC LTD	KITAJSKA	2,7 %	58.864	8,00	1,07	3,09
EQUINOR ASA	NORVEŠKA	2,5 %	54.842	10,34	1,49	2,76

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019



Damjan Kovačič

Podpovprečni donosi  
surovin in delnic.

Investicijsko povpraševanje  
po plemenitih kovinah.

## Surovine in predelovalna industrija

Preglednica 14:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	34,0 %
Evropa brez VB	25,1 %
VB	13,7 %
Japonska	7,8 %
Razvita Azija	8,1 %
EM	11,3 %

Vir: Bloomberg 2019

Leto 2019 v analih surovinskega naložbenega razreda ne bo zapisano z zlatimi črkami, čeprav je bilo tudi tu nekaj velikih zmagovalcev, tako naj med osnovnimi surovinami omenimo paladij (+70 %), nikelj (+32 %), železovo rudo (+22 %) in zlato (+14 %). Po drugi strani so se najslabše odrezali cink, bombaž, pšenica, ki so upadli za okoli 15 %, posebej pa kurilni premog, katerega cena je strmoglavila za 35 %. Osrednji Bloombergov surovinski indeks je v evrih zrasel za nekaj več kot 5 %, delnice, ki jih uvrščamo v sektor materiali in surovine, pa so pridobile 22 %, s čimer so za okoli 5 odstotnih točk zaostale za globalnimi delnicami.

Cene železove rude so šle v višave v prvi polovici leta, ko so zrasle za kar 70 %, kar je bila posledica začasnega zaprtja okoli tretjine Valejevih brazilskih zmogljivosti. Za ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem je pomembno, da bodo trajno opustili del izkopov, kar bo imelo pozitiven srednjeročni strukturni učinek na višje cene železove rude. Po drugi strani se na Kitajskem že zaustavlja proces urbanizacije, kar bo potegnilo za sabo nižjo intenziteto porabe jekla in nižji delež jekla v BDP-ju.

Ničelne ali negativne realne obrestne mere so bile najpomembnejši dejavnik, ki je vplival na rast investicijskega povpraševanja po plemenitih kovinah in več kot 40-odstotno rast delnic zlatih rudnikov. Tudi v prihodnjih letih bo, zaradi nizke rasti z realno negativnimi obrestnimi merami, ob visokih

Preglednica 15:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Chemicals	50,9 %
Metals & Mining	35,0 %
Construction Materials	6,0 %
Containers & Packaging	5,5 %
Paper & Forest Products	2,6 %

Vir: Bloomberg 2019

geopolitičnih in trgovinskih konfliktih, smiselno ohraniti nadpovprečno izpostavljenost do zlata in plemenitih kovin, saj so v takšnem okolju za vlagatelje privlačne tudi tiste naložbe, ki sicer same po sebi ne prinašajo nobenega donosa.

Surovine spadajo med tiste ciklične sektorje, ki so tradicionalno najbolj občutljivi za investicijske prilive, ki po navadi okrepijo cenovne signale, ki izvirajo iz temeljnih dejavnikov. Citi Research ocenjuje, da so bili v letu 2019 neto prilivi v surovinske sklade in indeksne produkte samo 18 milijard dolarjev, kar pomeni manj kot 4 % vseh surovinskih sredstev v upravljanju, ki pa so pri 470 mrd USD še vedno za približno 10 % nižja kot med letoma 2010 in 2012.

Kitajska je daleč največja svetovna porabnica večine surovin, vendar pa v nasprotju z razmerami konec prejšnjega poslovnega cikla kljub recesiji v predelovalni industriji, kot kaže, ni več pripravljena izvajati agresivnih monetarnih in fiskalnih spodbud, razen če se ne bi zgodil kakšen dramatičen zunanji geopolitični ali gospodarski šok, ki bi pomenil nevarnost trdega pristanka. Največja notranjepolitična neznanka ostaja še naprej negotovost v nepremičninskem in infrastrukturnem sektorju, ki sta doživela mini razcvet v drugi polovici leta 2019. Ta dva sektorja obsegata okoli 30 % BDP, do ohlajanja pa bi prišlo, če bi se oblasti odločile resneje obračunati z nepremičninskimi špekulanti na lokalni ravni



in bi se rast investicij spustila pod 10 % na letni ravni.

Delnice podjetij iz sektorja materiali in surovine so glede na temeljne kazalnike poslovanja še vedno podcenjene v primerjavi s preostalimi panogami. Globalne surovinske delnice kotirajo na borzah z okoli 10-odstotnim diskontom glede na zgodovinska povprečja, sočasno pa, ob manj kot 14-kratniku pričakovanega dobička,

ponujajo vlagateljem precej visok dividendni donos 3,2%.

V letu 2020 pričakujemo, da se bodo nadaljevale podobne makroekonomske razmere kot v letu 2019. Za surovinski sektor bo dobrodošlo vsako, še tako majhno okrevanje, še bolj pa je pomembno, da v letu 2020 ne pričakujemo črnega scenarija, ki bi se zgodil ob recesiji v ZDA.

Kitajska ni več pripravljena na agresivne spodbude.

## Gibanje sektorja

Slika 78:

Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 79:

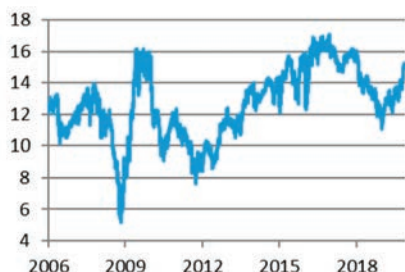
Relativno gibanje Material in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

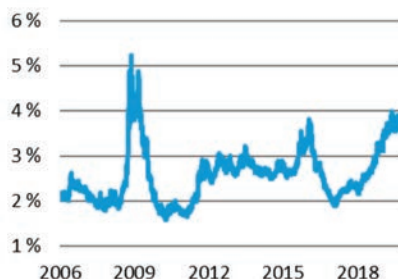
## Vrednotenje sektorja

Slika 80: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 81: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
LINDE PLC	VB	5,2 %	99.178	25,50	2,26	14,46
BHP GROUP LTD	AVSTRALIJA	3,7 %	70.343	14,75	2,85	6,40
RIO TINTO PLC	VB	3,3%	64.080	10,43	2,35	5,80
BASF SE	NEMČIJA	3,2 %	61.869	15,02	1,53	8,70
VALE SA-SP ADR	BRAZILIJA	3,1 %	59.686	7,49		4,46
AIR LIQUIDE SA	FRANCIJA	3,0 %	57.875	22,23	3,28	11,95
ECOLAB INC	ZDA	2,5 %	47.905	28,30	6,23	17,22
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	ZDA	2,5 %	47.695	23,62	13,21	18,20
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	ZDA	2,4 %	45.432	21,82	4,58	11,99
DUPONT DE NEMOURS INC	ZDA	2,2 %	42.787	15,17	1,16	10,81

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019

Še naprej privlačna vrednotenja surovinskih delnic



mag. Jure Dubravica

Relativna vrednotenja  
industrijskega sektorja so  
nekoliko nad svojimi  
večletnimi povprečji.

## Industrija

Preglednica 16:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	51,9 %
Evropa brez VB	25,3 %
VB	5,5 %
Japonska	14,7 %
Razvita Azija	1,4 %
EM	1,1 %

Vir: Bloomberg 2019

Za nami je eno najboljših let na delniških trgih od velike finančne krize v letih 2007 in 2008. Čez leto je bilo sicer nekaj manjših korekcij, vendar globalni delniški indeks družb industrijskega sektorja ni doživel upada, ki bi presegel 10 % (velja do srede decembra, časa priprave publikacije). Pesimizem, ki je zajel kapitalske trge konec leta 2018, je v letu 2019 v celoti izpuhtel. Delnice družb iz cikličnih panog, kamor poleg industrijskega sektorja sodijo še družbe iz sektorjev finance, materiali, trajne potrošne dobrine, informacijska tehnologija in komunikacijske storitve (po metodologiji in klasifikaciji MSCI Global Industry Classification Standard – GICS), so po rasti presegle defenzivne sektorje. Za ciklične sektorje je značilno, da njihova dinamika poslovanja sovпада z ekonomskim ciklom gospodarstva, ki se v grobem deli na štiri faze: ekspanzija, upočasnitev, recesija in okrevanje. Najizrazitejši podsektor industrijskega sektorja so kapitalske dobrine, sledijo prevozniki in v manjši meri druge industrijske storitve.

Največ optimizma je v drugi polovici leta 2019 na trge prinesel signal, ki so ga ameriški in kitajski pogajalci pošiljali glede prihodnosti medsebojne trgovinske menjava. Konstruktiven dialog med stranema je dobrodošel, saj se je konflikt začel prenašati tudi na druga področja ameriško-kitajskih odnosov in je načel zaupanje vlagateljev po svetu ter njihovo pripravljenost za nova vlaganja. K večjemu optimizmu je v zadnjem delu leta pripomoglo tudi zmanjšanje

Preglednica 17:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Capital Goods	66,6 %
Transportation	21,8 %
Commercial & Professional Serv	11,6 %

Vir: Bloomberg 2019

napetosti glede britanskega izstopa iz EU. Hkrati so bili v drugi polovici leta ponovno v ospredju stimulatívni ukrepi največjih centralnih bank, s pomočjo katerih se aktualni poslovni cikel podaljšuje. Vse več je tudi pozivov k močnejšim fiskalnim spodbudam. Prvi javni poziv Christine Lagarde, nove guvernerke ECB, državam evroobmočja je bil ravno v tej smeri.

Globalni PMI proizvodnje, vodilni kazalnik gospodarske aktivnosti, je nadaljeval trend upadanja, ki traja že od januarja 2018. Skozi leto je zdrsnil pod mejo 50 točk, kar napoveduje krčenje gospodarske aktivnosti. V prvih vrstah tega upočasnjevanja so proizvajalci avtomobilov. V drugi polovici leta je sledil manjši preobrat, ki nakazuje, da bi se razmere v proizvodnem sektorju lahko stabilizirale. Nemčija, velika proizvajalka avtomobilov, se je takrat za las izognila recesiji. Na upočasnjevanje gospodarske aktivnosti je konec leta opozoril tudi MDS, ki je v oktobrskem poročilu znižal napoved za gospodarsko rast svetovnega gospodarstva na 3,0 % za leto 2019, kar je najnižje po veliki finančni krizi. Razlog za sinhrono upočasnjevanje svetovnega gospodarstva pripisujejo povečanim trgovinskim oviram in geopolitičnim tveganjem. Ocenjujejo, da bodo napetosti med ZDA in Kitajsko upočasnile rast globalnega BDP tudi v letu 2020, in sicer za 0,8 %. Napoved MDS o globalni gospodarski rasti je sicer za leto 2020 obetavnejša kot za leto 2019, vendar je ocena pod vprašajem, saj se pričakuje, da se bo rast v velikih gospodarstvih, kot so ZDA,



Japonska in Kitajska, še naprej upočasnjevala.

Pričakovani večkratnik dobička (PE) na delnico v globalnem portfelju industrijskih družb za leto 2020 znaša 15,9. Eno leto prej smo ob takšnem času pisali o pričakovanem večkratniku v višini 14,2. Podobno velja za večkratnik knjigovodske vrednosti (PB), ki

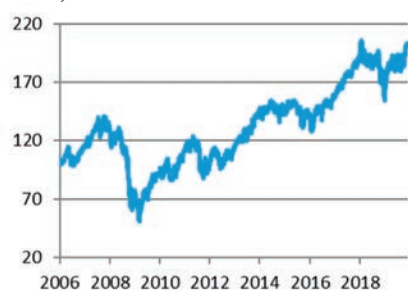
znaša 3,2 in je nekoliko nad preteklimi vrednostmi. Pričakovana dividendna donosnost se je znižala na 2,2%. Optimizem zadnjega četrtertja 2019 je tečaje potisnil nad desetletno povprečje relativnih kazalnikov. Težko, da bo leto, ki je pred nami, na delniških trgih boljše, prej se lahko pripravimo na povečano nihajnost.

Konec oktobra je bil globalni PMI proizvodnje še vedno pod mejo 50 točk, vendar se je trend krčenja v zadnjih mesecih leta ustavil.

## Gibanje sektorja

Slika 82:

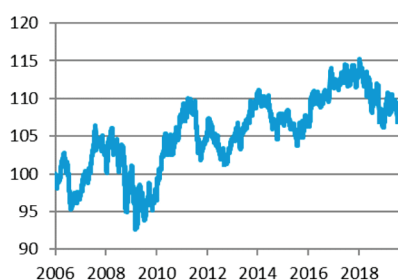
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 83:

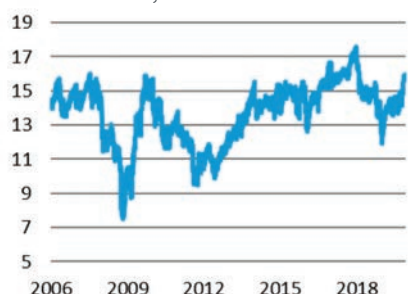
Relativno gibanje Industrial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

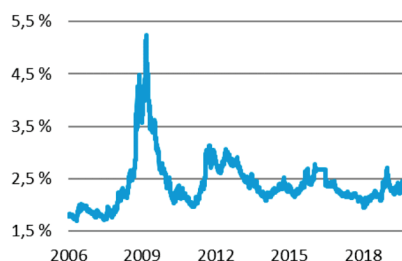
## Vrednotenje sektorja

Slika 84: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 85: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
BOEING CO/THE	ZDA	3,9 %	176.708	16,80	#N/A N/A	11,49
UNITED TECHNOLOGIES CORP	ZDA	2,5 %	114.052	16,81	3,14	11,31
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	ZDA	2,5 %	112.824	19,97	6,94	14,21
UNION PACIFIC CORP	ZDA	2,4 %	108.642	18,17	6,73	12,59
LOCKHEED MARTIN CORP	ZDA	2,2 %	97.737	15,82	27,88	12,02
SIEMENS AG-REG	NEMČIJA	2,2 %	99.059	14,24	1,97	9,75
AIRBUS SE	FRANCIJA	2,1 %	96.071	16,82	20,31	8,99
3M CO	ZDA	1,9 %	87.050	17,47	9,07	11,98
GENERAL ELECTRIC CO	ZDA	1,9 %	85.949	16,20	3,43	9,65
UNITED PARCEL SERVICE-CL B	ZDA	1,6 %	73.420	14,40	18,02	10,82

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019



Aleš Šoba, CFA

Visoka rast sektorja v letu 2019.

## Trajne potrošne dobrine

Preglednica 18:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	53,8 %
Evropa brez VB	22,6 %
VB	3,2 %
Japonska	15,7 %
Razvita Azija	1,0 %
EM	3,7 %

Vir: Bloomberg 2019

Sektor trajnih potrošnih dobrin ima za seboj uspešno leto. Do decembra 2019 je pridobil skoraj 27 % (merjeno v evrih), kar je malenkost nad povprečjem trga. Vrednotenja sektorja so se v letu 2019 povišala, tako kotirajo delnice pri 16,8 mnogokratnika dobička za leto 2020. So pa velike razlike znotraj sektorja (avtomobilisti pri 8,4, trgovina na drobno pri 25).

Če se ozremo v leto 2020, vidimo, da ostaja gospodarsko okolje še naprej naklonjeno potrošniku. Nizka stopnja brezposelnosti (ZDA le 3,5 %, evroobmočje 7,5 %), rast plač in še vedno velik optimizem med potrošniki nakazujejo na še eno pozitivno leto za podjetja, ki delujejo v tem sektorju. Ponovno nižje obrestne mere in spodbude centralnih bank bodo le še dodatno pripomogle k večji potrošnji.

Najbolje so se v letu 2019 (znova) odrezala podjetja iz podsektorja luksuznih dobrin. Čeprav so ta imela za seboj že solidno leto 2018, so tudi leto 2019 nadaljevala v pozitivnem trendu. V lanski izdaji omenjena vodilna podjetja (LVMH, Kering – Gucci, Adidas in Hermes) so pridobila med 30 in 60 %. Razlika med podjetji, ki imajo najmočnejše in najprepoznavnejše blagovne znamke, ter tistimi iz »druge lige« se je samo še povečala. Napovedana prevzema družb Tiffany in Moncler s strani največjih LVMH in Kering kažeta na še večjo koncentracijo moči v tem sektorju. Glavna težava teh podjetij so visoka pričakovanja, ki se odražajo v povišanih vrednotenjih, tako

Preglednica 19:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Automobiles & Components	20,2 %
Consumer Durables & Apparel	21,8 %
Consumer Services	15,9 %
Retailing	42,0 %

Vir: Bloomberg 2019

da ponovitev leta 2019 ne pride v poštev. Kljub vsemu gre za blagovne znamke, ki bodo z nami še desetletja.

Najslabše se je (tradicionalno) odrezal avtomobilski podsektor. Avtomobilisti se soočajo tako s cikličnimi kot strukturnimi izzivi. V pravkar minulem letu bo upad globalne prodaje znašal 4 %. Za leto 2020 se pričakuje stabilizacija (-1 %). Še posebej slabo se je odrezala Kitajska, kjer je bila do novembra prodaja manjša za 10,5 %. Poleg cikličnih težav pa v ospredju ostajajo strukturne spremembe. Predvsem prehod na električna vozila bo zahteval ogromne vloške podjetij, ki bodo še dodatno ogrozili njihovo dobičkonosnost. Nemška avtomobilska industrija, ki zaposluje 830.000 ljudi in posredno podpira še dodatna dva milijona, se spopada z največjo krizo od iznajdbe avtomobila. V prihodnjih treh letih nameravajo nemška podjetja vložiti 40 milijard evrov v razvoj tehnologij, povezanih z električnimi vozili. Kombinacija stagnirajočih prihodkov, pritiskov na marže in ogromnih investicij ni dobra popotnica.

Na področju trgovine se je po štirih letih zgodilo, da je delnica Amazona zaostala za donosom sektorja (prvič po letu 2014). Razlog lahko najdemo v neverjetni rasti delnice v obdobju 2015–2018, tako da je premor nekaj čisto normalnega. Poleg tega so znova v fazi večjih investicij (enodnevna dostava), ki na kratek rok negativno vplivajo na poslovanje podjetja pod črto, pomeni pa to še močnejše konkurenčne prednosti v

prihodnje. Zaradi svojega izjemnega vpliva tudi vedno bolj prihajajo pod drobnogled regulatorjev. Ne glede na to ostajajo trendi podobni kot v preteklih letih. Zmagovalci so podjetja, ki so se najbolj prilagodila okolju, kjer postaja spletna prodaja prevladujoča prodajna pot. Nekaterim podjetjem (Target) je z velikimi naložbami uspelo ostati relevantna v vedno bolj neizprosno okolju.

Za leto 2020 ostajajo priporočila podobna preteklim letom. Podjetja, ki jim uspe svoj poslovni model prilagoditi spletni prodaji in izkoristiti digitalizacijo ter močno vlagati v lastne blagovne znamke, bodo tudi v prihodnjih letih zmogla nagraditi vlagatelje. Edina pripomba so povišana vrednotenja po tako uspešnem letu, ki kažejo, da bodo prihodnji donosi bolj zmerni kot v letu 2019.

Avtomobilski sektor znova najmanj donosen.

## Gibanje sektorja

Slika 86:

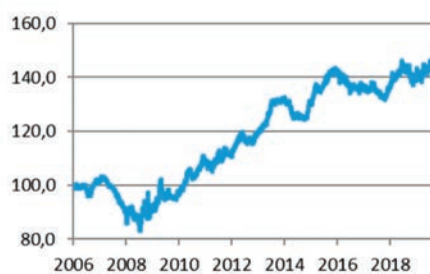
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 87:

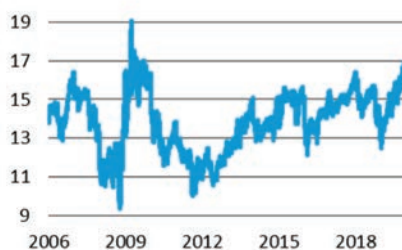
Relativno gibanje CD in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

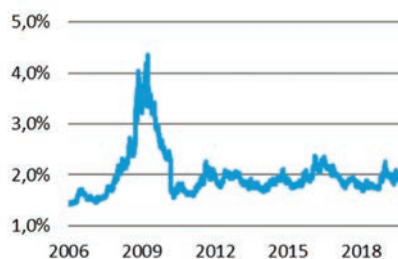
## Vrednotenje sektorja

Slika 88: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 89: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
AMAZON.COM INC	ZDA	16,8 %	778.425	54,58	15,32	21,98
HOME DEPOT INC	ZDA	4,5 %	207.628	21,01		14,82
TOYOTA MOTOR CORP	JAPONSKA	4,5 %	205.793	9,35	1,07	11,67
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	FRANCIJA	4,3 %	200.681	27,17	5,93	15,56
MCDONALD'S CORP	ZDA	2,8 %	131.659	24,83		17,92
NIKE INC -CL B	ZDA	2,4 %	108.717	32,62	16,48	24,60
STARBUCKS CORP	ZDA	2,0 %	91.814	28,37		17,49
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	ŠPANIJA	2,0 %	93.593	24,55	6,69	12,22
LOWE'S COS INC	ZDA	1,8 %	80.962	20,66	36,76	14,26
SONY CORP	JAPONSKA	1,7 %	76.810	16,14	2,30	7,12

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019



Aleš Grbić

Nadpovprečni donosi in zmerna precenjenost.

## Osnovne potrošne dobrine

Preglednica 20:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	52,6 %
Evropa brez VB	23,7 %
VB	11,5 %
Japonska	6,7 %
Razvita Azija	1,5 %
EM	4,1 %

Vir: Bloomberg 2019

Od 1. januarja do 30. novembra 2019 je globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin zrasel za 22,8 %, merjeno v evrih. To se je zgodilo po treh letih podpovprečnih donosov (leta 2018 -2,93 %, leta 2017 2,14 % in leta 2016 3,95 %). Donos leta 2019 je sicer ponovno pod donosom globalnega delniškega indeksa S&P Global 1200, ki se je v opazovanem obdobju povečal za 26,0 %, merjeno v evrih. Sektor osnovnih potrošnih dobrin trenutno kotira 6 % nad pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje posamezne delnice na podlagi metode neto sedanje vrednosti). V letu 2019 se je gibal v razponu od 10-odstotne podcenjenosti pa vse do 6-odstotne precenjenosti (leta 2018 med 11-odstotno podcenjenostjo in 8-odstotno precenjenostjo). Najcenejši je bil v začetku januarja pod vplivom napetosti zaradi trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko. Večino časa se je gibal v razponu med 5-odstotno podcenjenostjo in 5-odstotno precenjenostjo. Najbolj precenjen je bil v začetku aprila 2013, ko je kotiral 14 % nad pošteno vrednostjo, najnižje pa med veliko finančno krizo 2008–2009, in sicer 32 % pod pošteno vrednostjo.

V segmentu pakirane hrane, ki je največji podsektor znotraj sektorja osnovnih potrošnih dobrin, se je nadaljeval prevladujoči trend – premik potrošnikov k bolj zdravi prehrani. Prodaja zdrave hrane in pijače potrošnikom prek spleta se je od leta 2016 povečevala v povprečju za 11 % letno. Vse z namenom, da bi si potrošniki izboljšali zdravje. Podjetja iz tega segmenta še naprej

Preglednica 21:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Food & Staples Retailing	21,1 %
Food, Beverage & Tobacco	54,9 %
Household & Personal Products	24,0 %

Vir: Bloomberg 2019

želijo imeti v svojem portfelju čim večje število »zdravih« izdelkov, ob tem pa ohraniti enak profil okusa. To je zelo pomembno pri boju z manjšimi nišnimi podjetji, ki tudi ciljajo na zdravstveno ozaveščenega potrošnika, ki razume koncept zdrave prehrane. Segment pakirane hrane bo pod največjim vplivom tega trenda, čeprav ga zaznava celoten sektor osnovnih potrošnih dobrin. Ta premik se je tudi že zgodil pri pijačah. Potrošniku ponujajo alternativne pijače tradicionalnemu pivu in jabolčniku, in sicer z malo ogljikovimi hidrati in malo kalorijami. Ob teh premikih lahko zaznamo naraščajočo konkurenco na tem področju s prihodom novih igralcev na trg. Zaradi tega se bodo občutno povečala vlaganja v raziskave in razvoj, prav tako stroški marketinga in oglaševanja. Posledica bo zvišanje teh stroškov v deležu prodaje na prek 10 % v letu 2020, medtem ko so bili leta 2018 še tik pod dvomestnim deležem prodaje.

Nadaljuje se trend, da lokalni kraft pivovarji jemljejo tržni delež premijskim blagovnim znamkam. Dobro organsko rast dosegajo podjetja, ki prek 10 % prihodkov vlagajo v raziskave in razvoj novih izdelkov ter generirajo inovacije. Multinacionalke s področja osnovnih potrošnih dobrin bijejo težaven boj proti spletni trgovini, privatnim znamkam, majhnim podjetjem. Pri tem poskušajo prodajo povečevati s krepitvijo blagovnih znamk in zniževanjem stroškov, da lahko financirajo vlaganja v rast. Nadpovprečne stopnje rasti dosegajo podjetja, ki so svoje strategije oblikovala

tako, da so se usmerila na hitro rastoče trendovske segmente. Večina rasti podjetij sicer izhaja z razvijajočih se trgov.

Presenečenje pri Trumpovem predlogu o prepovedi prodaje netobačnih tekočin za elektronske cigarete je v tem, da je zanj potreboval toliko časa. Regulacija v segmentu elektronskih cigaret (vaping) je

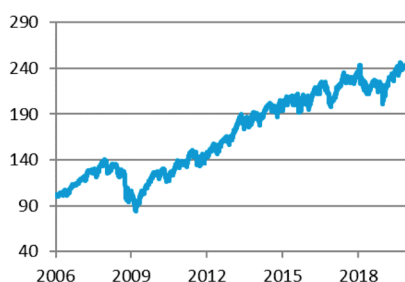
še vedno v zgodnji fazi, prihodnji razvoj pa bi lahko prinesel višje davke in nadzor nad sestavinami. Predlog bo pospešil ameriško regulacijo in negativno vplival na neustrezno certificirano industrijo elektronskih cigaret oziroma tekočin zanje. Vpliva ni možno oceniti, dokler ne bo več znano o obsegu in časovnici nove regulacije.

Nadaljevanje prevladujočega trenda – fokus na ozaveščenem potrošniku v vseh podsektorjih.

## Gibanje sektorja

Slika 90:

Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 91:

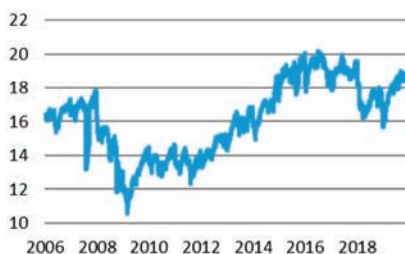
Relativno gibanje CS in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

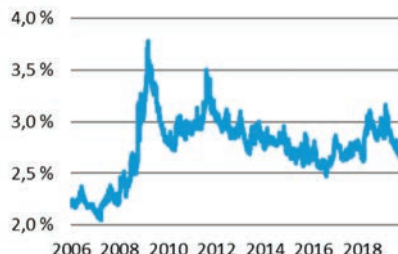
## Vrednotenje sektorja

Slika 92: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 93: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
WALMART INC	ZDA	7,9 %	303.074	22,80	4,72	12,07
PROCTER & GAMBLE CO/THE	ZDA	7,2 %	279.065	23,80	6,81	17,09
NESTLE SA-REG	ŠVICA	7,3 %	279.651	21,68	6,10	16,59
COCA-COLA CO/THE	ZDA	5,4 %	207.494	23,87	12,35	20,80
PEPSICO INC	ZDA	4,5 %	171.613	22,98	13,55	15,73
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	BELGIJA	3,6 %	139.772	16,99	2,15	11,80
L'OREAL	FRANCIJA	3,7 %	142.369	30,08	5,28	19,54
COSTCO WHOLESALE CORP	ZDA	3,0 %	117.109	31,75	8,52	17,36
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	ZDA	3,1 %	118.492	15,17		11,73
ALTRIA GROUP INC	ZDA	2,2 %	84.351	11,31	8,91	10,79

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019





mag. Barbara Gačnik

Vrednotenja v panogi bogata.

## Zdravstvo

Preglednica 22:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	64,0 %
Evropa brez VB	22,2 %
VB	4,6 %
Japonska	6,8 %
Razvita Azija	2,1 %
EM	0,3 %

Vir: Bloomberg 2019

V prvi polovici leta 2019 je bil sektor precej neprijeten med vlagatelji medtem ko je bila druga polovica bolj obetavna. Do 30. novembra 2019 je indeks delnic S&P Global 1200 Healthcare zrasel za 22 %, medtem ko so v enakem obdobju delnice S&P Global 1200 zrasle za 26 %, merjeno v evrih. Znotraj sektorja so največ pridobile delnice proizvajalcev zdravstvene tehnologije in ponudniki storitev za zdravstveno znanost, najslabše so se odrezale delnice ponudnikov zdravstvenih storitev.

Trenutni večkratnik dobička (PE) delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, znaša 24 in je kar precej nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 19,4. Pričakovani PE omenjenega indeksa za leto 2020 znaša 16,1. Trenutni večkratnik knjigovodske vrednosti omenjenih delnic je 4,2 in precej presega 10-letno povprečje, ki znaša 3,81. Dividendna donosnost je 1,9 %. Vrednotenja v panogi so precej bogata, v globalnem indeksu S&P Global 1200 ima višje vrednotenje zgolj nepremičninski sektor.

Razdeljena republikanski kongres in demokratični senat sta v letu 2019 večkrat razpravljala o delnih reformah zdravstvenega sistema v ZDA, vendar do konkretnih rešitev nista prišla. Zaradi negotovosti je bil sektor večji del leta pod pritiskom, podobno pa je pričakovati v letu 2020, v katerem bodo tudi predsedniške volitve. Za izid volitev so najbolj občutljive prav delnice ponudnikov zdravstvenih storitev, med njimi še posebej zdravstvene zavarovalnice.

Preglednica 23:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Health Care Equipment & Servis	36,5 %
Pharmaceuticals, Biotechnology	63,5 %

Vir: Bloomberg 2019

Demokrati namreč želijo Obamovo zdravstveno reformo zamenjati z Medicare4all, ki bi povzročil disrupcijo poslovnega modela zdravstvenih zavarovalnic. Ni pa vse tako črno, ko se zdi na prvi pogled, na drugi strani namreč ne smemo zanemariti pozitivnih učinkov trenutno veljavne Obamove reforme. V letu 2019 so dajatve za proizvajalce originalnih in bioloških zdravil, s katerimi se reforma financira, upadle na 2,8 milijarde dolarjev (s 4,1 milijarde dolarjev v letu 2018) in deloma sprostile pritisk na farmacevte.

Razvoj v industriji je v letu 2019 pokazal, kako pomemben je preplet tehnologije in zdravstvenih raziskav. Genske in celične terapije so postale realnost in so končno na voljo pacientom. Evaluate Pharma prav na podlagi tega razvoja in še vedno močnega povpraševanja z razvijajočih se trgov ocenjuje, da bodo globalni prihodki farmacije v letu 2024 dosegli 1,18 trilijona dolarjev. Družba napoveduje, da bodo prihodki od prodaje zdravil v obdobju od 2019 do 2024 rasli po stopnji 6,9 % letno, bistveno hitreje kot v obdobju od 2010 do 2018, ko so rasli po stopnji 2,3 % letno.

Leta 2019 je bilo zaradi poteka patentov pod pritiskom 39 milijard dolarjev globalnih prihodkov, kar je podobna raven kot v letu 2018. V letu 2020 bo pritisk zaradi poteka patentov nekoliko popustil, ogroženih bo za 14 milijard dolarjev prihodka, vendar najhujši patentni prepad farmacevtsko industrijo še čaka. Skupno bo v obdobju od leta 2020 do

2024 ogroženih 159 milijard dolarjev prihodka.

Zaradi poteka patentov je pričakovati več poudarka na raziskavah in razvoju. Po podatkih Evaluate Pharma so podjetja v letu 2019 za raziskave in razvoj namenila 182 milijard dolarjev, kar je 1,6 % več kot v letu

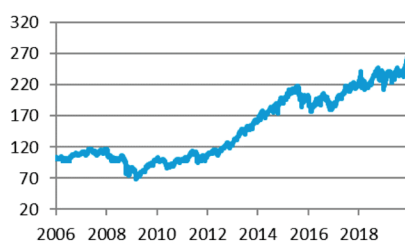
2018. Družba ocenjuje, da bodo izdatki za raziskave in razvoj v obdobju od 2020 do 2024 rasli v povprečju za 3,2 % letno. Terapevtska področja, ki jim bodo farmacevti namenjali največ pozornosti, bodo genske in celične terapije na področju imuno onkološkega zdravljenja.

Razdeljena senat in kongres brez vidnega napredka pri zdravstveni reformi.

## Gibanje sektorja

Slika 94:

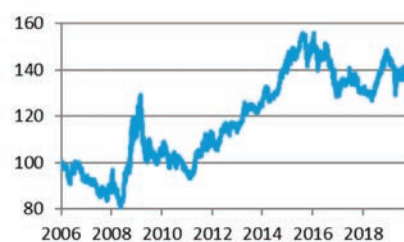
Gibanje S&P 1200 Healthcare v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 95:

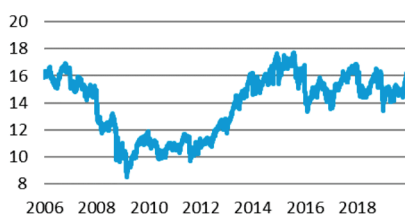
Relativno gibanje Healthcare in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

## Vrednotenje sektorja

Slika 96: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 97: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

Ocenjena rast prihodkov v obdobju od 2019 do 2024 znaša 6,9 % letno..

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	ZDA	6,6 %	332.862	15,51	6,37	12,00
UNITEDHEALTH GROUP INC	ZDA	4,7 %	238.405	17,04	4,83	12,16
NOVARTIS AG-REG	ŠVICA	4,1 %	209.958	16,08	3,99	14,71
MERCK & CO. INC.	ZDA	4,0 %	203.231	15,82	8,46	11,93
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	ŠVICA	3,8 %	193.478	14,60	9,19	10,61
PFIZER INC	ZDA	3,7 %	189.750	13,74	3,25	12,01
MEDTRONIC PLC	IRSKA	2,7 %	134.338	18,53	2,96	14,46
ABBOTT LABORATORIES	ZDA	2,7 %	134.709	23,52	4,72	18,05
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	ZDA	2,6 %	131.068	10,44	5,76	9,07
AMGEN INC	ZDA	2,5 %	124.737	14,76	12,77	11,16

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019



Damjan Kovačič

Solidni donosi v letu 2019.

Finančne delnice še vedno za okoli 30 % cenejše od trga.

## Finančne storitve

Preglednica 24:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	51,0 %
Evropa brez VB	18,2 %
VB	7,8 %
Japonska	4,7 %
Razvita Azija	6,2 %
EM	12,3 %

Vir: Bloomberg 2019

Svetovne finančne delnice so po katastrofalnem letu 2018 večji del leta 2019 držale korak z globalnimi delniškimi indeksi, tako da je bil na koncu njihov relativni zaostanek manjši od dveh odstotnih točk. Relativno in absolutno so se znova najslabše odrezale evropske banke, ki so sicer pridobile okoli 19 % vrednosti, vendar pa so za preostalimi evropskimi delnicami zaostale za skoraj pet odstotnih točk. V primerjavi z bankami so se, podobno kot lani, znotraj finančnega sektorja najbolje izkazale zavarovalne družbe, ki počasi dvigujejo zavarovalne premije. Njihov donos je celo za okoli dve odstotni točki presegel donos delniških trgov, medtem ko so ponudniki drugih finančnih storitev, kot so borze, upravljavci premoženja in ponudniki finančnih informacij, v povprečju dosegli približno enak donos kot splošni delniški trgi.

V zadnjih petih letih so svetovne finančne družbe v nasprotju s splošnim prepričanjem v zelo dobri finančni kondiciji, saj jim je uspelo dvigniti dobičkonosnost lastniškega kapitala ROE za več kot desetino, tako da ta po novem znaša okoli 10 % (donos na kapital ROE spada ob knjigovodski vrednosti med najpomembnejše operativne kazalnike poslovanja finančnega sektorja).

Pri 11-kratniku napovedanega dobička na delnico in samo 1,2-kratniku knjigovodske vrednosti so finančne delnice še vedno za več kot 30 % cenejše od povprečja del-

Preglednica 25:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Banks	53,1 %
Diversified Financials	24,9 %
Insurance	22,0 %

Vir: Bloomberg 2019

niškega trga, kar velja za ZDA, Evropo in Japonsko. Posebej bančni sektor je znotraj finančnih storitev na prvi pogled najbolj podcenjen, vendar pa imajo banke en nerešljiv dolgoročni strukturni problem. V okolju nizke rasti in sploščene krivulje donosnosti namreč kljub razmeroma učinkovitemu »permanentnemu« kleščanju stroškov nimajo veliko možnosti za doseganje močnejše rasti temeljnih prihodkov in dobička pred rezervacijami. Analitiki tako napovedujejo, da naj bi bila rast dobička na delnico v finančnem sektorju nižja od 6 %, kar je precej manj od napovedane stopnje rasti dobičkov preostalih delnic, ki naj bi znašala okoli 10 %.

Že nekaj let imamo opravka s posebej depresivnimi vrednotenji bank iz EU, ki na borzah kotirajo pri zgodovinsko velikem, skoraj 40-odstotnem diskontu glede na banke v ZDA. Nad bankami iz EU visi Damoklejev meč v obliki potencialnega zniževanja negativnih depozitnih obrestnih mer ECB, po drugi strani pa se soočajo z misijo nemogoče pri povečevanju temeljnih prihodkov, kar je posledica sklerotične gospodarske rasti, premajhnega povpraševanja po kreditiranju, ostre konkurence ter zniževanja provizij pri plačilnem prometu in kartičnem poslovanju.

Za finančni sektor je dobra novica, da v letu 2020 pričakujemo v ZDA rahel dvig dolgoročnih obrestnih mer, s čimer se bo



normalizirala krivulja donosnosti, kar bi lahko prineslo višje neto obrestne marže. Ob hkratni tržni rotaciji v value naložbe in izboljšanju sentimenta vlagateljev bi se zato lahko v novo leto prenesel soliden moment

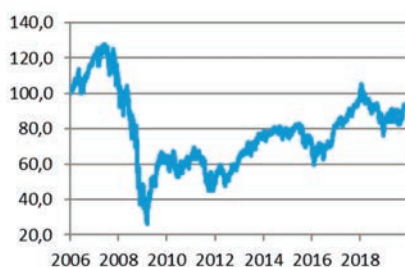
rasti bančnih in finančnih delnic. Znotraj sektorja, podobno kot lani, priporočamo taktično nadpovprečno izpostavljenost do evropskih bank in bančnih delnic v vseh geografskih regijah.

40-odstotni diskont bank iz EU vs. iz ZDA.

## Gibanje sektorja

Slika 98:

Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 99:

Relativno gibanje Financial in S&P 1200 v USD

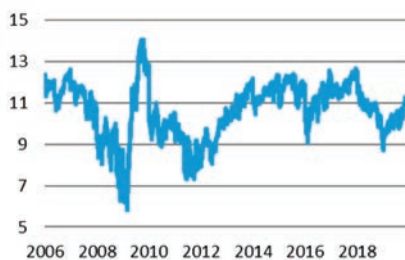


Vir: Bloomberg 2019

Normalizacija krivulje donosnosti v 2020.

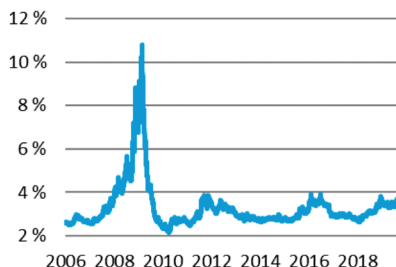
## Vrednotenje sektorja

Slika 100: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 101: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB
JPMORGAN CHASE & CO	ZDA	5,6 %	377.616	12,68	1,78
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	ZDA	4,1 %	276.273	20,55	
BANK OF AMERICA CORP	ZDA	4,1 %	271.508	11,24	1,25
WELLS FARGO & CO	ZDA	3,0 %	201.772	12,35	1,32
CHINA CONSTRUCTION BANK-H	KITAJSKA	2,6 %	176.861	5,15	0,70
CITIGROUP INC	ZDA	2,2 %	147.995	8,86	0,93
HSBC HOLDINGS PLC	VB	2,0 %	136.685	10,82	0,80
AIA GROUP LTD	HONGKONG	1,7 %	110.815	17,37	2,48
ROYAL BANK OF CANADA	KANADA	1,5 %	100.976	10,60	1,91
TORONTO-DOMINION BANK	KANADA	1,3 %	90.194	9,96	1,61

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019

Še naprej nadpovprečna izpostavljenost do bančnega sektorja EU.



Aleš Grbić

Nadpovprečni donosi v letu 2019.

Zmerna precenjenost sektorja informacijske tehnologije.

## Informacijska tehnologija

Preglednica 26:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	76,2 %
Evropa brez VB	9,1 %
VB	0,3 %
Japonska	4,9 %
Razvita Azija	0,1 %
EM	9,4 %

Vir: Bloomberg 2019

Od 1. januarja do 30. novembra 2019 je globalni sektor informacijske tehnologije dosegel 44,8 % donosa, merjeno v evrih, kar je eden najvišjih letnih donosov v zgodovini, a to je delno tudi posledica velikega upada v decembru 2018 in nižjega izhodišča. Leta 2018 v podobnem času je sektor dosegal le 2,67 %, leta 2017 24,49 % in leta 2016 18,59 % donosa. Če bi upoštevali povprečni donos v zadnjih dveh letih, bi prišli bližje donosom v preteklih letih. Dolgoročno povprečje donosov globalnih delniških naložb znaša okoli 8 %. Zanimiv je pogled za kakih 10 let v preteklost. Delniški trgi rastejo od marca 2009 pa vse do danes. V tem obdobju je bila med sektorji najbolj donosna informacijska tehnologija, ki je dosegla 787 % donosa. Povprečni letni donos je znašal 22,56 %. Če bi v sektor informacijske tehnologije investirali na vrhu, to je jeseni 2007, bi dosegli povprečni letni donos 13,33 %. V pravkar minulem letu donos sektorja informacijske tehnologije presega donos splošnega globalnega indeksa S&P Global 1200, ki je bil 26,0 %.

V letu 2019 se je sektor večino časa gibal v razponu od 16 % pod pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje posamezne delnice na podlagi metode neto sedanje vrednosti) do 5-odstotne precenjenosti – leta 2018 v enakem opazovanem obdobju od 16-odstotne precenjenosti do 21-odstotne podcenjenosti (decembra s stop-

Preglednica 27:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Software & Services	48,3 %
Technology Hardware & Equipmen	30,9 %
Semiconductors & Semiconductor	20,8 %

Vir: Bloomberg 2019

njevanjem trgovinske vojne). Od leta 2001 naprej je najvišje glede na pošteno vrednost kotiral 53 % nad njo (januarja 2004), najnižje pa 49 % pod njo (novembra 2008). Zdaj kotira z 8 % diskonta glede na pošteno vrednost. Optimizem, da se bodo ZDA in Kitajska dogovorile in izognile trgovinski vojni, je v zadnji tretjini leta pozitivno vplival na gibanje tehnološkega sektorja.

Kot že nekaj zadnjih let ostaja najpomembnejši trend prehod k poslovanju v oblaku. Na kratko bi lahko rekli, da si tako zagonska podjetja (startupi) kot tudi velika zrela podjetja prizadevajo za prehod poslovanja v oblak. Podjetja premikajo svoje računalniške procese v modele, kjer plačajo za dejansko uporabo. Takšni modeli pomenijo za podjetja večjo fleksibilnost, varnost in znižanje stroškov. Zmagovalca tukaj ostajata podjetji Salesforce in ServiceNow.

Enako pomemben trend kot prehod na poslovanje v oblaku je ponujanje infrastrukture in programske opreme kot storitve. To podjetjem prinaša občutne prihranke pri poslovanju. Predvsem jim znižuje visoke fiksne stroške, ki so povezani z delovanjem lokalne strojne in programske opreme. Vodilna podjetja na področju infrastrukture in programske opreme kot storitve ostajajo Amazon s svojimi Web Services, Microsoft s ponudbo Azure in Google. Ta podjetja so dosegla nadpovprečne stopnje rasti, saj

namesto dragih programov za prodajo zaračunavajo mesečno naročnino.

Na cikličnem segmentu polprevodnikov je Intel imel prevladujoč položaj pri proizvodnji polprevodnikov za osebne računalnike in pri

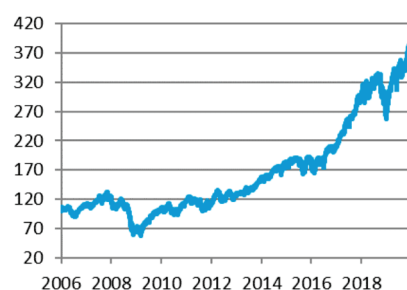
procesorjih za strežnike, a je zamudil prehod na čipe pametnih telefonov. Na drugi strani pa je zaradi vedno večjega prenosa podatkov prek strežnikov dobro umeščen na področju podatkovnih centrov.

Prehod na poslovanje v oblaku še vedno ostaja najpomembnejši posamični trend.

## Gibanje sektorja

Slika 102:

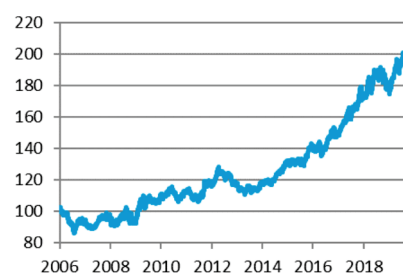
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 103:

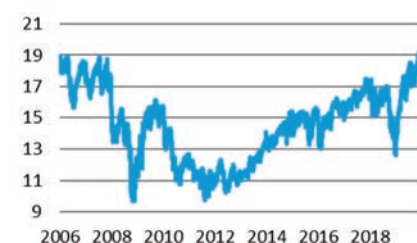
Relativno gibanje IT in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

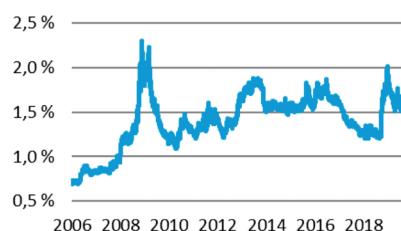
## Vrednotenje sektorja

Slika 104: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 105: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

Kot prehod v oblak – ponujanje infrastrukture in programske opreme kot storitve.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap	ePE	PB	E EV/EBITDA
APPLE INC	ZDA	15,1 %	1.080.082	18,18	13,30	12,83
MICROSOFT CORP	ZDA	14,6 %	1.038.953	25,04	10,92	15,81
VISA INC-CLASS A SHARES	ZDA	3,9 %	279.712	25,17	12,30	18,01
MASTERCARD INC - A	ZDA	3,6 %	259.727	32,06	59,19	24,87
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFAC	TAJVAN	3,6 %	254.954	20,33	5,42	10,28
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	JUŽNA KOREJA	3,4 %	241.302	12,62	1,25	3,69
INTEL CORP	ZDA	3,1 %	222.870	12,19	3,34	7,70
CISCO SYSTEMS INC	ZDA	2,4 %	168.639	13,05	5,46	9,36
ORACLE CORP	ZDA	2,3 %	165.938	13,36	10,07	10,46
SAP SE	NEMČIJA	2,1 %	148.846	21,84	4,94	16,06

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019

Dobra umeščenost Intela prek podatkovnih centrov na cikličnem segmentu polprevodnikov.



mag. Barbara Gačnik

Gibanje indeksa močno pod vplivom Alphabeta in Facebooka.

»Vojna« pretočnih ponudnikov.

## Komunikacijske storitve

Preglednica 28:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	64,4 %
Evropa brez VB	7,8 %
VB	2,6 %
Japonska	8,9 %
Razvita Azija	1,5 %
EM	14,7 %

Vir: Bloomberg 2019

Delnice globalnega indeksa komunikacijskih storitev so do 30. novembra 2019 zrasle za 26,2 %, medtem ko je globalni indeks S&P Global 1200 zrasel za 26 %, merjeno v evrih. Največ so pridobile delnice v podsektorju interaktivnih medijev in storitev ter panogi zabavnih vsebin, najslabše pa se je letos godilo delnicam ponudnikov telekomunikacijskih storitev.

Konec novembra je multiplikator dobička (PE) delnic, zajetih v globalni indeks komunikacijskih storitev, znašal 21,6, kar je nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 16,6. Pričakovani PE sektorja za leto 2020 znaša 16,9. Kazalnik PB je ob istem času bil 2,9, njegovo 10-letno povprečje pa znaša 2,3. Konec novembra 2019 je dividendna donosnost znašala 1,8 %.

Konec leta 2018 se je sektor telekomunikacij razširil še na področje medijev. Levji delež, 42 %, globalnega indeksa S&P Global 1200 Communication Services pomenita družbi Alphabet in Facebook, zato je gibanje indeksa precej pod vplivom tega, kako se gibljeta ti dve družbi. V zadnjih četrletjih 2019 se je povpraševanje po internetnih povezavah in storitvah stabiliziralo, število aktivnih uporabnikov zlagoma narašča, marže pa še vedno drsijo. Zelo konkurenčno okolje je zaznati v ponudbi storitev v oblaku zaradi prehoda podjetij na poslovanje v oblaku, pri čemer se Amazon in Google močno trudita ujeti zaostanek za Microsoftom.

Preglednica 29:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Interactive Media & Services	39,7 %
Diversified Telecommunication	24,7 %
Wireless Telecommunication Ser	12,6 %
Entertainment	12,5 %
Media	10,5 %

Vir: Bloomberg 2019

Tradicionalni mediji počasi izgubljajo nasproti ponudnikom pretočnih vsebin. Medtem se na področju storitev OTT (medijske in pretočne storitve) prav tako bje bitka za gledalce. Netflix je s svojimi 158 milijoni naročnikov še vedno precej pred konkurenco, vendar je z Disneyjem+ dobil močnega tekmeca s ponudbo vsebin. Konkurenčni boj zvišuje stroške vsebin, ponudniki si konkurirajo pri ceni paketov, kljub temu pa so pričakovanja zelo visoka in to se kaže v vrednotenjih panoge, ki je nad dolgoletnimi povprečji. Bogata vrednotenja delnic v panogi puščajo zelo malo prostora za napake.

Prihodki telekomov so še vedno pod vplivom konkurenčnih pritiskov in zrelega trga. Investicije v novo omrežje 5G v ZDA kažejo, da je to korak v pravo smer. V letu 2020 prihodki iz tega dela storitev še ne bodo imeli opaznejšega vpliva na celotne prihodke, v prihodnje pa si s širjenjem uporabe omrežja ponudniki telekomunikacijskih storitev lahko obetajo nov cikel zamenjave pametnih naprav in več pretakanja videovsebin.

Če je omrežje 5G panaceja za telekome, je za kabelske operaterje vse prej kot to. Hitri širokopasovni internet jim je vrsto let zagotavljal rast uporabnikov, novo omrežje 5G pa bo omogočalo hitrejše prenose. Za zdaj kabelski operaterji še niso ogroženi, na dolgi rok pa lahko pride do cenovnih pritiskov. Zahteve po prenosu podatkov (predvsem pretočne vsebine) spreminjajo

potrošniške navade. Uporabniki vse bolj opuščajo konvergenčno ponudbo in se odločajo za pakete, ki ponujajo le hitri internet. Agencija Kagan ocenjuje, da bo v ZDA število naročnikov, ki bodo imeli zgolj internetni paket, do leta 2023 doseglo eno tretjino vseh naročnikov.

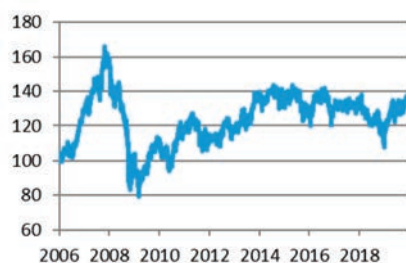
Po podatkih raziskovalnih družb Group M, Magna Global in Zenith naj bi rast prihodkov

globalne oglaševalske industrije v letu 2020 znašala 4,7 %. Rast bodo podpirali dogodki, kot so poletne olimpijske igre, ameriške predsedniške volitve in Evropska liga v nogometu. Spor med Kitajsko in ZDA vpliva na globalno rast in povečuje negotovost tudi v oglaševalski industriji, zato pričakovanja niso visoka, oglaševalci pa skušajo biti karseda stroškovno učinkoviti.

## Gibanje sektorja

Slika 106:

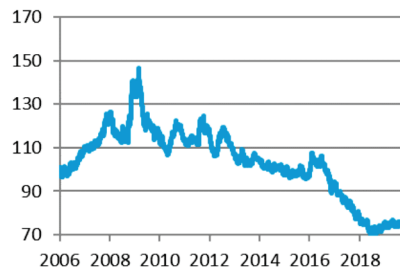
Gibanje S&P 1200 Comm. v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 107:

Relativno gibanje Comm. in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

Omrežje 5G korak v pravo smer za telekome.

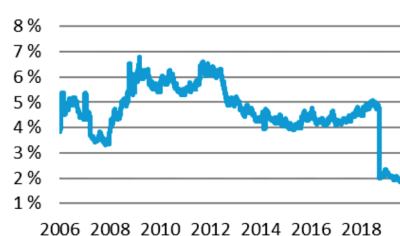
## Vrednotenje sektorja

Slika 108: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 109: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
FACEBOOK INC-CLASS A	ZDA	10,5 %	436.580	19,73	6,13	12,00
ALPHABET INC-CL C	ZDA	10,0 %	415.326	22,34		11,88
TENCENT HOLDINGS LTD	KITAJSKA	9,3 %	383.724	26,45	7,42	19,01
ALPHABET INC-CL A	ZDA	8,7 %	362.014	22,33	4,77	11,88
AT&T INC	ZDA	6,1 %	252.098	10,64	1,53	7,95
WALT DISNEY CO/THE	ZDA	5,8 %	238.603	24,07	2,96	15,88
VERIZON COMMUNICATIONS INC	ZDA	5,5 %	227.821	12,38	4,30	7,82
COMCAST CORP-CLASS A	ZDA	4,2 %	172.823	12,69	2,47	8,26
CHINA MOBILE LTD	HONGKONG	3,4 %	142.113	10,16	1,03	2,63
NETFLIX INC	ZDA	2,8 %	116.493	47,50	18,90	30,80

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019





Uroš Selič

## Javna oskrba

Preglednica 30:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	56,7 %
Evropa brez VB	28,7 %
VB	5,0 %
Japonska	2,8 %
Razvita Azija	1,1 %
EM	5,7 %

Vir: Bloomberg 2019

Podobno kot v letu 2018 se tudi v letu 2019 imetniki delnic podjetij za javno oskrbo ne morejo pritoževati nad donosi. Delniški trgi so kljub strahovom o zaostrovanju trgovinske vojne med velesilami in upočasnjevanju globalnega gospodarstva imetnike delnic bogato nagradili. Delnice sektorja javne oskrbe so se v povprečju od začetka leta do konca novembra podražile za 20 %, kar je malenkostno manj kot splošni trg, ki je bil višji za 25 %, merjeno v evrih.

V času nizkih obrestnih mer so naložbe s stabilnimi in varnimi poslovnimi modeli ter močnimi denarnimi tokovi privlačne za konservativne vlagatelje, ki iščejo varne, defenzivne naložbe kot nadomestke za obveznice, saj dividendna donosnost ostaja mamljiva. Povprečna dividendna donosnost ameriških in tudi večine globalnih podjetij iz sektorja javne oskrbe je ob koncu novembra znašala nekaj čez 3 %, medtem ko je donos 10-letnih ameriških obveznic dosegal 1,80 %, donos evropskih obveznic pa ostaja minimalen ali ga sploh ni. Razhajanje med donosi je precej večje od zgodovinskega povprečja, ki za ameriške razmere znaša 20 bazičnih točk, in nam kaže, da bi delnice sektorja javna oskrba v prihodnje še imele možnost za rast, če bo okolje nizkih obrestnih mer vztrajalo. Nazadnje je bila takšna premija v sredini leta 2016, leto kasneje so se delnice iz sektorja javnih dobrin podražile za 13 %, leto kasneje pa še

Preglednica 31:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Electric Utilities	59,8 %
Multi-Utilities	28,6 %
Gas Utilities	8,0 %
Independent Power Producers &	1,4 %
Water Utilities	2,3 %

Vir: Bloomberg 2019

za 17 %, in to kljub temu, da je ameriška temeljna obrestna mera v tem času naraščala.

Temelji industrije javnih storitev ostajajo zdravi, ob podpori solidne rasti dobička podjetij in rasti dividende. Dejavnost podjetij, ki jo večinoma regulira država, je vezana na ogromne investicije za posodobitev in vzdrževanje električnih, plinskih in vodovodnih infrastrukturnih sistemov, pri čemer dobro upravljanim družbam uspeva povečevati dobičke in dividende za med 5 in 7 %. Večina novih investicij je trajnostno naravnana v smislu opuščanja fosilnih goriv in prehoda na obnovljive vire energije. Vedno večja ekološka ozaveščenost med ljudmi in potreba po pridobivanju električne energije iz sončnih in vetrnih elektrarn marsikje po svetu vodita v rekorde in posledično podjetja v sektorju javnih storitev rastejo hitreje, kot so rasla v preteklem desetletju, ko je bila rast dobička med 2 in 3 %.

Vrednotenja v sektorju so visoka, predvsem ameriška odstopajo od dolgoročnega povprečja in so pri rekordnih vrednostih. Konec novembra je PE v povprečju za sektor znašal okoli 20, medtem ko je zgodovinsko povprečje 17- do 18-kratnik. Dividendna donosnost je dobrih 3 %, za novo leto pa je predvidena pri 3,2 %. Premija pri vrednotenju delnic javnih storitev ni samo

V času nizkih obrestnih mer ostajajo naložbe s stabilnimi in varnimi poslovnimi modeli privlačne za konservativne vlagatelje.

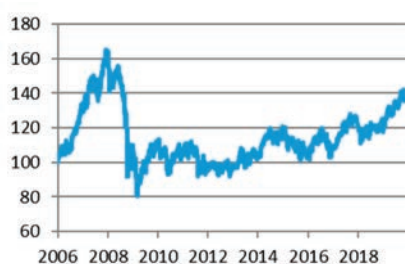
posledica nizkih obrestnih mer in iskanja varnih dividendnih donosov, ampak tudi boljšega poslovanja podjetij z višjo rastjo dobičkov in dividend kot v preteklosti. In če pogledamo v prihodnost, ocenjujemo, da so

lahko ob nadaljevanju obdobja super nizkih obrestnih mer in ohlapne monetarne politike centralnih bank vrednotenja in tečaji delnic tega sektorja še višji.

## Gibanje sektorja

Slika 110:

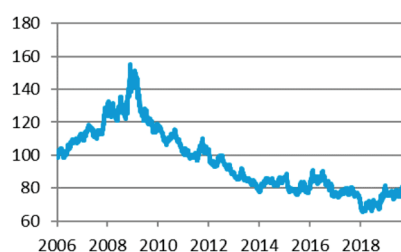
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 111:

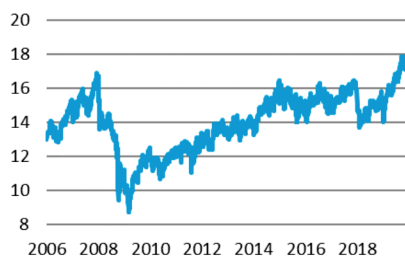
Relativno gibanje Utilities in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

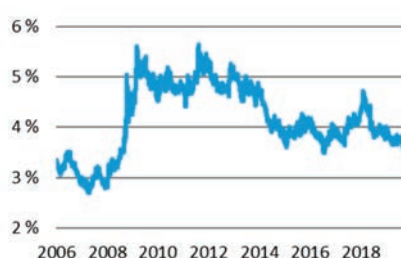
## Vrednotenje sektorja

Slika 112: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 113: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

Vrednotenja v sektorju so visoka, predvsem ameriška odstopajo od dolgoročnega povprečja in so trenutno pri rekordnih vrednostih.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
NEXTERA ENERGY INC	ZDA	7,2 %	103.620	26,03	3,15	14,42
ENEL SPA	ITALIJA	4,9 %	69.845	13,21	2,26	7,57
DOMINION ENERGY INC	ZDA	4,2 %	59.892	18,41	2,41	12,33
DUKE ENERGY CORP	ZDA	4,1 %	58.526	17,37	1,46	11,93
SOUTHERN CO/THE	ZDA	4,0 %	57.353	19,17	2,32	12,76
IBERDROLA SA	ŠPANJA	4,0 %	56.890	15,80	1,45	10,04
AMERICAN ELECTRIC POWER	ZDA	2,8 %	40.893	20,95	2,30	12,26
EXELON CORP	ZDA	2,7 %	38.737	14,46	1,35	9,15
NATIONAL GRID PLC	VB	2,5 %	36.567	14,40	1,63	10,43
SEMPRA ENERGY	ZDA	2,6 %	36.684	21,03	2,50	14,01

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019



Damjan Kovačič

Izjemno visoki donosi do začetka jeseni 2019.

25 % dražji od zgodovinskih povprečij.

## Nepremičninsko področje

Preglednica 32:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	63,2 %
Evropa brez VB	9,3 %
VB	2,3 %
Japonska	7,9 %
Razvita Azija	6,4 %
EM	11,0 %

Vir: Bloomberg 2019

Nepremičninski skladi (REIT) so javne delniške družbe, ki se ukvarjajo z upravljanjem in razvojem različnih vrst nepremičnin (stanovanja, pisarne, industrijski objekti, trgovine in nakupovalni centri, hoteli in namestitve, oskrbovana stanovanja in zdravstvena dejavnost, gozdna zemljišča, infrastruktura) ter morajo med vlagatelje vsako leto razdeliti več kot 90 % svojega dobička. Zaradi konservativne narave osnovnega nepremičninskega posla spadajo nepremičninski skladi med najbolj defenzivne delniške naložbe, za katere je značilno stabilno in predvidljivo poslovanje v vseh fazah poslovnega cikla.

Do začetka jeseni 2019 so bili nepremičninski skladi zaradi velikih znižanj obrestnih mer med vlagatelji pravi hit, saj so tako v ZDA kot v Evropi dosegali za okoli 10 odstotnih točk večje donose kot preostale delnice. V oktobru in novembru se je nato zgodil obrat na denarnih trgih, saj so obrestne mere znova začele počasi naraščati, posledično pa so se v zelo kratkem času v celoti stopili vsi presežni donosi v primerjavi s splošnimi delniškimi indeksi.

Vseeno se moramo zavedati, kako superiorni so bili tveganju prilagojeni donosi nepremičninskih skladov v letu 2019. Vlagatelji v nepremičninske sklade so namreč dosegli enake donose kot na delniških trgih s približno polovico manjšim tveganjem, če vzamemo kot merilo za sistematično tveganje kazalnik beta, hkrati pa je bila naložba v sklade REIT »samo« 60-

Preglednica 33:  
Panožna razdelitev sektorja

Podsektorji	
Equity Real Estate Investment	75,6 %
Real Estate Management & Devel	24,4 %

Vir: Bloomberg 2019

odstotno pozitivno korelirana z gibanji na delniških trgih.

V globalnem nepremičninskem indeksu vlada izrazita prevlada ameriških REIT, ki pomenijo dve tretjini tržne vrednosti vseh teh naložb, ob Japonski (8,9 %) in Veliki Britaniji (5,4 %) pa imajo preostale regije in države bolj ali manj nepomembno stransko vlogo.

V okolju splošne stagnacije korporativnih dobičkov so ameriški skladi REIT ob 95-odstotni zasedenosti v povprečju dosegli 5,6-odstotno rast prihodkov, ključna operativna kazalnika – primerljivi operativni dobiček (Same Store Net Operating Income – SSNOI) in operativni denarni tok na delnico (Funds From Operations – FFO) – pa sta bila višja za 2,5 % (prvi) oziroma za 5,4 % (drugi).

Ameriški nepremičninski skladi kotirajo na borzi pri 18-kratniku ocenjenega operativnega denarnega toka (FFO), vlagateljem pa še vedno ponujajo relativno visok 4,3-odstotni dividendni donos. Vsekakor zgodovinsko gledano nepremičninske naložbe niso poceni, saj so trenutna vrednotenja za okoli 10 % višja kot v zadnjem desetletju, od dolgoletnega zgodovinskega povprečja (pri P/FFO 14) pa so skladi REIT dražji celo za več kot 25 %.

Po drugi strani nepremičninski skladi niso več tako nesramno dragi, če primerjamo njihove dividendne donose z rekordno



nizkimi donosi netveganih državnih obveznic in visokim tveganjem podjetniških obveznic. V ZDA so dividendni donosi skladov REIT za 2,5 odstotne točke višji od donosnosti 10-letne državne obveznice, v Evropi pa znaša pribitek okoli 3,0 odstotne točke. V ZDA so dividendni donosi skladov REIT za samo 0,5 odstotne točke nižji od donosnosti visoko tveganih podjetniških obveznic, medtem ko v Evropi ta diskont znaša 0,3 odstotne točke.

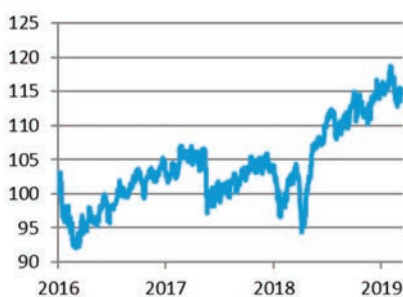
Naložba v nepremičninski sektor z visokimi tekočimi dividendnimi donosi ponuja vlagateljem zaradi svoje defenzivne narave učinkovito razpršitev delniškega portfelja, kar pride še posebej prav ob večjih negativnih premikih obrestnih mer, ki se običajno pojavljajo sočasno z ohlajanjem gospodarstva in pretresi na delniških trgih.

Še vedno privlačni tekoči dividendni donosi.

## Gibanje sektorja

Slika 114:

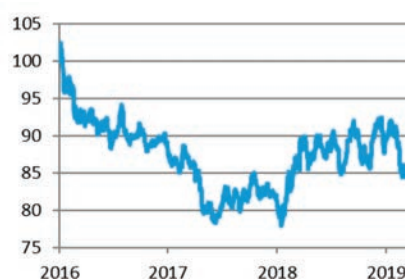
Gibanje S&P 1200 Real Estate v USD



Vir: Bloomberg 2019

Slika 115:

Relativno gibanje Real Estate in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2019

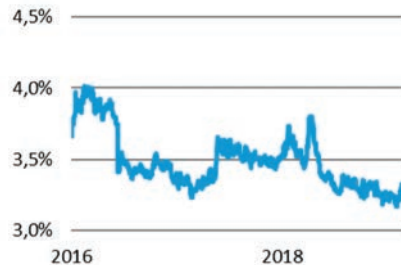
## Vrednotenje sektorja

Slika 116: Gibanje ePE



Vir: Bloomberg 2019

Slika 117: Gibanje dividendne donosnosti



Vir: Bloomberg 2019

Defenzivna narava sektorja.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Delež	Mcap*	ePE	PB	E EV/EBITDA
AMERICAN TOWER CORP	ZDA	7,6 %	84.152	48,21	17,86	24,35
PROLOGIS INC	ZDA	4,6 %	50.982	45,06	2,53	27,84
CROWN CASTLE INTL CORP	ZDA	4,5 %	49.654	56,15	5,71	22,33
EQUINIX INC	ZDA	3,9 %	42.810	68,65	5,44	19,99
SIMON PROPERTY GROUP INC	ZDA	3,6 %	40.385	21,40	17,06	15,20
SUN HUNG KAI PROPERTIES	HONGKONG	3,4 %	38.284	9,04	0,59	9,67
CHINA OVERSEAS LAND & INVEST	HONGKONG	3,3 %	36.343	6,00	1,04	5,33
PUBLIC STORAGE	ZDA	2,9 %	32.758	27,18	7,26	20,56
WELLTOWER INC	ZDA	2,7 %	29.640	43,29	2,16	19,98
EQUITY RESIDENTIAL	ZDA	2,5 %	27.615	55,89	3,01	22,67

Mcap\* v mio EUR

Vir: Bloomberg 2019

Učinkovita razpršitev tveganja ob pretresih na borzah.



mag. Rene Redžić

Velika občutljivost zlasti evropskih obveznic za spremembe obrestnih mer.

## Obvezniški trgi

### Centralne banke ohranjajo monetarne spodbude

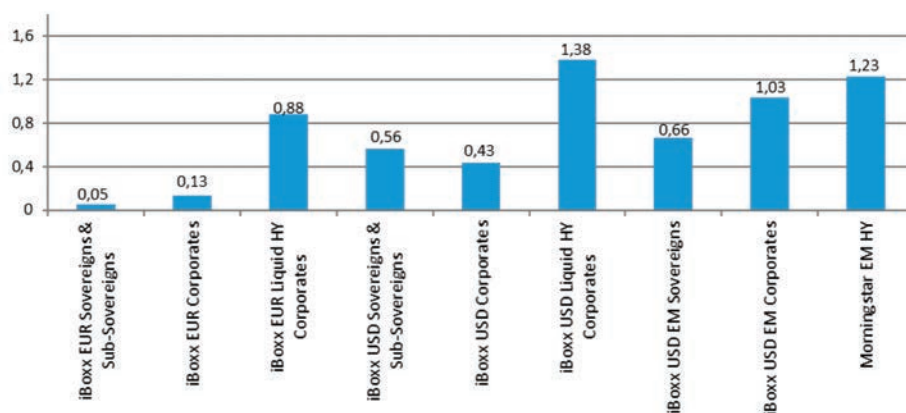
V preteklem letu smo prisostvovali nadaljevanju ohlajanja gospodarske rasti tako v razvitih kot tudi razvijajočih se državah – ob zmerni stopnji inflacije. Politična tveganja ostajajo velika (brexit, napetosti med ZDA in Kitajsko), kar vnaša veliko negotovosti med podjetja, katerih zaupanje v ugodno gospodarsko okolje upada. Slednje se kot negativno kaže v rasti investicij, globalna gospodarska rast pa postaja vse manj uravnotežena. Ob gospodarskem razhajanju, velikem političnem tveganju in znižanih inflacijskih pričakovanjih se ustvarja okolje, ki se mu prilagajajo tudi centralne banke. V ZDA smo tako v letu 2019 v nasprotju s pričakovanji trga videli tri znižanja ključne obrestne mere, trg v letu 2020 pričakuje dodatno znižanje. Trge je presenetila tudi ECB, ki je na septembrskem zasedanju naznanila celovit paket monetarnih spodbud. Tako so centralni bankirji znižali depozitno obrestno mero za 10 bazičnih točk (0,1%) na trenutnih -0,5 %, z novembrom pa je bil ponovno obujen program odkupov obveznic v višini 20 milijard evrov mesečno, brez časovne omejitve.

Ob podpori centralnih bank so bili v minulem letu doseženi nadpovprečni donosi na dolžniških trgih. Posledično se vlagatelji soočajo z dilemo, kje iskati naložbe, ki bodo prinašale ustrezen donos ob še sprejemljivem tveganju. Vlagatelji v dolžniške vrednostne papirje ustvarjajo donos iz prejetih obresti in morebitnih kapitalskih dobičkov, nizka zahtevana donosnost obveznic pa v danih okoliščinah pomeni le majhno nadomestilo za veliko tveganje izgube kapitala, ki so mu izpostavljeni vlagatelji.

V času povečane negotovosti na trgih vlagatelj koristi kazalnik, ki kaže, kakšna bi morala biti sprememba obrestne mere, da bi se to pokazalo kot izguba kapitala v naložbenem portfelju (lahko jo imenujemo točka preloma). Ob predpostavki, da vsi drugi dejavniki ostanejo nespremenjeni, je naložbena kategorija z najvišjo točko preloma tista, ki bo najbolj »kljubovala« dvigu obrestnih mer. S pomočjo kazalnika Shermanov koeficient, ki so ga razvili v ameriški investicijski družbi DoubleLine, merimo pričakovani donos na enoto tveganja (donos/trajanje), kar nam omogoča ustrezno primerjavo med naložbenimi kategorijami. Interpretacija kazalnika je dokaj enostavna. Denimo, da dobimo vrednost kazalnika 1. V tem primeru velja, da bi se morale obrestne mere zvišati za 100 bazičnih točk (1 %) v prihodnjih 12 mesecih, da bi se to pokazalo kot negativna donosnost sklada. Nižji je kazalnik, manjša mora biti sprememba (rast) obrestne mere, da vpliva na donosnost sklada.

Na spodnji sliki lahko na primeru reprezentativnih obvezniških indeksov iz družine Markit Iboxx in Morningstar ugotovimo, da je Shermanov koeficient pod mejo 1, ki je bila dosežena v predkriznem obdobju, pri glavnini naložbenih razredov, izrazito nizek pa je pri evropskih državnih in podjetniških obveznicah znotraj naložbenega razreda. V primerjavi z letom 2018 se je koeficient v letu 2019 še dodatno znižal. Opazno naraste pri evropskih in ameriških podjetniških obveznicah zunaj naložbenega razreda (tako imenovanih high yield – HY) ter podjetniških obveznicah znotraj in zunaj naložbenega razreda iz držav v razvoju (EM).

Slika 118: Shermanov koeficient



Vir: Markit 2019, lasten izračun z dne 30. 11. 2019

V nadaljevanju povzemamo pogled družbe Citi Research na pričakovane donose na dolžniških trgih v letu 2020, pri čemer sta upoštevana morebitna kapitalska rast (izguba) in donos iz prejetih obresti. Priporočila gredo v smeri zmanjšanja izpostavljenosti do državnih obveznic iz jedrnih držav območja evra in okrepitev pozicije na ameriških državnih obveznicah. Podobno velja za obveznice iz držav v razvoju v lokalni valuti in trdnih valutah

(dolar), kjer je pričakovani donos nadpovprečen. Prav tako po mnenju Citi Researcha ni smiselno povečevati izpostavljenosti do evropskih podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda zaradi dolgoročno podpovprečnih kreditnih razmikov. V splošnem velja, da so pričakovani donosi v letu 2020 pod povprečjem preteklih let, v nekaterih segmentih (državne obveznice) celo negativni.

Pričakujemo lahko podpovprečne ali celo negativne donose.

Preglednica 34: Ciljne vrednosti in pričakovani donosi v lokalni valuti v letu 2020

	Spot*	Napoved	Donos v lokalni valuti
<b>Državne obveznice**</b>			
ZDA	1,78	1,25	6,4 %
EMU	0,21	0,25	-0,8 %
Nemčija	-0,36	-0,25	-2,8 %
Japonska	-0,08	0,00	-1,6 %
Velika Britanija	0,70	1,13	-4,2 %
Države v razvoju (lokalna valuta)	-	-	6,3 %
<b>Podjetniške obveznice***</b>			
Citi US IG	126	150	4,2 %
Citi US HY	431	550	3,0 %
iBoxx EUR IG	78	60	1,5 %
iBoxx EUR HY	350	225	3,4 %
Citi ESBI EM v USD	338	363	8,7 %

\* Podatki z dne 30. 11. 2019.

\*\* Ciljne vrednosti se nanašajo na zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic, na primeru EMU gre za tehtano povprečje zahtevanih donosnosti, na primeru držav v razvoju za tehtano povprečje 5-letnih zahtevanih donosnosti.

\*\*\* Ciljne vrednosti se nanašajo na kreditne razmike v bazičnih točkah, pričakovani donos upošteva tudi stopnjo neplačil obveznosti (na primeru US IG 0 %, EUR IG 2,26 %, US HY 2,27 %, EUR HY 0 %, ESBI EM 0 %) in delež poplačila v višini 60 %.

Vir: Citi Research in Bloomberg 2019

---

## ZDA: znižanje ključne obrestne mere in ohlapnejša monetarna politika

Zniževanje zahtevane donosnosti državnih in podjetniških obveznic.

Ameriški Fed je v letu 2019 presenetil trge in trikrat znižal ključno obrestno mero za skupno 75 bazičnih točk na trenutno raven med 1,50 in 1,75 %, medtem ko jo je še decembra 2018 četrtrič zvišal (skupaj v letu 2018 za 100 bazičnih točk). Predsednik Feda Jerome Powell je na oktobrskem zasedanju nakazal, da so bila znižanja obrestne mere del vmesnega cikla, zato dodatna znižanja ali zvišanja obrestne mere niso predvidena. Projekcije obrestnih mer sicer nakazujejo na eno dodatno znižanje obrestne mere v letu 2020. Znižanja so posledica upočasnitve rasti v ZDA, ki je podpovprečna glede na pretekle gospodarske cikle, čeprav večjih finančnih in ekonomskih neravnotežij, ki bi lahko sprožila recesijo, ni zaznati. Fed je v prvih treh četrtletjih 2019 nadaljeval zmanjševanje monetarnih spodbud in zmanjšal bilančno vsoto za slabih 300 milijard dolarjev. Zaradi neravnotežij na trgu medbančnih likvidnostnih posojil prek noči se je Fed v septembru odločil poseči na trg z nakupi kratkoročnih državnih obveznic z namenom zagotavljanja dodatne likvidnosti. Bilančna vsota Feda je tako v novembru ponovno preseгла 4000 milijard dolarjev. Ocenjuje se, da je tovrsten ukrep kratkoročne narave in ne naznanja ponovnega začetka kvantitativnega sproščanja.

Zahtevana donosnost referenčnih 10-letnih ameriških državnih obveznic se trenutno giblje pri 1,8 %, kar so ravni s konca leta 2016. Zviševanju zahtevane donosnosti v letu 2018 so sledila tri znižanja ključne obrestne mere v letu 2019. Ob nekoliko slabših makroekonomskih podatkih iz ZDA in ohlapnejši monetarni politiki centralne banke so vlagatelji dobili nov razlog za povečanje izpostavljenosti do dolžniških

naložb. Zahtevana donosnost referenčnih obveznic se je tako z ravni pri 3,2 % znižala na raven pod 2 % (lokalno dno v septembru pri 1,46 %).

Večjega zvišanja stopnje inflacije v ZDA v prihodnjem letu najverjetneje ne bo, na kar nakazujejo tudi inflacijska pričakovanja, ki so nekoliko nad ciljno stopnjo inflacije pri 2 % (v letu 2019 so se gibala v razponu med 1,9 in 2,3 % ter se pomembno znižala v drugi polovici leta). Politična tveganja (brexit, napetosti med ZDA in Kitajsko v trgovinskih pogajanjih, ameriške predsedniške volitve v letu 2020) in globalno ohlajanje gospodarstva dajejo podporo ameriškim obveznicam. Čeprav Fed ne predvideva dodatnih znižanj obrestne mere, trgi v novem letu pričakujejo ohlapnejšo monetarno politiko. Ob nadaljnjem trendu zniževanja kratkoročnih obrestnih mer lahko pričakujemo negativno premijo za ročnost tudi v letu 2020 in posledično tudi nižjo zahtevano donosnost dolgoročnih državnih obveznic. Največje tveganje prinašajo dejavniki, ki zvišujejo inflacijo (stimulativna fiskalna politika, višje cene energije, nizka stopnja brezposelnosti in posledičen pritisk na plače, carine in druge tarife).

Slika 119: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice



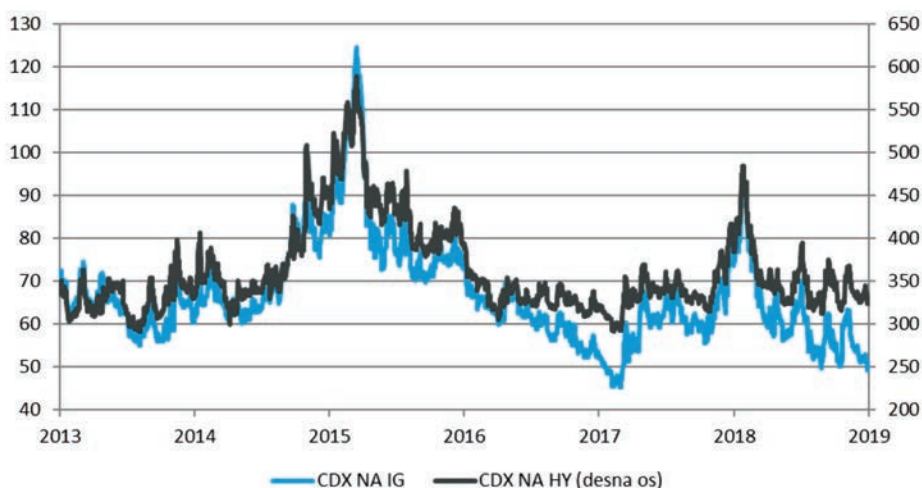
Vir: Bloomberg 2019

Visoki ustvarjeni pretekli donosi v segmentu ameriških podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Zniževanje ključne obrestne mere v letu 2019 se odraža v večji občutljivosti kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, kreditni razmiki so se v minulem letu pomembno zmanjšali. Slika 120 prikazuje

gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS) na primeru ameriških družb. Primerjalni indeks Markit CDX NA IG predstavlja gibanje CDS na primeru 125 ameriških družb znotraj naložbenega razreda, Markit CDX NA HY pa gibanje CDS 100 ameriških družb zunaj naložbenega razreda.

Stopnja neplačil obveznosti se je zvišala, dolg ostaja nadpovprečno velik.

Slika 120: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2019

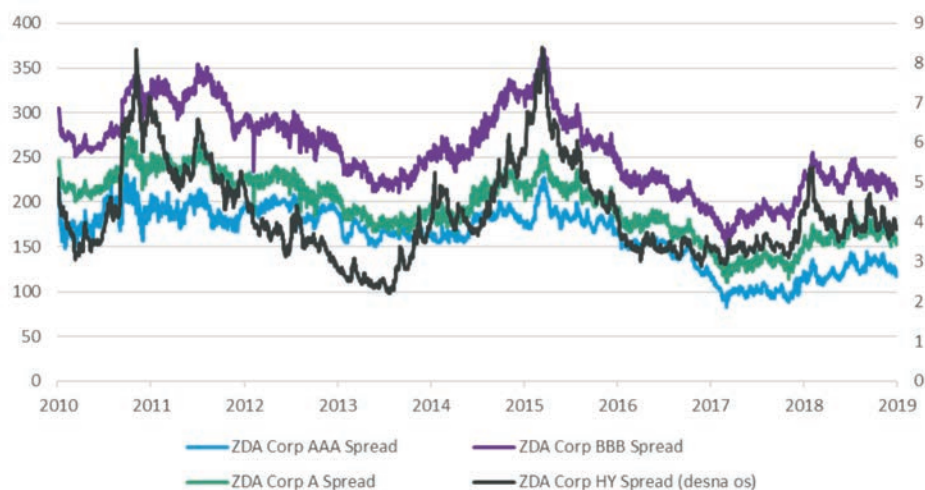
### Razmiki pri podjetniških obveznicah pod dolgoročnimi povprečji.

Opazna je pozitivna korelacija med naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih dveh letih v povprečju znaša 0,81). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 276 bazičnih točk, kar je 25 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

V primerjavi z referenčno 10-letno ameriško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih petih let. Znotraj posameznih

bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da so se zmanjšali razmiki med razredoma AAA in BBB ter so nekoliko pod dolgoročnim povprečjem (za pet bazičnih točk), podobno velja za razmike med razredoma A in BBB (devet bazičnih točk pod dolgoročnim povprečjem). Zaznati je torej mogoče trend zmanjševanja razmikov med kakovostnejšimi in manj kakovostnimi podjetniškimi obveznicami.

Slika 121: Gibanje razmikov znotraj bonitetnih razredov



Vir: Bloomberg 2019

Glede na to, da so zahtevane donosnosti ameriških podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda na zgodovinsko podpovprečnih ravneh, se vlagatelji v ameriške obveznice upravičeno sprašujejo, v kateri fazi kreditnega cikla so ZDA, saj so donosi v posameznih naložbenih kategorijah vezani na faze kreditnega cikla.

Cikle lahko identificiramo z opazovanjem kreditnih razmikov pri reprezentativnih obveznicah zunaj naložbenega razreda in s stopnjo neplačil obveznosti podjetij. Na primeru ameriških podjetij ugotavljamo, da

so kreditni razmiki v letu 2019 pod povprečno ravno 430 bazičnih točk, ki je značilna za obdobje po finančni krizi (novembra 2019 380 bazičnih točk). Na drugi strani je stopnja neplačil obveznosti pri 3,6 % na povprečnih ravneh, kar nakazuje, da še nismo dosegli faze upadanja, smo pa gotovo dosegli zrelo fazo, za katero je značilno povečevanje dolga in kasneje tudi naraščajoča stopnja neplačil obveznosti.

Finančni vzvod ameriških podjetij ostaja nadpovprečno velik. Po podatkih Societe

Generale se je denimo povprečna zadolženost (merjeno kot dolg glede na sredstva) ameriških podjetij dvignila na ravni iz leta 2003, podobno velja tudi za dolg podjetij v primerjavi z BDP (46,5 % BDP vs. 45 % BDP v letu 2003). Stopnja neplačil obveznosti se bo v ZDA v letu 2020 predvidoma zvišala (po oceni bonitetne agencije Moody's z ravni pri 3,6 % v tretjem četrtletju 2019 na raven pri 3,7 % v tretjem četrtletju 2020). Velika zadolženost podjetij trenutno ostaja podprta z nizkimi stroški zadolževanja, ki se z ohlapnejšo monetarno politiko ponovno znižujejo, tveganje prinašajo nižji pričakovani dobički podjetij.

**Ključna priporočila:** V ZDA je obrestno tveganje v letu 2020 omejeno navzdol. Ob

nekoliko slabših makroekonomskih podatkih, ohlapnejši monetarni politiki centralne banke (mogoča dodatna znižanja ključne obrestne mere) in omejenih inflacijskih pričakovanjih smo naklonjeni državnim obveznicam daljše ročnosti. Pri podjetniških obveznicah smo bolj naklonjeni kakovostnejšim obveznicam, saj so kreditni razmiki pri manj kakovostnih obveznicah primerjalno pod dolgoročnimi povprečji. Zanimiv ostaja tudi segment podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda in krajše ročnosti, a je potrebna selektivnost, saj lahko glede na velik finančni vzvod in ob nižjih podjetniških dobičkih pričakujemo, da se bo stopnja neplačil obveznosti podjetij v letu 2020 še dodatno zvišala.

Zanimive državne in kakovostne podjetniške obveznice daljše ročnosti ter podrejeni dolg.

Preglednica 35: Ključna priporočila za ZDA

Kategorija	Preferenca	Kategorija
<b>Državne obveznice</b>	>	<b>Podjetniške obveznice</b>
<b>IG</b>	>	<b>HY</b>
<b>Bonitetna ocena AA/A/BB</b>	>	<b>Bonitetna ocena BBB</b>
<b>Finančni sektor</b>	>	<b>Nefinančni sektorji</b>
<b>Podrejeni dolg (banke)</b>	>	<b>Navadni dolg (banke)</b>
<b>0–5 let (ročnost)</b>	<	<b>5–10 let/10–30 let (ročnost)</b>

Vir: Bloomberg 2019



## Evropa: monetarne spodbude ostajajo

Septembrska napoved ECB za leto 2020 kaže na nižjo gospodarsko rast območja evra v višini 1,2 %. Inflacija naj bi dosegla 1 %, jedrna inflacija brez učinkov cen energije in hrane pa 1,2 %. Tveganja za nedoseganje napovedane gospodarske rasti ostajajo visoka. Na drugi strani so se evropska podjetja v preteklih letih razdolžila, nadaljuje se okrevanje na trgu dela, kar daje podporo evropskemu potrošniku. Slabšanje razmer v globalnem proizvodnem sektorju trenutno narekuje tempo izvozno naravnemu evropskemu gospodarstvu.

### Monetarne spodbude ostajajo.

ECB v minulem letu ni spreminjala ključne obrestne mere. Ključna obrestna mera za območje evra tako ostaja pri 0 %. Nespremenjena ostaja tudi obrestna mera za mejno posojanje, ki znaša 0,25 %. So pa centralni bankirji na septembrskem zasedanju za 10 bazičnih točk znižali obrestno mero za deponiranje presežne likvidnosti bank, ki je pri -0,50 %. Nadalje so bile z novembrom vnovič uvedene monetarne spodbude v obliki programa odkupov obveznic na sekundarnem trgu v višini 20 milijard evrov mesečno. Glede na slabšanje evropske gospodarske klime v zadnjem četrtletju 2019 in nižje napovedi za leto 2020 ni pričakovati, da bi ECB v kratkem posegala v obrestne mere. Trg sicer pričakuje, da se normalizacija obrestnih mer ne bo zgodila pred letom 2022.

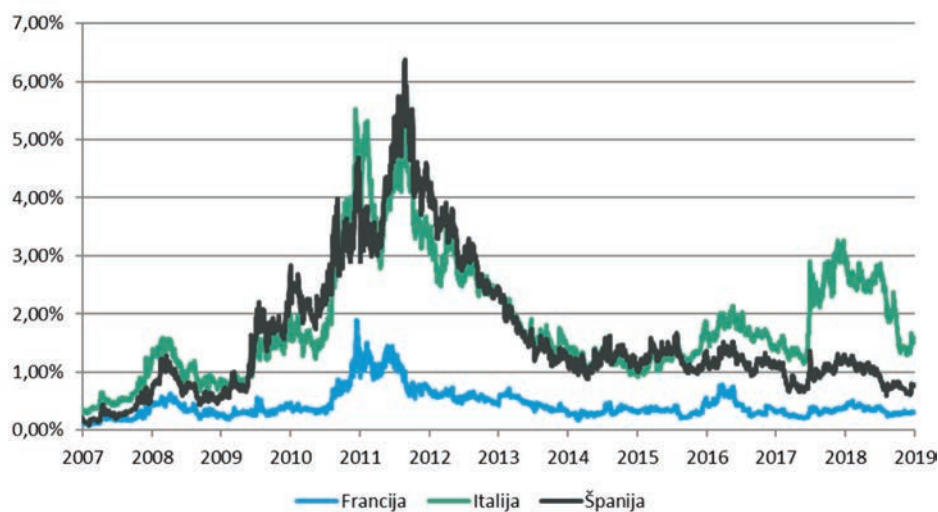
V letu 2019 je bilo mogoče zaznati trend upadajočih inflacijskih pričakovanj, ta so se pretežno del leta gibala v razponu med 1,1 in 1,4 % (konec novembra 2019 1,21 %, 1,61 % v začetku leta 2019). Menimo, da ECB pri stopnji inflacije v novem letu ne bo izpolnila svojega mandata, na kar nakazujejo projekcije mednarodnih organizacij za leto 2020. ECB je spet obudila program

kvantitativnega sproščanja brez časovne omejitve in s svojim manevrom odprla vrata povečani nihajnosti na trgih (podaljševanje trajanja naložb, sprejemanje večjega naložbenega tveganja, likvidnostno tveganje), zlasti na daljšem delu krivulje donosnosti. ECB po zadnjih monetarnih ukrepih nima več veliko manevrskega prostora, zato smo v okolju nizke (v jedrnih državah negativne) zahtevane donosnosti v segmentu državnih obveznic kljub podpovprečnim razmikom v donosnosti bolj naklonjeni obveznicam iz perifernih držav (Irska, Španija, Portugalska), srednje in vzhodne Evrope ter jugovzhodne regije z dokaj ugodno makroekonomsko sliko (Poljska, Češka, Bolgarija, Hrvaška). Politično tveganje se je po negotovosti, povezani z morebitnim nenadzorovanim izstopom Velike Britanije iz EU, v zadnjem četrtletju 2019 zmanjšalo, glavno tveganje tako ostajajo trgovinska nesoglasja in vzpon protekcionistične politike v evropskih državah. Da je evropsko gospodarstvo kljub ohlajanju na pravi poti, dokazuje tudi izboljšanje izgledov bonitetnih ocen nekaterih perifernih držav v minulem letu (Španija, Portugalska, Grčija).

Slika 122 prikazuje razmike v donosnosti izbranih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Na primeru Francije je konec novembra znašal razmik 31 bazičnih točk, na primeru Italije 159 bazičnih točk in na primeru Španije 78 bazičnih točk. Razmiki so pod dolgoročnim povprečjem zadnjih 10 let (Francija za 16, Italija za 46 in Španija za 107 bazičnih točk pod omenjenim povprečjem).



Slika 122: Razmiki v donosnosti v primerjavi z nemško 10-letno obveznico



Vir: Bloomberg 2019, lasten izračun z dne 30. 11. 2019

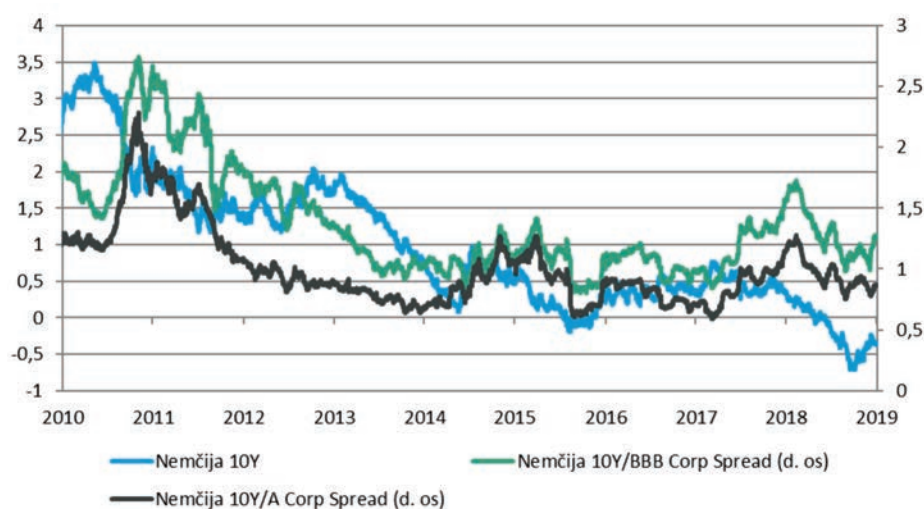
Pretekli donosi v segmentu evropskih podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Čeprav imamo pri evropskih družbah opravka z rekordnimi razlikami med stroški kapitala in stroški dolga, ostajajo družbe pri svoji finančni strategiji precej konservativne. Evropske družbe se v zadnjih petih letih niso bistveno zadolževale, izjema so le nekatere družbe z visoko tržno kapitalizacijo, ki so se zadolževale pretežno za namene prevzemov.

Ocenjujemo, da so evropske družbe ugodno vrednotene, pretekla razdolžitev družb pa ugodno vpliva na stopnjo neplačil obveznosti, ki bo po mnenju bonitetne agencije S&P tudi v letu 2020 ostala na podpovprečnih ravneh (konec leta 2019 predvidoma 2,3 %, nato rast na 2,8 % v letu 2020; povprečje od leta 2002 znaša 3,2 %).

V primerjavi z referenčno 10-letno nemško državno obveznico so se razmiki pri podjetniških obveznicah po stanju v zadnjem četrtletju 2019 zmanjšali pod povprečje zadnjih devetih let (za devet bazičnih točk). Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da so se razmiki med razredoma AAA in BBB zmanjšali, med razredoma A in BBB pa povečali glede na dolgoročno povprečja (AAA/BBB za -10 bazičnih točk, A/BBB za +4 bazične točke).

Politično in gospodarsko okolje naklonjeno perifernim državam ter CEE in JV regiji.

Slika 123: Gibanje razmikov med državnimi in podjetniškimi obveznicami



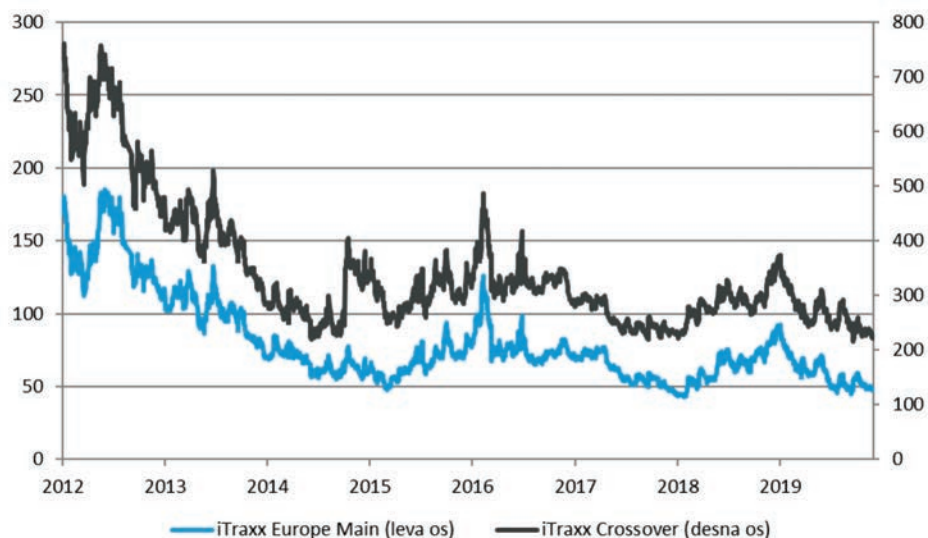
Vir: Bloomberg 2019, lasten izračun z dne 30. 11. 2019

### Evropske družbe okrevajo, dolgi je vzdrženi.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main predstavlja gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V primerjavi z obveznicami znotraj naložbenega razreda so bile obveznice evropskih družb zunaj naložbenega razreda deležne močnejšega popravka na trgih v prvi polovici oktobra 2014, v obdobju po dolžniški krizi pa se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih petih letih v povprečju znaša 0,87). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda je konec novembra 2019 znašal 173 bazičnih točk, kar je 53 bazičnih točk pod zgodovinskim povprečjem zadnjih petih let. Tveganja v

segmentu podjetniških obveznic so v letu 2020 omejena navzdol. ECB ohranja ohlapno monetarno politiko, inflacijska pričakovanja ostajajo nizka. Morebitnega zvišanja obrestnih mer v novem letu ne pričakujemo, posledično stroški zadolževanja ostajajo nizki. Največja tveganja za rastoče kreditne razmike so politično tveganje (trgovinska vojna med ZDA in Kitajsko oziroma Evropo, morebiten nenadzorovani brexit), rastoči protekcionizem v Evropi ter zgodovinsko gledano močna korelacija med kreditnimi razmiki ameriških in evropskih podjetij (po podatkih Societe Generale znaša korelacija med segmentoma, merjena od leta 2004, 90%).

Slika 124: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2019

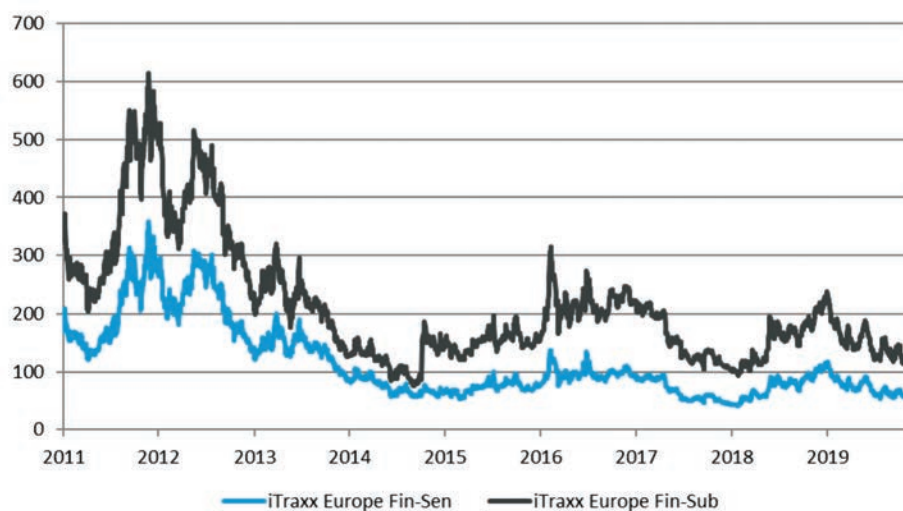
S sektorskega vidika smo naklonjeni finančnemu sektorju (banke), kjer se okrevanje nadaljuje. Potrebe po financiranju bank ostajajo majhne, v novem letu zapade v primerjavi z letom 2019 manj finančnega dolga, ki pa bo večinoma le refinanciran. Posledično bo ponudba tovrstnega dolga v letu 2020 omejena. Zanimive so tudi podjetniške obveznice znotraj in zunaj naložbenega razreda iz necikličnih sektorjev.

Na primeru evropskega finančnega sektorja lahko ugotovimo, da je bil trend zmanjševanja kreditnih razmikov v zadnjih nekaj letih še toliko bolj izrazit, kar velja tako za navadni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sen) kot podrejeni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sub). V tem obdobju se je

zmanjšal tudi kreditni razmik med navadnim in podrejenim dolgom, saj so investitorji ob nadaljnjem okrevanju evropskega finančnega sektorja in iskanju donosnejših naložb sprejemali večje tveganje, ki ga prinaša podrejeni dolg. Po obratu trenda v letu 2018 smo bili v letu 2019 ponovno priča sinhronemu zmanjševanju kreditnih razmikov. Ob manjšem tržnem tveganju (korelacija med delnicami in obveznicami znotraj sektorja), ko se je evropski bančni sektor v minulem letu stabiliziral in dosegel nižjo kapitalsko rast blizu 4 %, se je razmik med navadnim in podrejenim dolgom ponovno zmanjšal. Konec novembra je znašal 63 bazičnih točk, kar je 26 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Zanimive podjetniške obveznice iz necikličnih sektorjev in podrejeni bančni dolg.

Slika 125: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2019

**Ključna priporočila:** ECB je v novembru ponovno obudila program kvantitativnega sproščanja in nadaljuje izvajanje ohlapne monetarne politike. Evropsko gospodarstvo se ohlaja, inflacijska pričakovanja so omejena navzdol. Ob naraščajočem tveganju za nedoseganje gospodarske rasti in političnem tveganju (nenadzorovani brexit, trgovinska vojna) smo bili v letu 2019 priča sinhronemu zniževanju zahtevane donosnosti obveznic v praktično vseh naložbenih segmentih. Analitiki ne pričakujejo večjih pritiskov na kratko-ročnem delu krivulje donosnosti (nizka

inflacijska pričakovanja), spremembe na dolgoročnem delu krivulje bodo tako odvisne zlasti od zahtevane premije za ročnost, ki je trenutno negativna. Kljub podpovprečnim razmikom v donosnosti smo bolj naklonjeni obveznicam iz perifernih držav, srednje in vzhodne Evrope ter jugovzhodne regije z ugodno makroekonomsko sliko. Podjetniške obveznice ostajajo zanimiva naložbena kategorija, zlasti podjetniške obveznice znotraj in zunaj naložbenega razreda iz necikličnih sektorjev. Prav tako bi izpostavili finančni sektor in podrejeni dolg bank.

Preglednica 36: Ključna priporočila za Evropo

Kategorija	Preferenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
IG	<	HY
Bonitetna ocena AA/BBB	<	Bonitetna ocena A/BB
Finančni sektor	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let (ročnost)	<	5–10 let/10–30 let (ročnost)

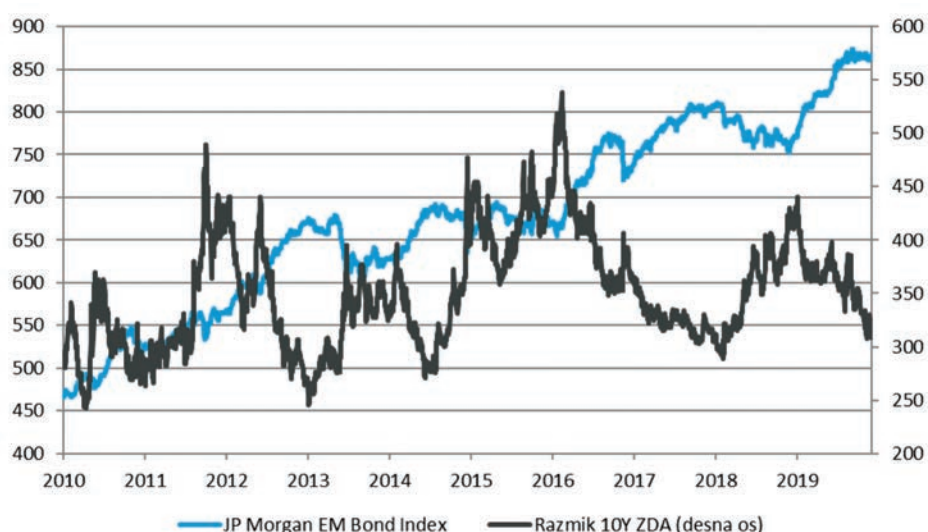
## Trgi v razvoju: pozitiven moment, potrebni previdnost in selektivnost

Vlagatelji na trgih v razvoju so bili v letu 2019 deležni nadpovprečne rasti na dolžniških trgih. Ob globalnem rahljanju monetarnih pogojev, manjši krepitvi ameriškega dolarja in trgovinskih napetostih je reprezentativni indeks JP Morgan EM Bond, ki ga sestavljajo

pretežno državne obveznice iz držav v razvoju, vse do konca novembra 2019 zrasel za dobrih 12 %. Razmik nasproti ameriškim referenčnim obveznicam znaša trenutno 309 bazičnih točk, kar je 46 bazičnih točk manj od povprečja zadnjih devetih let.

Nadpovprečna rast v obeh segmentih obveznic.

Slika 126: Gibanje indeksa obveznic iz držav v razvoju in razmikov glede na 10-letne državne obveznice ZDA



Vir: Bloomberg 2019

Zmerna globalna gospodarska rast ob vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. V nasprotju z razvitimi državami, ki se soočajo z ohlajanjem gospodarske rasti in nižjimi podjetniškimi dobički, se temeljni pogoji na številnih trgih v razvoju izboljšujejo. Ob nižji inflaciji in stabilnejših valutah se odpira prostor za ohlapnejše in bolj sinhrono monetarne politike centralnih bank, kar daje podporo dolžniškim trgov, še zlasti kakovostnejšemu državnemu dolgu. Denarni tokovi (upoštevajoč delnice in obveznice), ki se ob povečani volatiliteti preusmerjajo na razvite trge, so ne glede na vse težave posameznih držav v razvoju in trgovinsko vojno v letu 2019 še zmeraj pozitivni.

Največja tveganja na teh trgih ostajajo geopolitične razmere, pomemben vpliv na gospodarsko rast teh držav ima tudi trgovinska vojna. Ohlapna monetarna politika Fed-a znižuje premijo za tveganje na trgih v razvoju. V ospredje prihajajo specifična državna tveganja (Argentina – drastičen upad zaupanja tujih investorjev kot rezultat predsedniških volitev, Savdska Arabija – napetosti v odnosu z Iranom, Južna Afrika – pomanjkanje strukturnih fiskalnih reform in tveganje znižanja bonitetne ocene države v območje zunaj naložbenega razreda v letu 2020, Čile, Kolumbija, Hongkong – politično tveganje oziroma vzpon populizma), kar od vlagateljev

Potrebni bosta previdnost in selektivnost, tehnična vrednotenja dokaj ugodna.

## Državne pred podjetniškimi obveznicami.

zahteva večjo pozornost in selektivnost pri naložbah na trgih v razvoju.

Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko in vzdržno inflacijo (Madžarska, Poljska, Izrael) ter ob stabilizaciji surovinskih trgov in višjih cenah energentov tudi državam izvoznicam surovin (zlasti iz Latinske Amerike) in nafte (Rusija). Države, ki so v preteklem letu speljale strukturne reforme, bodo bolje pripravljene na prihajajoče zunanje šoke. Na drugi strani so zunanjim šokom najbolj izpostavljene države z velikimi proračunskimi primanjkljaji (Zambija), majhnimi deviznimi rezervami in velikim zunanjim dolgom v tujih valutah (Argentina, Turčija, Gana, Pakistan, Šrilanka).

Investitorji so bili deležni nadpovprečne rasti tudi v segmentu podjetniških obveznic

(reprezentativni indeks Morningstar EM Corporate Bond, ki ga sestavljajo podjetniške obveznice iz držav v razvoju, je vse do konca novembra zrasel za dobrih 13 %), razmiki v primerjavi z referenčnimi ameriškimi podjetniškimi obveznicami pa so na podpovprečnih ravneh. Nižji stroški zadolževanja, stabilizacija surovinskih trgov ter solidno makro in mikro okolje govorijo v prid poslovanju podjetij s trgov v razvoju v letu 2020 ter dajejo podporo njihovim vrednotenjem. Finančni vzvod podjetij se povečuje, povečuje se tudi delež izdajateljev dolga nižje kakovosti kot delež izdajateljev, pri katerih je mogoče znižanje bonitetne ocene. Stopnja neplačil obveznosti podjetij iz držav v razvoju sledi globalnim cikličnim dejavnikom in naj bi se ob zgoraj navedenih vplivih po ocenah bonitetnih hiš nekoliko zvišala, na med 2,5 % in 3 % v letu 2020 (za primerjavo, stopnja neplačil obveznosti je še v letu 2016 presegala 5 %).

Slika 127: Gibanje indeksa podjetniških obveznic iz držav v razvoju



Vir: Bloomberg 2019

**Ključna priporočila:** Zmerna globalna gospodarska rast ob vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko ter ob stabilizaciji surovinskih trgov in višjih cenah energentov tudi državam izvoznicam

surovin in nafte. Stroški zadolževanja podjetij iz držav v razvoju so se pomembno znižali, finančni vzvod podjetij se povečuje. Pričakujemo lahko postopno zviševanje stopnje neplačil obveznosti podjetij. Posledično smo bolj naklonjeni državnim obveznicam.

---

# ESG – družbeno odgovorno investiranje

Leto 2019 si bomo zapomnili po tem, da je duh ESG nepovratno ušel iz steklenice in bo v prihodnjih letih do temeljev pretresel konservativno finančno industrijo. Kot oza-veščeni posamezniki in družba postavljamo trajnostni razvoj med temeljne vrednote moderne civilizacije, saj si želimo, da gospo-darski napredek ne bi ogrozil možnosti prihodnjih rodov, da zadovoljijo svoje potrebe. Zato je razumljivo, da smo tudi kot vlagatelji vedno bolj občutljivi za naložbe z negativnimi vplivi na zdravo okolje in trajnostni razvoj družbe.

Etični ali trajnostni ali družbeno odgovorni pristop k investiranju dejansko postaja najpomembnejši investicijski trend naše generacije, ki bo revolucionarno spremenil način poslovanja finančne industrije. Vedno več individualnih in institucionalnih vlagateljev namreč postavlja pri izboru naložb na prvo mesto etične oziroma družbeno odgovorne kriterije in pri tem niso pripravljeni sklepati kompromisov.

Družbeno odgovorno investiranje ni neka modna muha, ki bi se pojavila pred kratkim, temveč gre za premišljen naložbenih koncept, ki nas spremlja že nekaj desetletij. Pred nekaj tedni smo na primer praznovali dvajsetletnico obstoja najstarejšega druž-beno odgovornega indeksa, legendarnega Dow Jones Sustainability World, leta 2006 pa je stopil v veljavo globalni dogovor Načela odgovornega investiranja Združenih narodov (United Nations Principles for Responsible Investment – UNPRI).

Predvsem v zadnjih petih letih je prišlo do neverjetne eksplozije zanimanja za družbeno odgovorno vlaganje v investicijski javnosti, saj se je število podpisnikov UNPRI

med finančnimi institucijami podvojilo s 1200 na 2400, njihova sredstva v upravljanju pa so v tem času narasla s 45 na 90 tisoč milijard dolarjev, kar z drugimi besedami pomeni, da je danes med podpisniki UNPRI že več kot polovica institucionalnih vlagateljev.

Glavno načelo pristopnik k UNPRI je zaveza, da bodo pri investicijski analizi in postopkih izbire naložb vključile trajnostne oziroma dejavnike ESG, prav tako pa bodo od izdajateljev zahtevale ustrezna razkritja glede upoštevanja trajnostnega razvoja.

## **Kaj razumemo pod pojmom družbeno odgovorno investiranje oziroma kaj pomenita kratici ESG in SRI?**

Družbeno odgovorno investiranje je vse bolj priljubljeno tako med institucionalnimi kot malimi vlagatelji, po drugi strani pa samo okoli 15 % ljudi dejansko ve, kaj pomeni ESG. ESG je kratica, ki je postala sinonim za družbeno odgovorno ali trajnostno inves-tiranje, saj označuje ključne okoljske, družbene in korporativne kriterije (E kot **E**nvironmental, S kot **S**ocial in G kot **G**overnance).

V finančnem žargonu bomo ob ESG investiranju zasledili tudi pojme, kot so »trajnostne naložbe«, »etične naložbe«, »zelene naložbe« ali pa kratico SRI, ki lahko pomeni **S**ocially **R**esponsible **I**nvesting, torej neposredno družbeno odgovorno investiranje, ali pa tudi **S**ustainable, **R**esponsible and **I**mpact Investing, ki je sicer zelo okorna, vendar pa mi je osebno pri srcu, ker najbolj natančno opredeljuje druženo odgovorno investiranje.



Damjan Kovačič



Kakorkoli že, družbeno odgovorno investiranje preprosto pomeni, da se pri izbiri naložb in finančnih produktov

odločamo na podlagi družbenih, okoljskih in etičnih dejavnikov (ESG).

Preglednica 37: ESG dejavniki trajnostnega razvoja

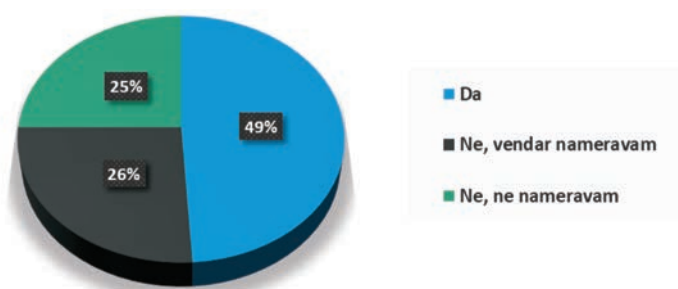
Environmental (okoljski)	Social (družbeni)	Governance (korporativno upravljanje)
Podnebne spremembe in emisije toplogrednih plinov	Razmere na delovnem mestu	Raznolika sestava organov upravljanja
Onesnaževanje zraka in vode	Spoštovanje človekovih pravic	Nagrajevanje uprave
Energetska učinkovitost	Enakopravna spolna zastopanost in nediskriminacija	Neodvisnost revizijskega odbora
Upravljanje odpadkov	Odnos podjetje – zaposleni	Pranje denarja in korupcijska tveganja
Upravljanje vodnih virov	Zadovoljstvo strank	Poslovna etika
Biodiverziteteta in krčenje gozdov	Odnos do lokalnega okolja	Politična izpostavljenost

### Zakaj se investitorji odločajo za družbeno odgovorno investiranje?

Raziskave med vlagatelji in podjetji kažejo, da se večina od njih strinja, da je zanje finančno smiselno, da se usmerijo v trajnostne naložbe, hkrati pa obstaja precejšen prepad med tem, kaj ljudje

pravijo, da je pomembno, in kako v resnici investirajo. Če bi vlagatelje vprašali, kako pomembni se jim zdijo zgoraj naštetih posamezni dejavniki ESG, bi jih okoli 80 % odgovorilo, da so trajnostni dejavniki zanje zelo pomembni, samo polovica, to je okoli 40 %, pa jih že upošteva te dejavnike pri svojih naložbenih odločitvah (vir: Morningstar).

### Ali vključujete trajnostne naložbe v svoj portfelj



Tri četrtine malih vlagateljev pričakujejo od bank in upravljavcev premoženja, da bodo aktivno promovirali trajnostne naložbe.

Zanimivo je, da se velika večina profesionalnih upravljavcev po podatkih CFA Institute odloča za vključevanje dejavnikov ESG v investicijske odločitve predvsem

zaradi želje po obvladovanju tveganj in ker to od njih pričakujejo njihove stranke. To nekako pomeni, da finančna industrija vlaganje po merilih ESG še vedno sprejema s figo v žepu in jih ne sprejema zato, ker bi bili s srcem pri stvari ali ker bi čutili, da je to njihova moralna obveza.



---

Na tem mestu moramo pohvaliti EU in novo evropsko komisijo, ki bo v prihodnjih letih s konkretnimi sistemskimi ukrepi na zakonodajni ravni prisilila finančne ustanove, da bodo pri izbiri naložb morale upoštevati trajnostne kriterije. Doseganje podnebnih in energetske ciljev, navedenih v pariškem sporazumu, ki predvideva 40-odstotno zmanjšanje emisij toplogrednih plinov, naj bi letno zahtevalo 180 milijard evrov dodatnih investicij.

Predlogi regulativnih sprememb evropske komisije imajo za cilj transparentnost in dolgoročno trajnostno usmerjenost finančnih dejavnosti. Akcijski načrt za financiranje trajnostne rasti predvideva 1) enotno evropsko klasifikacijo in taksonomijo okoljsko odgovornih naložb, 2) certifikate EU za zelene finančne produkte, 3) jasna merila o vključevanju dejavnikov ESG v procese odločanja pri finančnih investitorjih, 4) bolj transparentno poročanje podjetij o politikah ESG, 5) integracijo ESG v evropske predpise o kapitalski ustreznosti bank in zavarovalnic.

Za vlagatelje, družbe za upravljanje, banke, zavarovalnice, finančne svetovalce in zavarovalniške posrednike bodo najpo-

membnejše spremembe direktiv UCITS, Solventnost II, MiFID 2 in direktive o distribuciji zavarovalnih produktov. V praksi to pomeni, kot navaja mag. Gregor Pipan v Bančnem vestniku, da »finančni in zavarovalni svetovalci ne bi presojali primernosti določenega produkta samo z vidika profila tveganja (sposobnost in pripravljenost sprejemanja tveganja), pač pa bi morali preveriti tudi nefinančne preference stranke – to je spoštovanje načel okoljsko in družbeno odgovornega investiranja (ESG) in skladno z odgovori strankam svetovati primerne 'zelene' finančne produkte«.

Med kategorijami vlagateljev so za trajnostne vrednote posebej dovzetne ženske in mlajše generacije, ki jih je finančna industrija tradicionalno težko pritegnila.

Ključni premislek. Ali se danes finančne družbe odločajo za vključevanje načel ESG pri poslovanju in investiranju zaradi videza, ker je to moderno in se lahko tako postavljajo pred vlagatelji in zunanjo javnostjo, ali pa mislimo resno in vsebinsko integriramo kriterije ESG v vse pore poslovanja ter v proces izbire naložb in upravljanje?

## Donosi družbeno odgovornih skladov

Za vlagatelje je pri naložbenem pristopu pomernih ESG ključno vprašanje, kakšne donose lahko pričakujejo od svojih ESG portfeljev v primerjavi s splošnimi delniškimi trgi. V svoji bazi podatkov imam več sto študij o donosih ESG naložb, vendar pri najboljši volji ne znam enoznačno odgovoriti na to vprašanje. Pred kratkim sem na okrogli mizi CFA Slovenije o investiranju po kriterijih ESG citiral genialnega fizika in neprekosljivega misleca Richarda Feynmana, ki pravi, da ima raje vprašanja, na katera ne

poznamo odgovora, kot pa odgovore, o katerih se ne smemo spraševati, oziroma v izvorniku: »I would rather have questions that can't be answered than answers that can't be questioned.«

Po eni strani imamo podatke iz več kot 2200 akademskih študij, v katerih so v zadnjih 40 letih preučevali razmerja med trajnostnimi dejavniki in finančno uspešnostjo podjetij. Pogosto citirana referenčna metaštudija Friedeja in Buscha iz leta 2015 navaja, da so v

---

Za vlagatelje je pri naložbenem pristopu po merilih ESG ključno vprašanje, kakšne donose lahko pričakujejo od svojih ESG portfeljev v primerjavi s splošnimi delniškimi trgi. V svoji bazi podatkov imam več sto študij o donosih ESG naložb, vendar pri najboljši volji ne znam enoznačno odgovoriti na to vprašanje. Pred kratkim sem na okrogli mizi CFA Slovenije o investiranju po kriterijih ESG citiral genialnega fizika in neprekosljivega misleca Richarda Feynmana, ki pravi, da ima raje vprašanja, na katera ne poznamo odgovora, kot pa odgovore, o katerih se ne smemo spraševati, oziroma v izvorniku: »I would rather have questions that can't be answered than answers that can't be questioned.«

Po eni strani imamo podatke iz več kot 2200 akademskih študij, v katerih so v zadnjih 40 letih preučevali razmerja med trajnostnimi dejavniki in finančno uspešnostjo podjetij. Pogosto citirana referenčna metaštudija Friedeja in Buscha iz leta 2015 navaja, da so v več kot 90 % študij ugotovili, da imajo kazalniki ESG pozitiven ali nevtralen vpliv na finančne donose.

Do podobnih rezultatov je prišla pred nekaj leti metaštudija From the Stockholder to The Stakeholder, v kateri ugotavljajo, da dobre trajnostne prakse v 90 % znižujejo stroške kapitala, 88 % raziskav navaja boljše operativne kazalnike poslovanja, 80 % študij pa opaža tudi pozitivno korelacijo s cenami delnic.

Primer 1: Od leta 1990 je MSCI KLD 400 Social Index, ki zajema družbe, ki sledijo načelom ESG, po donosu premagal indeks S&P 500, saj je dosegel 11,2-odstotni povprečni letni donos, primerjalni indeks S&P 500 pa 10,7-odstotnega.

Primer 2, študija Bank of America: V zadnjih petih letih so najboljše uvrščene ESG

naložbe v povprečju premagale splošne delniške trge za tri odstotne točke letno.

Po drugi strani se moramo vprašati, ali izločanje pomembnega dela naložb že vnaprej pomeni nižje donose in večje tveganje ESG portfeljev. Strinjam se s Cliffom Asnessom (AQR), ki se je postavil v vlogo hudičevega odvetnika in v svojem blogu lepo pojasnil vpliv izključitve grdih, umazanih ali problematičnih naložb na delniške donose. Matematično dejstvo je, da bodo naši tveganju prilagojeni donosi nižji, če se bomo zavestno odpovedali delu naložbenega portfelja. Poglejmo problem na logičen način z nekoliko drugačne perspektive. Vlagatelji, ki si ne želimo več mazati rok z neetičnimi naložbami (tobak, orožje, fosilna goriva, umazana industrija ...), se pri razprodaji teh naložb ne oziramo na temeljne dejavnike in jih potencialno (raz)prodajamo pod pošteno ceno. Na nasprotni strani imamo kupce teh neetičnih naložb, ki bodo prodajalcem zaračunavali premijo za neetično ravnanje, ker bodo zaradi grešnih naložb grdi rački v finančni industriji. Zakaj bi bili sicer pripravljeni staviti na kocko upad ugleda, če ne bodo za to primerno nagrajeni v obliki presežnega donosa?

Naj omenim še dva vidika, ki bi lahko pomembno vplivala na nepričakovano visoko pozitivne donose ESG naložb v preteklem obdobju. Prvi je, da je šlo za razmeroma majhen del trga, v katerega so se stekali vedno večji sveži prilivi, ki so nagrajevali »šampione« trajnostnega razvoja. S tem ko ESG v zadnjih letih skozi velika vrata vstopa v podjetja in finančno industrijo ter postaja »mainstream«, se razlike na tem področju med podjetji močno zmanjšujejo, s tem pa tudi konkurenčne prednosti po merilih ESG najvišje ocenjenih družb. To je po eni strani pozitivno za okolje in družbe, po drugi strani pa bodo

---

upravljavci s trajnostnimi naložbami v prihodnosti vse težje ustvarjali vzdržne presežne donose.

Drugi vidik, zaradi katerega je treba odlične rezultate ESG naložb v zadnjem poslovnem ciklu jemati z rezervo, so izjemni presežni donosi največjih korporacij, ki so v zadnjih 10 letih v povprečju dosegale 13,1 % letnega donosa (S&P 100), celotni delniški trg (Wilshire 5000) pa je tem času dosegel »samo« 10,8 % letnega donosa. Večje

korporacije imajo v povprečju višje ESG ratinge tudi zato, ker si lahko privoščijo neomejene proračune za trajnostni razvoj. Armade dobro plačanih svetovalcev poskrbijo za vsa potrebna razkritja, sodelujejo z bonitetnimi hišami za ESG, službe za odnose z javnostmi pa delajo za to, da se na spletu družbe kažejo v čim lepši luči, kar je še posebej kritično v času umetne inteligence, ki v realnem času spremlja in analizira vse objavljene informacije o posameznem podjetju.

## Prilivi v družbeno odgovorne sklade

Medtem ko smo v globalnem merilu v zadnjem letu dni spremljali neto odlive iz delniških skladov, so družbeno odgovorni skladi edina kategorija, ki doživlja ne samo rast, ampak razcvet v pravem pomenu besede, saj so rasti čistih prilivov že nekaj let okoli 20 % letno. Med njimi je še posebej impresivna rast pasivnih ESG skladov, ki rastejo celo po 33 % letno oziroma trikrat hitreje kot aktivno upravljani skladi, ki rastejo po 11 % letno. Po podatkih BNP Paribas se je v letu 2019 rast prilivov še okrepila in naj bi znašala celo nad 25 %.

Družbeno odgovorni skladi naj bi tako pritegnili celo 28 % vseh svežih prilivov, kar pomeni, da bodo ti skladi med vsemi naložbenimi kategorijami zaostali samo za ameriškimi državnimi obveznicami in se uvrstili tudi pred dolgo časa najbolj priljubljene hitrorastoče delniške sklade.

Tržni delež izrecno v ESG usmerjenih vzajemnih skladov znaša v svetovnem merilu okoli 6 %, v Evropi pa je že presegel 12 % sredstev v upravljanju.

---

## Analitični pristopi k upravljanju ESG portfeljev

### Izključitveni pristop (Exclusionary, Negative Screening)

Izključitveni pristop pomeni, da se v portfeljih načrtno izogibamo delnicam iz neetičnih panog, kot so vojaška in orožarska industrija, igre na srečo, tobak, žgane pijače, rudarske družbe, naftna in plinska industrija. Prav tako ne vlagamo v države ali regije, ki so na črni listi multilateralnih mednarodnih organizacij. Obstoječi vlagatelji se lahko

odločajo za aktivno dezinvestiranje problematičnih naložbenih kategorij. Če bi iz delniškega indeksa razvitih trgov MSCI World izključili vse družbe, ki več kot 5 % prihodkov dosegajo v zgoraj omenjenih neetičnih panogah, bi se naš naložbeni univerzum skrčil za okoli 10 %.

### Inkluzivni pristop (Inclusionary Screening)

V procesu izbire naložb si pomagamo z vključevanjem kriterijev ESG. Krovni organ za standardizacijo trajnostnih kriterijev Sustainability Accounting Standards Board (SASB) je pred kratkim opravil pionirsko nalogo in postavil specifične standarde za 77 industrij, ki omogočajo primerjavo

podjetij znotraj posamezne industrije. Jasno je, da moramo pri vključevanju kriterijev ESG upoštevati, kateri trajnostni dejavniki so tisti, ki so najbolj relevantni, če gre za rudarsko industrijo, transport, trgovino na drobno ali pa recimo finančne storitve.

### Best-in-class

Vlagatelji, ki se odločajo za naložbeno načelo Best-in-Class, ne izključujejo posameznih problematičnih sektorjev in panog, kot so tobak, alkohol ali orožarska

industrija, temveč izbirajo tiste naložbe, ki dosegajo najboljše ESG rezultate znotraj sektorja ali industrijske panoge.

### Trajnostni tematski pristop (Sustainability Themed Investing)

Pri tematskem pristopu je naša naložbena strategija osredotočena na ožje področje, in sicer na najbolj prepoznavne trajnostne naložbe, kot so alternativna energija (sonce,

veter), elektromobilnost, okoljske storitve, oskrba s pitno vodo, okoljski inženiring, zdrava prehrana, recikiranje, ravnanje z odpadki...

### Direktni pristop in aktivno lastništvo (Impact investing, Active Ownership)

---

## INFOND DRUŽBENO ODGOVORNI

### Privlačen donos s čisto vestjo

Pri upravljanju sklada Infond Družbeno odgovorni uporabljamo kombinacijo vseh naložbenih pristopov, posebej v zadnjih petih letih smo dodatno zaostri kriterije in se še bolj osredotočili na zelene tematske naložbe. V naložbeni politiki sklada je tako zapisana izrecna prepoved vlaganj v podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo orožja,

tobačnih izdelkov, alkohola in prirejanjem iger na srečo. Prav tako se že nekaj let načrtno izogibamo naložbam v »umazane« naftne in rudarske družbe ter druga podjetja, ki jih povezujemo s kršenjem človekovih pravic, poskusi na živalih ali drugimi neetičnimi ravnanji.

### Kako trajnostno naravnane so naložbe v portfelju Sava Infond?

Pred kratkim smo v družbi Sava Infond opravili interno kvantitativno presojo trajnostnega vidika celotnega portfelja z uporabo bonitetnih ocen po kriterijih ESG najbolj prepoznavnega ponudnika RobecoSAM.

Za trajnostne ali družbeno odgovorne smo precej restriktivno opredelili tiste naložbe, pri katerih je RobecoSAM Total Sustainability Rank (delniške naložbe) ali RobecoSAM Country ESG Score (državne

obveznice in mednarodne organizacije) višji od 50 %.

Povprečni ESG rating vseh 466 delniških naložb je konec novembra 2019 znašal 55 %, povprečni ESG rating 109 obvezniških naložb pa 54 %.

Povprečni ESG rating vseh 613 delniških in obvezniških naložb je znašal 55 %, kar za družbo pomeni pozitivno oceno naložbenega portfelja trajnostnega razvoja.

### Trendi v druženo odgovornem vlaganju

- Družbeno odgovorno vlaganje in upoštevanje načel ESG postaja ena od glavnih prioritet upravljavcev premoženja in prodajalcev skladov.
- Načela ESG postajajo sestavni del naložbenega procesa pri malih vlagateljih in njihovih finančnih svetovalcih.
- Posebej izrazito je zanimanje za podnebne spremembe, zmanjševanje ogljičnega odtisa in okoljski vpliv naložb.
- Večji poudarek je na merjenju pozitivnih učinkov na trajnostni razvoj na ravni celotnega portfelja kot pri posamičnih naložbah.
- Vedno večji regulatorni pritiski v povezavi s trajnostnim razvojem na lastnike kapitala in upravljavce premoženja.
- Hitra rast ponudbe pasivnih produktov ESG.

---

Finančne ustanove, ki ne bodo pravočasno prepoznale tektonskih sprememb in priložnosti, ki jih prinaša vlaganje po načelih ESG, bodo ostale daleč zadaj v tekmi za sredstva vlagateljev in bodo na dolgi rok obsojene na životarjenje.

Če parafraziramo slavnega Warrena Buffetta, ki je nekoč rekel, da poceni value naložbe, ki ne rastejo, v resnici niso value naložbe, lahko danes trdimo nekaj podobnega za podjetja, ki rastejo ob

negativnem vplivu na trajnostni razvoj. Rast podjetij, ki ne bo hkrati zagotavljala trajnostnega razvoja, enostavno ne bo več sprejemljiva za vlagatelje in družbo.

Družbeno odgovorno investiranje je win-win odnos za vse udeležence, saj prinaša konkretne in oprijemljive koristi za naš zeleni planet, okolje in družbo, prav tako pa nič ne kaže, da bi se morali vlagatelji na račun etičnega pristopa v investiranju zavestno odrekati donosom na finančnih trgih.

# Kazalniki in referenčni grafi

## Delnice

### ZDA

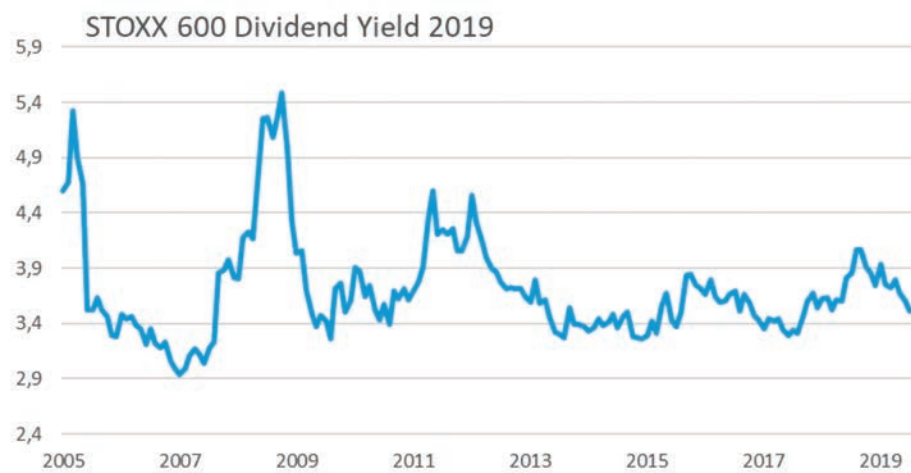


Vir: Bloomberg 2019



## Delnice

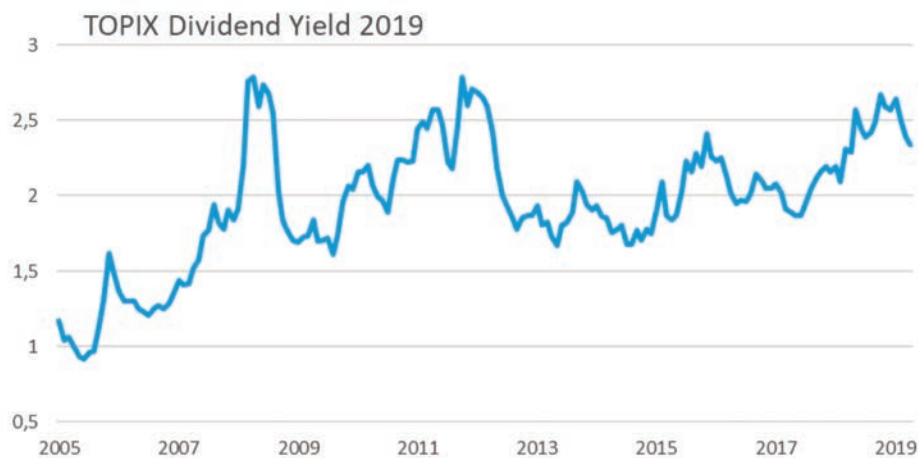
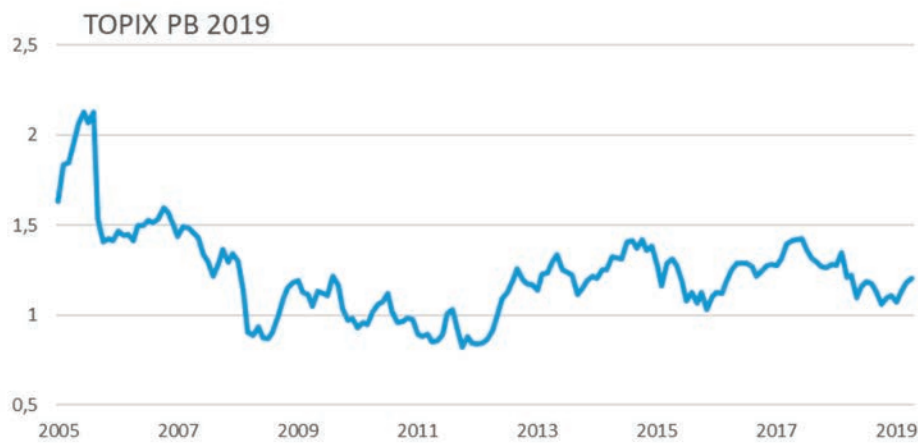
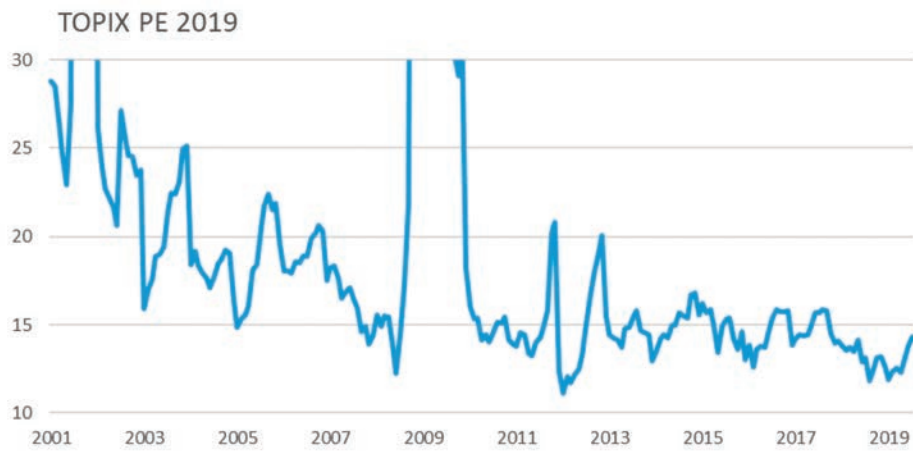
### Evropa



Vir: Bloomberg 2019

# Delnice

## Japonska



Vir: Bloomberg 2019

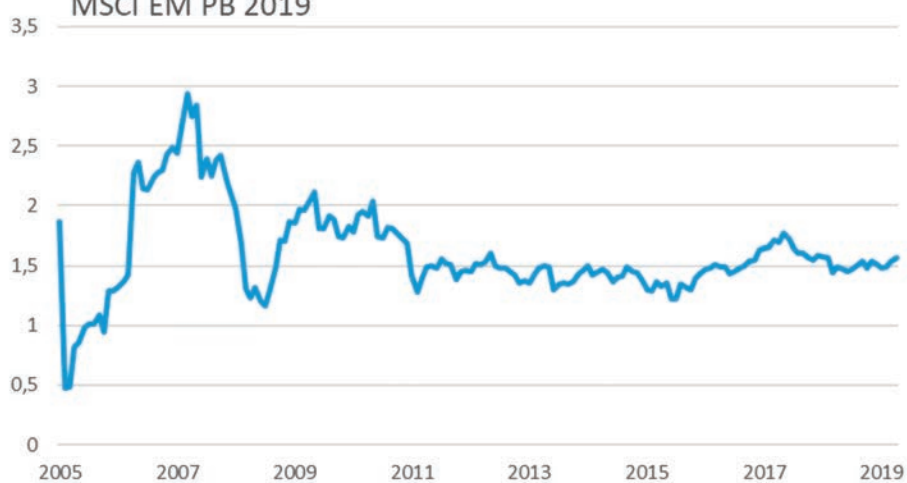
## Delnice

### Države v razvoju

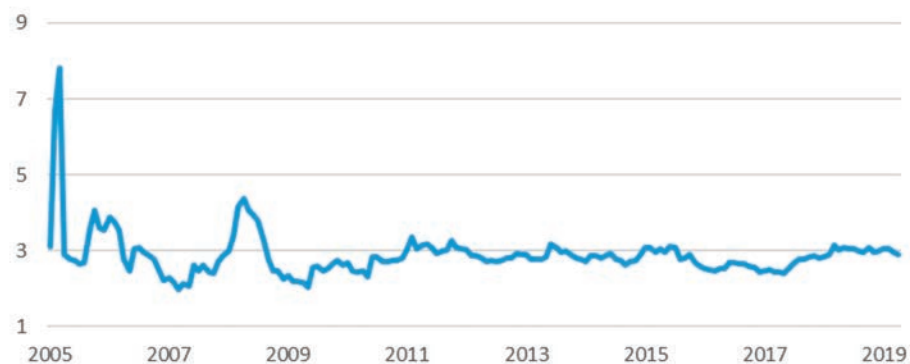
MSCI EM PE 2019



MSCI EM PB 2019



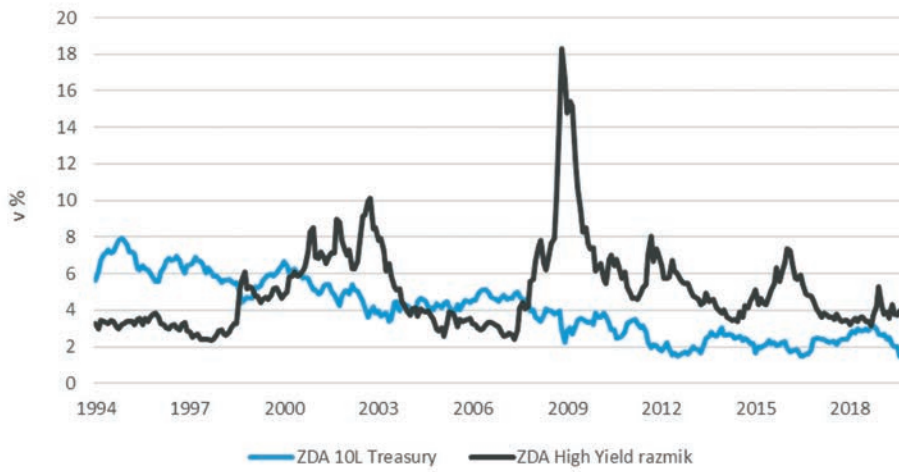
MSCI EM Dividend Yield 2019



Vir: Bloomberg 2019

# Obveznice

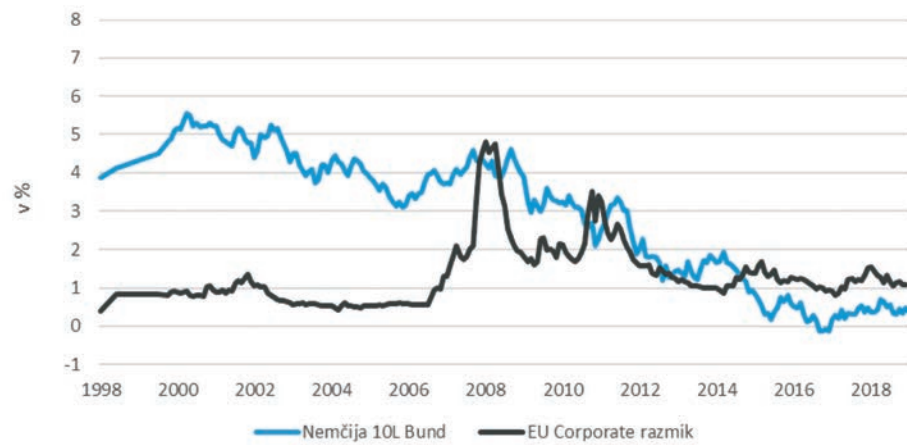
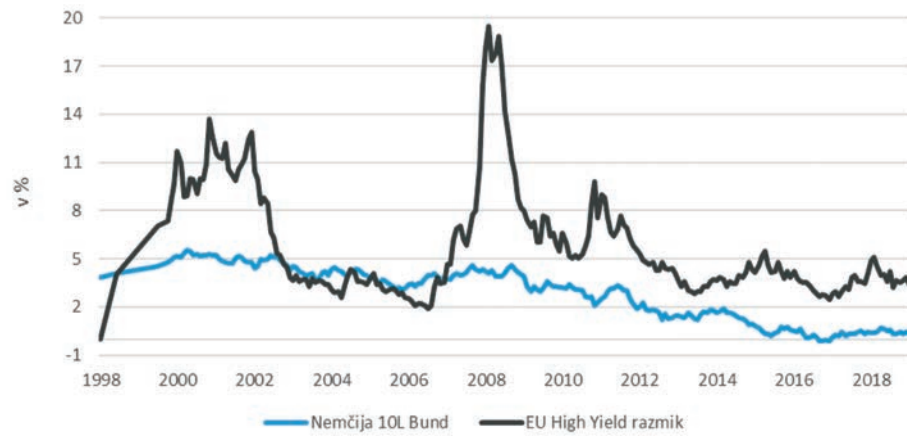
## ZDA



Vir: Bloomberg 2019

# Obveznice

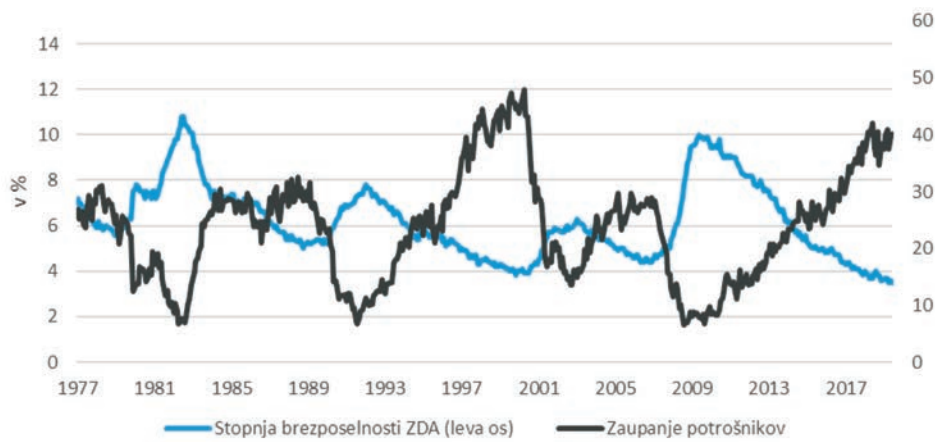
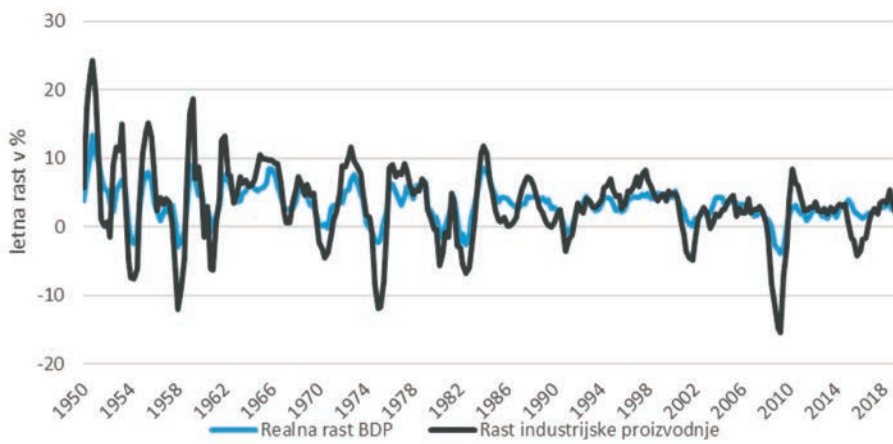
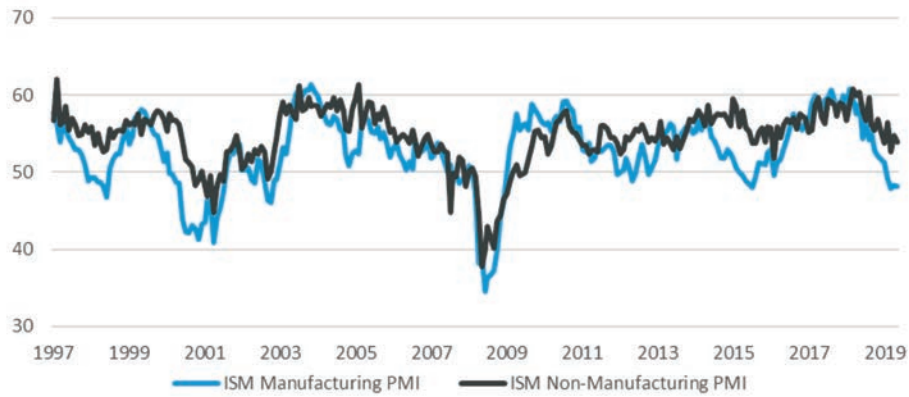
## Evropa



Vir: Bloomberg 2019

# Ekonomija

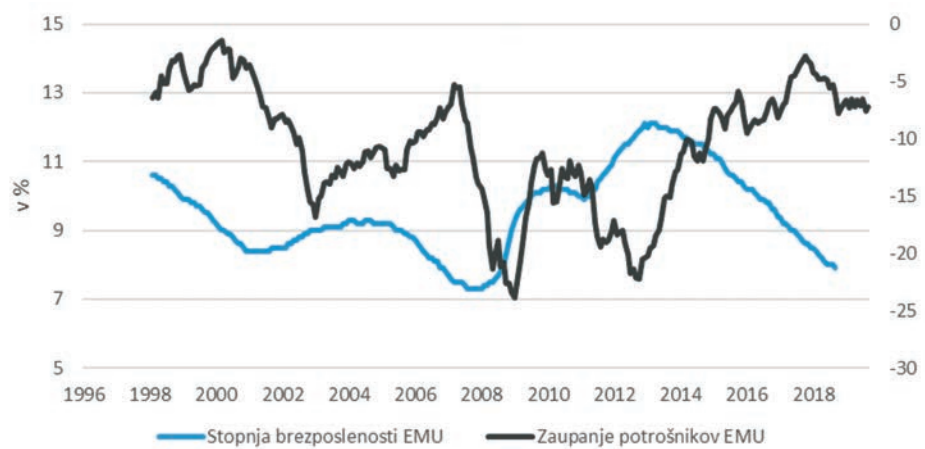
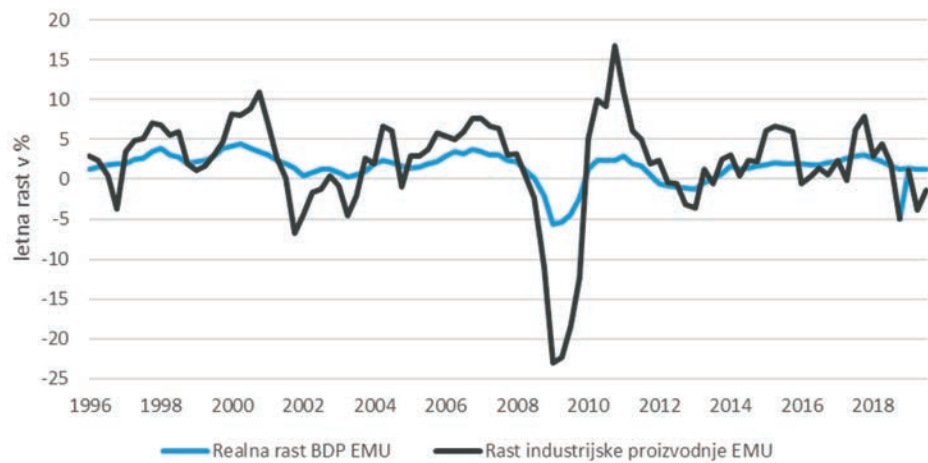
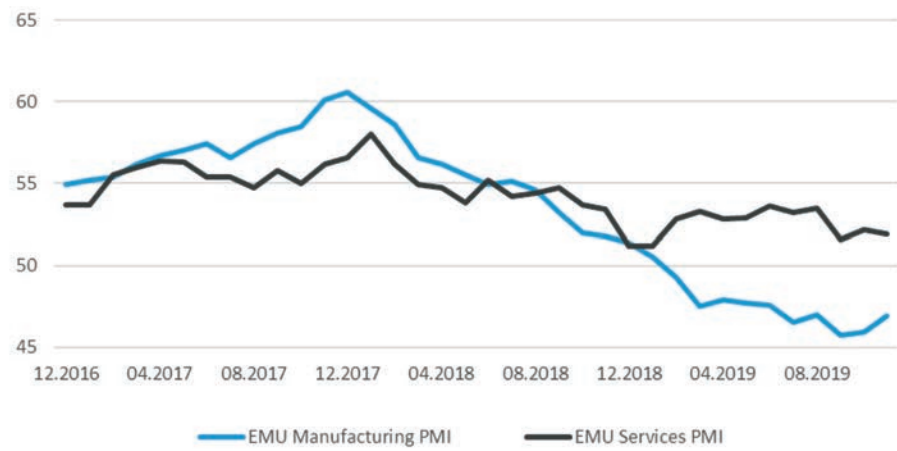
## ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2019

# Ekonomija

## EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2019



---

Naložbeni mozaik je dokument, ki je informativne narave in tako bralcem predstavlja zgolj informativno gradivo. O morebitnih naložbenih odločitvah na podlagi Naložbenega mozaika se je potrebno pred izvedbo posvetovati z osebnim finančnim svetovalcem.

Naložbeni mozaik ne pomeni osebnega priporočila stranki za nakup posameznih finančnih instrumentov niti ne predstavlja storitve investicijskega svetovanja. Družba ne odgovarja bralcu ali kateri koli drugi osebi za morebitno neposredno ali posredno škodo, obveznosti in/ali izgubo, nastalo kot posledica odločitev bralca na podlagi informativnega gradiva Naložbeni mozaik. Družba tudi ne prevzema odgovornosti zaradi napačnih ali nepopolnih podatkov in/ali informacij v informativnem gradivu Naložbeni mozaik, razen v primeru naklepa ali velike malomarnosti družbe ali njenih predstavnikov, kar se presoja po standardu skrbnost dobrega strokovnjaka.

Podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, temveč le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij. Družba morda je ali še bo za račun skladov v upravljanju ali v lastnem imenu sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedeni v tem dokumentu, lahko pa so ali bodo to počele tudi osebe, ki so sodelovale pri pripravi tega dokumenta.

Če publikacije Naložbeni mozaik ne želite več prejemati, nam to sporočite na elektronski naslov [dpo@infond.si](mailto:dpo@infond.si).

[www.infond.si](http://www.infond.si)



**SAVA**  
I N F O N D

Sava Infond,  
družba za upravljanje, d.o.o.  
Ulica Vita Kraigherja 5  
SI-2000 Maribor  
[www.infond.si](http://www.infond.si)  
02 229 74 40