

POGLED 2022

INFLACIJA – DUH V STEKLENIČKI?



Naložbeni**mozaik**

VSEBINA

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Aleš Šoba, CFA,
direktor sektorja upravljanja
investicijskih skladov,
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

ČLAN:

mag. **Barbara Gačnik**,
vodja področja upravljanja naložb,
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

AVTORJI ČLANKOV

Aleš Šoba, CFA

Direktor sektorja upravljanja
investicijskih skladov,
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

Mag. **Barbara Gačnik**,

Vodja področja upravljanja naložb,
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

Uroš Selič,

Specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 48

Damjan Kovačič,

Specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 50

Aleš Grbič

Specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 52

Jure Rogač

Specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 60

3 **Predgovor**

5 **Gospodarski pogled: nadaljevanje okrevanja, inflacija glavna težava**

6 - ZDA

18 - Evropa

23 - Kitajska

30 **Finančni trgi: še vedno pozitivno, a z nižjimi donosi**

30 - Delniški trgi

45 - Obvezniški trgi

59 - Priporočila

60 **Zeleno, ki te ljubim zeleno ali kaotični prehod v nizkoogljično družbo**

68 **Megatrendi: disruptorji**

75 **Kazalniki in referenčni grafi**

Predgovor

Pred približno letom dni je svet preplaval optimizem, da bodo učinkovita cepiva pomenila konec boja s covidom-19. Čeprav se najbolj optimistična pričakovanja, tako da bi danes o pandemiji že govorili v pretekliku, niso uresničila, pa je bil narejen ogromen napredek v boju s pandemijo v obliki večjega dostopa do cepiv, prevladujočega mnenja, da požitveni odmerki dajejo dodatno zaščito, ter tudi s prihodom prvih protivirusnih zdravil, ki preprečujejo hujši potek bolezni. Finančni trgi so kljub rekordnemu številu okuženih v Evropi že bili usmerjeni v prihodnost in temu niso več dajali prevelikega pomena. Žal smo bili novembra znova opomnjeni, da je pandemija še kako z nami, in to v obliki nove različice pod imenom omikron.

Kljub temu opominu pa lahko za leto 2021 rečemo, da se je izteklo (vsaj do sredine decembra) pozitivno za vlagatelje. Zgodba s konca lanskega leta, da bomo doživeli

močno gospodarsko okrevanje (zaradi učinkovitih cepiv), veliko rast dobičkov ter imeli nadaljnjo podporo centralnih bank in držav, se je uresničila oziroma preseгла vsa pričakovanja.

Kar je v letu 2021 presenetilo, je inflacija, ki smo jo omenjali kot potencialno tveganje, nismo pa pričakovali, da bomo videli največjo rast cen v zadnjih desetletjih. Teza centralnih bank je šla v smeri, da je le prehodne narave, predvsem zaradi posledic pandemije, ki je pustila svoj pečat zlasti v težavah oskrbovalnih verig in preusmeritvi potrošnje od storitev k trajnim potrošnim dobrinam. Delno se strinjamo z oceno, da bo inflacija v letu 2022 nižja, bo pa strukturno višja, kot je bila pred pandemijo. Zaradi velikega javnega dolga in občutljivosti gospodarstev za višje obrestne mere so centralne banke pred velikim izzivom.

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalskih trgih

	2020	2021*	10 let**	PE	PE 2022	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (Globalni delniški indeks)	7,3 %	23,7 %	14,0 %	20,6	17,3	1,9 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	7,0 %	26,8 %	14,8 %	22,0	18,3	1,8 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	9,1 %	3,5 %	7,4 %	13,7	12,1	2,5 %
S&P 500 (Ameriške delnice)	8,7 %	33,1 %	18,2 %	25,0	20,3	1,3 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	-2,8 %	19,2 %	9,9 %	18,4	14,4	2,8 %
TOPIX INDEX (Japonske delnice)	3,3 %	8,1 %	10,4 %	14,6	13,0	2,2 %
MSCI Value	-8,4 %	24,5 %	11,7 %	15,4	13,2	2,9 %
MSCI Growth	23,3 %	28,5 %	17,7 %	35,9	27,8	0,8%
Obvezniški trgi						
iBoxx € Overall Index	4,1 %	-1,7 %	4,1 %			
iBoxx € Corporates Index	2,7 %	-1,0 %	3,9 %			
iBoxx € Sovereigns Index	5,0 %	-1,9 %	4,5 %			
Ostalo						
Nafta brent (sodček) – cena v USD	51,8	70,6				
Zlato (unča) – cena v USD	1.898	1.775				
Bitcoin – cena v USD	28.996	57.139				
Tečaj EUR/USD	1,22	1,13				

Opombe: donosi vključujejo dividende; merjeno v EUR.

* 2021 je do 30. 11. 2021; ** 10 let je obdobje od 30. 11. 2011 do 30. 11. 2021.

Vir: Bloomberg 2021

Na finančnih trgih so delnice močno presegle donosnost obveznic (te so imele negativno leto). Globalni delniški indeks MSCI AC je pridobil blizu 24 % (v EUR, skupaj z bruto dividendami). Presežni donos delnic nad obveznicami je eden višjih v zadnjih desetletjih in dober opomnik, da so izhodišča za obveznice še naprej izjemno neprivlačna. Pri delnicah smo v začetku leta videli veliko rast value delnic nasproti growth ter cikličnih sektorjev nasproti defenzivnim. Skozi leto se je ta trend, tudi pod vplivom delta različice virusa, umiril in tudi obrnil. Razočaranje leta pa so nedvomno kitajske delnice, ki bodo leto 2021 končale v globokem minusu. Regulativni šoki, težave nepremičninskega sektorja in nadaljevanje geopolitičnih trenj pomenijo ogromno negotovost tudi za naprej.

Po še enem izjemnem letu za vlagatelje smo znova pred vprašanjem, ali lahko delniški trgi nadaljujejo v tem tempu. Naše mnenje je, da je ta lahki del donosov mimo in da bo leto 2022 mnogo težje.

Globalno gospodarstvo bo imelo še eno leto nadpovprečne rasti, a bo ta rast manjša kot v letu 2021. Tudi rast dobičkov podjetij se bo umirila, bo pa ostala pozitivna. Seznam tveganj je letos daljši kot pred letom dni. Inflacija vztraja na visokih ravneh in pritisk na centralne banke, da končajo izredno podporo finančnim trgov, se stopnjuje. Pričakovanja gredo v smeri, da bo ameriška centralna banka izvedla tri dvige ključne obrestne mere v prihodnjem letu. Tudi izredna pomoč vlad v obliki fiskalnih spodbud bo manjša, res pa je, da gospodarstvo izrednih ukrepov niti ne potrebuje več. Covid-19 ostaja z nami, čeprav bo njegov vpliv manjši kot v letih 2020 in 2021. Tudi smer kitajskega gospodarstva je negotova.

Kljub povečanim tveganjem še naprej pričakujemo pozitivne donose za delnice, saj več pozitivnih dejavnikov prevlada nad negativnimi. Bo pa nihajnost na finančnih trgih

večja kot v letu 2021. Zanimivo je, da so danes vrednotenja nižja kot pred letom dni (zasluga gre izjemni rasti dobičkov), tako da z vidika vrednotenj ne vidimo težav za delnice. Pričakovani PE za globalni delniški indeks MSCI AC znaša 17,3, malenkost nad dolgoročnim povprečjem. Ob še vedno nizkih obrestnih merah je naš sklep, da delnice še vedno nimajo prave alternative, in podobno kot v lanski izdaji ugotavljamo, da ostajajo prava izbira za to desetletje.

Odločitev, kateri segmenti delniških trgov bodo v letu 2022 v ospredju, je letos bolj meglena kot v preteklosti. Razhajanje v vrednotenjih growth delnic nasproti value in tudi ZDA nasproti preostalim trgov se je še povečalo, vendar sama vrednotenja na kratek rok ne pomenijo nič. Ključno bo gibanje inflacije, ki bi odločila o usodi posameznih segmentov – ali se bomo vrnili na ravni pred pandemijo (majhna rast, nizka inflacija) ali pa smo res spustili duha iz stekleničke in stopamo v novo okolje z višjo inflacijo in z novimi zmagovalci.

Poleg razmišljanj o finančnih trgih več pozornosti namenjamo tudi temam, ki bodo oblikovale prihodnja desetletja. Spremembe, ki jih doživljamo, ne samo na gospodarskem področju, so vedno hitrejšje in postajajo vedno večji izziv tudi za vlagatelje. Ključna tema so nedvomno podnebne spremembe in odločnost ljudi, da jih skušamo ublažiti, ter vpliv novih tehnologij, ki bodo disruptirale zdajšnje poslovne modele.

Za konec pa ostaja glavna želja, da bi leto 2022, vsaj z vidika pandemije, pomenilo vrnitev v normalne tire.

Srečno 2022!

Gospodarski pogled: nadaljevanje okrevanja, inflacija glavna težava

Globalno gospodarstvo je v letu 2021 z rastjo blizu 6 % preseglo visoka pričakovanja s konca lanskega leta. Močnejše okrevanje je bilo podprto z dokaj uspešnim cepljenjem prebivalstva ter še vedno izrazito podporo vlad in centralnih bank. Čeprav se je globalno gospodarstvo soočilo z mnogimi izzivi, predvsem z višjo inflacijo, ki je posledica težav v oskrbovalnih verigah, pomanjkanja kadra in visokih cen energentov ter upočasnitve kitajskega gospodarstva, pa so pozitivni dejavniki pretehtali nad negativnimi. Negotovost glede inflacije in upočasnitev kitajske gospodarske rasti sta tudi glavni tveganji v letu 2022.

V letu 2022 pričakujemo nadaljevanje gospodarskega okrevanja z rastjo, ki bo glede na pretekle rasti nadpovprečna, četudi manjša od dosežene v letu 2021. Analitiki pričakujejo rast v višini 4,4 % v letu 2022 in 3,5 % v letu 2023. Oboje je več, kot pa je bila rast pred pandemijo (2019: 3%).

Velika gospodarska rast bo podprta z nadaljnjim napredkom na zdravstvenem področju v boju s covidom-19. Čeprav je optimizem, da bodo cepiva prinesla hiter konec pandemije, skozi leto izzvenel, pa daje nov optimizem dejstvo, da se dostopnost cepiv povečuje, pozitivni odmerki zagotavljajo dodatno zaščito, dobro novico pa pomenijo tudi prva zdravila v obliki tablet, ki preprečujejo hujši potek bolezni. Nova različica virusa pod imenom omikron je vseeno

opozorilo, da ima virus še naprej pomembno vlogo v naših življenjih.

Pozitivno bo h gospodarskemu okrevanju prispevalo tudi dejstvo, da so gospodinjstva v izjemno dobrem finančnem stanju. Zaradi nezmožnosti potrošnje so velik del razpoložljivih dohodkov privarčevala. Ocenjuje se, da so ameriška gospodinjstva privarčevala več kot 10 % bruto domačega proizvoda (BDP) več, kot če pandemije ne bi bilo. Gre za znesek 2.400 mrd USD. Resda je majhna možnost za to, da bi se ves ta presežek prelil v potrošnjo, vendar če se prelije samo majhen del tega, bo to pomenilo dodatno podporo gospodarskemu okrevanju. Med dejavniki, ki bodo pozitivno vplivali na gospodarsko rast, bo tudi povečanje zalog podjetij, ki so zaradi težav z oskrbovalnimi verigami rekordno nizke.

Glavni izziv je v letu 2021 postala inflacija. Čeprav je bilo pričakovati, da bodo inflacijski pritiski malenkost povečani, že zaradi upada cen v letu 2020 in nižjega izhodišča, s katerim se cene primerjajo, pa sta višina in vztrajanje inflacije presenetila večino ekonomistov. Inflacija je presegla 6 % v ZDA in 4 % v Evropi. Ključno vprašanje je seveda, ali gre le za prehodni fenomen ali pa bo višja inflacija vztrajala. Če bo inflacija vztrajala na višjih ravneh, lahko to pomeni hitrejši umik podpore centralnih bank in verjetno največje tveganje za okrevanje globalnega gospodarstva.

Inflacija je ključni izziv za leto 2022

Preglednica 2: Ključni gospodarski podatki

Regija	Rast BDP			Inflacija			Brezposelnost		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Svet	5,8 %	4,4 %	3,5 %	3,7 %	3,5 %	2,9 %			
ZDA	5,5 %	3,9 %	2,5 %	4,6 %	3,7 %	2,4 %	5,4 %	4,0 %	3,6 %
Evroobmočje	5,1 %	4,2 %	2,3 %	2,5 %	2,3 %	1,5 %	7,8 %	7,5 %	7,3 %
Nemčija	2,8 %	4,3 %	2,1 %	3,1 %	2,5 %	1,6 %	5,7 %	5,2 %	4,9 %
Francija	6,7 %	4,0 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	8,0 %	7,9 %	7,5 %
Španija	4,6 %	5,9 %	3,3 %	2,8 %	2,5 %	1,4 %	15,2 %	14,6 %	13,9 %
Italija	6,3 %	4,5 %	2,1 %	1,8 %	2,0 %	1,2 %	9,6 %	9,1 %	8,7 %
Japonska	2,0 %	2,8 %	1,4 %	-0,2 %	0,7 %	0,7 %	2,8 %	2,6 %	2,4 %
Države v razvoju	6,4 %	5,0 %	4,8 %	3,5 %	4,0 %	3,5 %	5,6 %	5,2 %	4,9 %
Kitajska	8,0 %	5,3 %	5,3 %	1,0 %	2,2 %	2,2 %	3,9 %	3,6 %	3,6 %

Vir: Bloomberg 2021; napovedi analitikov



mag. Barbara Gačnik

ZDA

Gospodarstvo ZDA je v veliki meri doživelo hitro okrevanje, kakršno smo za letos pričakovali, in je na dobri poti, da rast ostane nadpovprečna tudi v letu 2022, saj naj bi večina preostalih učinkov pandemije zbledela. Leto 2021 pa je prineslo veliko

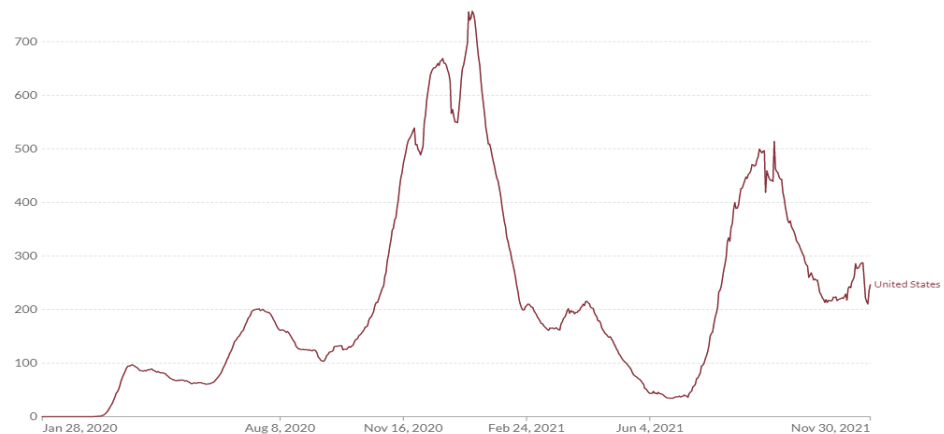
presenečenje: vrnitev inflacije, ki je najvišja v zadnjih 30 letih. Ob koncu leta se je pojavila še nova različica virusa SARS-CoV-2, ki je še dodatno povečala negotovost na trgih in sprožila ugibanja o naslednjih korakih oblikovalcev monetarne politike.

Omikron – novo poglavje pandemije

Pred nastopom hladnejšega obdobja leta se je število okužb v ZDA ponovno začelo vzpenjati. V primerjavi z istim obdobjem lani je val okužb milejši, po zaslugi višje stopnje

precepljenosti prebivalstva. Konec novembra 2021 je bilo v ZDA polno cepljenih z dvema odmerkoma 59,4%, z vsaj enim pa 69% prebivalstva.

Slika 1: Potrjeno število okuženih in število smrti v ZDA (sedemdnevno povprečje)



Vir: <https://ourworldindata.org/covid-cases>

Delta različica SARS-CoV-2 se je v ZDA pojavila v začetku junija in je zaradi svoje visoke nalezljivosti postala dominantna do konca avgusta 2021. Vrh okužb v tem valu so ZDA dosegle sredi septembra. Zaradi visoke kužnosti delte pa se je oddaljilo doseganje čredne imunosti, saj bi za zajezitev virusa potrebovali več kot 80-odstotno precepljenost. Oklevanje prebivalstva in nemožnost cepljenja otrok pod 12. letom pomeni, da približno tretjina prebivalstva ni zaščitena.

Zimo 2021 bo nedvomno zaznamoval nov sev virusa, ki so ga pri organizaciji WHO

poimenovali omikron in se je že razširil v več kot 20 držav. Kljub temu, da je cepljenega 69% prebivalstva v ZDA, smo ponovno v obdobju velike negotovosti. Trenutno so podatki preveč skopi, da bi lahko ustvarili predvidljivo epidemiološko napoved. Različica omikron ima več kot 30 mutacij in naj bi bila po prvih podatkih več kot štirikrat bolj nalezljiva kot delta. V trenutku, ko nastaja naš pogled na prihodnje leto, še ni popolnoma jasno, ali obstoječa cepiva oziroma imunost, pridobljena s preboleznostjo, zagotavljajo zaščito in v kolikšni meri.

Dobra novica je, da smo na pandemijo zdaj bolj pripravljeni, poleg cepiv imamo na voljo tudi protivirusna zdravila, ki zmanjšujejo tveganje hospitalizacije in smrti zaradi covid. Prav tako prva poročila iz Afrike nakazujejo, da je potek bolezni bistveno bolj blag kot pri različici delta, kar pomeni, da bo pritisk na bolnišnice in zdravstveni sistem manjši. Ob tem je treba

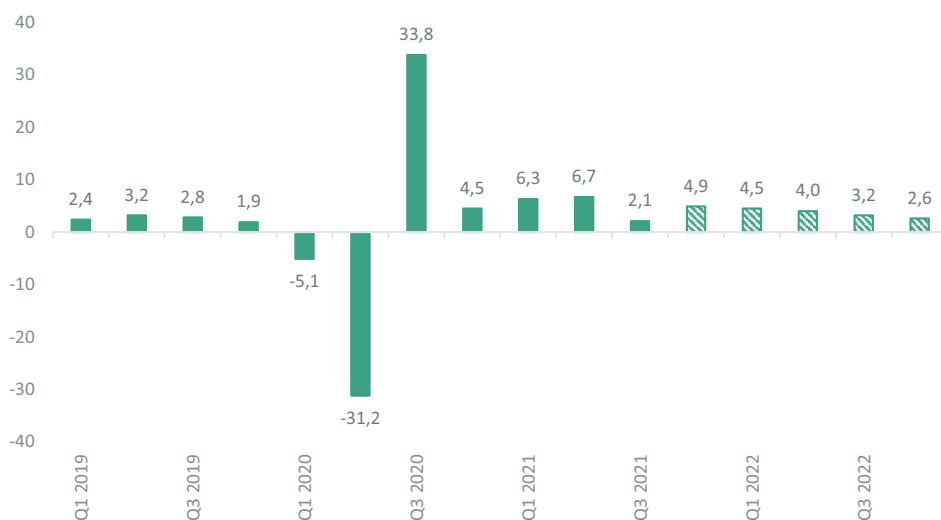
poudariti, da je populacija v Afriki v povprečju mlajša. Kako se bodo na novo varianto odzvale države s starejšo populacijo, bo pokazal čas. Cepivo, prilagojeno na novo različico, je mogoče pričakovati najbolj zgodaj v treh do štirih mesecih, zato omejitve, delna ali popolna zaprtja gospodarstva v prvem četrtletju 2022 niso izključeni.

Ali lahko mutacija virusa še dodatno upočasni okrevanje ZDA?

Ekonomija ZDA si je v prvem četrtletju 2021 po upočasnitvi rasti, ki jo je prinesel zimski val okužb, opomogla, in sicer po zaslugi močnega povpraševanja potrošnikov, ki jih je politika spodbudila s stimulativnimi fiskalnimi ukrepi. Rast je ostala močna tudi v drugem četrtletju, ko se je postopoma začel odpirati tudi storitveni del ekonomije, k

čemu je pripomogla večja precepljenost prebivalstva. Konec poletja je rast okužb z delta različico virusa imela negativne posledice, kar je najbolj prizadelo zaposlovanje, potrošnjo in proizvodni sektor. V sredini septembra je val okužb dosegel vrh, zato so napovedi rasti BDP v zadnjem četrtletju leta bolj optimistične.

Slika 2: Četrtna rast BDP v ZDA, analizirana (v %)



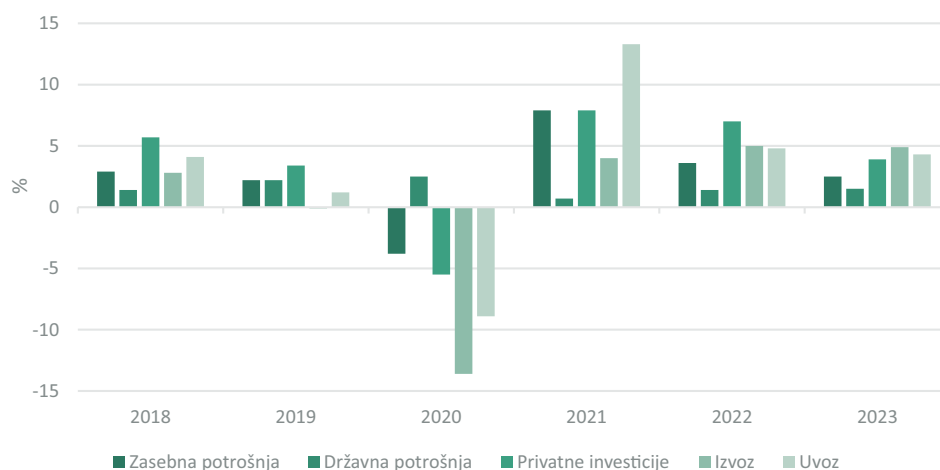
Presenečenja glede
gospodarske rasti zaradi
omikrona niso izključena

Vir: Bloomberg 2021

V zadnjem četrtletju 2021 in prvih dveh četrtletjih naslednjega leta pričakujemo relativno močno gospodarsko rast, ki že vključuje pričakovano omejitvev na strani ponudbe. Če bi se težave razrešile prej, lahko pride tudi do presenečenj v rasti, še posebej, če se izkaže, da omikron ne bo imel bistvenega vpliva na gospodarsko rast.

Seveda velja tudi obratno, omejevanje ekonomske aktivnosti zaradi omikrona lahko težave na ponudbeni strani tudi občutno poglobi. Po trenutnih napovedih Bloomberga v letu 2021 pričakujemo 5,5-odstotno realno rast BDP, v letih 2022 in 2023 pa 3,9- in 2,5-odstotno.

Slika 3: Struktura BDP (rast v %)



Vir: Bloomberg 2021 (podatki za 2021, 2022 in 2023 so napovedi)

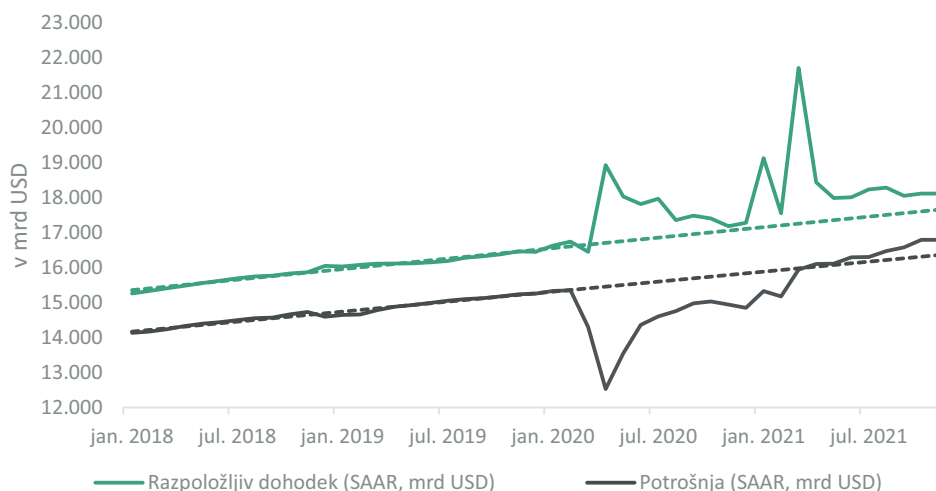
V storitvenem sektorju je še prostor za okrevanje

Po pričakovanjih bodo za rast BDP v letu 2022 ključne zasebna potrošnja in privatne investicije; vsak od teh segmentov naj bi na letni ravni zrasel za 7,9%.

Kljub upočasnjevanju je rast v letu 2022 še vedno nad dolgoročnim trendom. Za to bodo zaslužni predvsem trije dejavniki. Prvi je storitveni sektor, ki ima ob okrevanju gospodarstva še precej prostora za rast.

Hitri del okrevanja v storitvenem sektorju, kot je gostinska dejavnost, je sicer za nami, okrevanje v drugih zaradi pandemije bolj prizadetih storitvah pa bo bolj zmerno in postopno, še posebej, ker se z zimo pričakuje sezonsko povečanje števila okužb. Pozitivna novica so nova protivirusna zdravila, ki prinašajo upanje dejavnostim, kjer je fizični kontakt neizogiben.

Slika 4: Ameriška gospodinjstva – razpoložljivi dohodek in potrošnja (v mrd USD)



Vir: Bloomberg 2021

Na strani potrošnika je prav tako še nekaj prostora za rast, saj je zadržana potrošnja še vedno na visoki ravni, z rastjo na delniških trgih pa se je izboljšalo tudi premoženjsko stanje prebivalstva. Med pandemijo so ameriška gospodinjstva akumulirala 2.300 mrd USD prihrankov. Del prihrankov bo potrošen tudi v letu 2022. Dodatno bo k večji potrošnji pripomoglo tudi povečano zadolževanje prebivalstva.

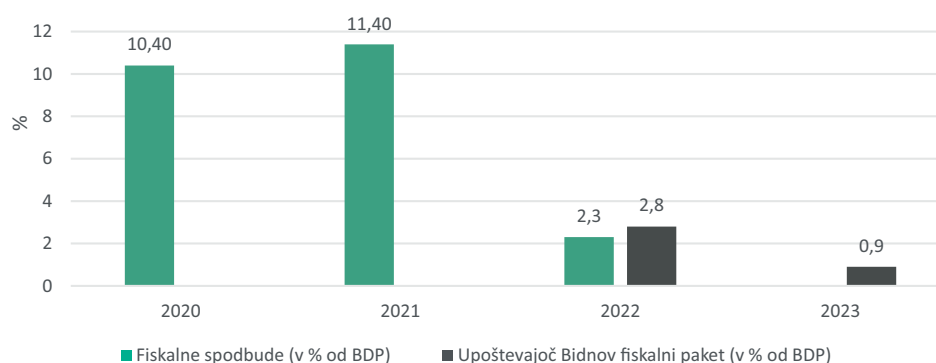
Tretji dejavnik pa je pričakovana rast privatnih investicij, saj si podjetja

prizadevajo za izgradnjo zmogljivosti, obnovo zalog in avtomatizacijo proizvodnje ob naraščajočem pomanjkanju delovne sile.

Veter v prsi gospodarski rasti pa bodo v prihodnjem letu manjše fiskalne spodbude, kljub Bidnovemu paketu reform. V letu 2022 bo učinek storitvenega sektorja, zadržanega povpraševanja in nadomeščanja zalog še dovolj močan za večjo gospodarsko rast, ko pa se bo ta učinek izpel, se bodo ZDA vrnile k potencialni rasti BDP.

Ugoden učinek fiskalnih spodbud se bo izpel

Slika 5: Fiskalne spodbude bodo občutno manjše



Vir: BCA Research

Pojav nove različice virusa omikron pomeni grožnjo za uresničitev trenutnih napovedi. Guverner Feda Jerome Powell je poudaril, da nova različica lahko pomeni tveganje

tako za zaposlenost kot tudi za ekonomsko aktivnost, povečano pa je tudi tveganje inflacije.

Omikron je obudil tudi grožnjo stagflacije

Novice v zvezi z omikronom so spet obudile tveganja, zaradi katerih so oblikovalci politik in finančni trgi še posebej zaskrbljeni, in sicer gre za grožnjo potencialne stagflacije – neugodne kombinacije skromne gospodarske rasti ob visoki inflaciji in visoki brezposelnosti.

Potek dogodkov v prihodnjih mesecih je negotov, pa čeprav ne toliko zaradi inflacije, za katero kratkoročno pričakujemo gibanje navzgor, temveč zaradi komponente gospodarske rasti.

Inflacija ima veter v krila. Tako potrošniška inflacija kot jedrna inflacija PCE sta konec oktobra dosegli najvišje vrednosti v zadnjih 30 letih. Mera inflacije PCE, ki jo spremlja Fed, je tako znašala 4,1%. Na drugi strani pa se znižujejo napovedi rasti, ki so posledica zapiranja gospodarstev po Evropi zaradi pandemije in nedavnega pojava nove variante SARS-CoV-2, ki jo je WHO poimenoval kot »skrb vzbujajočo različico« zaradi visokih stopenj prenosa in

verjetnosti, da bodo trenutna cepiva manj učinkovita. Večina držav je ponovno uvedla omejitve potovanj, spremenila pa se je tudi ekonomska dinamika, spet se deloma vračamo k delu od doma.

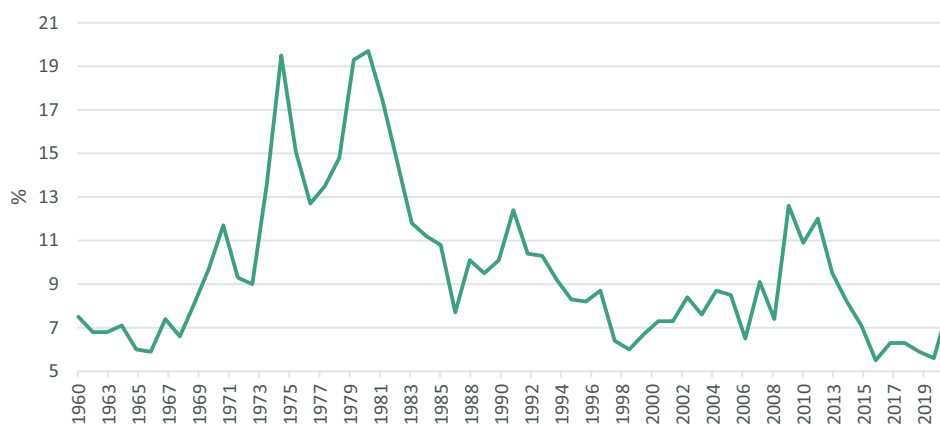
Verjetnosti stagflacije ne moremo povsem izključiti iz naslednjih razlogov:

- dolgoročna inflacijska pričakovanja potrošnika so se v zadnjem letu občutno zvišala,
- fiskalna in monetarna politika z nizko obrestno mero ostajata še naprej podporni in sta že sami po sebi inflatorni,
- pomanjkanje komponent in višanje cen, povezano z motnjami energetskega trga in dobavnih verig, se lahko v naslednjem letu omilita ali poslabšata.

Stagflacija, ki smo ji bili priča v 70. letih, je v letu 2022 malo verjetna, saj je stopnja brezposelnosti v primerjavi s 70. leti nižja. Indeks bede (Misery Index) kaže, da je tveganje stagflacije majhno, dokler stopnja brezposelnosti občutno ne zraste.

Stagflacije ne moremo izključiti, je pa malo verjetna

Slika 6: Indeks bede (v %)



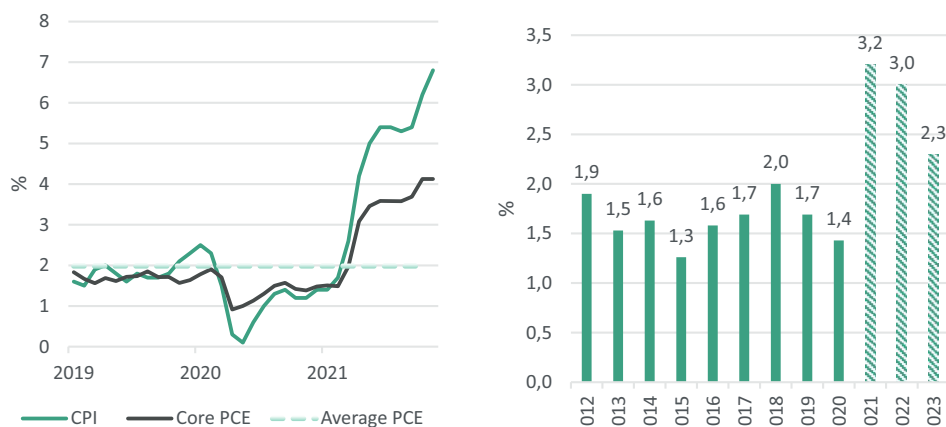
Vir: Bloomberg 2021

Kako visoka bo inflacija in kako dolgo bo vztrajala?

Kot je bilo pričakovati, je novembra inflacija CPI v ZDA pospešila in dosegla 39-letni vrh z 6,8 % rastjo. Podobno se je Inflacija CPI izključujoč hrano in energijo dvignila na 30-letni vrh na 4,9 %. Medletne primerjave bodo zaradi nizkih lanskih stopenj inflacije še izkazovale rast v prvem četrtletju, mesečne spremembe pa kljub temu ponujajo nekaj spodbudnih signalov. Mesečne stopnje glavne CPI in jedrne inflacije so novembra nekoliko popustile, čeprav ostajajo izjemno

povišane pri 0,8 % oziroma 0,5 %. Poleg tega se je mesečna rast omehčala v večini glavnih kategorij CPI. Po zadnjih objavljenih poročilih so mnenja ekonomskih strategov glede napovedi inflacije deljena. Na eni strani pričakujejo, da se bodo inflacijski pritiski v naslednjem letu umirili, na drugi strani pa so nekateri vse bolj zaskrbljeni da bo Fed zaostala za krivuljo in se bo razvila spiralna rast plač.

Slika 7: Inflacija CPI in jedrna inflacija PCE (v %, anualizirano) (levo) ter jedrna inflacija PCE na letni ravni in napovedi (v %) (desno)



Vir: Bloomberg 2021

Neprijetno presenečenje je bilo tudi poročilo o indeksu cen proizvajalcev ZDA (PPI) za november, ki kaže, da inflacijski pritiski ostajajo intenzivni. Indeks je porasel na visokih 9,6 % na letni ravni in presegel 8,8 % iz prejšnjega meseca, ter pričakovanja pri 9,2%. Porasli so indeksi cen za vse glavne kategorije, napredovali so na mesečni in letni ravni, ter presegli pričakovanja. Najnovejše poročilo o PPI izpostavlja tveganje za pričakovanja, da se bo inflacija v naslednjih 12 mesecih umirila. Zaradi vztrajnosti rasti cen bi lahko Fed reagiral bolj ostro, kot trenutno pričakujejo vlagatelji. Ta scenarij bi bil negativen za gospodarsko rast.

Presenetljiva rast inflacije je doslej predvsem posledica povišanja cen trajnega blaga. Zelo močno povpraševanje po trajnem blagu in težave v dobavnih verigah v avtomobilskem in drugih sektorjih, ki so trajale dlje, kot je bilo pričakovano, so povzročili neravnovesja med povpraševanjem in ponudbo, nenadna pomanjkanja in rast cen trajnega blaga.

Pričakovati je, da se bodo te težave še nekaj časa nadaljevale. Transportni stroški so še vedno izjemno visoki, še vedno primanjkuje čipov, poskočile so cene energentov. Z umikom pandemije se bo povečano povpraševanje po blagu umirilo in se

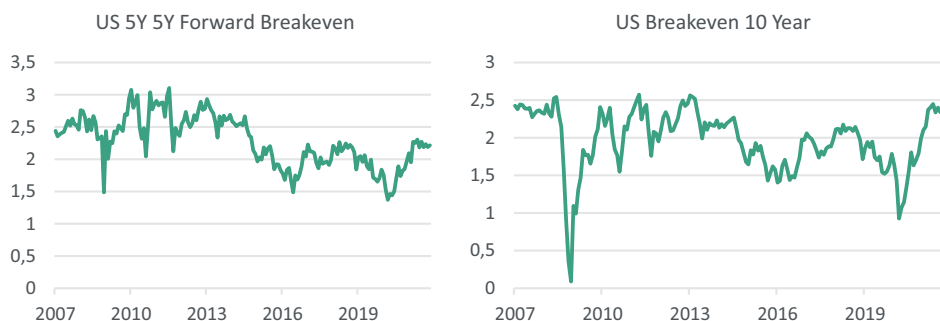
Inflacijska presenečenja se še kar vrstijo

preusmerilo v storitve, težave dobavnih verig pa se bodo postopno razrešile.

Oktober je bilo zaznati težave na dobavni strani tudi v storitvenem sektorju, kljub temu da je povpraševanje po storitvah upadlo. Te težave izvirajo predvsem iz pomanjkanja delovne sile, kjer je predvsem v sektorju turizma in gostinstva zaznati rast plač.

Inflacijska pričakovanja so še vedno znotraj sprejemljivega intervala za Fed (pod 2,5 %). Vlagatelji so že pred decembrskim sestankom Feda špekulirali, da bo Fed zaradi povišane inflacije primorana dvigniti obrestne mere prej kot je načrtovala, so pa kratkoročna pričakovanja glede inflacije bistveno višja kot dolgoročna, kar pomeni, da se rast inflacije povezuje s pandemijo in jo zato vidijo kot začasen pojav oziroma domnevajo, da jo bo Fed zmožal ukrotiti, preden uide izpod nadzora.

Slika 8: Inflacijska pričakovanja (v %)



Vir: Bloomberg 2021

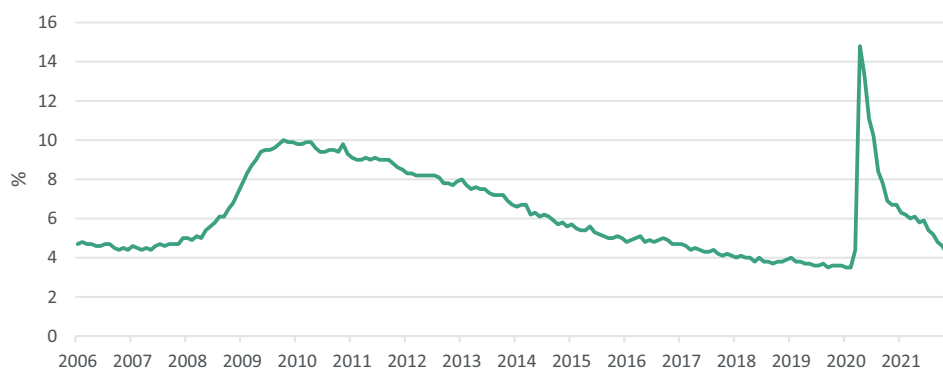
Trg dela

Poročilo o zaposlovanju v ZDA kaže, da je okrevanje trga dela novembra doživelo upad. Število novih zaposlitev se je v primerjavi s preteklim mesecem zmanjšalo na 210.000, medtem ko so v oktobru imeli 546.000 novih zaposlitev. Upočasnitev na

mesečni ravni odseva razmere v storitveni dejavnosti, rast števila novih zaposlitev se je namreč upočasnila v panogi gostinstva, izobraževanja in zdravstvenih storitev ter trgovini na drobno. Podjetja zelo težko zapolnijo razpisana delovna mesta.

Trg dela pod vplivom strukturnih sprememb

Slika 9: Stopnja brezposelnosti (v %)



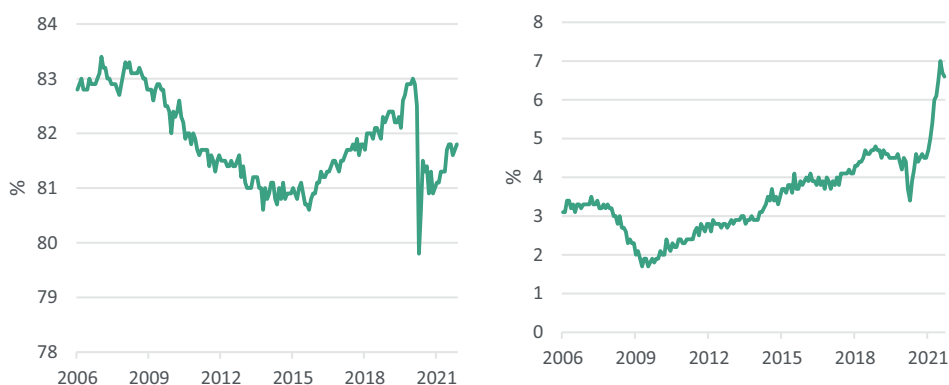
Vir: Bloomberg 2021

Rezultati ankete gospodinjstev so veliko bolj pozitivni. Stopnja brezposelnosti je upadla za 0,4 odstotne točke na 4,2 % in presegla pričakovanja o 4,5-odstotni brezposelnosti, s čimer so se ZDA približale stopnji maksimalne zaposlenosti pri 3,8 %, kolikor znašajo projekcije Feda. Podobno je presenetila tudi stopnja udeležbe delovne sile, ki pa je kljub temu pod ravnjo izpred pandemije. Razlogov za to je več, strah pred okužbo, predčasno upokojevanje, manj imigracij, davčne olajšave za otroke, rast osebnega premoženja ... Pričakovati je, da se bo stopnja udeležbe delovne sile povišala, ko se bo zmanjšalo tveganje okužbe z virusom in ko se bodo izpeli vsi učinki fiskalne finančne podpore, prejete

zaradi pandemije. Vendar je zelo verjetno, da bo stopnja udeležbe ostala pod demografskimi ravnmi izpred pandemije. Gre za strukturno krčenje delovne sile, ki se bo nadaljevalo. Od začetka pandemije se je predčasno upokojilo 1,5 milijona ljudi, od leta 2016 pa se zmanjšujejo tudi imigracije, njihov kumulativni primanjkljaj znaša dva milijona ljudi.

Stopnja zaposlenosti prebivalstva (25–54 let), ki jo spremlja Fed, se je zvišala na 81,8 %, vendar ostaja pod ravnjo iz februarja 2020, ko je znašala 82,9 %. Razmere na trgu dela so ugodne, saj je na voljo dovolj delovnih mest, nižje stopnje udeležbe delovne sile so posledica izbire in strukturnih sprememb.

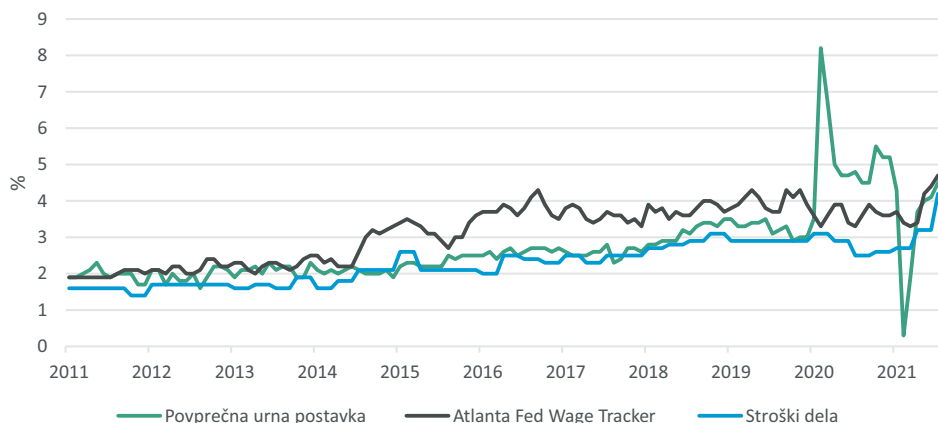
Slika 10: Stopnja zaposlenosti prebivalstva (25–54 let) (levo) in nezasedenih delovnih mest (desno) (v %)



Ne glede na nasprotujoče si podatke anket je letošnje okrevanje na trgu dela robustno. Nova različica virusa omikron sicer na kratek rok pomeni tveganje, vendar v

naslednjih 12 mesecih lahko pričakujemo take razmere na trgu dela, ki bodo podprle odločitve o zategovanju monetarne politike.

Slika 11: Pritisk plač na stroške (letna rast v %)



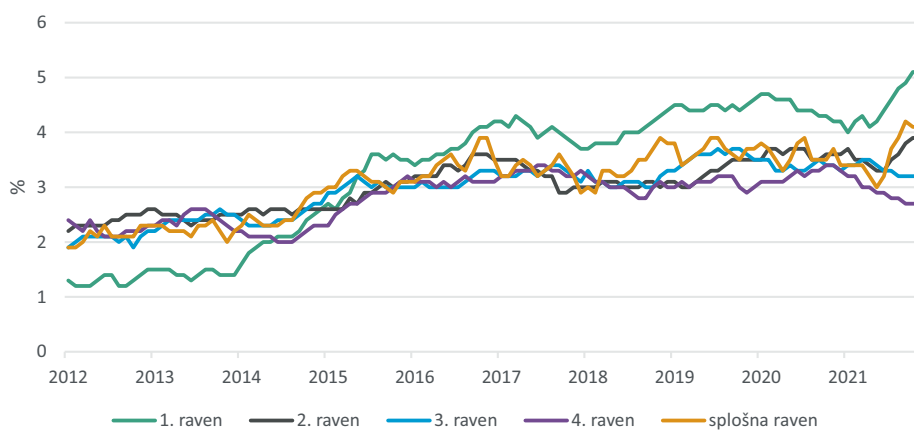
Vir: Bloomberg 2021

Omejena delovna sila in večje povpraševanje po njej se kaže v višjih stroških zaposlovanja. Podjetja so za to, da ohranijo

marže, primorana dvigniti cene svojih izdelkov in storitev, slednje pa vodi v spiralno rast cen in plač.

Omejitve trga dela se že odražajo v rasti plač

Slika 12: Rast plač glede na dohodkovno raven (anualizirano)



Vir: Bloomberg 2021

Rast plač v ZDA se je začela krepiti v nižjih dohodkovnih razredih, v ospredju je predvsem sektor gostinstva. Če se bodo plače poviševale s podobnim tempom, kot so se v tretjem četrtletju 2021, ko so zrasle

za 1,5 % na mesečni ravni, to pomeni, da bi lahko letna rast plač preseгла 6 %. Če se ne zviša stopnja produktivnosti ali poveča število delovnega prebivalstva, rast plač pomeni resne inflacijske pritiske.

Preobrat politike Feda

Na svojem zadnjem sestanku v letu 2021 je Fed po pričakovanjih podvojil hitrost odkupov obveznic na 30 milijard USD na mesec in posodobil svoje projekcije obrestne mere. Mediana članov FOMC sedaj v letu 2022 pričakuje tri dvige obrestne mere, dodatne tri v letu 2023 in še dva v letu 2024, kar je ena izmed najbolj »jastrebovskih« drž centralne banke v zadnjih letih. Hitrejše zategovanje monetarne politike pomeni, da se bo program nakupa obveznic končal v začetku leta 2022, namesto sredi leta, kot je bilo prvotno načrtovano. Guverner Powell je nakazal tudi možnost zmanjševanja likvidnosti finančnega sistema z zniževanjem svoje masivne bilance stanja. Nenadno spremembo sta spodbudila rast inflacije in nadaljnje izboljšanje trga dela.

Ponovna rast okužb in pojav nove različice omikron je povišal tveganje za gospodarstvo in zaposlenost, ter negotovost glede inflacije. Skrb zaradi virusa bi lahko vplivala na pripravljenost ljudi za delo, kar bi upočasnilo napredek na trgu dela in še dodatno zaostri težave v dobavnih verigah in s tem še bolj zaostri inflacijske pritiske.

Člani FOMC so posredovali jasno in glasno sporočilo. Inflacija je postala sovražnik številka ena in pripravljeni so na hitrejše in višje dvige obrestne mere, da jo ukrotijo, pa čeprav omikron predstavlja tveganje za gospodarsko rast. Powell sicer še vedno vidi, da se bo inflacija prihodnje leto znižala, ter da je gospodarska rast dovolj močna, saj so se cepljeni Američani naučili živeti z virusom. Pričakuje tudi, da se trg dela, zlasti participacija delovne sile, ne bo vrnila na nivo pred februarjem 2020. Nekateri

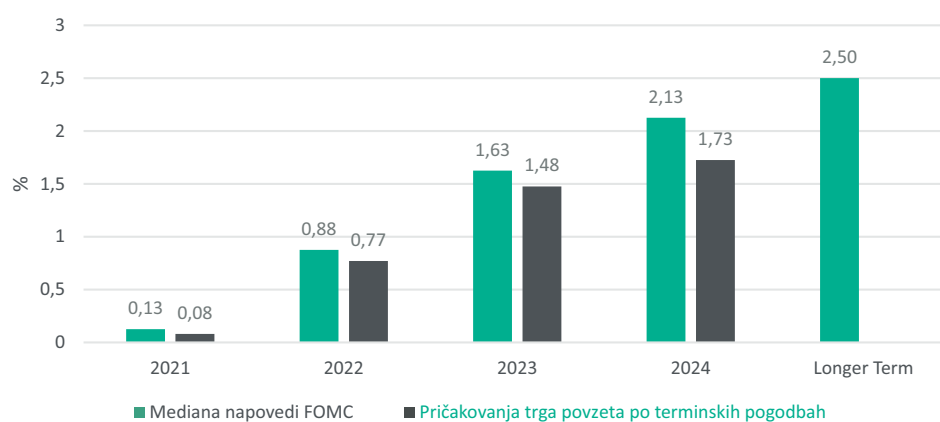
Američani so za vedno »zapustili« delavno silo, med njimi se množično upokojuje tudi »baby boom« generacija, tudi zaradi visokih donosov na borznih trgih.

Projekcije Feda glede dvigovanja obrestne mere so skladne s pričakovanji trga, ki so že pred sestankom FOMC pričakovali pričetek dvigovanja obrestnih mer v juniju in sicer tri zvišanja po stopnji 25 bazičnih točk do decembra 2022, ki naj bi jim sledila še dva oziroma trije v letu 2023. Odločitev Feda je bila na trgih pozitivno sprejeta, neznano je postalo znano, s postopnimi dvigi obrestne mere pa je verjetnost pregovorno »mehkega pristanka« za ekonomijo višja.

Kljub ostri reakciji Feda še nismo mimo vseh čeri v morju. V preteklosti se je že pokazalo, da je zelo težko upočasniti inflacijo, ko je gospodarstvo polno zaposleno in realni BDP raste hitreje, kot je njegov potencial. Tam bomo leta 2022.

Inflacija je za Fed postala sovražnik št. 1

Slika 13: Obrestna mera – mediana napovedi članov FOMC in pričakovanja trga, povzeta po terminskih pogodbah (v %)



Vir: Bloomberg 2021

Fed je v svojih uradnih smernicah določil tri kriterije, na podlagi katerih se bo odločal o dvigu obrestne mere. Prvi je inflacija PCE na letni ravni, ki je enaka 2 % ali višja, drugi so razmere na trgu dela, ki so skladne s Fedovo oceno maksimalne zaposlenosti, tretji pogoj pa je inflacija PCE, ki je višja od 2% dlje časa.

Trenutno sta izpolnjena pogoja, povezana z inflacijo, dvig obrestne mere pa zadržujejo razmere na trgu dela. Fed sicer spremlja vrsto kazalnikov s trga dela, v svojem zadnjem četrtletnem povzetku gospodarskih projekcij pa navaja le stopnjo brezposelnosti, kjer mediana napovedi članov FOMC vidi 4-odstotno dolgoročno nevtralno stopnjo brezposelnosti. Z nejasno opredelitvijo, kaj za Fed pomeni maksimalna zaposlenost, si Fed pušča manevrski

prostor, da bi dvige lahko uvedel prej, če bi inflacija ušla izpod nadzora.

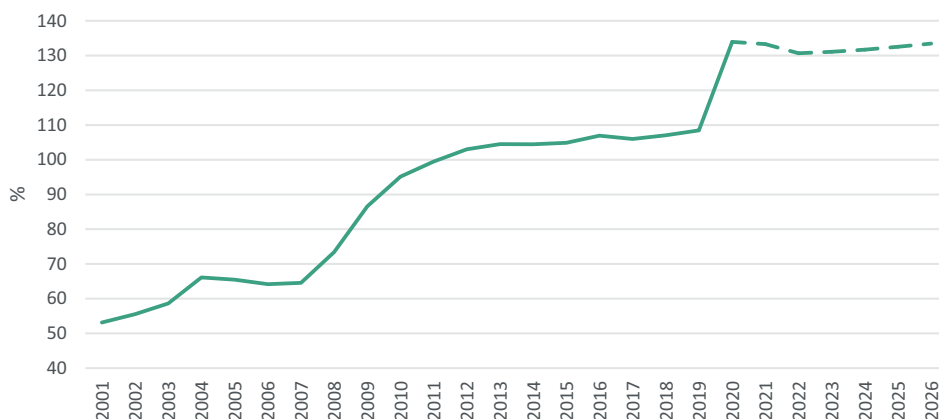
Za večino članov FOMC je mediana projekcije »terminalne nominalne obrestne mere« (R*) 2,5 % (realno 0,5 %), kar je bistveno višje od ocen analitikov, ki se gibljejo od -1 % do 1 %. Če bi Fed dvignil obrestno mero nad svojo »terminalno stopnjo«, bi gospodarstvo in cene delnic verjetno zadeli steno. Medtem ko so tveganja velika in naraščajo, je verjetno tudi, da bo Fed v nekem trenutku leta 2022 opustil svojo »jastrebovsko« držo, zlasti če se bo borza zatresla, krivulja donosa obveznic obrnila in gospodarstvo ZDA upočasnilo. Taka sprememba politike bi lahko sprožila še en bikovski trend na borzah, čeprav z nižjih ravni.

Velik državni dolg – kdaj pričakujemo dan obračuna?

V zadnjih dveh desetletjih se je razmerje med vladnim dolgom in BDP kot posledica fiskalne odziva na svetovno finančno krizo in pandemijo covid-19 znatno

povečalo. V ZDA je državni dolg v razmerju do BDP zdaj skoraj tako velik, kot je bil ob koncu druge svetovne vojne.

Slika 14: Bruto državni dolg v BDP (v %)



Vir: MDS (International Monetary Fund), World Economic Outlook Database, oktober 2021

Mednarodni denarni sklad (MDS) napoveduje, da se bo delež bruto dolga v ameriškem BDP v naslednjih petih letih zmerno povečeval. Po napovedih kongresnega proračunskega urada ZDA (CBO) pa bo razmerje med dolgom in BDP v prihajajočem 30-letnem obdobju, torej do leta 2050, eksplodiralo na 200 %. Del napovedi CBO o katastrofalnem povečanju javnega dolga v razmerju do BDP izvira iz projekcij stalnega primarnega primanjkljaja, ki bo sčasoma naraščal. Tudi neto obrestna komponenta napovedanega primanjkljaja CBO na začetku naslednjega desetletja bo občutno dvignila delež skupnega primanjkljaja, ker CBO predvideva, da bodo obrestne mere sčasoma presegale prevladujočo stopnjo gospodarske rasti.

Verjetnost, da se bo to zgodilo, sploh na tak linearen način, kot ga projicira CBO, je majhna. Centralne banke sicer nadzorujejo samo kratkoročno krivuljo donosa, kar

pomeni, da bi lahko vlagatelji dvignili donose državnih obveznic z dolgo zapadlostjo nad prevladujočo stopnjo nominalne rasti. Dokler breme dolga ne doseže ekstremnih mej, je malo verjetno, da bodo vlagatelji v dolgoročne državne obveznice zahtevali višjo premijo. Glede na to, da je pomemben del dolga vlade ZDA izdan s kratko zapadlostjo, je breme servisiranja dolga vsaj delno v rokah Feda, ne pa dolžniških vlagateljev. Potencialna točka preloma lahko nastopi, če se bo obrestna mera dvignila nad nominalno rast BDP. Če se to ne bo zgodilo, bo ostalo servisiranje dolga obvladljivo.

Servisiranje dolga je obvladljivo, dokler obrestna mera ne preseže nominalne rasti BDP



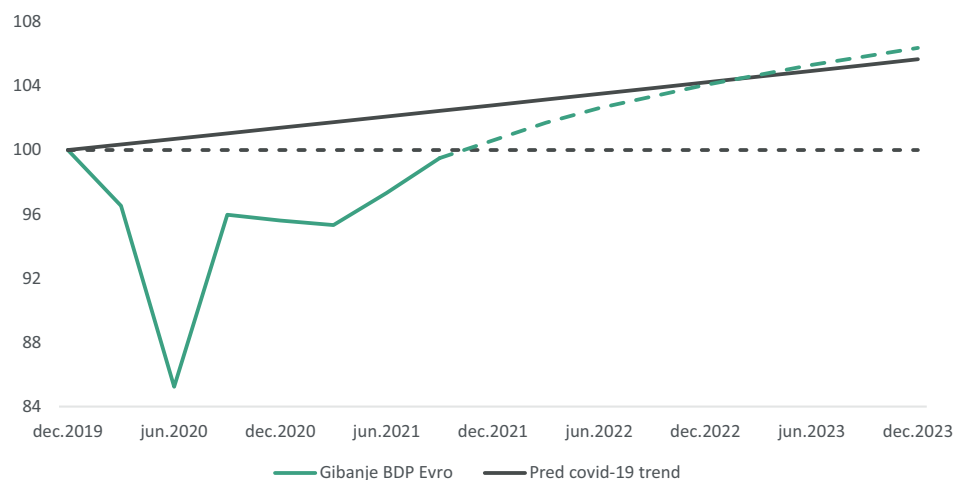
Aleš Šoba
CFA

Evropa

Evropsko gospodarstvo je v letu 2021 doživelo močno okrevanje in se ob koncu tretjega četrtertja približalo ravnem pred pandemijo (le še 0,5% nižje). Glede na veliko gospodarsko rast v preteklih četrtertjih je normalno, da se bo rast v prihodnje normalizirala. Pričakovanja vseeno ostajajo,

da bo rast v letih 2022 in 2023 večja od preteklih ravni ter da bo v letu 2023 evropsko gospodarstvo večje, kot bi bilo, če pandemije ne bi bilo. Gre za razplet, ki ga je malokdo pričakoval. Skrbijo pa dogodki v zadnjih mesecih, ki bi lahko, vsaj na kratek rok, upočasnili nadaljnje okrevanje.

Slika 15: Vrnitev na ravni pred krizo za gospodarstvo evroobmočja (indeksne točke)



Vir: Bloomberg 2021

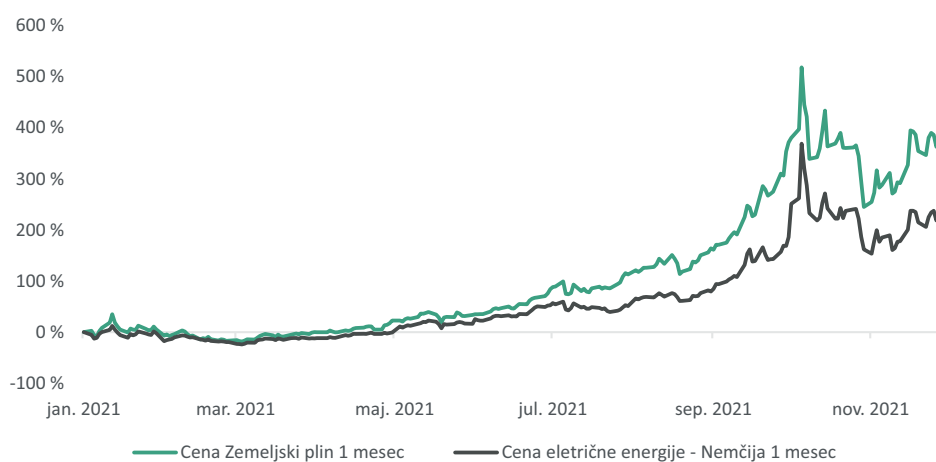
Evropsko gospodarstvo na
dobri poti, da preseže
predkoronsko raven

Solidna rast ob kratkoročnih težavah

Po izjemni rasti v drugem in tretjem četrtertju 2021 je evropsko gospodarstvo izgubilo ta zagon. To začasno upočasnitev lahko pripišemo več dejavnikom. Kot prvo smo znova sredi novega (že petega) vala covida-19, ki je zajel Evropo in je privedel do novih ukrepov z namenom zajeziiti širjenje virusa in zmanjšati breme v bolnišnicah. Tudi potrošnik je zaradi tega postal znova bolj previden. Na obzorju je tudi nova različica omikron, ki je po prvih podatkih še bolj nalezljiva, ni pa še popolnoma jasno, ali je tudi bolj smrtonosna, in tudi, ali so trenutna cepiva še učinkovita proti tej različici. Idealen scenarij bi bil, da bi bil omikron bolj nalezljiv, na drugi strani pa manj agresiven kot delta.

Druga serija dogodkov z negativnim vplivom so vztrajne težave oskrbovalnih verig, ki krnijo industrijsko proizvodnjo. To povzroča težave predvsem Nemčiji, ki je proizvodni motor Evrope. Tudi upočasnitev globalne rasti bo negativno vplivala na tuje povpraševanje po evropskih dobrinah. Upočasnitev Kitajske bo imela negativen vpliv na nemško gospodarstvo, ki je v letu 2020 kar 8 % svojega izvoza namenila v to državo. Zadnje dogajanje, ki ne gre na roko Evropi, pa so visoke cene energentov. Te bodo pustile posledice tako pri podjetjih, ki delujejo v sektorjih, ki so energetske intenzivni, kakor tudi v potrošnji gospodinjstev.

Slika 16: Gibanje cen električne energije (Nemčija) in zemeljskega plina (nizozemska borza) za dostavo čez en mesec (v %)

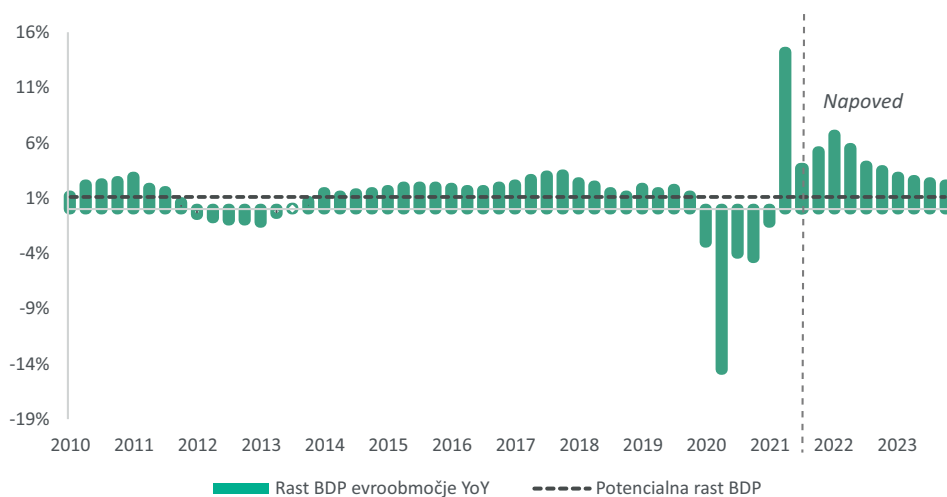


Vir: Bloomberg 2021

Kljub tem negativnim dejavnikom pa se pričakuje, da se bodo težave v oskrbovalnih verigah skozi naslednje leto uredile, cene energentov normalizirale, višja stopnja precepljenosti in prebolevnosti prebivalstva pa bosta tudi omilili vpliv virusa na gospodarsko aktivnost, predvsem v

storitvenem sektorju, ki ostaja pod ravni pred pandemijo. Tudi fiskalne spodbude ostajajo na visokih ravneh. Po napovedih analitikov bo na evroobmočju gospodarska rast po letošnji 5,1-odstotni v letih 2022 in 2023 dosegla 4,2% in 2,3%.

Slika 17: Gibanje BDP na evroobmočju (v %)



Vir: Bloomberg 2021

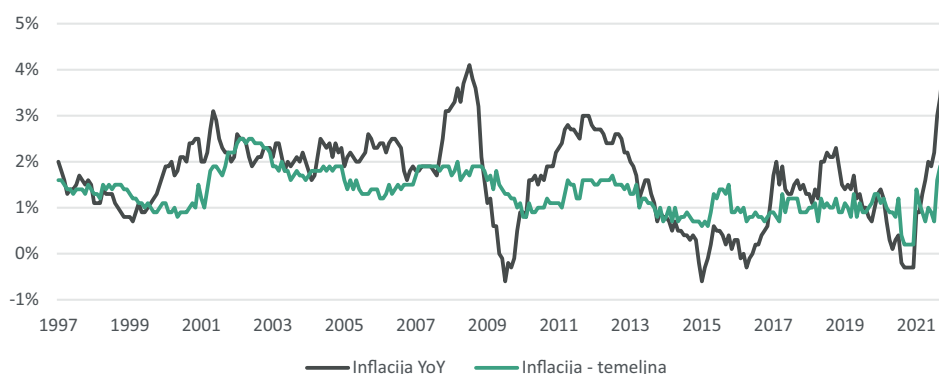
Energetski šok predstavlja tveganje za nadaljevanje močnega okrevanja

Inflacija se bo v letu 2022 umirila

Inflacija je na evroobmočju dosegla najvišjo raven od sredine 90. let (pred tem seveda ni podatkov za evroobmočje). V novembru se je dvignila na 4,9 % in presegla pričakovanja ekonomistov. Čeprav lahko povišani stroški energije in enkratni statistični učinki

pojasnijo večino tega zvišanja, pa se kažejo znaki določenih pritiskov zunaj teh enkratnih dogodkov, saj je temeljna inflacija (brez vpliva hrane in energije) tudi 2,6 %, kar je nad ciljno inflacijo Evropske centralne banke (ECB).

Slika 18: Inflacija na evroobmočju



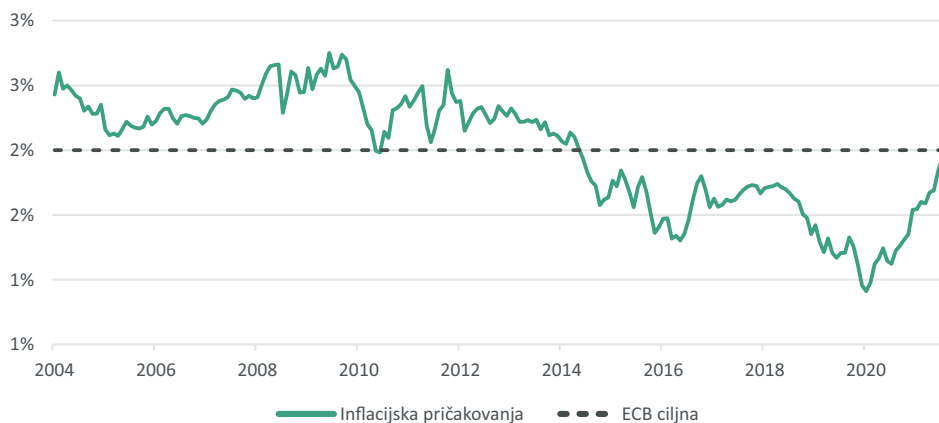
Vir: Bloomberg 2021

Finančni trgi niso
vznemirjeni zaradi povišane
inflacije

Kljub visoki inflaciji pa inflacijska pričakovanja ostajajo pod 2 %. Udeleženci na finančnih trgih ne verjamejo, da bo inflacija vztrajala na teh povišanih ravneh. Čeprav ostajajo določena tveganja glede normalizacije oskrbovalnih verig, analitiki pričakujejo, da bo temeljna inflacija (brez

energije in hrane) ob koncu leta 2022 znašala le še 1,2 odstotka, torej bo daleč pod ciljno. Glavni razlog za to pričakovanje je še vedno anemična rast plač (v nasprotju z Veliko Britanijo in ZDA), ki znaša le 1,7 % in ostaja pod ravno pred pandemijo.

Slika 19: Inflacijska pričakovanja na evroobmočju



Vir: Bloomberg 2021

Monetarna politika ostaja ohlapna

Inflacijski pritiski so na evroobmočju mnogo šibkejši kot v ZDA in Veliki Britaniji, kar bo privedlo do različnega odziva centralnih bank v letu 2022. Pričakujemo, da bo ECB ohranila mirno kri in kljub trenutno povišanim inflacijskim stopnjam ne bo spreminjala monetarne politike, predvsem ne v smeri, da bi dvigovala ključno obrestno mero.

So pa v zadnjih tednih 2021 trije dogodki prinesli kanček dvoma, ali bo ECB ohranila dosedanje zelo ohlapno monetarno politiko. Prvi je nedvomno višja inflacija – 4,9 % v novembru, kar je rekord, odkar je bil evro uveden kot valuta. Temu je sledila še nova različica koronavirusa pod imenom omikron, ki bo nedvomno podaljšal pandemijo in težave oskrbovalnih verig, ki so glavni razlog okrepljenih inflacijskih pritiskov. Tudi napoved ameriške centralne banke (Fed), da bodo hitreje končali odkupe

vrednostnih papirjev, je dodaten pritisk za ECB.

Pričakovanja finančnih trgov gredo v smeri, da bo na zadnjem letošnjem zasedanju ECB napovedala konec programa PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) za marec 2022 v višini 1.850 mrd EUR. Ostaja pa dilema, ali bodo povečali odkupe vrednostnih papirjev zunaj programa PEPP in s tem ohranili podporo finančnim trgov. Ta politika bi bila v velikem nasprotju z drugimi ključnimi centralnimi bankami (Fed, BOE in Bank of Canada).

Kljub malenkost bolj kompleksnemu okolju za ECB analitiki investicijske banke Goldman Sachs pričakujejo prvi dvig ključne obrestne mere šele v tretjem četrtletju 2024 in postopne dvige do ravni 1,25 % v letu 2027. Nizke obrestne mere bodo tako še nekaj časa z nami.

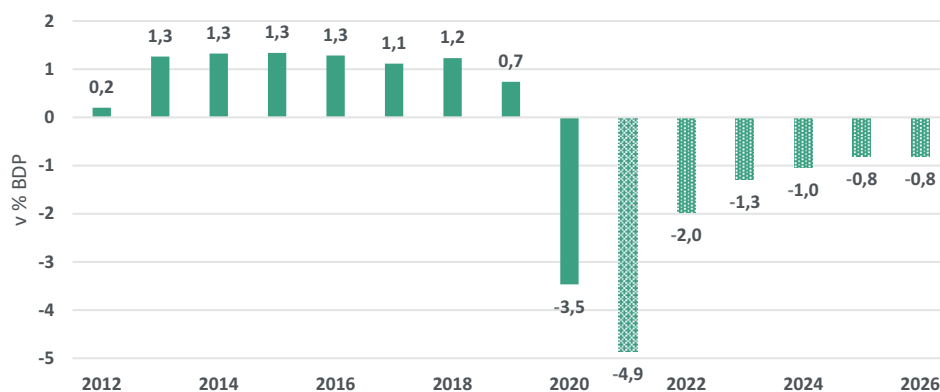
Fiskalna politika bo še naprej podporna

Kot smo ugotavljali že v preteklih letih, monetarna politika ni dovolj, da bi se gospodarska usoda evroobmočja bistveno spremenila. Ključna je fiskalna politika in v preteklih dveh letih je bil narejen ogromen korak naprej. Nacionalne vlade v boju s pandemijo niso ponovile napak iz boja z

evropsko dolžniško krizo in so tokrat delovale izjemno agresivno. Politika varčevanja se je takrat izkazala za katastrofalno, in če bi ponovili te napake danes, ne bi mogli govoriti o hitrejšem okrevanju in nadpovprečni rasti.

ECB bo ohranila podporo gospodarstvu

Slika 20: Strukturni primarni proračunski saldo na evroobmočju

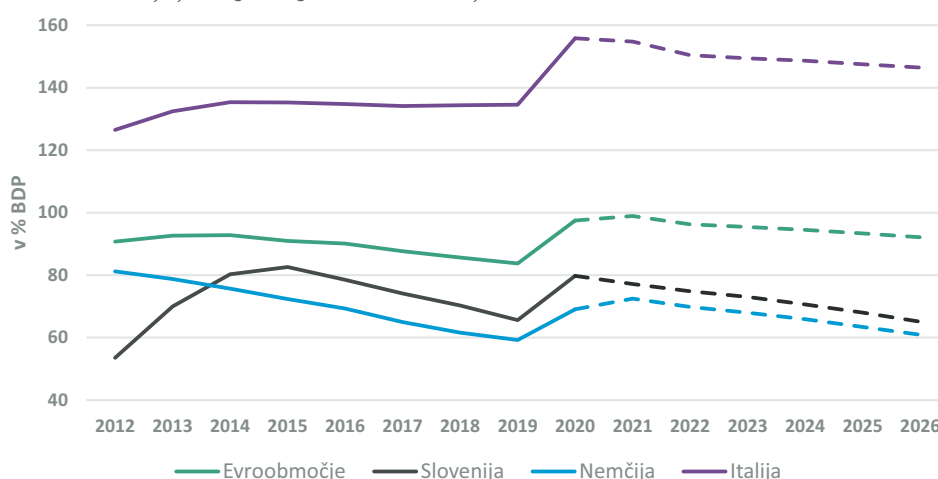


Vir: Bloomberg 2021

Proračunski primanjkljaji so v letih 2020 in 2021 poleteli v nebo in bodo tudi v prihodnjih letih večji kot v letih pred pandemijo. Zanimiva je napoved MDS, ki predvideva, da bo strukturni primarni proračunski primanjkljaj v obdobju od 2022 do 2026 v povprečju negativen v višini 1,2%. V obdobju od 2014 do 2019 so imele države evroobmočja presežek v višini 1,2 odstotka. K temu primanjkljaju bo bistveno prispeval tudi mehanizem za okrevanje in odpornost (EU Next Generation) v znesku 750 mrd EUR.

Da je bil tak pristop pravilen (v nasprotju z varčevanjem), se kaže v napovedi gibanja javnega dolga v primerjavi z BDP. Kljub velikim proračunskim primanjkljajem v letih 2020 in 2021 se bruto javni dolg na ravni evroobmočja ni pretirano povečal. Ob koncu leta 2021 naj bi znašal malenkost pod 100 %, nakar naj bi se začel zmanjševati. Po napovedih MDS tudi Slovenija ne bo dosegla ravni po dolžniški krizi (ostali naj bi na ravni blizu 80 %).

Slika 21: Gibanje javnega dolga na evroobmočju in v izbranih državah



Vir: Bloomberg 2021

Za leto 2022 tako pričakujemo:

Javni dolg v evroobmočju ostaja obvladljiv

- Pandemija še naprej ostaja za nami. Nova različica po imenu omikron jo bo podaljšala in s tem tudi težave oskrbovalnih verig. To skupaj z visokimi cenami energentov negativno vpliva na zagon v evropskem gospodarstvu.
- Kljub tem negativnim dejavnikom se pričakuje, da se bodo težave oskrbovalnih verig skozi prihodnje leto uredile, cene energentov normalizirale, višja stopnja precepljenosti in prebolevnosti prebivalstva pa bosta tudi omilili vpliv virusa na gospodarsko aktivnost.
- Gospodarska rast na evroobmočju bo ostala nadpovprečna. Analitiki (vir Bloomberg) predvidevajo za leto 2022 4,2-odstotno rast in za leto 2023 2,3-odstotno. Oboje je nad potencialom evroobmočja.
- Inflacija naj bi se v letu 2022 umirila. Konec leta 2022 naj bi znašala 2,3 %, brez vpliva energije in hrane pa le 1,2 odstotka. ECB bo ohranila mirno kri in ne bo sledila ukrepom preostalih centralnih bank.

Kitajska

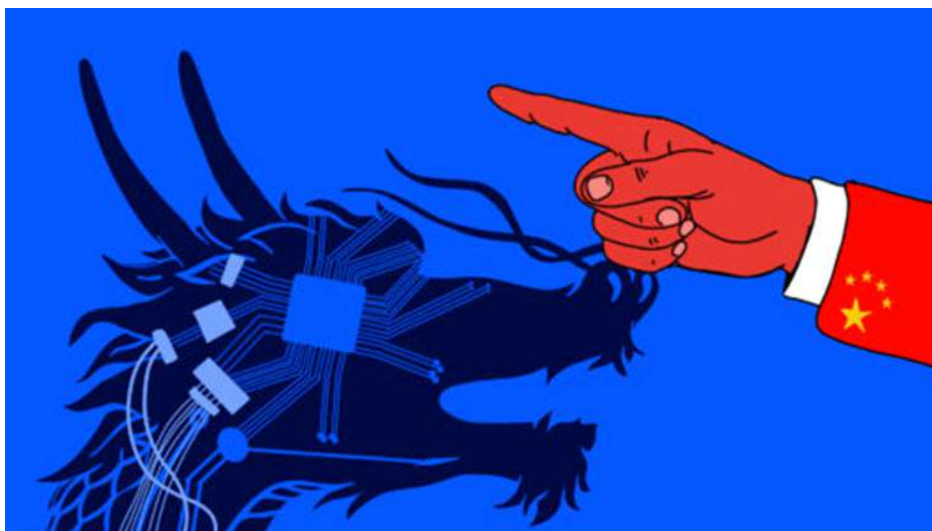
Kitajska družbena in gospodarska preobrazba v zadnjih dveh desetletjih je bila izjemna. Od odprtja trga in naložb ter izvajanja reform prostega trga je bila Kitajska med najhitreje rastočimi gospodarstvi na svetu z realno letno rastjo BDP v povprečju dobrih 9 % vse do leta 2018, kar se šteje med najhitreje trajne širitve velikega gospodarstva v zgodovini. Ko je kitajsko gospodarstvo dozorelo, se je njegova realna rast BDP znatno upočasnila in po napovedih MDS bo do leta 2024 upadla na 5,5 %. Počasnejšo gospodarsko rast je njihova vlada označila kot »novo normalno« in priznala potrebo, da Kitajska sprejme nov model rasti, ki se manj opira na naložbe v osnovna sredstva in izvoz, bolj pa na zasebno potrošnjo, storitve in inovacije, kar bo spodbujalo gospodarsko rast v prihodnje.

Takšne spremembe in reforme so potrebne, da bi se Kitajska izognila »pasti srednjega

dohodka«, ko države dosežejo določeno gospodarsko raven in ob tem začnejo doživljati močno upadanje stopnje gospodarske rasti, ker ne morejo sprejeti novih virov gospodarske rasti, kot so inovacije. Transformacijo gospodarstva, ki se bo dogajala še v naslednjem obdobju, je v letu 2021 še posebej nujno razumeti. Skozi podobno izkušnjo so se v tako imenovani pozlačeni dobi podale ZDA, ko so postajale politična in gospodarska velesila. Obdobje je zaznamoval izjemen vzpon nekaterih monopolnih industrijskih podjetij, njihovi bogati lastniki, na primer Rockefeller, pa so prevladovali v gospodarstvu, politiki in družbi. Zdi se, da skuša kitajski predsednik Ši Džinping vzpostaviti ravnotežje med bogatimi in revnimi, saj meni, da prevlada velikanov lahko ogroža dolgoročno zdravje gospodarstva in družbe. Medtem ko so Američani razbili naftne in železniške monopole, se Ši Džinping osredotoča neposredno na vodilna tehnološka podjetja.



Uroš Selič



Zdi se, da skuša kitajski predsednik Ši Džinping vzpostaviti ravnotežje med bogatimi in revnimi, saj meni, da prevlada velikanov lahko ogroža dolgoročno zdravje gospodarstva in družbe.

Kitajski delniški trg je v letošnjem letu razočaral vlagatelje, saj je eden redkih svetovnih delniških trgov, ki je do konca novembra, merjeno v EUR, v povprečju izgubil več kot 13 %, medtem ko je večina delniških trgov pristala globoko v zeleni barvi. Največji razlogi za upad kitajskih delnic so nedvomno v vse večjih regulatornih pritiskih na njihove tehnološke gigante, torej v pritiskih na sektorje, ki izvajajo zasebna izobražanja, prodajajo videoigre ali se ukvarjajo z igralnštvom, ter v skorajšnjem propadu največjega nepremičninskega podjetja.

Kitajski tehnološki sektor je eden največjih in najuspešnejših na svetu, po velikosti primerljiv z ameriškim tehnološkim sektorjem, zlasti v potrošniškem internetnem prostoru. Osupljiva rast

tehnološkega sektorja je imela izjemen vpliv na kitajsko gospodarstvo in vsakdanje življenje navadnih državljanov. Vseprisotnost tehnologije je povzročila tudi vedno večjo zaskrbljenost glede možne zlorabe tržne moči, varnosti podatkov in potrošnikov tako na Kitajskem kot drugje po svetu. Kitajski oblikovalci politik se torej trudijo nadoknaditi zamujeno pri reševanju teh pomislekov z uvedbo novih predpisov in zasledujejo novo politiko gospodarskega modela, ki ni usmerjen zgolj v višino gospodarske rasti, ampak bolj v njeno kakovost, s čimer se skuša zmanjšati neenakost med ljudmi. V primerjavi s preostalim svetom je očitna razlika v tem, da Kitajska sprejema veliko močnejši in trdovratnejši pristop k ureditvi gospodarstva in izvrševanju modela.

Ohlajanje gospodarske rasti

Kitajsko gospodarstvo je v začetku leta 2021 vstopilo z velikim bumom, napovedi za gospodarsko rast so bile ocenjene na 8,2 %. Ti dobri obeti so bili posledica hitrega okrevanja gospodarstva, ki so ga poganjali močan izvoz in visoke investicije na podlagi ponovnega odpiranja svetovnih gospodarstev. V prvem četrtletju je bila rast še nenormalno velika, 18,3-odstotna na letni ravni, kasneje pa se je umirila in v tretjem četrtletju dosegla le 4,9 %, medtem

ko se za zadnje četrtletje pričakujejo še nižje številke. Zaradi manjše rasti v drugi polovici leta se je posledično znižala ocena letošnje gospodarske rasti, ki naj bi znašala 8 %. Tudi pričakovanja za leto 2022 so se zaradi upočasnitve znižala, MDS je na rednih jesenskih zasedanjih napovedal, da bo kitajska gospodarska rast prihodnje leto okoli 5,6 %, medtem ko so nekatere investicijske banke napovedale rast pod 5 %.

MDS je na rednih jesenskih zasedanjih napovedal, da bo kitajska gospodarska rast prihodnje leto okoli 5,6 %.

Preglednica 3: Ključni gospodarski podatki (v %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*
BDP	7,8	7,4	7	6,8	6,9	6,7	6	2,3	8	5,3
Inflacija	2,6	2	1,4	2	1,6	2,1	2,9	2,9	2,7	2,7

Vir: Bloomberg 2021; * napoved

Del zmanjšanja rasti, ki se je zgodilo v drugi polovici leta, je posledica kitajske politike ničelne tolerance do covid-19, ki je zahtevala pogostejša zaprtja kot v večini drugih držav. Kitajska, ki še vedno izvaja strogo politiko ničelne tolerance do covid-19, uvaja številne ostre ukrepe, kot so popolna zaprtja posameznih območij, karantene, množična testiranja, prepovedi potovanj in okrepljen nadzor nad spoštovanjem vsega naštetega. To ni le zmanjšalo proizvodnjo, ampak je tudi močno vplivalo na storitveni sektor, predvsem turizem, ravno v trenutku, ko se je začel prebujati. Ničelna toleranca je zahtevala tudi občasna zapiranja pristanišč in povzročila velike motnje pri pretoku blaga.

Strogo izvajanje zelenih oziroma okoljskih ciljev pa je vplivalo na zmanjšanje industrijske proizvodnje. Namreč v skladu z zavezo, da bo Kitajska do leta 2030 ustavila rast izpustov ogljikovega dioksida in do leta 2060 dosegla ničelne izpuste, je skušala vlada zmanjšati porabo premoga, saj več kot polovico elektrike na Kitajskem še vedno proizvedejo v elektrarnah na premog. Zaradi zapiranja rudnikov in pomanjkanja premoga je občasno prihajalo do izpadov

električne energije, kar je motilo proizvodnjo v tovarnah. Rast investicij se je začela ohlajati tudi v nepremičninskem sektorju. Oblasti so že leta 2020 sprejele in začele izvajati strožje predpise in ukrepe, ki omejujejo naložbe v nepremičnine, gre za tako imenovano politiko treh rdečih črt. Ker številna od teh podjetij niso mogla izpolniti ene ali več »rdečih črt«, so jim banke in kapitalski trgi prenehali zagotavljati nove vire, podjetja pa so začela prodajati sredstva, zmanjševati obseg poslovanja ali pa oboje. Te omejitve je najbolj občutilo največje nepremičninsko podjetje Evergrande, saj ni izpolnjevalo nobenega od treh kazalnikov, povrh tega pa dolguje upnikom več kot 300 mrd USD. Težave najbolj zadolženega podjetja na svetu so za nekaj časa pretresle finančne trge, saj so se pojavile ocene, da bi njegov propad lahko pomenil krizo finančnega sistema v razsežnosti, kot so jo ZDA občutile ob propadu investicijske banke Lehman Brothers. Kitajski nepremičninski trg v vrednosti približno 55.000 mrd USD je zdaj dvakrat večji od ameriškega in pomeni približno 29 % kitajskega BDP, kar je daleč nad 10–20 %, značilnimi za najbolj razvite države.

Zaradi zapiranja rudnikov in pomanjkanja premoga je občasno prihajalo do izpadov električne energije, kar je motilo proizvodnjo v tovarnah.

Slika 22: Industrijska proizvodnja – Kitajska (letna sprememba v %)



Vir: Bloomberg 2021

Kitajsko rast ogrožajo velika tveganja

V letu 2022 se bo Kitajska soočala z velikimi izzivi, kako nadaljevati trend upočasnjevanja gospodarske rasti, vključno s stabilizacijo gospodarstva, uravnoteženjem nadzora nad pandemijo in ohranjanjem izvoza ter z izboljšanjem odnosov s trgovinskimi partnerji. Energetska kriza, ki je, mimogrede, pognala v nebo prodajo sveč

med gospodinjstvi, bi se morala kmalu umiriti. Kitajska se je odločila za ponovno odprtje 170 premogovnikov in odpravo prepovedi uvoza premoga iz Avstralije, ki je veljala od decembra 2020. Cena premoga se je v nekaj tednih prepolovila, napovedi za naslednje leto pa kažejo, da se bo vrnila v območje, kjer je kotirala v začetku leta 2021.

Slika 23: Gibanje cene premoga na Kitajskem



Vir: Bloomberg 2021

Cena premoga se je v nekaj tednih prepolovila, napovedi za naslednje leto pa kažejo, da se bo vrnila v območje, kjer je kotirala v začetku leta 2021.

Spodbudni signali prihajajo po letošnjem prvem srečanju med kitajskim predsednikom Ši Džinpingom in ameriškim predsednikom Joejem Bidnom. Največji svetovni gospodarstvi sta se v trgovinsko vojno zapletli pred približno tremi leti, pod vladavino razvpitega ameriškega predsednika Trumpa, ki je uvedel dodatne carine na uvoženo blago. ZDA naj bi zdaj z delno odpravo carin skušale ublažiti inflacijske pritiske, ki so v zadnjem času vse močnejši, kitajskim proizvajalcem pa bi se dodatno odprla vrata za povečanje prodaje.

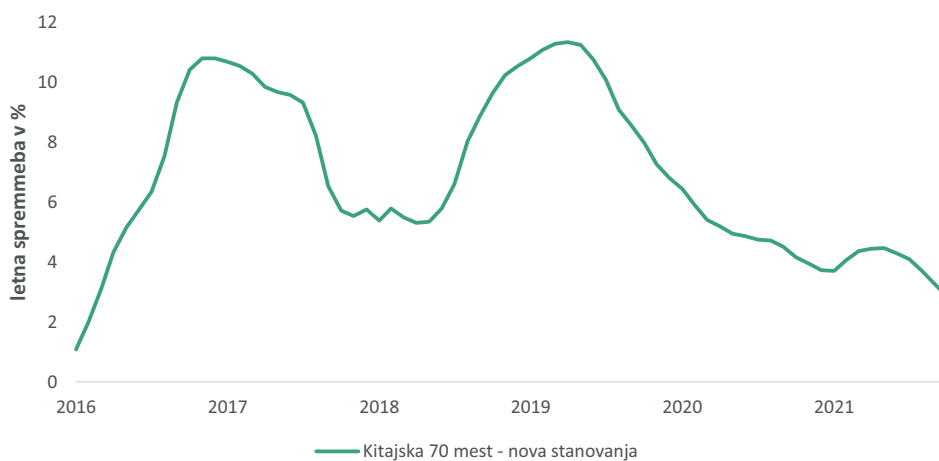
Nevarna odvisnost Kitajske od ogromnega nepremičninskega sektorja za ohranjanje rasti je prisilila oblikovalce politike k razmišljanju o razmerah na nepremičninskem trgu, da ne ponovijo napake

Japonske iz 90. let, kjer so se presežki rasti kopičili v nepremičninah, kar se je končalo s spektakularnim pokom nepremičninskega balona. Po svetovni finančni krizi 2007–2009 so se kitajske oblasti soočale z močnim upadom povpraševanja po njihovem izvozu in so se zato odločile popustiti kreditno pipo in vstopiti v obdobje hitre rasti, za katero sta značilna izredno povečanje domačih infrastrukturnih naložb in ogromen razcvet nepremičnin. Nakup nepremičnin je za kitajskega državljana dolgo veljal za edino varno naložbo. Od leta 2000 so se cene stanovanj in hiš početverile, s tem da veliko kupljenih nepremičnin ostaja praznih in nevseljanih. Nekatere ocene kažejo, da je okoli 65 milijonov domov ali 20 % celotne ponudbe na Kitajskem nevseljene. Ne samo, da je to

visoko po mednarodnih standardih, če preračunamo, je na Kitajskem dovolj praznih hiš za vse prebivalce Francije. Ker oblasti nočejo razjeziti kupcev oziroma lastnikov nepremičnin, so nedavno sprejele ukrepe za stabilizacijo na trgu nepremičnin. Poudarek je na izogibanju mehurčkom in zaježitvi hitre rasti cen, osrednja smernica centralne vlade pa pravi, da je stanovanje namenjeno bivanju, in ne špekulaciji. V nasprotju z

Japonsko iz 90. let ima Kitajska še nekaj časa, da napolni prazne nepremičnine. Stopnja urbanizacije je trenutno na Kitajskem okoli 60-odstotna, kar je bistveno pod ravno, kot jo je dosegla Japonska. Nedavni ukrepi so upočasnili novo gradnjo, omejili finančni vzvod, zaježili špekulativne nakupe in nekoliko znižali ceno nepremičnin.

Slika 24: Gibanje cen nepremičnin na Kitajskem



Stopnja urbanizacije je trenutno na Kitajskem okoli 60-odstotna, kar je bistveno pod ravno, kot jo je dosegla Japonska.

Kitajska monetarna spodbuda se je končala hitreje kot po finančni krizi 2008

Kitajsko okrevanje od pandemije koronavirusa je bilo zelo hitro, zato so se oblasti že marca letos odločile, da bodo umaknile velike finančne podpore gospodarstvu. V nasprotju s finančno krizo leta 2008, ko so ogromne kitajske spodbude pomagale zagnati rast po vsem svetu, so se tokrat lahko oblasti osredotočile na reševanje domačih težav. Kitajsko gospodarstvo, ki je bilo v lanskem pandemičnem letu edino večje svetovno gospodarstvo s pozitivno rastjo, je v letu

2021 cvetelo na račun krepkih tujih finančnih spodbud, namenjenih ublažitvi gospodarskih posledic. Samo zaradi letošnje ameriške super stimulacije, podkrepjene s čekom v vrednosti 1.400 USD za navadnega državljana, je največji svetovni izvoznik povečal prodajo svojemu največjemu trgovinskemu partnerju v vrednosti 60 mrd USD, saj so ljudje množično unovčevali čeke in kupovali računalnike, opremo za gospodinjstva in oblačila.

Pred poletnimi meseci so se razmere na domačem trgu ob vseh kulminacijah zaostriale in gospodarska klima se je obrnila v negativno smer.

Pred poletnimi meseci so se razmere na domačem trgu ob vseh pretresih zaostriale in gospodarska klima se je obrnila v negativno smer. S tem ko so kitajske oblasti ohranjale varčno monetarno in fiskalno politiko, nizko stopnjo kreditiranja in denarja v obtoku, se je ustvarilo tesno denarno okolje tako kot leta 2015, ko je nominalna stopnja rasti upadla pod realno. Trenutno ohlajanje gospodarstva bo v letu 2022 Kitajsko prisililo, da se ponovno loti sproščanja monetarne politike, čeprav se vlada upira pozivom k vsesplošnemu popuščanju. Večje denarne in fiskalne spodbude so potrebne za dvig gospodarstva po nedavnem upadu. Urbanizacija in industrializacija Kitajske sta še vedno med prioritetenimi vladnimi cilji, ki jih brez velikih investicij in kreditiranja ne bo mogoče izpeljati.

V letu 2022, predvsem v drugi polovici leta, bi se kitajsko gospodarstvo moralo odzvati na sproščanje ukrepov, ne smemo pa biti presenečeni, če bodo v začetku leta podatki o stanju gospodarstva še slabši kot letos. Kitajska politika ničelne tolerance do covid-19 bo zahteva previdnost ob vsakem ponovnem izbruhu virusa (še posebej ob novi različici omikron), poslovno dejavnost pa bo motila tudi izvedba zimskih olimpijskih iger. Zaradi zagotovitve čistejšega zraka in pošiljanja modrih slik v svet bo Kitajska prisiljena ponovno za nekaj časa ustaviti onesnaževalce zraka. Vseskozi pa bodo oblikovalci politike morali iskati ravnovesje med ustrezno regulacijo domačih tehnoloških velikanov in spodbujanjem nenehnih inovacij, saj le tako lahko ostanejo podjetja konkurenčna na globalni ravni.

Napetosti med Kitajsko in Tajvanom

Spor med Kitajci in Tajvanom, ki traja že desetletja, se je po mnenju tajvanskega obrambnega ministra v letošnjem letu spustil na najnižjo točko v zadnjih 40 letih. Kitajska je v jesenskih mesecih povečala število preletov vojaških letal prek območja zračne obrambe Tajvana z namenom okrepiti pritisk na tajvansko vodstvo, s katerim ima različne poglede na status otoka. Tajvan se je odcepil od celine leta 1949, ko so oblast prevzeli komunisti, in se šteje za suvereno državo, medtem ko Kitajska gleda na Tajvan kot na odcepljeno provinco. Zaradi nedorečenosti odnosov

med državama in predvsem pogojev, ki jih glede mednarodnega (ne)priznavanja Tajvana kot samostojne države Kitajska kot močan mednarodni akter postavlja drugim državam, ima uradne diplomatske odnose s Tajvanom le peščica držav. Napetosti v Tajvanski ožini se stopnjujejo od izvolitve predstavnice stranke demokratičnega napredka Caj Ing Ven za predsednico leta 2016. Caj je zavrnila sprejetje dogovora, ki ga je potrdil njen predhodnik Ma Jing Džeou, ki je bil v dobrih odnosih s celinsko Kitajsko.

Napetosti v Tajvanski ožini se stopnjujejo od izvolitve predstavnice stranke demokratičnega napredka Caj Ing Ven za predsednico leta 2016.



Uradni Peking trdi, da Tajvan obvezuje dogovor iz leta 1992, ki pravi, da obe enoti pripadata eni državi in da bosta obe strani sodelovali pri ponovni nacionalni združitvi v skupno državo, ter opozarja, da bodo, če bo potrebno, dogovor o ponovni združitvi zagotovili tudi z uporabo silo. Tajvska predsednica je poglobila dobre odnose z ZDA že pod prejšnjim predsednikom

Trumpom in podpisala znatne pogodbe o nabavi orožja tudi s sedanjo ameriško vlado, kar seveda ni pogodu Kitajski. Oči svetovne javnosti so zato uprte v razrešitev konflikta, saj bi naraščajoče vojaške zmogljivosti in samozavest Kitajske lahko privedle do spopada med državama, v katerega bi se posredno vključile ZDA, kar pa je vseeno malo verjetno.



Aleš Šoba
CFA

Izjemno leto
za delniške trge

Finančni trgi: še vedno pozitivno, a z nižjimi donosi

Delniški trgi

Delniški trgi imajo za seboj izjemno leto. Do konca novembra je delniški indeks MSCI AC pridobil 21,5 % (v EUR, 23,7 % vključujoč dividende). Od pandemičnega dna, doseženega sredi marca 2020, so se globalne delnice skoraj podvojile. Kombinacija velike gospodarske rasti, velike rasti dobičkov in še vedno nizke obrestne mere je glavni razlog za pozitiven razplet. Po tej rasti se seveda postavlja vprašanje, ali ne gre na finančnih trgih že za pretiravanje, kakšno smo nazadnje videli konec preteklega tisočletja, ko smo bili priča znamenitemu balonu tehnoloških delnic.

Naše mnenje je še vedno, da delnice ostajajo najbolj privlačen naložbeni razred. Resda je postalo dogajanje na finančnih trgih v zadnjem letu in pol vedno bolj evforično, vendar je težko to trditi za celoten delniški trg. Znaki evforije, ki smo jih zaznali v iztekajočem se letu, so, vsaj za zdaj, ostali omejeni na določene segmente, kot so meme¹ delnice, ali pa na področja, kjer se dogajajo strukturne spremembe, kot je denimo segment električnih vozil. Verjetno je še največ pretiravanj najti zunaj

tradicionalnih finančnih trgov, v mislih imamo seveda kriptosvet.

Naša pričakovanja za leto 2022 ostajajo pozitivna. Pričakujemo, da se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo, četudi bo rast manjša kot v letu 2021, bo pa vseeno nadpovprečna glede na obdobje pred pandemijo. Tudi rast dobičkov bo ostala solidna. Manj podpore delnicam in njihovim vrednotenjem vidimo na strani (nizkih) obrestnih mer, kjer pričakujemo počasno normalizacijo. Dejstvo pa ostaja, da delnice še vedno nimajo prave alternative v okolju negativnih realnih obrestnih mer. Ko pogledamo tveganja, lahko gre marsikaj narobe. Glede na to, da so delnice na zgodovinsko visokih ravneh, bodo v letu 2022 bolj občutljive za slabe novice. Med potencialnimi slabimi novicami ostajajo negotovost, povezana s covidom-19, vztrajna inflacija, ki bi lahko povzročila dilemo za centralne banke in finančne trge, ki so postali odvisni od nizkih obrestnih mer, ter nadaljnja upočasnitev kitajskega gospodarstva.

Slika 25: Gibanje indeksa MSCI AC World v letu 2021 (vključujoč dividende, v EUR)



Vir: Bloomberg 2021

¹ Delnica meme je delnica podjetja, pri katerem je izjemno virtualno zanimanje, navadno na družbenih platformah, kot je Reddit, pritegnilo k nakupu mnoge male vlagatelje v pričakovanju, da se bo njegova vrednost znatno zvišala.

Rast delniških trgov bo ob povišanih vrednotenjih odvisna od rasti dobičkov

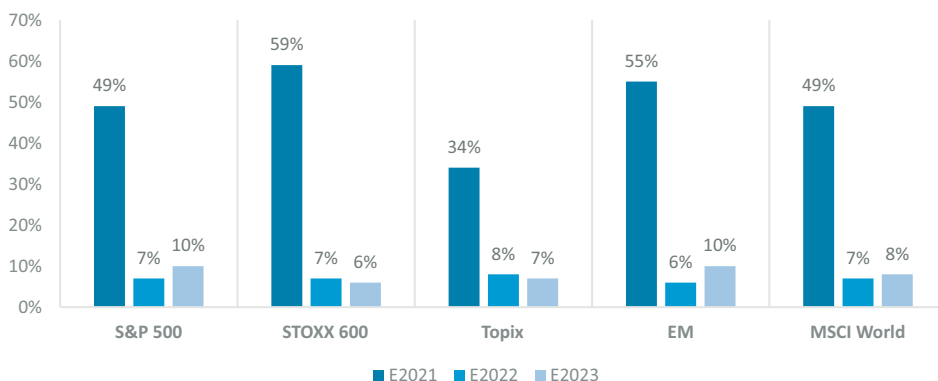
V leto 2022 stopamo z nenavadnega izhodišča. Rast delniških trgov od pandemičnega dna v marcu 2020 je bila izjemna in povsem drugačna od preteklih okrevanj, tudi od okrevanja po veliki finančni krizi 2008, ko je globalni delniški indeks (MSCI AC) potreboval kar pet let, da se je vrnil na ravni pred krizo. Tokrat smo dosegli nov vrh že po šestih mesecih. Danes smo tako v okolju, kjer si je težko predstavljati, da bi lahko delniški trgi nadaljevali v tem tempu. Nadpovprečna rast globalnega gospodarstva, ki je podprlo močan odboj dobičkov podjetij, je zdaj znana vsem vlagateljem. Tudi podpora v obliki nizkih/negativnih obrestnih mer se počasi izteka, kar pomeni omejitve pri samih vrednotenjih delnic.

Podporo nadaljnji rasti delnic vidimo predvsem v rasti dobičkov podjetij. Glede

na pričakovanja, da bo globalna gospodarska rast v letih 2022 in 2023 ostala nadpovprečna, je velika verjetnost, da se bo nadaljevala tudi rast dobičkov podjetij, ki pa bo mnogo bolj umirjena kot v letu 2021. Analitiki so na začetku leta 2021 za globalne delnice pričakovali rast dobičkov v višini 25 %, pa je ta močno preseгла te napovedi. Zadnje napovedi analitikov kažejo, da bodo dobički v letu 2021 večji kar za 50 %. Glede na to je bila rast delniških trgov v letu 2021 povsem upravičena, saj je taka rast dobičkov prehitela gibanje delniških trgov in ohranila vrednotenja znotraj normalnih okvirjev.

V letih 2022 in 2023 analitiki pričakujejo skromnejšo rast dobičkov, 7- in 8-odstotno na ravni globalnega delniškega indeksa MSCI World. Med regijami pa ni pričakovati večjih razlik.

Slika 26: Pričakovana sprememba dobička na delnico (EPS) za izbrane indekse



Vir: Barclays 2021

Glede na težave oskrbovalnih verig, višje cene surovin in težave podjetij pri pridobivanju kadra bi pričakovali, da se bodo podjetja soočala s pritiski na dobičkonosnost. Profitne marže podjetij so resda znova na cikličnem vrhu, vendar dokler bo

globalna gospodarska rast ostala nadpovprečna (nad potencialno, ki jo investicijska banka Barclays ocenjuje na 3,2 %), lahko pričakujemo celo rahlo povišanje profitnih marž v letih 2022 in 2023.

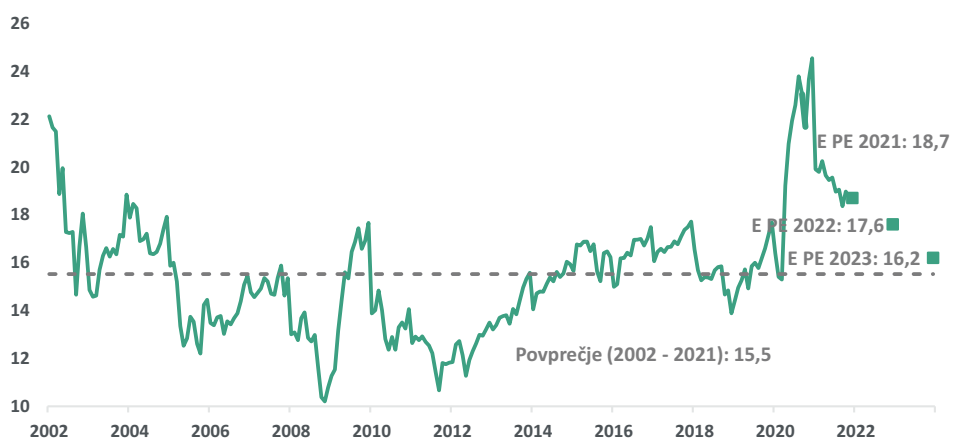
Rast dobičkov se bo v letu 2022 umirila

Po zaslugi velike rasti dobičkov podjetij so vrednotenja delnic nižja, kot so bila pred letom dni. To je v skladu s preteklimi cikli, ko se delnicam v pričakovanju okrevanja in velike rasti dobičkov v prvi fazi močno povečajo tudi vrednotenja. Nato se v drugi fazi vrednotenja znižajo, ko dobimo to rast dobičkov. Glede na trenutna vrednotenja ne pričakujemo nadaljnjih pozitivnih premikov zaradi povišanja vrednotenj, temveč bo vsa rast delnic v prihodnje zasluga rasti

dobičkov. V primeru višjih zahtevanih donosnosti obveznic bi lahko vrednotenja delnic doživela popravek navzdol.

Ob koncu novembra 2021 globalni delniški indeks MSCI AC kotira pri 17,6-kratniku dobička za leto 2022. Glede na povprečje po letu 2002, ki znaša 15,5, so vrednotenja delnic glede na lastno zgodovino malenkost povišana (blizu 15%).

Slika 27: Indeks MSCI AC World in pričakovani PE



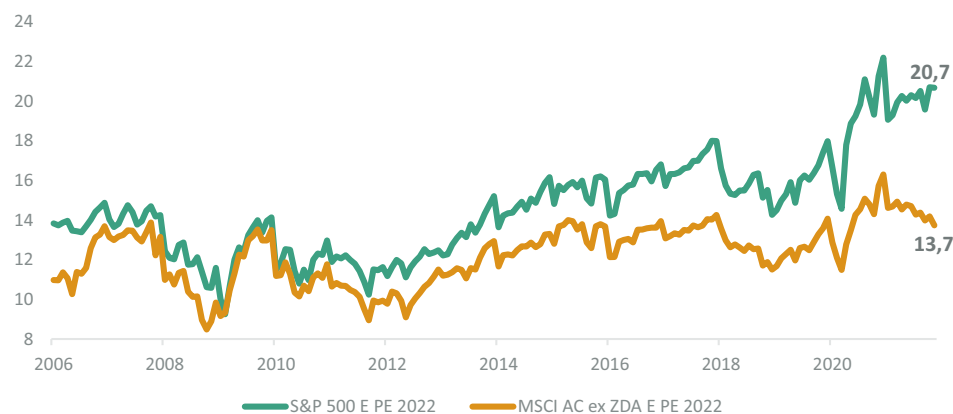
Vir: Bloomberg 2021

Vrednotenja delniških trgov zunaj ZDA so videti ugodna

V zadnjih letih ugotavljamo, da so vrednotenja delnic povišana predvsem na račun ameriških delnic, to razhajanje med ZDA in preostalimi regijami se je v letu 2021 le še povečalo. Delež ameriških delnic v globalnem indeksu znaša 60 % in imajo zato

izjemen vpliv na vrednotenja globalnega indeksa. Vrednotenja preostalih trgov so videti mnogo bolj privlačna in kotirajo z največjim diskontom glede na ameriške delnice (Slika 34) v zadnjih 15 letih (pri le 13,7-kratniku dobička za leto 2022).

Slika 28: Delniški trgi zunaj ZDA mnogo bolj ugodno vrednoteni



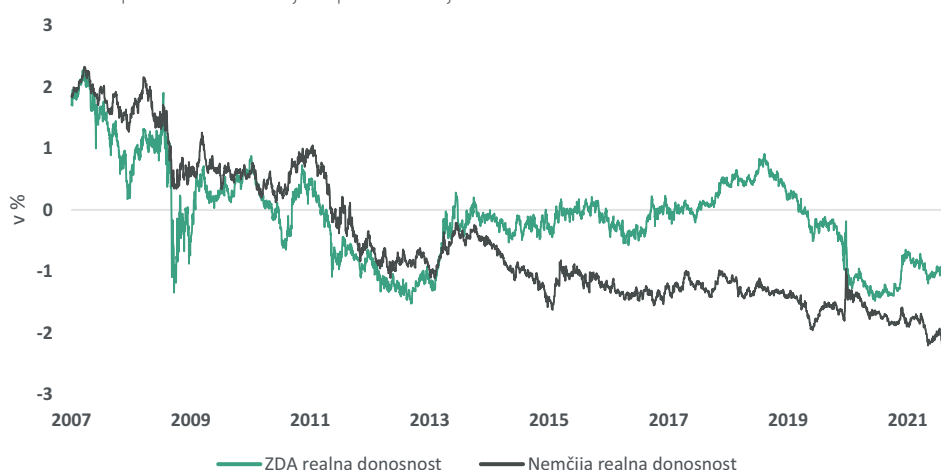
Vir: Bloomberg 2021

Delnice še vedno nimajo prave alternative

Podobno, kot v preteklih letih, kar dela delnice tako privlačne, je ugotovitev, da ostali naložbeni razredi (obveznice) izgledajo popolnoma nepriljavno. Še posebej zdaj, ko se po dolgem času soočamo z višjo inflacijo, za katero finančni trgi še vedno menijo, da je le prehodne narave. Čeprav smo v letu 2021 videli odboj zahtevanih donosnosti državnih obveznic, pa gre ves odboj obrestnih mer na račun povišanih inflacijskih pričakovanj, kar

pomeni, da realna zahtevana donosnost državnih obveznic ostaja globoko v negativnem območju (ameriške 10-letne okrog 1 %, nemške okrog 2 %). Vlagatelji enostavno nimajo izbire, če želijo doseči pozitiven realni donos. Delnice so ena redkih naložb, ki to še omogočajo. Če pa inflacija ni le prehodne narave, bi to pomenilo najslabši možni scenarij za obvezniške trge.

Slika 29: Realna zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic (upoštevana inflacijska pričakovanja)



Vir: Bloomberg 2021

Najlažje je videti privlačnost delnic, če primerjamo dividendno donosnost delnic nasproti zahtevani donosnosti državnih obveznic. Čeprav to tezo ponavljamo iz leta v leto, pogled s te perspektive še vedno najbolj jasno prikaže, zakaj bodo delnice v prihodnjih letih močno presegle donose obveznic. Trenutno znaša dividendna donosnost evropskih delnic 2,8 %, medtem ko zahtevana donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic še naprej ostaja v negativnem območju (-0,3 %).

Gre za popolnoma drugačno stanje kot na začetku tega tisočletja, ko si v varnih naložbah dobil blizu 6 %, dividendna donosnost delnic pa se je gibala blizu 2 %. Desetletje do finančne krize je bilo katastrofalno za vlagatelje v delnice in izjemno za vlagatelje v obveznice. Ampak to je bilo glede na izhodišča mogoče pričakovati. Danes so izhodišča popolnoma nasprotna. Težko je verjeti, da bo prihodnja rast globalnega gospodarstva, prihodkov in dobičkov ter dividend podjetij tako majhna, da bi upravičila trenutna izhodišča.

Delnice še vedno nimajo prave alternative

Slika 30: Primerjava dividendne donosnosti delnic in zahtevane donosnosti državnih obveznic



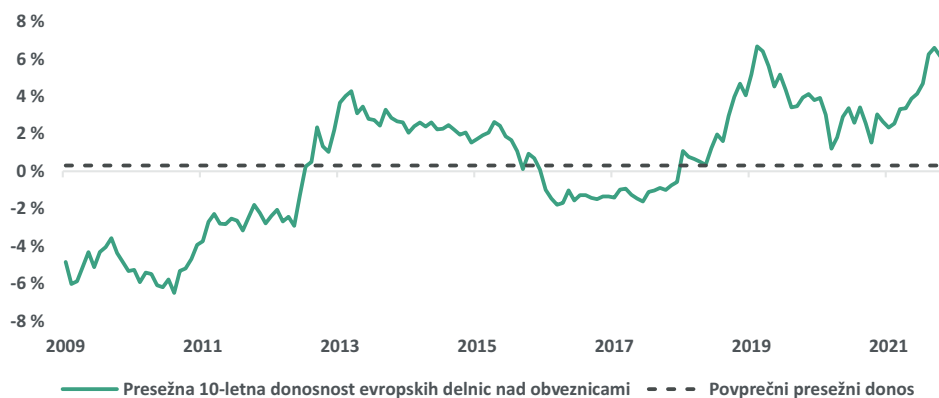
Vir: Bloomberg 2021

V naslednjem grafu vidimo, kako so se odrezale evropske delnice nasproti obveznicam v preteklosti. Primerjamo analizirane 10-letne donosnosti. V obdobju zadnjih 10 let (do 30. novembra 2021) so evropske delnice dosegle donos v višini 9,8 % na leto, obveznice pa 4 %.

Presežna donosnost delnic je znašala kar 5,8 % na leto. Donosnost evropskih delnic se lahko v naslednjih 10 letih približa temu rezultatu, medtem ko so izhodišča pri obveznicah tako klavrna, da če dosežejo pozitiven (nominalni!) donos, bo to velik uspeh.

Slika 31: Presežna 10-letna donosnost evropskih delnic nad evropskimi obveznicami

Donosi delnic so v preteklem desetletju močno presegle donose obveznic



Vir: Bloomberg 2021

Zaradi nizkih oziroma negativnih pričakovanih donosov za obveznice se pojavlja dilema, kakšno vlogo sploh še imajo obveznice v uravnoteženih portfeljih. Prav

to povzroča razmišljanja v smeri, da naj bi v prihodnje imele delnice večjo utež kot v preteklosti. To pa bi lahko pomenilo dodaten zagon za delniške naložbe.

Value² delnice po izjemnem začetku znova v senci growth³ delnic

Medtem ko je strateška odločitev v prid delnicam nasproti obvezniškim trgov enostavna, pa je mnogo bolj kompleksno vprašanje, kateri segmenti delniškega trga so v tem trenutku bolj zanimivi. Čeprav smo že v lanski izdaji Naložbenega mozaika izrazili svoje dvome, ali je delitev na tako imenovane value in growth delnice v 21. stoletju sploh smiselna glede na vedno večjo vlogo neopredmetenih sredstev, ki so ključna za uspešnost podjetij, pogled s te perspektive vseeno daje zanimiva opažanja.

Velika zgodba s konca lanskega leta je bilo vprašanje, ali bodo nizko vrednotene delnice (value) končno presegle donosnost delnic, ki imajo nadpovprečno rast tako prihodkov kot dobičkov (growth). Ogromna

razlika v vrednotenjih in okolje, bolj naklonjeno value delnicam (nadpovprečna gospodarska rast, višja inflacija in višje obrestne mere), sta ustvarjala idealno izhodišče, da se ta trend končno preobrni. In prvi meseci leta so šli v tej smeri, ko smo ob uspešnem uvajanju cepljenja in dvigu inflacijskih pričakovanj videli velik skok pri delnicah, ki bodo imele največ koristi od gospodarskega okrevanja (sektorji, kot so energija, finance, industrija). Vendar ta prednost ni trajala dolgo in do novembra je globalni indeks MSCI Growth znova presegel donosnost MSCI Value. K temu so sicer pripomogli tudi strahovi zaradi nove različice koronavirusa omikron, ki lahko trajanje pandemije podaljša.

Slika 32: Growth je znova presegel donosnost value naložb



Vir: Bloomberg 2021

Tako smo zdaj ponovno pred isto dilemo kot ob koncu leta 2020. Razmik med vrednotenji ostaja največji po letu 2000, ko smo bili priča tehnološkemu balonu. Tudi zdaj imamo znamenja, da so določeni segmenti delniških trgov napihnjani,

predvsem podjetja, ki še niso dobičkonosna, obljublajo pa disrupcijo obstoječih poslovnih modelov. Na drugi strani pa strukturne spremembe določenih segmentov niso izginile (avtomobilisti, banke, naftna podjetja).

Value delnice so po izjemnem začetku v letu 2021 popustile

² Value (nizko vrednotenje) – MSCI uporablja tri kazalnike: tečaj delnice/knjigovodska vrednost (P/B), pričakovani tečaj delnice/dobiček na delnico (P/E) in pričakovana dividendna donosnost.

³ Growth (velika rast) – MSCI uporablja pet kazalnikov, da uvrsti podjetja v growth kategorijo. Vsi so povezani s pričakovano rastjo prihodkov in dobička na delnico.

Slika 33: Razmik v vrednotenjih med growth in value ostaja največji po letu 2000



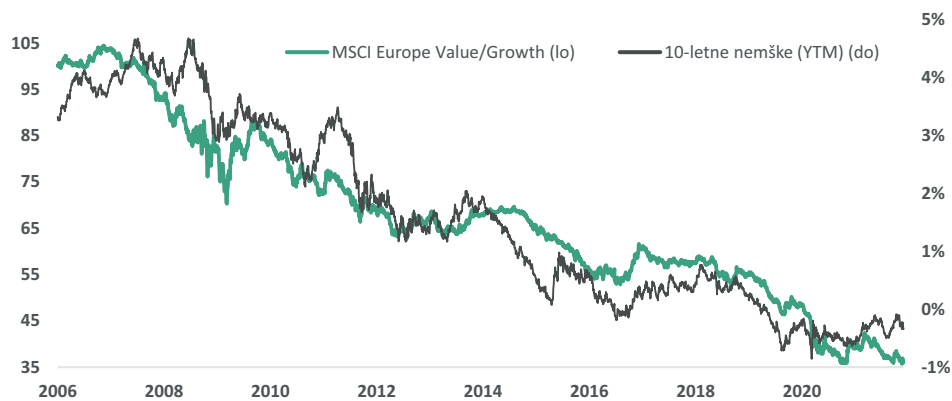
Vir: Bloomberg 2021

Value delnice ostajajo rekordno nizko vrednotene nasproti growth delnicam

Ključno vlogo bodo po našem mnenju igrala inflacijska pričakovanja in gibanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic. Če se izkaže, da inflacija ni le prehodne

narave, bi to lahko pomenilo višje obrestne mere, kar bi pozitivno vplivalo na value delnice.

Slika 34: Growth je presegel value po finančni krizi (2008)



Vir: Bloomberg 2021

Value delnice ostajajo zgodovinsko ugodno vrednotene nasproti growth delnicam. Gibanje teh dveh segmentov je bilo v preteklih letih močno povezano z gibanjem zahtevanih donosnosti državnih obveznic. Če bi se te v letu 2022 povišale, bi lahko

imele value delnice znova okno priložnosti, da presežejo donosnost growth delnic. Ni pa katalizator tako jasen kot ob koncu leta 2020 (cepiva in gospodarsko okrevanje), da bi bilo naše prepričanje o takem razpletu tako izrazito.

Sektorji: Bodo ciklični sektorji nadaljevali pozitivno?

Preglednica 4: Ključni podatki za sektorje

Sektor	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2022	DIV Y
Informacijska tehnologija	24 %	34 %	147 %	240 %	741 %	33,2	25,5	0,9 %
Finančne storitve	14 %	30 %	33 %	49 %	225 %	11,2	11,2	2,9 %
Trajne potrošne dobrine	13 %	18 %	79 %	111 %	400 %	29,3	22,6	0,9 %
Zdravstvo	11 %	19 %	45 %	85 %	358 %	23,7	17,6	1,6 %
Industrija	9 %	20 %	45 %	61 %	240 %	23,6	17,8	1,7 %
Komunikacijske storitve	9 %	18 %	60 %	63 %	177 %	21,2	18,9	1,2 %
Osnovne potrošne dobrine	7 %	12 %	29 %	42 %	182 %	22,3	19,3	2,8 %
Surovine	5 %	17 %	54 %	66 %	115 %	12,1	11,7	3,9 %
Energija	3 %	43 %	-1 %	0 %	25 %	14,0	8,7	4,4 %
Javna oskrba	3%	11%	29%	51%	141%	19,4	16,4	3,6%
Nepremičnine	3%	25%	28%	42%	179%	23,5	21,2	2,9%

Vir: Bloomberg 2021, donosnost v EUR, vključujoč dividende, na dan 30. 11. 2021

Leto 2021 je prineslo spremembo na vrhu med najbolj donosnimi sektorji. Ciklični sektorji so se končno odrezali bolje kot defenzivni. Tako najdemo na vrhu sektor energije, ki je po zaslugi višjih cen nafte pridobil 43 %. Dobro se je odrezal tudi finančni sektor, predvsem po zaslugi bank, ki je pridobil 30 %. Kljub tej rasti ostajata ta dva sektorja najnižje vrednotena – predvsem zaradi strukturnih težav (razogljičenje, nizke obrestne mere). Na drugem koncu najdemo defenzivne sektorje – sektorja osnovne potrošne dobrine in javna oskrba sta pridobila le 11 in 12 %. Mogoče največje presenečenje je še eno izjemno leto za sektor informacijske tehnologije. Tehnološka podjetja so pridobila 34 % in 10-letno donosnost dvignila na neverjetnih 741 %. Po drugi strani pa ostaja ta sektor daleč najvišje vrednoten (pričakovani PE 25,5).

Lahko bi rekli, da je leto 2021 šlo dokaj po načrtu. Glavni katalizator – močno gospodarsko okrevanje na podlagi učinkovitih cepiv – je deloval po predvidevanjih. Za leto 2022 pričakujemo, da ne bo takšne razlike med sektorji v korist cikličnih nasproti defenzivnim. Po letošnjem dokaj slabem letu za defenzivne sektorje so nekateri sektorji iz te skupine (osnovne potrošne dobrine in zdravstvo) videti dokaj privlačno z vidika vrednotenja, predvsem v primerjavi s trgom.

Če upoštevamo, da bomo glede na napovedi imeli še eno leto nadpovprečne gospodarske rasti, če bo inflacija vztrajala na povišanih ravneh in se bodo zahtevane donosnosti državnih obveznic še poviševale, bi bilo to pozitivno za bolj ciklične sektorje. Vendar naše prepričanje ni tako močno kot ob koncu preteklega leta.

Po dolgem času
informacijska tehnologija ni
bila najbolj donosen sektor

Ekscesi na finančnih trgih so se malenkost umirili

Ena izmed glavnih tem na delniških trgih v preteklih letih je bilo vprašanje, ali so delniški trgi v balonu oziroma ali so določeni segmenti delniških trgov izgubili stik s temelji. Naše stališče v lanskem Mozaiku je bilo, da so vrednotenja določenih segmentov videti prevroča, medtem ko so tista najbolj kakovostna podjetja videti normalno vrednotena (v mislih imamo velikih pet: Microsoft, Apple, Amazon, Meta in Alphabet). Omenili smo pretiravanja na področju električnih vozil, a je delnica Tesle

letos po klavrnem začetku leta znova preseгла vsa pričakovanja (tudi magično mejo 1000 mrd USD) in potrdila Keynesov stavek, da lahko finančni trgi ostanejo dlje časa iracionalni kot pa vlagatelji solventni. So pa v tem letu močno izgubila vrednost nekatera podjetja, ki so bila zmagovalci pandemije (Zoom, Peloton ...) in so kotirala na vrednotenjih prek 20-kratnika svojih prihodkov. To so vrednotenja, pri katerih so vlagatelji v zgodovini težko dosegli nadpovprečne donose.

Preglednica 5: Vodilna podjetja nimajo tako pretiranih vrednotenj

Nifty Fifty	1972 P/E	Tech's Four Horseman	Marec 2000 P/E	FAANGM	E P/E 2022
Coca-Cola	46	Intel	41	Meta (Facebook)	23
McDonald's	71	Cisco	100	Amazon	49
Texas Instruments	40	Dell	57	Apple	27
IBM	36	Microsoft	51	Netflix	47
Xerox	46			Alphabet (Google)	23
Polaroid	95			Microsoft	31
S&P 500	19	S&P 500	28	S&P 500	21

Vir: Alpine Macro, Bloomberg, 30. 11. 2021

Če Fed v skladu s pričakovanji finančnih trgov začne dvigovati ključno obrestno mero, bi to lahko pomenilo težavo za najbolj vroče segmente finančnih trgov. V

preteklosti je bil prav Fed tisti, ki je povzročil, da se je zabava na delniških trgih končala. Podobna zgodba bi se lahko zgodila tudi v letu 2022. Dejstvo je, da dokler ne bomo

Zmagovalci 2020 so popustili v letu 2021

Slika 35: Tesla in vrednotenje (EV/prihodki) v obdobju 2020–2021



Vir: Bloomberg 2021

videli višjih obrestnih mer, bo na finančnih trgih ostal velik apetit vlagateljev po bolj tveganih naložbah. Tudi Charlie Munger, desna roka legendarnega Warrena Buffetta, je izjavil, da je dogajanje danes celo bolj noro

kot leta 2000 (tehnološki balon). Samo vprašanje časa je, kdaj bo glasba prenehala igrati. Je pa dogajanje danes bolj problematično zunaj tradicionalnih finančnih trgov (kripto).

Regije: razlika med ZDA in preostalimi regijami se večja

Preglednica 6: Ključni podatki delniških indeksov po regijah

Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2022	DIV Y
MSCI ACWI (Globalni delniški indeks)	100 %	23,7 %	58 %	85 %	270 %	20,6	17,3	1,9 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	88 %	26,8 %	62 %	91 %	299 %	22,0	18,3	1,8 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	12 %	3,5 %	32 %	50 %	104 %	13,7	12,1	2,5 %
S&P 500 (Ameriške delnice)	60 %	33,1 %	74 %	113 %	431 %	25,0	20,3	1,3 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	17 %	19,2 %	39 %	55 %	156 %	18,4	14,3	2,8 %
TOPIX INDEX (Japonske delnice)	6 %	8,1 %	25 %	39 %	168 %	14,6	13,0	2,2 %

Vir: Bloomberg 2021, donosnost v EUR, vključujoč dividende

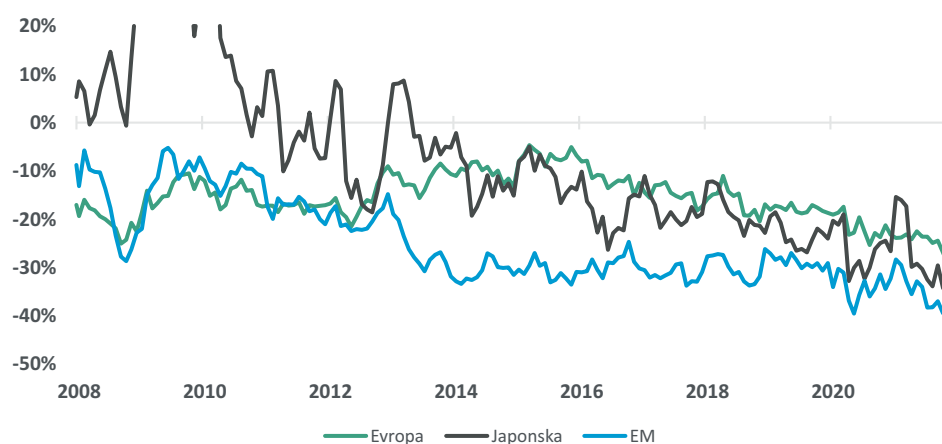
Prevlada ameriških delnic se je nadaljevala, malo presenetljivo, tudi v letu 2021. Ameriške delnice so do konca novembra pridobile 33 % v EUR, če upoštevamo tudi dividende. Velik prispevek k temu donosu je imel močan ameriški dolar, saj je bila donosnost ameriških delnic v USD kar za 10 % nižja (23 %). Poleg močnega dolarja so k večjemu donosu pripomogla višja vrednotenja ameriških delnic, saj se je diskont preostalih regij (Evropa, Japonska, trgi v razvoju) še dodatno povečal. Močan preobrat stran od growth delnic (predvsem informacijska tehnologija), ki prevladujejo v ameriškem delniškem indeksu, se je skozi leto izpel, te delnice so s pojavom nove različice virusa pod imenom omikron celo dobile nov zagon.

Ob pregledu leta 2021 je občutek, da smo na podobni točki, kot smo bili pred letom

dni. Trgi zunaj ZDA delujejo bolj privlačni z vidika vrednotenja. Pričakovana rast dobičkov posameznih regij je dokaj podobna. Prav tako izgleda ameriški dolar precej nasproti preostalim valutam. Kljub temu je vprašanje, kaj bi lahko bil katalizator za to, da bi trgi zunaj ZDA končno imeli boljše leto. Ko smo lani novembra razmišljali o pogledu naprej, smo imeli jasen katalizator, da so to lahko učinkovita cepiva, ki bi omogočila nadpovprečno gospodarsko rast, kar bi favoriziralo bolj ciklične sektorje in value segmente trga, ki imajo večji delež v delniških indeksih zunaj ZDA. Letos lahko to vajo delno ponovimo z napovedjo, da bo pandemija še bolj za nami kot v letu 2021. Negotovost povzroča nova različica virusa omikron, za katero ob pisanju te publikacije še ni znano, kako nalezljiva in smrtonosna je in ali trenutna cepiva še zagotavljajo učinkovito zaščito.

Kako dolgo bo še trajala dominantnost ameriških delnic

Slika 36: Ameriške delnice imajo visoko premijo nasproti preostalim regijam (z vidika pričakovanega PE)



Vir: Bloomberg 2021

Mogoče lahko gledamo na leto 2022 kot na leto dveh različnih polčasov. V prvi polovici bi lahko bile znova v ospredju ameriške delnice kot varno zatočišče ob povečani negotovosti zaradi pandemije. V drugi polovici leta pa bi lahko prišle v ospredje preostale regije, ko bo pandemija že bolj v vzvratnem ogledalu (upajmo) in bodo

privlačnejša izrazito nižja vrednotenja preostalih regij. Ključno na gibanje regij bo vplivalo tudi to, ali bomo doživeli bolj izrazite dvige zahtevanih donosnosti obveznic. Njihovo povišanje bi moralo bolj prizadeti ameriške delnice, ki imajo večjo utež v podjetjih, katerih denarni tokovi so bolj oddaljeni v prihodnosti (daljše trajanje).

Preglednica 7: Uteži sektorjev po regijah

Sektor	ZDA	Evropa	Japonska	EM	AC World
Informacijska tehnologija	30 %	9 %	14 %	22 %	24 %
Trajne potrošne dobrine	13 %	12 %	19 %	14 %	13 %
Zdravstvo	13 %	15 %	9 %	5 %	11 %
Finančne storitve	11 %	16 %	9 %	19 %	14 %
Komunikacijske storitve	10 %	4 %	8 %	11 %	9 %
Industrija	8 %	15 %	25 %	5 %	10 %
Osnovne potrošne dobrine	5 %	13 %	7 %	6 %	7 %
Nepremičnine	3 %	1 %	2 %	2 %	3 %
Energija	3 %	5 %	1 %	6 %	3 %
Surovine	2 %	8 %	6 %	9 %	5 %
Javna oskrba	2 %	4 %	1 %	2 %	3 %

Vir: Bloomberg 2021

Vlagateljem priporočamo, naj imajo uravnoteženo sestavo portfelja z vidika regij, brez izrazite preference za posamezno. Vidimo pa več priložnosti zunaj

ZDA, saj so vrednotenja mnogo bolj ugodna. Pravi trenutek za povečanje izpostavljenosti preostalim regijam bo prišel enkrat v prihodnjem letu.

Bliža se čas za regije zunaj ZDA

Kitajske delnice: priložnost ali past?

Kitajske delnice imajo za seboj izjemno težko leto. Regulativni šoki, težave v nepremičninskem sektorju, upočasnitev gospodarstva in nadaljevanje geopolitičnih trenj so prevladujoče zaznamovali dogajanje in povzročili velik upad kitajskih delnic (merjeno z indeksom MSCI China). Po bliskovitem začetku (prvih šest tednov) je sledil velik preobrat in konca novembra so kitajske delnice skoraj 20 % nižje kot na začetku leta (v HKD). Med vlagatelji, zlasti tujimi, se je celo pojavilo vprašanje, ali je v kitajske delnice ob vseh tveganjih, se katerimi se soočajo, sploh smiselno vlagati.

Ko pogledamo naprej, v leto 2022, vidimo, da bo gospodarsko okolje ostalo polno izzivov. Kitajsko gospodarstvo bo po napovedih analitikov zraslo za manj kot 5 %. To je najmanjša rast v primerjavi z globalno rastjo v zadnjih štirih desetletjih. Njihove gospodarske težave so dobro znane: dolgotrajen proces razdolževanja v nepremičninskem sektorju, politika ničelne tolerance do covid-19, visoka inflacija pri proizvajalcih, ki negativno vpliva na dobičkonosnost, ter strukturne težave, kot sta starajoče se prebivalstvo in visok finančni vzvod celotnega gospodarstva. Tudi rast dobičkov bo v letu 2021 skromna (Goldman Sachs jo vidi pri 7%).

Slika 37: Gibanje indeksa MSCI CHINA (v HKD) v letu 2021 (do 30. 11. 2021)



Vir: Bloomberg 2021

Kljub vsem tem težavam je težko pričakovati še eno tako zahtevno leto. Trenutno kitajske delnice kotirajo pri 12,7-kratniku napovedanega dobička. Po našem mnenju bi se lahko vrednotenja v naslednjem letu povišala na podlagi več dejavnikov. Kitajska bo naslednje leto morala stimulirati svoje gospodarstvo, kar bo v nasprotju s preostalim svetom, kjer se podpora

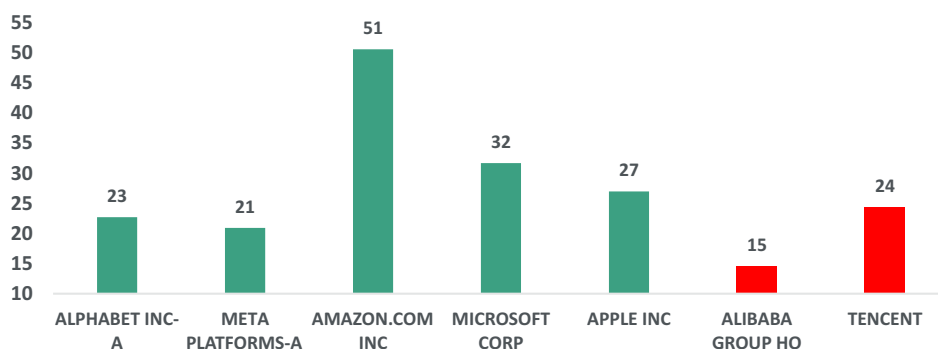
centralnih bank in vlad počasi umika. Poleg tega bo novembra prihodnje leto 20. kongres Komunistične partije Kitajske. Glede na to, da daje partija prednost stabilnosti, ne verjamemo, da si bodo želeli večjih šokov v naslednjem letu. Pričakujemo tudi, da se bodo umirili posegi v delovanje podjetij, predvsem internetnih, ki so bila glavna žrtev v letu 2021. Tveganja seveda

Kitajske delnice izgledajo privlačne

ostajajo, predvsem dogajanje v nepremičninskem sektorju ima lahko bolj negativne posledice za kitajsko gospodarstvo, kot se danes pričakuje. Tudi politika ničelne tolerance do covid-19 ostaja breme za kitajska podjetja.

Kitajske delnice so po težavnem letu postale privlačne. Resda so tveganja glede na preteklost povečana, vendar v mirnih časih, ko se vse zdi perfektno, redko dobiš priložnost. V kitajskih delnicah prej vidimo priložnost kot past, še posebej, ko gre za internetne kitajske gigante.

Slika 38: Vrednotenja izbranih ameriških in kitajskih podjetij (pričakovani PE za leto 2022)



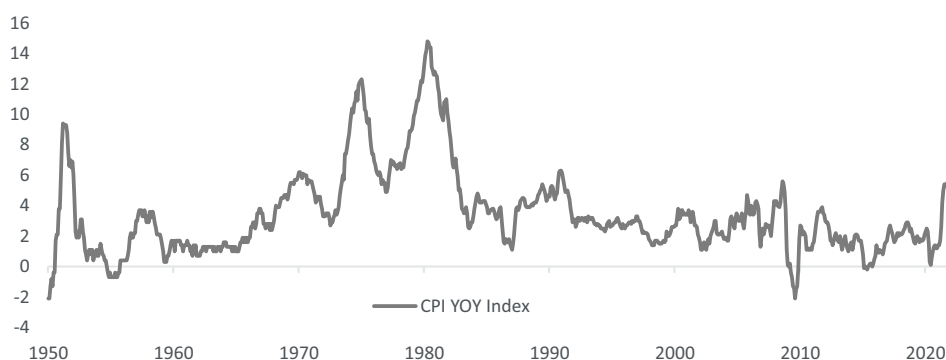
Vir: Bloomberg 2021

Delnice in inflacija: So delnice dober ščit?

Povišana inflacija je letos dominantna tema na finančnih trgih in vlagatelji se upravičeno sprašujejo, kam usmeriti svoje prihranke v okolju višje inflacije. Zaradi dobro znanih dejavnikov, kot so težave oskrbovalnih verig, energetski šok, preusmeritev potrošnje stran od storitev k trajnim potrošnim dobrinam in izjemen finančni položaj potrošnikov, smo letos priča neravnovesju med povpraševanjem in ponudbo (v korist

ponudbe), ki je privedla do najvišje inflacije v zadnjih 30 letih. Čeprav so centralne banke dolgo časa vztrajale, da gre le za prehodni fenomen, so zdaj vrgle puško v koruzo in priznale, da bo višja inflacija še nekaj časa z nami. Najverjetneje ne na ravneh, ki smo jim priča v zadnjih mesecih (6,8 % v ZDA, 4,9 % na evroobmočju), a napoved o vrnitvi nizke inflacije, kot smo je bili vajeni v letih pred pandemijo, ne pride v poštev.

Slika 39: Inflacija v ZDA v obdobju 1950–2021 (v %)

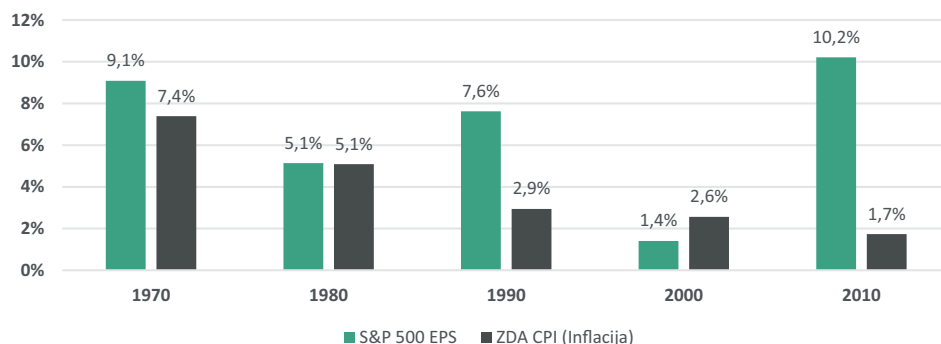


Vir: Bloomberg 2021

Vsi vemo, da so obveznice najbolj občutljiv naložbeni razred za inflacijo, postavlja pa se vprašanje, ali so delnice boljši ščit, torej ali lahko prihodki, dobički in dividende sledijo inflaciji oziroma jo celo presežejo. Zgodovina to potrjuje. Inflacija je v 70. letih v povprečju znašala 7,4 %. Podjetjem je v tem

obdobju uspelo dobičke v povprečju povečati za več kot 9 %. Zanimivo, edino desetletje, ko dobički niso sledili inflaciji, je bilo prvo desetletje tega tisočletja. Verjetno zato, ker smo imeli finančno krizo in so dobički močno upadli.

Slika 40: Rast dobičkov in inflacija v ZDA po desetletjih



Vir: Bloomberg 2021

Delnice so bile v preteklosti dober inflacijski ščit

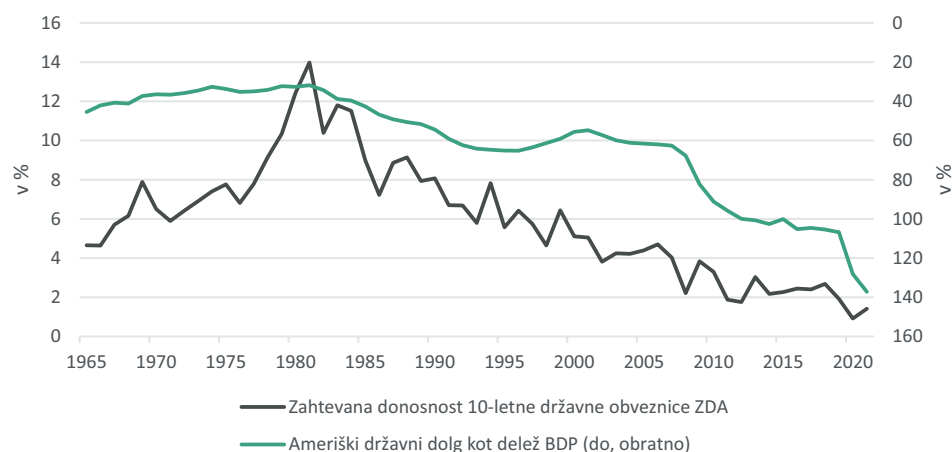
To še ne pomeni, da so tudi donosi delnic presegle inflacijo. V desetletju 1969–1979 so ameriške delnice kljub veliki rasti dobičkov (dobrih 9%) imele povprečen donos le 5,9% na leto. Težava je bila veliko prevrednotenje delnic v tem desetletju. Ameriške delnice so začele desetletje pri 15-kratniku dobička (PE) in ga sklenile pri 7,4 kratniku. Razlog nizkih vrednotenj so bile visoke zahtevane donosnosti državnih obveznic v tem času (konec leta 1979 celo prek 10%). Logično, da vlagatelji niso bili pripravljeni vrednotiti delnic visoko, če pa si imel na voljo naložbo v netvegan instrument z donosom nad 10% za naslednjih 10 let.

Današnja situacija je drugačna kot v 70. letih. Prva stvar je, da obstaja velik dvom, da bo inflacija postala takšna težava kot takrat.

V letu 1979 je bila denimo kar 13,3%. Glede na orodja, ki jih imajo na voljo centralne banke, si je težko predstavljati takšen scenarij. Druga stvar pa je, ali bodo zahtevane donosnosti državnih obveznic sledile inflaciji. Nižji donos delnic v 70. letih je posledica visokih zahtevanih donosnosti obveznic in posledično prevrednotenja delnic. Danes ni videti, da bi zahtevane donosnosti obveznic sledile inflaciji. Da bodo obrestne mere le s težavo sledile, je tudi posledica dejstva, da je danes svet tako zelo zadolžen, da bi višje obrestne mere hitro povzročile recesijo in posledično nižjo inflacijo. Centralne banke bodo zato bolj potrpežljive kot v preteklosti, kar se tiče dvigov obrestnih mer, saj si same želijo višjo inflacijo, da se realno zmanjša ogromen dolg, ki je trenutno v sistemu.

Slika 41: Javni dolg ZDA (delež v BDP) in zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic

V 70. letih preteklega stoletja je bil sektor energije najbolj donosen



Vir: Bloomberg 2021

Na podlagi tega lahko sklenemo, da bi morale biti delnice, če se bomo v prihodnjih letih soočili z višjo inflacijo, dober inflacijski ščit, saj njihovi prihodki in dobički sledijo inflaciji. Odveč je tudi strah zaradi prevrednotenja, saj je majhna verjetnost, da bi obrestne mere v tem ciklu dosegle ravni iz 70. let (prek 10%). Če pa že obstaja strah glede povišanih vrednotenj, imajo vlagatelji možnost naložiti v delnice podjetij zunaj ZDA, kjer ostajajo vrednotenja dokaj ugodna.

Če pogledamo še, kako so se v času višje inflacije odrezali sektorji, je bil v 70. letih daleč najboljši energetski sektor. Glede na naftne šoke iz tistih časov in norega dviga cen nafte je to tudi logično. Danes so naftna podjetja omejena s pravili ESG. Lahko pa da bodo to vlogo odigrala rudarska podjetja, saj se bo zaradi zelenega prehoda izjemno povečalo povpraševanje po surovinah.

Obvezniški trgi

Po koronavirusu inflacija

V začetku leta 2020, ko se je covid-19 že razširil po vsem svetu, ni niti strokovna javnost natančno vedela, za kakšno vrsto virusa gre in kakšne bodo njegove razsežnosti. Zaradi hitre rasti števila okuženih in tudi precejšnje smrtnosti so

vlade začele zasledovati interes ohranjanja zdravja ljudi, ki je presegel gospodarskega. Finančni trgi so se odzvali z zaskrbljenostjo in vrednosti obvezniških kot tudi delniških indeksov so strmo upadle.



Jure Rogač

Slika 42: Donos globalnih obvezniških indeksov v obdobju 1. 1. 2020–30. 11. 2021



Vir: Bloomberg 2021

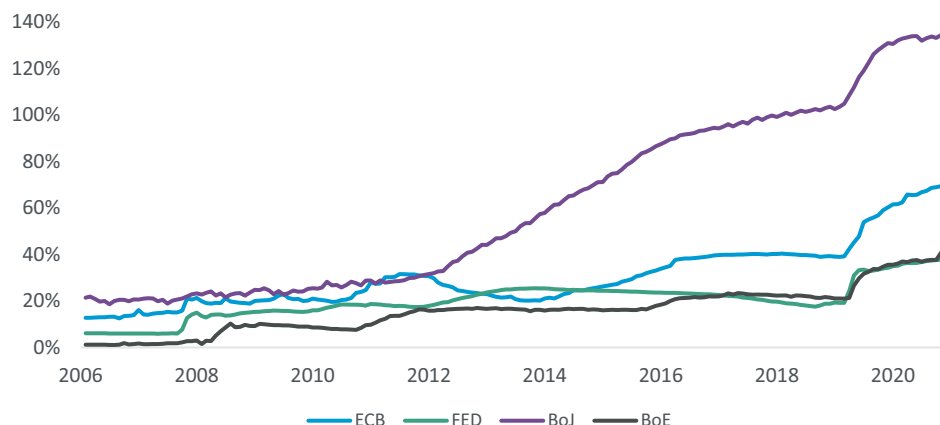
Finančna kriza iz leta 2008 je še vedno v dokaj svežem spominu in tudi nekateri spodbujevalni ukrepi kvantitativnega sproščanja centralnih bank se še niso v celoti končali, ko so bile vlade ponovno primorane vzpostaviti stimulative ukrepe, da bi se gospodarstvo v koronakrizi izognilo recesiji. Centralne banke so znižale obrestne mere in uvedle nove programe odkupov dolžniških vrednostnih papirjev, tako državnih kot tudi podjetniških, s ciljem, da pomirijo finančne trge.

Ameriška centralna banka Fed je do novembra 2021 povečala sredstva v bilanci na 37,5 % BDP v primerjavi z 19,2 % iz

februarja 2020. Nominalno znaša to 8.700 mrd USD (v začetku leta 2020 4.200 mrd USD), saj je mesečno odkupila za 120 mrd USD obveznic. ECB je sledila Fedu in ob obstoječem programu Asset Purchase Programme (APP) vzpostavila dodaten 1.850 mrd EUR težek program odkupa obveznic, poimenovan Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), ter v enakem obdobju kot Fed povečala delež sredstev z 39,2 % na 69,2 % BDP. Trgi so se hitro pomirili in ob razvoju cepiv proti covidu-19 spet začeli rasti. V nasprotju z delniškim trgom, ki je doživel eksplozivno rast in presegel ravni pred pandemijo, so obvezniški trgi ostali na negativni ravni.

Po izbruhu koronavirusa sta FED in ECB skoraj podvojili celotno vrednost svojih bilanc

Slika 43: Vrednost celotne bilance centralnih bank v primerjavi z BDP



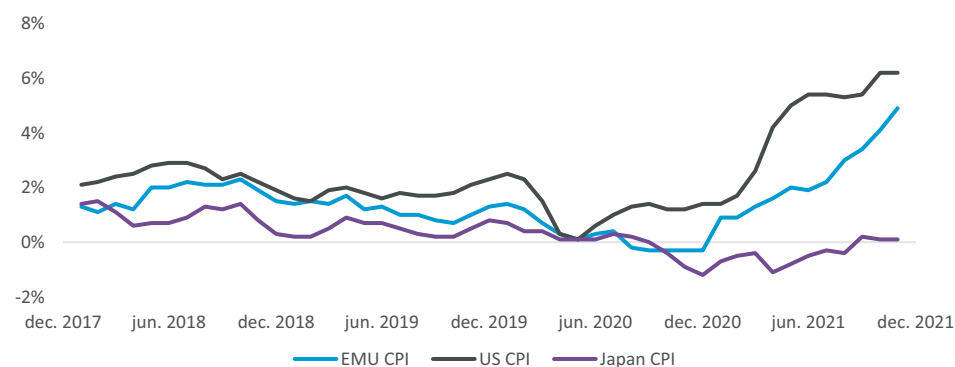
Vir: Bloomberg 2021

V letu 2021, po zadovoljivo visoki ravni precepljenosti prebivalstva proti covidu-19, so vlade sprostile najbolj rigorozne omejevalne ukrepe in gospodarstvo je začelo skokovito povečevati ekonomsko aktivnost. Povečani aktivnosti je sledila tudi inflacija, razloge zanjo lahko najdemo v treh ključnih izhodiščih: (1) inflacija se je v letu 2020 znižala kot posledica zaprtja gospodarstva, kar pomeni nižja izhodišča nasproti okrevanju v letu 2021, (2) v nekaterih sektorjih je proizvodnja ovirana zaradi pomanjkanja surovin ali sestavnih

delov, kot so polprevodniki, ki so eden ključnih elementov v elektronskih napravah, ki jih uporabljamo vsak dan, in tu so še (3) neravnovesja med povpraševanjem in ponudbo, ki dodatno višajo cene. Na primer ob povečanem povpraševanju po trajnih dobrinah so se cene ladijskega prevoza v primerjavi z junijem 2020 zvišale kar za devetkrat. Tudi inflacija v storitvenem sektorju je precej narasla, predvsem kot posledica povpraševanja, ki se vrača v dejavnosti, ki so bile zaradi pandemije najbolj prizadete, kot je na primer turizem.

Zahtevane donosnosti obveznic so se na povišano inflacijo odzvale netipično.

Slika 44: Inflacija na letni ravni

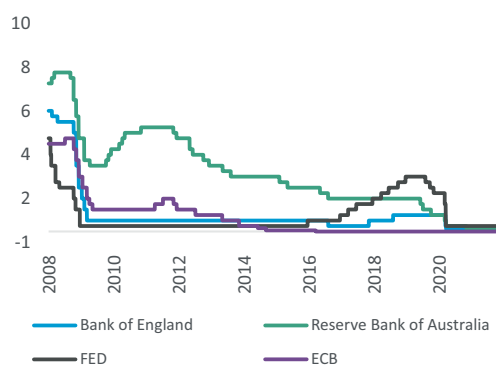


Vir: Bloomberg 2021

V drugi polovici leta 2021 so centralne banke napovedale umik programov odkupa obveznic. Ameriški Fed bo začel odkup zmanjševati decembra 2021 in ga v celoti končal v sredini leta 2022 ali celo prej. Tudi ECB bo po napovedih končala program PEPP v marcu 2022, kot je bilo sprva zastavljeno. Po drugi strani pa nobena od teh centralnih bank ni napovedala dviga ključnih obrestnih mer, kot so to že naredile nekatere države, denimo Norveška, Poljska, Nova Zelandija in Južna Koreja.

Zahtevane donosnosti obveznic so se na povišano inflacijo odzvale netipično, saj je zgodovinsko gledano donos presegal vsaj inflacijo in tako ohranjal kupno moč. Kljub visokim vrednostim inflacije v letu 2021 se zahtevani donosi obveznic niso pretirano povišali, zahtevana donosnost nemških državnih obveznic je še vedno negativna, ameriška zakladna obveznica pa je prav tako na zgodovinsko nizkih ravneh. Presenetljivo je to, da so se zadnji komentarji centralnih bankirjev spremenili in ne govorijo več o prehodni naravi inflacije, ampak o nekoliko vztrajnejši.

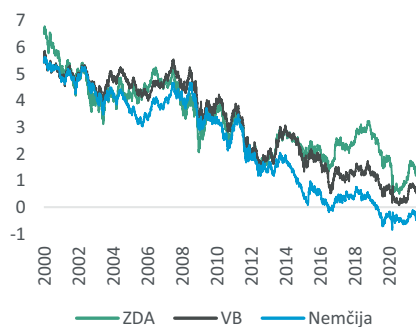
Slika 45:
Ključne obrestne mere centralnih bank (v %)



Vir: Bloomberg 2021

Ko se bo inflacija umirila in bodo centralne banke zmanjšale programe odkupov ter povišale obrestne mere, bi lahko realne obrestne mere⁴ v letu 2022 ponovno narasle. Naraščanje realnih obrestnih mer običajno pomeni, da bodo donosi finančnih trgov, predvsem donosnost obveznic, verjetno nižji, medtem ko je volatilitnost običajno večja. Naraščanje realnih obrestnih mer negativno vpliva tudi na sposobnost držav in gospodinjstev, da servisirajo svoj dolg, zato bodo zelo verjetno centralne banke pozorno spremljale ta razvoj in skrbele za njegovo obvladljivost.

Slika 46:
Zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic (v %)



Vir: Bloomberg 2021

Shermanov kazalnik je mera tveganja obrestne mere in prikazuje donos v primerjavi s trajanjem obveznice.⁵ Z drugimi besedami nam ta kazalnik pokaže, kakšna bi morala biti sprememba obrestne mere, da bi se izrazila v izgubi kapitala v naložbenem portfelju.

Na Sliki 47 lahko na primeru reprezentativnih obvezniških indeksov iz družine Bloomberg Barclays ugotovimo, da je v večini naložbenih razredov Shermanov koeficient pod mejo 1, ki je bila nazadnje dosežena v obdobju pred finančno krizo. V primerjavi z letom 2020 se je koeficient

Ko se bo inflacija umirila in bodo centralne banke znižale programe odkupov ter povišale obrestne mere, bi lahko realne obrestne mere ponovno narasle v letu 2022.

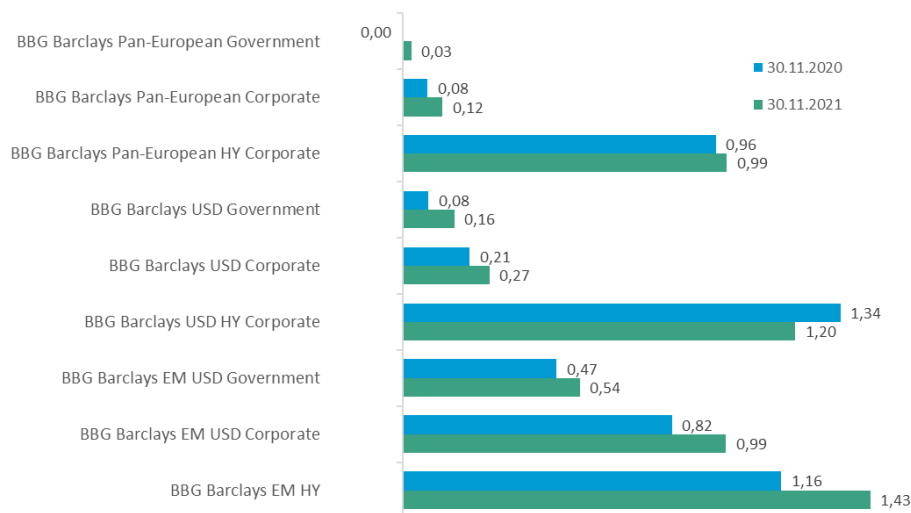
⁴ Nominalna obrestna mera minus inflacija.

⁵ Vrednost kazalnika 1 pomeni, da bi se dvig obrestnih mer za 100 bazičnih točk (1 o. t.) v obdobju enega leta izrazil v negativni donosnosti portfelja.

rahlo zvišal, razen v primeru ameriških podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda, kar je bolj posledica okoliščin v letu 2020. Koeficient opazno izstopa pri evropskih in ameriških podjetniških

obveznicah zunaj naložbenega razreda (high yield – HY) ter podjetniških obveznicah znotraj in zunaj naložbenega razreda iz držav v razvoju (emerging markets – EM).

Slika 47: Shermanov koeficient (na dan 30. 11. 2021)



Vir: Bloomberg 2021, lastni izračun

Gledano v prihodnost, bi lahko sklenili, da bo leto 2022 čas okrevanja in prehoda iz pandemije. Zdi se, da bo ekonomska rast ostala precej močna in da bo prišlo do zaostritev na trgu dela. Rahlo zvišanje obrestnih mer in vztrajajoče, čeprav manj vplivne težave v dobavnih verigah so tveganja, ki bi lahko privedla do nestanovitnosti finančnih trgov, zato jih

morajo centralne banke in vlagatelji skrbno spremljati. Zelo verjetno je, da bo leto 2022 dosti bolj normalno kot prejšnji dve, je pa jasno, da nas ob dolgoročni transformaciji ozaveščenosti v smislu načel ESG, spreminjajoči se demografski sliki in prehodu na nove tehnologije po pandemiji globalno čakajo korenite spremembe.

Zelo verjetno je, da bo leto 2022 dosti bolj normalno kot pretekli leti

ZDA – še vedno nizki donosi

Na razvitih trgih bo fokus v letu 2022 na centralnih bankah in nadaljnjih korakih umikanja programov kvantitativnega sproščanja ter normalizaciji monetarne politike. Nekatere centralne banke so že dvignile obrestne mere, na primer na Norveškem in Novi Zelandiji, pri preostalih državah pa trgi pričakujejo, da bodo tem potezam še sledile. Tako je pričakovati, da bo ameriški Fed prvič dvignil ključne obrestne mere v letu 2022 in ponovno v letu 2023. Posledično bi se morali donosi državnih obveznic zvišati zaradi zagona gospodarske rasti in normalizacije politike.

Po trenutnih pričakovanjih se bo inflacija v ZDA v letu 2022 normalizirala in približala ciljni pri 2 %, ki jo je zastavil Fed. V tem scenariju bo rast nominalnih zahtevanih donosov primarno vodila v rast realnih donosov. Tako ameriške obveznice, vezane na inflacijo, ne bodo več ustvarjale višjih donosov v primerjavi z navadnimi državnimi obveznicami, kot velja za leto 2021.

Leto 2021 so zaznamovala ozka grla na strani ponudbe, ki omejujejo še večjo gospodarsko rast. Predvsem se je zmanjšal obseg prodaje avtomobilov in upočasnila gradnja nepremičnin, kar je posledica pomanjkanja delovne sile ter ključnih vgradnih komponent, ki jih uporabljata omenjena sektorja. Upočasnitve ekonomske aktivnosti teh sektorjev niso

preprečile niti zgodovinsko nizke obrestne mere zadolževanja niti višje vrednostni privarčevanih sredstev gospodinjstev, ki so znatno povečala povpraševanje po trajnih dobrinah in naložbe v nepremičnine. Nekatere študije kažejo, da višje cene teh dobrin, ki so posledica presežnega povpraševanja, ustvarjajo celo učinek zatiranja povpraševanja. Povpraševanje po trajnih dobrinah pa se je presenetljivo dobro ohranilo po sprostitvi omejitev v storitvenem sektorju. Razen na turistično industrijo, je delta različica koronavirusa le rahlo vplivala na povpraševanje po storitvah, pri čemer so kategorije, kot je potrošnja v restavracijah, ponovno blizu trendu pred pandemijo.

Povišanje cen potrošnih dobrin je glavni krivec za rast inflacije, povpraševanje pa še vedno ostaja nadpovprečno veliko. Po drugi strani se posledice kažejo v obliki logističnih, kadrovskih in proizvodnih omejitev. Povpraševanje po delovni sili, ki je ni več na razpolago, vodi v rast plač, ki se je v drugem in tretjem kvartalu leta 2021 v ZDA gibala med 5 in 6 %, kar ni v skladu s ciljno inflacijo 2 %. Problem je tudi rast najemnin, kar se bo bolj pokazalo šele v letu 2022. Pomembno pa je, da hitra rast delovnih mest sledi cilju polne zaposlenosti ameriške centralne banke, tako da bo ta lahko upravičeno začela zmanjševati odkup obveznic.

Zmanjšanje kreditnih razmikov nakazuje na stabilnost gospodarstva in zaupanje vlagateljev.

Slika 48: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice



Vir: Bloomberg 2021

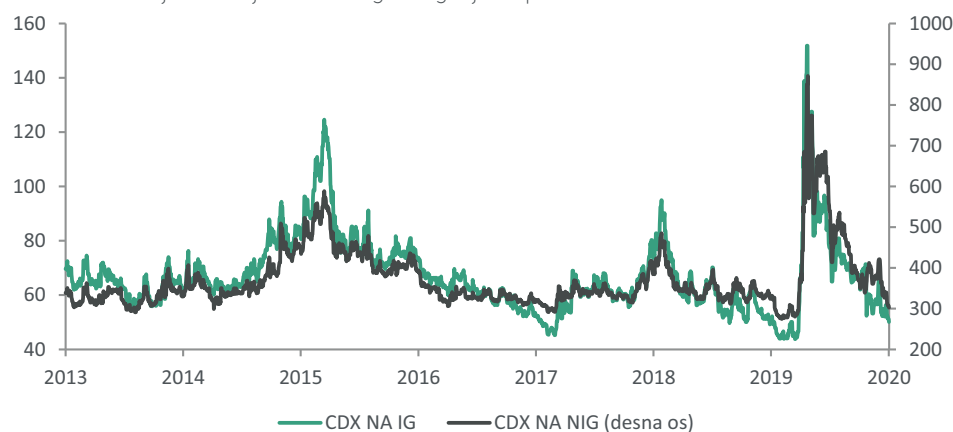
Zahtevana donosnost referenčnih 10-letnih ameriških državnih obveznic se trenutno giblje na ravneh blizu 1,5 %, kar je za 90 bazičnih točk višje od najnižje vrednosti po izbruhu pandemije marca 2020. Po okrepanju gospodarstva in povečanju zaupanja vlagateljev v spodbude centralne banke so se torej zahtevani donosi povišali, vendar še niso dosegli vrednosti pred pandemijo.

Po povečanju kreditnih razmikov⁶ podjetniških obveznic ob izbruhu pandemije v marcu 2020, ko finančni trgi še niso znali oceniti posledic pandemije za gospo-

darstvo, so se ti razmiki v drugi polovici leta 2020 pomembno zmanjšali in še vedno nihajo na zmernih ravneh, kar nakazuje na stabilnost gospodarstva in zaupanje vlagateljev.

Slika 49 prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS) na primeru ameriških družb. Primerjalni indeks Markit CDX NA IG kaže gibanje CDS na primeru 125 ameriških družb znotraj naložbenega razreda, Markit CDX NA HY pa gibanje CDS 100 ameriških družb zunaj naložbenega razreda.

Slika 49: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2021

Opazna je močna korelacija med tema naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih nekaj letih v povprečju znaša 0,81). Razmik med obveznicami

znotraj in zunaj naložbenega razreda na dan 30. 11. 2021 znaša 270 bazičnih točk, kar je 28 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih osmih let.

Fed začelja postopoma odpravljati ekspanzivne ukrepe monetarne politike

Preglednica 8: Predvidene zahtevane donosnosti državnih obveznic (ZDA in Kanada) (v %)

Država	Ročnost	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24
ZDA	10-letna	1,64	1,73	1,82	1,9	1,99	2,08	2,16	2,24	2,31	2,47
	2-letna	0,44	0,57	0,67	0,79	0,92	1,07	1,18	1,29	1,38	1,53
Kanada	10-letna	1,65	1,71	1,8	1,88	1,95	2,09	2,1	2,13	2,16	2,38
	2-letna	0,91	1,03	1,19	1,31	1,42	1,51	1,6	1,63	1,65	1,8

Vir: Bloomberg 2021

⁶ CDS (Credit Default Swap) je izvedeni finančni instrument ali pogodba, ki vlagatelju omogoča, da kreditno tveganje prenese na drugega vlagatelja. Ob povečanju verjetnosti neplačila (default) cena instrumenta naraste in obratno.

V letu 2022 pričakujemo dokaj veliko realno rast BDP, ki bi jo v zadnji fazi okrevanja po pandemiji lahko zavrla predvsem pomanjkanje delovne sile v storitveni dejavnosti in nenehne težave v dobavnih verigah. Inflacija naj bi se v letu 2022 po visokih ravneh v letu 2021 umirila, vendar obstaja tveganje ponovnih višjih vrednosti. Pretresi v globalnih dobavnih verigah bi lahko v bližji prihodnosti povzročili višje cene blaga. Fed začne postopoma odpravljati ekspanzivne ukrepe monetarne politike. Prvi ukrep je zmanjšanje odkupa obveznic, ki naj bi se končal že pred koncem prve polovice leta 2022. Visoka, vendar upadajoča osnovna inflacija in močan napredek v smeri polne zaposlenosti v letu 2022 bosta po vsej verjetnosti prinesla

zvišanje obrestne mere do konca leta. Na političnem parketu je možno pričakovati, da bo infrastrukturni sveženj Bidnove administracije podpiral rast v letu 2022. Lahko pa bi prišlo tudi do določenih političnih uporov, predvsem če demokrati izgubijo volitve naslednje leto.

Predvsem zaradi pričakovanja umiritve inflacije smo bolj naklonjeni navadnim državnim obveznicam kot obveznicam, vezanih na inflacijo. Med podjetniškimi obveznicami smo bolj naklonjeni izdajam znotraj naložbenega razreda in skrbno izbranim izdajateljem v zgornjem razredu zunaj naložbenega razreda. Z vidika ročnosti smo bolj naklonjeni obdobju med 5 in 10 let.

Preglednica 9: Ključna priporočila za ZDA

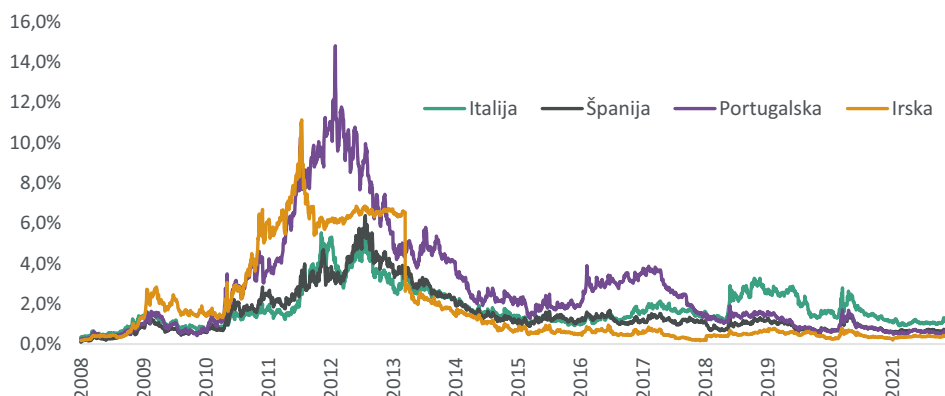
Kategorija	Referenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
IG	>	HY
Finančni sektor	<	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let/10–30 let (ročnost)	<	5–10 let (ročnost)

Evropa – inflacija še vztraja

Inflacijska pričakovanja na območju z evrom so še vedno pod ciljnim vrednostmi ECB, zato bo ta ohranila bolj stimulatívno politiko kot Fed. Omenjeno okolje je ugodno za investicije v državne obveznice, ki so vezane na inflacijo (inflation linked bonds – ILB) in imajo nekaj potenciala doseči višji donos kot

navadne državne obveznice. Na evrskem območju fiskalna podpora ECB in Evropske unije še naprej pomaga perifernim državam, zato bi se lahko razmiki državnih obveznic, kot na primer BTP (Italija)/Bund (Nemčija), še dodatno zožili, če bo fiskalna unija na evrskem območju napredovala.

Slika 50: Razmiki v donosnosti v primerjavi z nemško 10-letno obveznico



Vir: Bloomberg 2021, lastni izračun

V evroobmočju fiskalna podpora ECB in Evropske unije še naprej pomaga perifernim državam

Slika 50 prikazuje razmike v donosnosti izbranih 10-letnih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Med trenutno večjimi razmiki prednjači Italija s 132 bazičnimi točkami, ki ji sledita Španija s 75 in Portugalska z 68 bazičnimi točkami. Razvidno je tudi, da vpliv covida-19 ni povzročil tako velikih razmikov, kot jih je povzročila finančna kriza leta 2008, kar lahko pripišemo predvsem fiskalnim in monetarnim ukrepom evropskih

vlad in centralne banke. Gledano povprečno v zadnjih dveh letih znašajo razmiki 136 bazičnih točk za Italijo, 76 za Španijo in 74 bazičnih točk za Portugalsko ter se gibljejo pri podobnih vrednostih, kot so trenutne. Razmik donosnosti grške 10-letne obveznice, ki ni prikazana v grafu, posebej izstopa s trenutno vrednostjo 159 bazičnih točk, ki konec koncev ni tako izrazita, kot je bila v začetku leta 2012, ko je znašala 319 bazičnih točk.

Slika 51: Zahtevana donosnost 10-letne nemške državne obveznice (v %)



Vir: Bloomberg 2021

Inflacija, ki nažira realno vrednost denarja in zmanjšuje kupno moč, je ob nizkih nominalnih obrestnih merah nezaželen med investitorji kot tudi preostalimi gospodarskimi akterji. Napovedi kažejo, da

se bo inflacija na območju z evrom v letu 2022 okrepila do okrog 3 %, vendar se bo že v letu 2023 umirila na okrog 1,5 %. Višje cene energentov in ozka grla v dobavi sta dva ključna dejavnika, ki bosta upočasnila rast

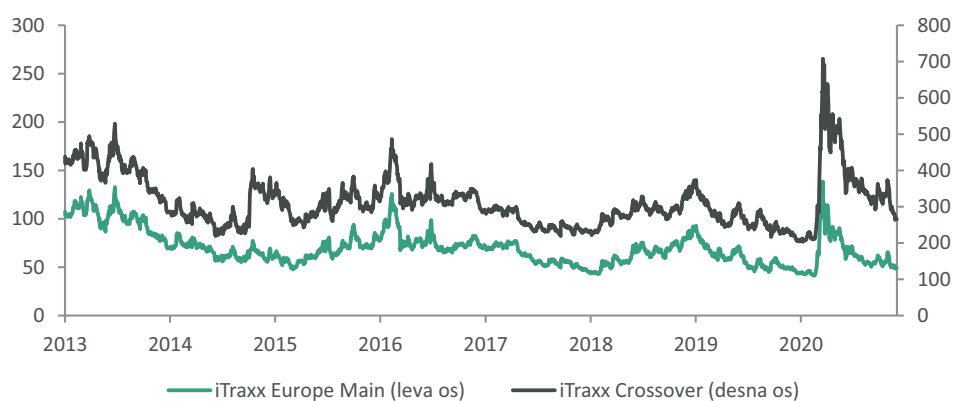
BDP od njenega maksimalnega potenciala. Povišanje cen energije ob koncu leta 2021, predvsem nafte in zemeljskega plina, bo po vsej verjetnosti še dodatno pritiskalo na inflacijo, ki bi lahko ob koncu leta dosegla rekordne ravni, gledano v primerjavi z letom 2020.

Po različici delta virusa SARS-CoV-2, ki se je pojavila maja 2021 in se po večini držav sveta razširila do tretjega četrtletja istega

leta, je število okuženih spet upadlo, predvsem po zaslugi uspešnega delovanja cepiv. Kot se je izkazalo, je tveganje ponovnega upada gospodarstva zelo majhno. V novembru 2021 se je pojavila nova različica omikron, ki so jo finančni trgi in tudi vlade sprejeli precej previdno, saj je verjetnost okužbe pri njej trikrat večja kot pri različici delta ali beta, vendar se je po prvih nepotrjenih ocenah izkazalo, da povzroča zgolj mile simptome.

Evropska komisija razmišlja o uvedbi zelenega zlatega pravila, ki bi izključevalo javne izdatke, namenjene za varstvo podnebja, iz izračuna javnega dolga

Slika 52: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2021

Po okrevanju gospodarstva bo strategija umikanja obsežnih fiskalnih spodbud, ki so bile vzpostavljene v obdobju pandemije, ključnega pomena za zagotovitev vzdržnih javnih financ. Evropska komisija razmišlja o uvedbi pravila za vse države članice, da bi javni deficit omejili pod 3 % in javni dolg pod 60 % BDP, obenem pa vzpostavili zeleno zlato pravilo. To pravilo bi neto javne izdatke, namenjene za varstvo podnebja, izključilo iz izračuna javnega deficita in dolga.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main prikazuje gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V obdobju po dolžniški krizi se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic

gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih šestih letih v povprečju znaša 0,89). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 230 bazičnih točk, kar je skoraj identično zgodovinskemu povprečju zadnjih osmih let, ki znaša 229 bazičnih točk. Ob širjenju pandemije v Evropi so bile obveznice zunaj naložbenega razreda podvržene nadpovprečni nihajnosti na trgih, razmiki pa so presegli 700 bazičnih točk. V drugi polovici pandemičnega leta 2020 so se razmiki pomembno zmanjšali in se krčili vse do septembra 2021, ko se je trend rahlo obrnil navzgor, kar bi lahko pripisali ponovnem povečevanju števila okuženih in novi različici virusa omikron, katere posledice še niso povsem znane.

Preglednica 10: Predvidene zahtevane donosnosti državnih obveznic (Evropa) (v %)

Država	Ročnost	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24
Nemčija	10-letna	-0,18	-0,08	-0,01	0,06	0,07	0,21	0,27	0,44	0,41	0,52
	2-letna	-0,66	-0,63	-0,61	-0,58	-0,57	-0,51	-0,44	-0,33	-0,3	-0,35
Francija	10-letna	0,17	0,24	0,29	0,34	0,33	0,38	0,4	0,77	0,73	0,87
	2-letna	-0,62	-0,57	-0,5	-0,47	-0,57	-0,55	-0,52	-0,3	-0,25	-0,2
Italija	10-letna	0,96	1,06	1,12	1,15	1,13	1,16	1,24	1,76	1,63	1,93
	2-letna	-0,37	-0,28	-0,2	-0,17	-0,27	-0,25	-0,22	0,05	0,1	0,15
Španija	10-letna	0,47	0,56	0,68	0,75	0,79	0,89	0,98	1,36	1,43	1,5
	2-letna	-0,53	-0,47	-0,4	-0,36	-0,41	-0,38	-0,34	-0,19	-0,15	-0,1

Vir: Bloomberg 2021

Vztrajno visoka inflacija in ohlapnejša fiskalna politika bi lahko privedli do višjih osnovnih obrestnih mer v naslednjem letu.

Kot kaže, je cepljenje uspešno zajezilo zdravstveno krizo na območju z evrom. Gospodarstvo se je odprlo in dosega hitro rast, vendar še naprej zaostaja za razvojem v ZDA. Težave v dobavnih verigah omejujejo industrijsko proizvodnjo, za katero se pričakuje, da se bo povečala, ko se bodo razrešile dobavne težave. Za zdaj pa te povzročajo močne dvige cen, ki odsevajo tako v celotni kot v osnovni inflaciji. Vztrajno visoka inflacija in ohlapnejša fiskalna politika bi lahko privedli do višjih osnovnih obrestnih mer v prihodnjem letu. Kar se tiče političnega dogajanja, bi lahko oblikovanje levosredinske vlade v Nemčiji podprlo Evropski sklad za oživitev gospodarstva kot stalen fiskalni mehanizem. Torej obstaja

možnost stvarnega napredka v evropski integraciji naslednje leto.

Ob nizkih donosih smo naklonjeni državnim obveznicam perifernih držav evroobmočja, ki imajo močno podporo EU in ECB. Nekaj višje donose je možno najti v kategoriji podjetniških obveznic, predvsem zunaj naložbenega razreda. V tem segmentu priporočamo previdnost pri izbiri naložbe, saj bi morebitno povišanje obrestnih mer pomenilo pritisk na finančne izdatke podjetij, obenem pa bodo vlade po vsej verjetnosti umaknile gospodarske spodbude, ki so jih bila podjetja deležna med pandemijo. Z vidika ročnosti smo bolj naklonjeni obdobju med 5 in 10 let.

Preglednica 11: Ključna priporočila za Evropo

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

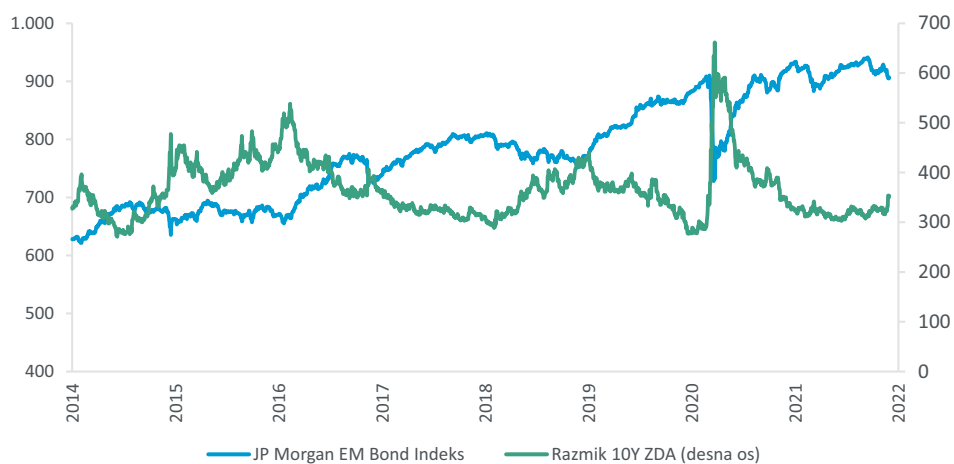
Trgi v razvoju – ostajamo selektivni

Obeti za razmike za trge v razvoju v primerjavi z 10-letno ameriško obveznico ostajajo zahtevni. Zelo verjetno je, da bo makrookolje manj ugodno in bo vključevalo povečana tveganja, zato se bo nadaljeval pritisk na zahtevane donose. Ponovna zaskrbljenost zaradi pandemije po pojavu različice omikron in krepitev inflacijskih pritiskov bosta še naprej motili trge v razvoju kot tudi razvite trge. Glede na opisano gospodarsko okolje se bo po vsej verjetnosti ameriški dolar še naprej krepil do konca leta 2021 in prvih nekaj mesecev v letu 2022. Realne obrestne mere bi se lahko začele višati in nihanje obrestnih mer se bo še naprej povečevalo. Med drugim ostaja negotovost glede upočasnitve gospodarske aktivnosti Kitajske. Ta sklop okoliščin

je običajno nevaren za razmike na trgih v razvoju, zato ne pričakujemo, da bo ta segment ustvarjal močne pozitivne donose, vsaj ne v začetku prihodnjega leta.

Iz Slike 53 lahko razberemo, da se je indeks državnih obveznic trgov v razvoju po upadu ob izbruhu pandemije pobral in že presegel raven pred pandemijo. Reprezentativni indeks JP Morgan EM Bond je v tem obdobju pridobil 24,5 % od dna in trenutno znaša 906 točk. Razmik nasproti ameriškim obveznicam trenutno znaša 350 bazičnih točk, kar je 27 točk več kot ob začetku leta, in se je približal povprečni ravni 365 bazičnih točk v opazovanem obdobju. Ob globalnem okrevanju gospodarstva lahko pričakujemo, da se bodo razmiki postopoma zmanjšali.

Slika 53: Gibanje indeksa obveznic držav v razvoju in razmika glede na 10-letno obveznico ZDA



Vir: Bloomberg 2021

Realne obrestne mere bi se lahko začele višati in nihanje obrestnih mer se bo še naprej povečevalo

Izbor pravih naložb bo še vedno ostal pomemben, saj se bo razlika med donosnostjo verjetno nadaljevala še v letu 2022. Na donosnost naložb bo nedvomno vplivala politična negotovost zaradi volitev v naslednjem letu v nekaterih državah Južne Amerike (Brazilija, Kolumbija in Kostarika). V slabšem položaju bodo ob predvidenih dvigih obrestnih mer tudi nekatere države, ki potrebujejo fiskalne prilagoditve, na

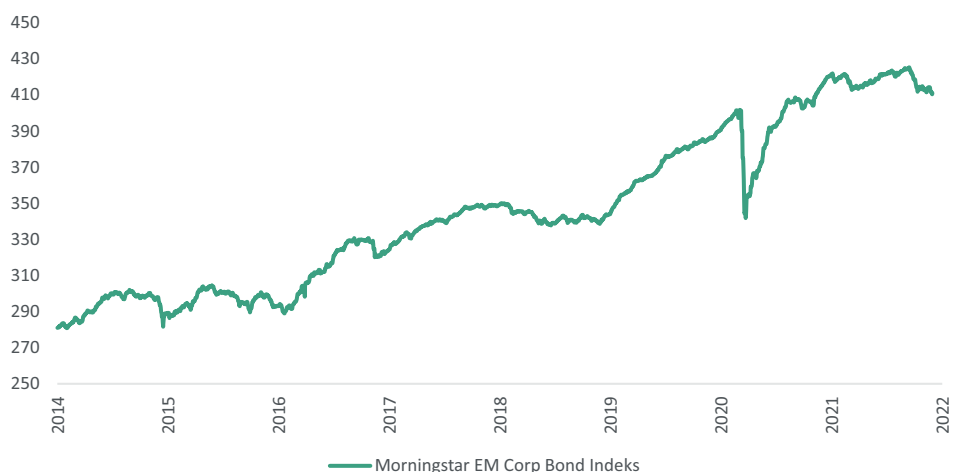
primer Brazilija, afriške države in Kostarika, pri katerih je še dodaten vpliv zahtevnega makroekonomskega okolja. Med državami so znotraj naložbenega razreda atraktivne naložbe v Mehiko, Panamo in Katar. V segmentu zunaj naložbenega razreda (High Yield) je še vedno zanimiva Argentina, ki ponuja privlačen donos glede na tveganje. Manj smo naklonjeni turškim državnim in bančnim obveznicam ter Kitajski.

Kitajski nepremičninarji imajo precej velik vpliv na donosnost indeksov trgov v razvoju. Izid kitajske nepremičninske krize bo tako vplival na skupno uspešnost podjetij na trgih v razvoju, skupne donose, obsežnost stečajev in padlih angelov.⁷ Ukrepi vlade, ki podpirajo ta sektor, lahko omogočijo, da podjetja znotraj sektorja ostanejo dovolj likvidna tudi ob upadu prodaje stanovanj. Čeprav ni pričakovati pomembnih sprememb v politiki kitajske vlade pod vodenjem Ši Džinpinga, so rahle sprostitev hipotekarnih kriterijev in ukrepov treh rdečih črt podjetjem in celotnemu sektorju dale nekaj časa za prilagoditev. Kreditni

razmiki nepremičninskega sektorja kot celote so dosegli dno in zato ponujajo izjemen donos. Kar velik del sektorja še vedno trguje po nizkih, stresnih cenah, ki so nižje od samega tveganja neplačila, zato so analitiki mnenja, da je možno izbrati naložbe, ki bodo preživele in ustvarile izjemen donos.

Omenjene težave kitajskih nepremičninarjev so se odrazile tudi v reprezentativnem indeksu Morningstar EM Corporate Bond, ki ga sestavljajo podjetniške obveznice iz držav v razvoju (EM), saj je v zadnjem letu izgubil 1%.

Slika 54: Gibanje indeksa podjetniških obveznic v razvoju



Vir: Bloomberg 2021

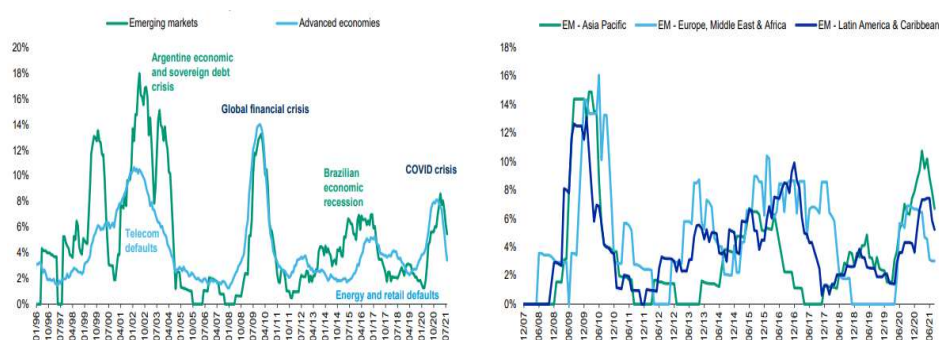
Bonitetna agencija Moody's v svoji študiji ocenjuje, da je bila v mnogih državah v razvoju rast gospodarstva počasnejša, breme državnega in gospodarskega dolga pa se je povečalo že pred pandemijo covid-19, kar je omejilo sposobnost za blaženje šoka pandemije. Stopnja neplačil podjetij se je na vseh trgih v razvoju v letu 2020 zvišala in dosegla vrhunec v prvem četrtletju 2021.

Ker se postopno okrevanje gospodarske aktivnosti nadaljuje, pri Moody's pričakujejo, da se bo stopnja neplačil na trgih v razvoju znižala. Kljub temu se napovedi lahko spremenijo na slabše kot posledica naraščanja števila okužb z virusom, zaostajanja pri precepljenosti prebivalstva, nihanja na svetovnih gospodarskih trgih in specifičnih tveganj v posameznih državah.

Izid kitajske nepremičninske krize bo vplival na skupno uspešnost EM podjetij, skupne donose, magnitudo stečajev in padlih angelov.

⁷ Izraz se uporablja za obveznice, ki so imele ob izdaji bonitetno oceno znotraj naložbenega razreda, ampak so zaradi poslabšanja finančne kondicije izdajatelja padle v segment zunaj naložbenega razreda.

Slika 55: 12-mesečna povprečna stopnja neplačila (default rate) podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda



Vir: Moody's 2021

Pričakuje se upočasnitev izdaj obveznic na trgih v razvoju, tako v državnem kot podjetniškem razredu. Po ponovni oživitvi gospodarske rasti se bo ponudba državnih obveznic vrnila na bolj normalno raven. Pozitiven pritisk ponudbe v Aziji je v nasprotju s spreminjajočo se dinamiko. Na bližnjem vohodu naj bi države povečale izdaje in tako bile neto plačnik v višini okrog 9 mrd USD. Ravno nasprotno se ocenjuje za Azijo, katere dinamika predvideva zmanjševanje izdaj. Neto izdaja obveznic držav zunaj naložbenega razreda je v letu 2022 ocenjena na okrog ničle. V segmentu podjetniških obveznic je ocena izdaj v višini 460 mrd USD v stabilnih valutah. Rekordna izdaja obveznic v državah CEEMEA (Srednja in Vzhodna Evropa, Bližnji vzhod in Afrika) od začetka leta 2021 je bila posledica

enkratnih dogodkov, zato so pričakovanja, da se bo izdaja obveznic v tej regiji prihodnje leto zmanjšala za 12 %. Izdaje v Aziji se bodo verjetno zmanjšale za 8 %, v Latinski Ameriki pa bodo ostale na enakih ravneh. Kar se tiče načel ESG, se bo ob vedno večji podpori ta trend nadaljeval in bo pomenil 25 % celotne izdaje državnih in podjetniških obveznic trgov v razvoju.

V večini držav v razvoju se bo zadolženost v naslednjih nekaj letih zmanjšala. Bruto državni dolg v razmerju do BDP naj bi se zmanjšal kot posledica kombinacije dejavnikov, kot so ponovne višje stopnje rasti BDP in zmanjšanje izrednih izdatkov, ki so bili namenjeni za odziv na pandemijo covid-19.

Preglednica 12: Predvidene zahtevane donosnosti državnih obveznic (trgi v razvoju) (v %)

Država	Rate	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24
Kitajska	10-letna	2,93	2,90	2,93	2,95	2,98	3,02	3,03	2,93	2,95	2,81
	2-letna	2,45	2,43	2,38	2,36	2,38	2,35	2,35	2,35	2,34	2,08
Mehika	10-letna	7,3	7,51	7,61	7,71	7,89	7,95	7,95	7,95	7,95	7,95
	2-letna	6,25	6,45	6,45	6,45	6,65	6,65	6,65	6,65	6,65	6,65
Južna Afrika	10-letna	9,01	8,96	8,98	8,98	9,55	9,26	9	9,01	9,54	8,89
	2-letna	5,13	5,45	5,63	5,9	5,88	5,9	5,91	5,96	6	6,06
Šrilanka	10-letna	10,6	10,82	11,13	11,28	11,32	11,56	11,55	11,58	11,45	11,29
	2-letna	7,93	8,11	8,37	8,54	8,6	8,85	8,87	8,92	8,87	8,8
Tajvan	10-letna	0,52	0,58	0,59	0,65	0,65	0,69	0,76	0,83	0,91	
	2-letna	0,25	0,25	0,25	0,28	0,3	0,38	0,45	0,48	0,5	
Tajska	10-letna	1,93	1,93	1,95	2,03	2,2	2,15	2,2	2,2	2,2	2,2
	2-letna	0,64	0,65	0,68	0,75	0,88	1	1,1	1,2	1,3	1,4

Vir: Bloomberg 2021

Pričakuje se upočasnitev izdaj obveznic na trgih v razvoju, tako v državnem kot podjetniškem razredu

Ocenjujemo, da bodo okoliščine za obveznice trgov v razvoju, izdane v stabilnih valutah, manj podporne, saj se zunanja bilanca držav po vsej verjetnosti ne bo dosti izboljšala, ker so številne države v razvoju znatno povečale javnofinančno porabo zaradi pandemije covid-19, kar je vodilo v večji javni dolg. Večje potrebe po refinanciranju bodo verjetno povzročile pritisk na obrestne mere, ker bo trg zahteval višjo premijo za tveganje. Poleg tega bodo izdaje v stabilnih valutah (na primer USD)

postale bolj zahtevne, saj je Fed napovedal zmanjševanje odkupa obveznic, povečuje se tudi verjetnost dviga obrestnih mer v Ameriki. Na splošno se trenutni razponi ne zdijo dovolj privlačni, da bi vlagateljem nadomestili povečano nihajnost obrestnih mer, zato se je premija za tveganje zvišala.

V letu 2022 smo naklonjeni izdajam državnih obveznic v stabilnih valutah in podjetniškim obveznicam znotraj naložbenega razreda srednje ročnosti.

Preglednica 13: Ključna priporočila za trge v razvoju

Kategorija	Preferenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	<	Državne obveznice
IG	>	HY
Finančni sektor	<	Nefinančni sektorji
0–5 let /10–30 let (ročnost)	<	5–10 let (ročnost)

Priporočila

- Za leto 2022 pričakujemo nadaljevanje gospodarskega okrevanja z rastjo, ki bo glede na zgodovino nadpovprečna, četudi manjša od rasti, dosežene v letu 2021. Analitiki pričakujejo rast v višini 4,4 % v letu 2022 in 3,5 % v letu 2023. Oboje je višje, kot pa je bila rast pred pandemijo (2019: 3 %).
- Pandemija je v letu 2021 povzročila največ težav na strani oskrbovalnih verig, kar je poleg preusmeritve potrošnje stran od storitev k trajnim potrošnim dobrinam povzročilo povišano inflacijo, ki je v ZDA preseгла 6 %, v Evropi pa se je približala 5 %.
- Inflacija se bo skozi leto 2022 umirila, strukturno pa bo ostala na višjih ravneh kot pred pandemijo. Centralne banke na čelu s Fedom bodo začele normalizirati monetarno politiko, kar bo pomenilo določeno zavoro apetitu po tveganjih.
- Še vedno nadpovprečna gospodarska rast, solidna rast dobičkov in še vedno nizke/negativne obrestne mere še naprej ustvarjajo pozitivno okolje za delnice, ki ostajajo najbolj privlačen naložbeni razred.
- Bodo pa donosi delnic v letu 2022 mnogo nižji kot v letu 2021, ob povečani nihajnosti. Medtem ko v letu 2021 nismo imeli popravka, večjega od 10 %, obstaja le majhna verjetnost, da bo tudi leto 2022 podobno umirjeno.
- Znotraj delnic je slika za leto 2022 bolj negotova kot ob prehodu v letu 2021. Če bo inflacija vztrajala na višjih ravneh in bodo centralne banke začele zmanjševati podporo finančnim trgov, bi lahko videli nadaljnji dvig zahtevanih donosnosti državnih obveznic, kar bi pozitivno vplivalo na value segment delniških trgov, ciklične sektorje in trge zunaj ZDA, kjer so vrednotenja mnogo bolj privlačna.
- Določeni segmenti delniškega trga (pa tudi digitalne naložbe) so izgubili stik s temelji, kar pa težko rečemo za celoten delniški trg. Sprememba monetarne politike bi lahko bila katalizator za umiritev teh segmentov.
- Obveznicam nismo naklonjeni, saj zahtevane donosnosti ostajajo na zgodovinsko nizkih ravneh. Okolje, kjer pričakujemo preobrat monetarne politike in možnost, da inflacija ostane na višjih ravneh kot pred pandemijo, ni najbolj naklonjeno obvezniškim naložbam.
- Ob nizkih donosih smo bolj naklonjeni državnim obveznicam perifernih držav evroobmočja, ki imajo močno podporo EU in ECB. Nekaj višje donose je možno najti v kategoriji podjetniških obveznic predvsem zunaj naložbenega razreda. V tem segmentu priporočamo previdnost pri izbiri naložbe, saj bi morebitno povišanje obrestnih mer pomenilo pritisk na finančne izdatke podjetij, obenem pa bodo vlade po vsej verjetnosti umaknile gospodarske spodbude, ki so jih podjetja bila deležna med pandemijo.
- Seznam tveganj je letos daljši kot pred letom dni. Inflacija vztraja na visokih ravneh in pritisk na centralne banke, da končajo izredno podporo finančnim trgov, se stopnjuje. Tudi izredna pomoč vlad v obliki fiskalnih spodbud bo manjša, res pa je, da gospodarstvo izrednih ukrepov niti ne potrebuje več. Covid-19 ostaja z nami, čeprav bo njegov vpliv manjši kot v letih 2020 in 2021. Tudi smer kitajskega gospodarstva je negotova.

Delnice ostajajo prava izbira tudi v letu 2022

Seznam tveganj je daljši kot na začetku leta 2021



Damjan Kovačič

Zeleno, ki te ljubim zeleno ali kaotični prehod v nizkoogljično družbo

Moderne civilizacije, v kateri živimo, si ne moremo zamišljati brez uporabe fosilnih goriv, ki so omogočila prehod iz nizko produktivne kmetijske v industrijsko družbo na podlagi prelomnih odkritij parnega stroja, motorja z notranjim izgorevanjem in elektrifikacije družbe. Danes si težko predstavljamo, kako bi bilo videti naše vsakdanje življenje, če se človeštvo ne bi naučilo izrabljati čudežne energije premoga in nafte, ki sta s svojo visoko energijsko gostoto v preteklih dveh stoletjih odločilno prispevala k največjemu družbenemu in gospodarskemu civilizacijskemu preskoku v zgodovini.

Epohalni prehod na fosilna goriva je v kombinaciji z uporabo električne energije revolucionarno spremenil podobo sveta na vseh področjih človeškega udejstvovanja: v kmetijstvu, industriji, transportu, orožju, komunikaciji, urbanizaciji, kakovosti življenja in okolju. Seveda se rast in napredek družbe v prvi polovici preteklega stoletja nista ustavila, vendar pa se kljub nadaljnjemu izjemnemu tehnološkemu napredku, osvajanju vesolja, razvoju interneta, digitalizaciji družbe in napredku na področju medicine nič ne more primerjati z revolucionarnim odkritjem obilja poceni in »neomejene« energije fosilnih goriv. Na planetu Zemlja tako danes živi sedemkrat več prebivalcev kot pred 200 leti, pred dobo fosilnih goriv.

Vedno znova sem presenečen, kako malo ljudi dejansko prepozna skokovit napredek na področju globalnega življenjskega standarda in kako zelo malo ljudi pričakuje, da se bodo stvari spremenile na bolje. Vsakdo ima pravico do svojega mnenja, vendar pa številke in dejstva brez

sence dvoma kažejo, da živimo v svetu, ki še nikoli ni bil tako miroljuben in gospodarsko napreden z relativno najbolj zdravimi prebivalci. Kako naj si sicer razlagamo, da se je življenjska doba v svetu od leta 1950 podaljšala s 47 na 72 let, da se je umrljivost otrok do petega leta starosti znižala z 22 na manj kot 4 %, da je delež svetovne populacije, ki živi v ekstremni revščini – to je z manj kot 1,9 USD na dan – v zadnjih 20 letih strmoglavil z več kot 30 na pod 10 %, da je svetovni BDP dosegal eksponentne stopnje rasti in se v 100 letih povečal za 30-krat ter da je na splošno vse več ljudi na svetu bolj izobraženih, bolj zdravih in bogatejših kot kadarkoli v zgodovini?

Kljub temu da obstaja veliko racionalnih razlogov za konstruktivni optimizem in nadaljevanje napredka na vseh področjih, je večina ljudi prepričana, da se stvari v svetu spreminjajo na slabše, in posebej v razvitem svetu samo dobra tretjina ljudi v resnici pričakuje izboljšanje življenjskih razmer v prihodnosti.

Ali je človek kriv za podnebne spremembe?

O srednje vprašanje kaotične zelene tranzicije v nizkoogljično družbo je seveda, ali smo ljudje s svojo dejavnostjo krivi za dvig koncentracije ogljikovega dioksida (CO₂) in drugih toplogrednih plinov ter s tem za podnebne spremembe. Koncentracija CO₂ v ozračju se je od predindustrijske dobe med letoma 1850 in 1900, ko je znašala 280 delcev na milijon (ppm), dvignila za 40 % na prek 400 ppm. Če k temu prištejemo še veliko bolj reaktiven metan in druge toplogredne pline, pa že na več kot 500 ppm. Marsikomu se na prvi pogled povprečni dvig temperature za dobro stopinjo Celzija v primerjavi s predindustrijsko dobo ne zdi veliko, vendar pa je težava v tem, da se je krivulja temperaturne porazdelitve pomaknila na desno, kar povzroča vedno višje ekstremne temperature in vremenske pojave, ki ogrožajo stabilnost planetarnega podnebja in ekosistema. Prav tako se hitrost naraščanja temperature zraka na površju pospešeno povečuje, in sicer od 0,007 stopinje Celzija letno med 1900 do 1960 do 0,015 stopinje letno v zadnjih 60 letih. Od leta 2000 se je hitrost zviševanja temperature morda povečala celo na 0,025 stopinje letno. Posebej skrb zbujajoč je dvig temperature na arktičnem območju, ki se je v zadnjih 30 letih segrelo za 0,81 stopinje na desetletje, kar je trikrat več od globalnega povprečja oziroma za več kot tri stopinje nad predindustrijsko dobo. Posledica prehitrega segrevanja ozračja je taljenje ledu na severnem polu, ki pred našimi očmi v realnem času izginja mnogo hitreje, kot so to pred nekaj desetletji napovedovali najbolj črnogledi podnebni znanstveniki. Arktični led izginja s hitrostjo 13 % na desetletje, v zadnjih 30 letih pa se je prostornina najstarejšega in najdebelejšega ledu skrčila

za neverjetnih 95 %. Če se bo taka rast povprečnih temperatur nadaljevala, bi lahko poletni oziroma večni arktični led dokončno izginil že do sredine stoletja, kar bi imelo uničujoče posledice za podnebje in ekosisteme. Povprečna gladina morja bi se namreč po klimatskih modelih Climate Crisis Advisory Group v tem primeru dvignila kar za sedem metrov in pol. Segrevanje ozračja ter taljenje ledu v arktičnem krogu in permafrosta v tundri sproščata v zrak ogromne količine metana, ujetega v ledu, permafrostu in oceanih, kar po principu povratne zanke povzroča dodatno segrevanje ozračja in premikanje polarnega vrtinca. Polarni vrtinec je veliko območje hladnega vrtljivega zraka, ki obkroža oba zemeljskega pola. Ob segrevanju ozračja se polarni vrtinec, namesto da bi ostal zaklenjen na polih, spusti globoko proti jugu severne poloble, s čimer spreminja podnebne vzorce in povzroča ekstremne vremenske dogodke, ki smo jim priča v zadnjih letih.

Še hitreje kot naraščajo temperature na površju, se segrevajo oceani, ki absorbirajo čedalje več toplote. Vsebnost toplote v oceanih se je od leta 1960 po nekaterih ocenah povečala za skoraj trikrat in narašča po 3 % letno.

Svetovna meteorološka organizacija poroča, da se je število naravnih vremenskih katastrof, kot so poplave in vročinski vali, v zadnjih 50 letih povečalo za petkrat. Neposredna gospodarska škoda, ki jo povzročajo ti ekstremni vremenski pojavi, se je v tem času povečala za skoraj desetkrat, in sicer s 50 na okoli 500 mio USD dnevno.

Za lase privlečeni argumenti podnebnih skeptikov

Seveda toplogredni plini (CO₂, metan in dušikov oksid) še zdaleč niso edini, ki vplivajo na tako kompleksen dinamičen adaptivni sistem, kot je podnebje, vendar pa se je moderna naravoslovna znanost bolj ali manj poenotila o obstoju antropogenega segrevanja in ovrgla najbolj popularne argumente podnebnih skeptikov. Med najbolj pogosto navajanimi pomisleki podnebnih skeptikov so, da se je podnebje v preteklosti spreminjalo celo bolj radikalno, da je za to kriva povečana aktivnost Sonca, da segrevanje v resnici ni tako hudo, da je znanost pri tem vprašanju razdeljena, da se Zemlja v resnici ohlaja, da so podnebni modeli nezanesljivi, da so temperaturni podatki nezanesljivi, da se bodo lahko živali in rastline brez težav prilagodile, ali pa da se ledena površina na Antarktiki pravzaprav povečuje. Noben od teh mitov ne zdrži resne znanstvene presoje, čeprav sta ravno znanstveni skepticizem in dvom osnovno gonilo znanosti. Za radovednega bralca, ki ga ta tematika zanima, priporočam Strokovni vodnik po dvomih o globalnem segrevanju Johna Cooka (skepticalscience.com). Neposredne fizikalne meritve, dokazi, nepregledno število recenziranih raziskav pričajo o tem, da je podnebna stroka usklajena in da je 97 % klimatologov prepričanih, da globalno segrevanje povzročajo ljudje.

O podnebnih spremembah lahko razmišljamo kot o moderni Pascalovi stavi o obstoju Boga. Če verjamemo v Boga, ali pa se delamo, da verjamemo, ne moremo izgubiti veliko, tudi če Bog ne obstaja. Če pa Bog v resnici obstaja, potem nas čaka večno zveličanje v nebesih ali pa vsaj to, da se bomo izognili neskončnemu trpljenju v peklju. Podnebne spremembe si lahko nazorno predstavljamo kot moderno Pascalovo stavo. Če ne bomo naredili nič,

lahko, kot pravi James McKenzie, »izgubimo vse in se znajdemo v podnebnem peklju z dvigom morske gladine, sušami, masovnim izumrtjem vrst, kolapsom ekosistemov, pomanjkanjem hrane, vojnami in planetom, ki ne bo naseljiv za prihodnje generacije«. Če pa se odločimo, da se bomo aktivno spopadli s podnebnimi spremembami, nas lahko pot vodi v nebesa s človeško vrsto, ki bo še naprej prosperirala na zelenem planetu. Tudi za skeptike, ki razmišljajo nekako tako: »Zakaj bi mobilizirali ves ta kapital, zmetali v zrak ves ta denar za razogljičenje družbe ob objektivno veliki negotovosti glede dvigovanja temperature v prihodnjih letih?« oziroma niti ne verjamejo v podnebne spremembe, je torej racionalna odločitev, da se »spreobrnejo« ali pa se vsaj delajo, da verjamejo v preventivo. Kajti v nasprotnem, ekstremnem primeru bodo posledice uničujoče in bo morda celo ogrožen obstoj planeta. Edina rešitev so inovacije in čim hitrejša tektonske pozitivne spremembe na planetarni ravni, sicer bo račun za neukrepanje vsak dan višji.

Prvi korak k ozdravitvi planeta je torej pravilna diagnoza stanja in nato ukrepanje brez primere na planetarni ravni, ki zahteva največjo mobilizacijo kapitala in virov v zgodovini človeštva. Novo industrijsko revolucijo, podnebno revolucijo, ki pomeni pravočasno ukrepanje v zadostnem obsegu in pravilne politike. Nujno je nehati izgubljeni čas za trivialne stvari, kot je produkcija več tisoč strani visokotelečnih podnebnih dogovorov, ki se nikoli ne bodo uresničili. Vsi si želimo slišati dobre novice in odgovore na vprašanja, kaj na storimo. Ko gre za hitrost in razsežnost podnebnih sprememb, ni dobrih novic ali enostavnih odgovorov in status quo ni alternativa.

Podnebne spremembe kot stava o obstoju Boga

Za ozdravitev planeta je potrebna največja mobilizacija kapitala in virov v zgodovini človeštva.

Dosežki podnebne konference COP26 v Glasgowu

Kaj lahko storimo, da bomo dosegli stabilnost planetarnega podnebja in ekosistema? Pravkar končana podnebna konferenca COP26 v Glasgowu je pomenila simboličen korak naprej s prvo omembo postopnega zmanjševanja uporabe premoga in načrtom o omejitvi globalnega segrevanja na stopinjo in pol s konkretnimi prostovoljnimi zavezami 70 % navzočih delegacij o neto ničelnih emisijah toplogrednih plinov do leta 2050. Na žalost ni bil storjen noben napredek glede nujne pomoči državam v razvoju pri spopadanju s podnebnimi spremembami. Posebej skrb zbujajoč podatek izhaja iz primanjkljaja finančne podpore revnim državam, ki naj bi dosegla najmanj 100 mrd USD letno, pa je Oxfam ugotovil, da so bogate države v letih 2017 in 2018 revnim državam za neposredno pomoč pri spopadanju s podnebnimi spremembami namenile samo 22 namesto obljubljenih 75 mrd USD. Revne države bodo očitno prepuščene samim sebi in se bodo težko prilagodile na prihajajočo podnebno krizo. Verjetno največji dosežek glasgowskega sporazuma je dokončanje pariških pravil glede transparentnosti in okvira določanja cen ogljikovih emisij in trgovanja z emisijskimi kuponi, ki so plod večletnih napornih in izjemno zbirokratiziranih pogajanj.

Neodvisna skupina uglednih podnebnih strokovnjakov pod vodstvom sira Davida Kinga, imenovana Climate Crisis Advisory Group (CCAG), predlaga celosten pristop k ublažitvi podnebnih sprememb. Njeni podnebni modeli so še bistveno bolj pesimistični od nekaj let starih poročil IPCC in napovedujejo možnost do več kot sedemmetrskega dviga morske gladine do konca stoletja, kar bi drastično spremenilo podobno sveta in zbrisalo z obličja zemlje številna velemesta, kot so Bangkok, Hongkong, Tokio, Džakarta, London, Seul, Tajpej, Manila...

Prva točka je hitro in obsežno zmanjšanje izpustov toplogrednih plinov, v okviru katere bi morale države potrojiti svoje dosedanje prostovoljne zaveze o zmanjševanju izpustov. Druga točka je ujeti in odstraniti presežene toplogredne pline iz ozračja, da bi se lahko do leta 2100 s 500 ppm CO₂ v ozračju vrnili na 350 ppm CO₂ v ozračju. Za ta korak bo treba razviti in raziskati nove tehnologije, kajti rešitve, ki so na voljo danes, niso niti približno tehnično in ekonomsko ustrezne. Tretja točka je popravilo plasti ledu na kopnem delu arktičnega pola z varnimi in učinkovitimi tehnologijami. Četrta točka je promocija hitrih političnih in investicijskih odzivov.

Pomanjkanje resničnega razumevanja ekstremne narave in globine podnebne krize

Stroškovno učinkoviti načini za odstranitev toplogrednih plinov iz zraka

Agresivno pogozdovanje in »ozelenitev« oceanov

Verjetno najboljša, najcenejša in tudi praktično izvedljiva rešitev se skriva v biomimikriji – agresivnem pogozdovanju in širjenju tropskih deževnih gozdov ter ozelenitvi svetovnih oceanov. Ozelenitev

svetovnih oceanov (marine biomass regeneration) je postopek, kjer bi s preparati, ki imajo podobno sestavo kot kitovi iztrebki, spodbudili rast fitoplanktona, ki vsrka okoli 40 % vsega planetarnega CO₂ – kar je, za primerjavo, štirikrat toliko kot amazonski deževni pragozd. Z vrnitvijo

fitoplanktona bi se lahko v oceane vrnila biodiverziteteta z ribjo populacijo in morskimi sesalci, ki bi lahko sčasoma dosegli številčnost izpred nekaj stoletij. S tovrstno »ozelenitvijo« bi revitalizirali oceane, ki se vedno bolj spreminjajo v morske puščave, zadržali ogljik, nakopičen v oceanih, in vsrkavali problematične toplogredne pline iz zraka.

Zamrzitev arktičnega pola v poletnih mesecih

Verjetno ne boste verjeli, da obstajajo radikalni, na prvi pogled futuristični geoinženirski načrti za zamrzovanje arktičnega pola v treh kritičnih poletnih mesecih. Po besedah sira Davida Kinga bi bilo za okoli 10 mrd USD letno mogoče

prekriti arktični pol z belimi koprenastimi oblaki, ki bi odbijali sončno svetlobo nazaj v vesolje, kar bi sčasoma omogočilo, da bi se na novo vzpostavila zaščitna plast arktičnega ledu.

Sprememba prehranjevalnih navad

Kmetijski sektor je odgovoren za skoraj četrtno vseh emisij toplogrednih plinov na svetu. Zlasti problematična je živinoreja, ki je skoraj povsod največji vir posebej nevarnega toplogrednega plina metana, ki povzroča za okoli 25-krat močnejše učinke segrevanja ozračja kot CO₂. S spremembo prehranjevalnih navad oziroma prehodom na vegetarijansko ali vegansko prehrano lahko vsak posameznik stori morda največ za zdravje našega planeta.

Gospodarski sektorji in spopad s toplogrednimi plini

Za spopad s toplogrednimi plini (GHG) bo treba opraviti »podnebno triažo« in se osredotočiti na najbolj kritične elemente. Vprašajmo se, kje so največje emisije GHG, katere države ustvarjajo največ emisij toplogrednih plinov. Izmed 192 držav, ki so ratificirale pariški podnebni sporazum, je za razogljichenje najbolj kritičen prispevek 20 držav, ki ustvarijo največ izpustov toplogrednih plinov.

Po podatkih Citi Research največ neposrednih emisij GHG ustvari energetski sektor (25 %), tik za petami mu sledi kmetijski sektor z živinorejo in izrabo tal (24 %), nato industrija (21 %), transport (14 %), zgradbe (6,4 %) in druga energija (9,6 %).

Odjemalce električne in toplotne energije lahko uvrstimo med posredne ustvarjalce emisij CO₂, in sicer odpade pri tem 25-odstotnemu deležu emisij največji del na zgradbe (12%) in industrijo (11%).

Za vsak glavni sektor je treba izoblikovati specifične politike, ki bodo hitre, učinkovite, ekonomsko upravičene in bodo lahko delovale v potrebnem obsegu. Eno od osrednjih področij boja proti podnebnim spremembam, ki mu posvečamo največ pozornosti, je prehod na obnovljive vire energije z elektrifikacijo transporta in industrije.

Preglednica 14: Upadanje cene elektrike iz obnovljivih virov brez subvencij (v USD/MWh)

Viri električne energije	2010	2020
Fotovoltaika	378	68
Veter na morju	162	115
Premog	111	109
Jedrska energija	96	155
Veter na kopnem	86	53

Vir: globalno povprečje LCOE, OurWorldinData.org

Preglednica 14 prikazuje neverjeten napredek v upadanju povprečne cene elektrike iz obnovljivih virov, ki je lahko ob subvencijah celo za polovico nižja od v njej navedenih vrednosti. Obnovljivi viri z vedno večjo ekonomijo obsega in izkoristki počasi dosegajo kritično točko preloma, posebej seveda na območjih, kjer imajo zanje primerne vremenske pogoje. Pred kratkim so na primer v Dubaju in ZDA dosegli svetovni rekord, saj so se cene proizvodnje elektrike v sončnih elektrarnah spustile pod 20 USD/MWh, kar je že nižje od elektrike, proizvedene iz najcenejšega zemeljskega plina, ki znaša okoli 25 USD/MWh. V zadnjih letih je bil morda največji napredek opažen pri vetrnih elektrarnah na morju (offshore), kjer so se cene proizvodnje električne energije prepolovile in bodo v nekaj letih konkurenčne vetrnim farmam na kopnem. Na Škotskem so pred nekaj meseci

dokončali gradnjo največje offshore vetrne elektrarne Kincardine, ki leži 15 kilometrov od obale in bo imela pet turbin s 50 MW nazivne moči, ki bodo letno proizvedle prek 200 GWh električne energije, kar bo zadoščalo za oskrbo več kot 50.000 gospodinjstev.

Zanimivo je, da celo sama elektro-energetska stroka podcenjuje rast čistih virov energije, ki v Evropi dosegajo že 47-odstotni delež pri proizvodnji električne energije, kar je največ na svetu. Na drugem delu spektra je nesrečna Kitajska, ki s premogom še vedno zadovoljuje okoli polovico svojih potreb po električni energiji, medtem ko v ZDA z izrabo fosilnih goriv proizvedejo 60 % električne energije, vendar pa je pri njih v ospredju zemeljski plin (40 %), 20 % potreb zadovoljujejo s premogom, 20 % pa iz obnovljivih virov.

Zablode nemške energetske politike in popoln vihar na energetskih trgih

Letošnjo jesen so fosilna goriva vrnila udarec kratkovidnim evropskim, predvsem nemškim politikom. Večina Evrope se je znašla v primežu velikih podražitev nafte in premoga ter pomanjkanja zemeljskega plina in elektrike. Zaradi večtedenskega pomanjkanja elektrike iz obnovljivih virov energije se je evropski elektroenergetski sistem znašel na robu zloma. Ceno za stranpoti in zablode neslavnega premalo

domišljenega nemškega energetskega prehoda (Energiewende) na nizkoogljicne obnovljive vire s predčasnim zaprtjem jedrskih elektrarn že nekaj let plačujejo nemška gospodinjstva in industrija z visokimi položnicami za elektriko, ki so v povprečju dvakrat višje kot pri nas, v Sloveniji, in za polovico višje od povprečja EU. Paradoksalno je, da je nemški ogljikni odtis 10 let po začetku prehoda in ob

Nemčija plačuje visoko ceno za zgrešeno energetska politiko.

stomilijardnih subvencijah za obnovljive vire med najvišjimi v Evropi. Zaradi kurjenja premoga v termoelektrarnah znaša kar 395 g CO₂/kWh, v sosednji Franciji, kjer 85 % elektrike proizvedejo z jedrsko energijo in drugimi nizkoogljicnimi viri, pa je ogljični odtis pri proizvodnji električne energije trikrat nižji in znaša samo 97 g CO₂/kWh. V eni izmed študij stroškov prehoda so izračunali, da bi lahko Nemčija s podaljšanjem delovanja nuklear in izklopom termoelektrarn na leto prihranila 1100

človeških življenj in 12 mrd EUR ostalih družbenih stroškov.

Dr. Rafael Mihalič, predstojnik katedre za elektroenergetske sisteme na Fakulteti za elektrotehniko, je v nedavnem intervjuju za portal Domovina.de dejal, da bi nemški elektroenergetski sistem zaradi nezanesljivih in nestabilnih obnovljivih virov »že ničkolikokrat razpadel, če [Nemčija] ne bi bila obkrožena z elektroenergetsko močnimi državami«.

Prehod na nizkoogljico družbo v Sloveniji

V Sloveniji je žal realna slika takšna, da za zdaj nimamo možnosti, da bi naš trajnostni razvoj že lahko temeljil na obnovljivih virih, kot so sonce, veter in vodna energija. Zato smo pred pomembnim razpotjem, kako za prihodnjih nekaj desetletij zagotoviti energetska samozadostnost z obiljem stabilnih energetska virov. Brez jedrske energije bo verjetno nemogoče rešiti matematično enačbo prehoda v okolju prijazno nizkoogljico družbo. Pravijo, da se pametni učijo iz svojih napak. Pri nas je bil to TEŠ6. Resnično briljantni pa se učijo iz napak drugih. Zato moramo narediti vse, da v teh kritičnih časih ne ponovimo zablod kratkovidne nemške energetske politike, in se poglobiti v izračune za investicijo in časovnico izgradnje drugega bloka jedrske elektrarne Krško. Tudi jedrsko energijo in drugi blok NEK lahko osvetlimo s pomočjo Pascalove stave. Razen če ne bo začetna investicija postala pregrešno draga, tudi ob zelo optimistični krivulji razvoja obnovljivih virov ne izgubimo veliko, potencialno pa lahko veliko pridobimo z zanesljivim prehodnim virom širokopasovne električne energije, s čimer lahko omogočimo zeleno elektrifikacijo transporta. Jedrska energija namreč še vedno ponuja daleč najvišji

energijski donos na vložena sredstva (EROI), ki je dvakrat višji kot pri hidroelektrarnah, trikrat višji kot pri premogu in plinu, osemkrat višji kot pri sončnih elektrarnah, 18-krat višji kot pri vetrnih turbinah in 30-krat višji kot pri domačih fotovoltaičnih panelih.

V večini držav vlada radikalna polarizacija v politiki, ki paralizira našo družbo. Ohranjanje statusa quo in zgrešene spodbude ne pripomorejo k iskanju hitrih in učinkovitih dolgoročnih rešitev za prehod na okolju prijazne obnovljive vire. Če nismo sposobni doseči družbenega in okoljskega konsenza o umestitvi modernih daljnovodov ali elektroenergetskih objektov na lokalni ravni, kako bomo sposobni koordiniranega ukrepanja na globalni ravni, s katerim bi se lahko učinkovito spopadli s tako kompleksnim in zapletenim problemom, kot je globalno segrevanje in izguba biotske raznovrstnosti?!

Podobno kot drugje po svetu smo tudi v Sloveniji talci dvoličnega pristopa, ko imamo po eni strani polna usta podpore zdravemu okolju in obnovljivim virom, po drugi strani pa smo pripravljeni po načelu

»Ne na mojem dvorišču« (NIMBY) agresivno blokirati vse vetrnice, sončne elektrarne, elektroenergetske objekte,

sežigalnice odpadkov in druge sorodne objekte.

Priložnosti in pasti razogljichenja družbe za investitorje

Iz preteklih izkušenj vemo, da je radikalna preobrazba družbe, kot jo je prinesla industrijska revolucija z izkoriščanjem fosilnih goriv, pa tudi internet in digitalizacija družbe v preteklih treh desetletjih, v svojem bistvu največji generator bogastva, ki ga pozna svet. Izzivi in priložnosti, povezani z okolju prijaznim razogljichenjem družbe, se po pomembnosti in razsežnostih ne morejo primerjati z ničimer v zgodovini civilizacije. Prinesli bodo nove zmagovalce, ki bodo spremenili svet na bolje in ustvarili nesluteno bogastvo novi generaciji vlagateljev. Naša naloga kot upravljavcev finančnega premoženja je, da spodbujamo trajnostni razvoj in družbeno

odgovorno investiranje, hkrati pa neutrudno iščemo in odločno podpiramo bodoče velike zmagovalce prehoda v nizkoogljično družbo.

Če izgubimo svoje premoženje, ne izgubimo nič, če izgubimo zdravje, izgubimo veliko, če izgubimo karakter, izgubimo vse, pravi Billy Graham. Pri podnebnih spremembah je za človeštvo v skrajnem scenariju na kocki obstoj naše civilizacije. Če izgubimo planet, bomo izgubili vse. Zato je v našem sebičnem interesu, da naredimo vse, da rešimo ta čudoviti modri planet. Slaba novica je, da nam počasi že zmanjkuje časa...

Brez jedrske energije bo težko doseči stabilnost oskrbe in prehod v nizkoogljično družbo



Aleš Grbić

V naslednjih 30 letih bodo države OECD izgubile okoli 150 milijonov zaposlenih, ki se bodo upokojili do leta 2050

Megatrendi: disruptorji

Megatrendi pomembno vplivajo na našo filozofijo investiranja oziroma na to, kar počnemo v našem podjetju – od alokacije sredstev do razvoja posameznega pro-

dukta. V nadaljevanju bom navedel nekaj »klasičnih« megatrendov, ki imajo pomemben vpliv na naše odločitve.

Megatrendi

V naslednjih 30 letih bodo države OECD izgubile okoli 150 milijonov zaposlenih, ki se bodo upokojili do leta 2050. Držav z negativno rastjo delovno sposobnega prebivalstva je že 42, v prihodnjih letih pa jih bo še več. Takšen scenarij ima dolgoročne posledice, od katerih je ekonomsko gledano večina negativnih. Rast delovne sile je bila vedno ključno gonilo rasti BDP. Težko si je predstavljati, da krčenje števila zaposlenih ne bo imelo negativnega vpliva na rast BDP, kljub vse večji robotizaciji na delovnih mestih po vsem svetu. Upočasnitvi rasti BDP bo sledila tudi upočasnitev rasti dobičkov podjetij, kar bo pustilo odtis na finančnih trgih, še posebej v sektorjih, povezanih s potrošnikom, na drugi strani bodo precej pridobili sektorji, ki bodo reševali težave zaradi manjšega števila potencialnih zaposlenih. Sektor informacijske tehnologije se tukaj ponuja kot zmagovalec na dolgi rok. S povečanjem števila starejših pa se bo povečalo tudi breme zadolževanja držav.

Spremenjeni demografski trendi (stiranje prebivalstva) bodo vplivali na izdatke za zdravstveno varstvo, a to ni edini dejavnik naraščajočih stroškov zdravstvenega varstva. Tudi pospešena uporaba različnih novih zelo naprednih tehnologij v sektorju zdravstva bo v prihodnjih letih zviševala izdatke za zdravstvo. Ob močnem povečanju števila starejših po vsem svetu se človek vpraša, ali si javni zdravstveni sistemi

dejansko lahko privoščijo, da izkoristijo vse te nove tehnologije. V teoriji to daje prednost ameriškemu modelu. V praksi pa si bodo te storitve lahko privoščili samo najbogatejši, ki lahko plačujejo visoke zavarovalne premije. Zelo verjeten scenarij je, da bo le majhen del prebivalstva uporabljal vse te nove tehnologije in modne posege.

Naraščajoče razlike med bogatimi in revnimi oziroma vedno večja neenakost postaja vedno večji problem. Tako med drugim piše v World Social Report 2020, ki so ga objavili Združeni narodi v začetku leta 2020. Rastoča neenakost prizadeva kar 70 % ljudi na Zemlji. Splošno prepričanje je, da je to le težava razvijajočih se držav, resnica pa je drugačna. Prizadetih je tudi nekaj sto milijonov delavcev najbolj premožnih držav OECD. Vse večje razlike med revnimi in bogatimi imajo številne posledice. Potrošna moč navadnih ljudi je pod pritiskom, kar negativno vpliva na rast BDP. Ker se moč potrošnika še zmanjšuje, se zvišuje splošna raven anksioznosti v družbi, kar vpliva na družbeno stabilnost. To sebi v prid izkoriščajo populist v politični eliti s številnimi večinoma praznimi obljubami. Danes za populiste glasuje približno 25 % Evropejcev. Pomembno je poudariti, da smo nazadnje, ko je bil v modi populizem, končali s problemom, imenovanim Adolf Hitler!

Klimatske spremembe so verjetno najmočnejši klasični megatrend, ki ga tukaj omenjamo. Po viru Copenhagen Consensus Center približno polovica prebivalstva meni, da bo globalno segrevanje povzročilo izumrtje človeštva. Ob tem se še zdaleč ne strinjajo vsi niti o obsegu problema niti o tem, kako ga je treba obravnavati. Večino medijske pozornosti pritegnejo mlajše aktivistke, kot je Greta Thunberg, medtem ko je druga stran – večinoma jo sestavljajo uveljavljeni poslovneži – izbrala bolj skromen pristop. To pa ne pomeni, da se ti dve strani počasi približujeta druga drugi. Daleč od tega. Pravzaprav bi lahko trdili, da obe strani uporabljata vedno bolj dvomljive taktike v upanju, da bi prepričali širšo javnost. Zelo verjetno je globalno segrevanje res težava in ga v nobenem primeru ne bi smeli jemati zlahka. Trditev, da je izumrtje človeške rase blizu, pa je dokaj nerealna. V iskanju rešitve globalnega

segrevanja bi morale zelene energije postati konkurenčne fosilnim virom. Za to je treba v raziskave in razvoj ter znanost na tem področju alocirati precej več kapitala. Vedno več zakonodaje in vedno višji davki tega problema ne bodo rešili.

Z **rastjo ekonomske moči Azije**, predvsem Kitajske in Indije, se povečuje srednji razred v teh državah. Zdaj ima srednji razred Azije 46-odstotni delež v svetu. Po projekcijah Statista.com bo leta 2030 dosegal kar 65-odstotni delež v svetu. Če ne pride do kakih drastičnih sprememb, bo Kitajska kmalu prva svetovna velesila. Povečana ekonomska moč teh držav pa lahko prinese tudi pomanjkanje hrane in pitne vode zaradi sprememb navad potrošnikov v teh državah in zmanjševanja deleža kmečkega prebivalstva. Zato nas ne sme presenetiti, če bo prišlo do kriz pomanjkanja vode in hrane.

Disrupcije in nove tehnologije

Disrupcije in nove tehnologije niso nič novega. Podjetja so se srečevala z njimi vse od začetka prve industrijske revolucije v drugi polovici 18. stoletja. Vendar pa je digitalna revolucija pospešila njihov tempo. Ni razloga za pričakovanje, da se bo tempo kmalu upočasnili. Nadaljnji tehnološki napredek, na primer napredna robotika, umetna inteligenca in blockchain, tega ne bodo dopustili. Vendar moram poudariti, da tehnologija ni končni gonilnik disrupcij. Disruptorji običajno gradijo poslovne modele, ki se zelo razlikujejo od modelov uveljavljenih podjetij, in za disrupcijo je potrebnega veliko več časa, kot se na splošno dojema. Disrupcija je proces, in ker zahteva čas, podjetja in njihovi zaposleni pogosto spregledajo disruptorje, dokler ni prepozno. Poleg tega je napačno

prepričanje, da so podjetja disruptivna zato, da bi uspela. Nekatera disruptorska podjetja uspejo, nekatera pa ne.

Če pogledamo naprej, se disrupcije glede na hiter razvoj novih in inovativnih tehnologij lahko le še stopnjujejo. Internet stvari (IoT) bo kmalu spremenil življenjski slog, roboti bodo, ko bo umetna inteligenca sprejeta, nadomestili milijone delovnih mest po vsem svetu, avtomobili brez voznika pa so za vogalom. Poleg tega ugotavljamo, da disrupcije niso samo tehnologija. Pomislite, kako močna disrupcija je urbanizacija in kakšen je njen vpliv na celotno družbo.

Pomembno se nam zdi omeniti ključne megatrende na področju informacijske tehnologije, saj iz njih izhaja tudi večina

Disrupcije in nove tehnologije niso nič novega.

Če pogledamo naprej, se disrupcije lahko le še stopnjujejo, glede na hiter razvoj novih in inovativnih tehnologij

disrupcij – poslovanje v oblaku, družbeni mediji, spletna prodaja, spletno oglaševanje, umetna inteligenca, samovozeča vozila, informacijska varnost, fintech, »razni techi« (oziroma razvijajoče se nove tehnologije) in kriptovalute.

Kot uvod k »disruptorjem« torej poglejmo dogajanje na področju novih tehnologij.

Kljub covidu ostaja **umetna inteligenca s strojnimi učenjem** neenakomerno uveljavljena in omejena na posamična podjetja. Ankete so pokazale, da je 43 % podjetij pospešilo njeno uporabo med pandemijo, samo 21 % pa jo je uporabilo za celotno poslovanje. Večje število anketirancev je povedalo, da so jo uporabljali za poseben namen ali so šele zbirali podatke za njeno potencialno uporabo. Kot kaže, podjetja še niso zrela za uporabo umetne inteligence v širšem obsegu. Stroški prav tako ostajajo ena izmed skrbi pri razvoju umetne inteligence.

Cloudtech običajno zajema digitalne produkte in orodja, ki jih uporabljajo razvijalci in izvedbene ekipe, da zgradijo, uporabljajo in vzdržujejo programsko opremo ter IT-infrastrukturo. Nove tehnologije in spreminjajoči se organizacijski pristopi k razvoju programske opreme povzročajo konvergenco razvijalcev in operacijskih funkcij, kar vodi v nastanek tako imenovanih DevOps. Na podlagi anket v panogi naj bi DevOps omogočal izboljšanje strategije digitalne transformacije in produktivnih procesov posameznega podjetja. Posledica tega je, da podjetja veliko vlagajo v zmogljivosti DevOps. Hiter razvoj digitalnih inovacij je zadrževal podjetja, da bi vlagala v digitalno tehnologijo zmogljivosti, vključno z organizacijskimi prizadevanji za izboljšanje programske opreme za stranke in avtomatiziranimi sistemi za racionalizacijo

notranjih procesov. Tehnologije domačega in hibridnega oblaka pa so omogočile številne od teh strategij in ustvarile nešteto novih priložnosti za organizacije, a tudi izzive. Startupi DevOps ustvarjajo tudi orodja in platforme, ob tem tudi nizkokodno in robotsko avtomatizacijo procesov, ki lahko izboljšajo način, kako ekipe DevOps upravljajo in izkoriščajo potencial oblaka.

Virtualna resničnost – Pospešek v tem segmentu lahko pričakujemo, ko bo strojna oprema ustrezna, kar je še nekaj let stran. Ne glede na to je bila ob začetku pandemije zaznana rast uporabe virtualne resničnosti, a ta še ni na ravni, ko bi bila primerna za množično uporabo. Dolgoročno ima velik potencial predvsem zaradi tehnološkega razvoja in izredno velikega zanimanja velikih tehnoloških podjetij za to tehnologijo.

V zadnjem letu se je pospešila usmeritev ponudnikov finančnih storitev k digitalizaciji in spletnim kanalom. Tu so najbolj pridobili ekosistemi **fintechov**. Tako se je obseg mobilnih plačil v ZDA že leta 2020 povečal za 29 %, trgovanje prek mobilnih trgovanih platforma pa kar za 92 % glede na predhodno leto (oboje posledica zaprtja gospodarstva). Te ugodne razmere in rast so privabile investitorje v ta segment, tako na privatni kot javni trg. Največja rast se zaznava v segmentu DeFi (decentralizirane finance s kriptopodročja) in avtonomnih financ in ravno tukaj so se začele prve runde investicij institucionalnih vlagateljev. Ti trendi rasti sovpadajo tudi z mnogimi drugimi disruptivnimi silami, ki vplivajo na ekosistem finančnih posrednikov – na takojšnja plačila, takojšnjo poravnavo transakcij in bančno migracijo jedrnega sistema.

Industrija **Healthtech** se trudi znižati stroške ob tem, da izboljša rešitve za paciente. Rast na tem področju izhaja iz

Agtech zajema tehnologije, ki bi naj povišale donos rastlin, povečale učinkovitost kmetovanja, odpornost in finančna sredstva za kmetijske aktivnosti. Gre za širok nabor storitev in produktov, vključno s programsko opremo, biotehnološkimi sestavinami, senzorji, stroji in opremo za »notranje kmetovanje«.

Prioritete **informacijske varnosti** se hitro spreminjajo zaradi spreminjajoče se zakonodajne ureditve in velikega števila kibernetičnih napadov na podjetja. Večina podjetij, ki prodajajo varnostno programsko opremo, je imela v letu 2021 (do trenutka priprave besedila) prek 20-odstotno rast prihodkov. Do leta 2024 naj bi dosegala okoli 16-odstotno povprečno rast prihodkov.

Web3 (splet 3.0)

Ena ključnih disruptij bo, kot kaže, Web3, saj s sabo prinaša nepredstavljive spremembe. Izraz Web3 (prvotno Web 3.0) je leta 2014 skoval Gavin Wood. Takrat je ravno pomagal pri razvoju ethereuma, kriptovalute, ki je po prepoznavnosti in velikosti trga druga, takoj za bitcoinom. Danes vodi fundacijo Web3 Foundation, ki podpira decentralizirane tehnološke projekte, pa tudi Parity Technologies, podjetje, ki se osredotoča na gradnjo blockchain infrastrukture za Web3.

Nekateri vidijo v Web3 naslednjo fazo interneta in morda organiziranja družbe. Za Web1 je bilo značilno obdobje decentraliziranih odprtih protokolov, v katerih je večina spletnih dejavnosti vključevala navigacijo do posameznih statičnih spletnih strani. Web2, ki ga živimo zdaj, je obdobje centralizacije, v katerem se velik delež komunikacije in trgovine odvija na zaprtih platformah, ki so v lasti peščice podjetij – recimo Googla, Facebooka (zdaj Meta), Amazona – podvrženih nadzoru centraliziranih vladnih regulatorjev. Web3 naj bi osvobodil svet tega monopolnega nadzora.

Na najosnovnejši ravni se Web3 nanaša na decentralizirani spletni ekosistem, ki temelji na verigi blokov. Platforme in aplikacije, zgrajene na Web3, ne bodo v lasti osrednjega »lastnika«, temveč uporabnikov,

ki bodo lastniški delež pridobili s svojo pomočjo pri razvoju in vzdrževanju teh storitev.

Z Web3 bi informacije našli na podlagi njihove vsebine. Shraniti bi jih bilo možno na več lokacijah hkrati in tako decentralizirati. To bi porušilo vlogo ogromnih baz podatkov, ki jih trenutno hranijo spletni velikani, kot so Facebook (Meta), Google in Amazon. Uporabniki bi dobili večji nadzor nad svojimi podatki. Web3 bo omogočal, da bodo uporabniki svoje podatke prodajali prek decentraliziranih podatkovnih omrežij, s čimer bodo obdržali lastniški nadzor. Te podatke ustvarijo različni vse zmogljivejši računalniški viri, vključno z mobilnimi telefoni, namiznimi računalniki, napravami, vozili in senzorji.

Ob decentralizaciji in programski opremi, ki temelji na odprti kodi, je za Web3 značilno predvsem to, da bo omrežje udeležencem omogočalo neposredno interakcijo, torej brez zaupanja vrednega posrednika, prav tako ne bodo potrebovali avtorizacije centraliziranega organa. Posledično se bodo aplikacije Web3 izvajale na blokovnih verigah ali v decentraliziranih peer-to-peer omrežjih ali v njihovi kombinaciji – takšne decentralizirane aplikacije se imenujejo Dapps.

Ena ključnih disruptij bo, kot kaže, Web3, saj s sabo prinaša nepredstavljive spremembe

Zmogljivosti, kot so semantični splet, umetna inteligenca in strojno učenje, ki so jedro spleta 3.0, lahko močno povečajo uporabo na novih področjih in izjemno izboljšajo interakcijo z uporabniki

Web3 in umetna inteligenca ter strojno učenje – V Web3 bodo računalniki lahko razumeli informacije, kot so ljudje, s pomočjo tehnologij, ki temeljijo na konceptih semantičnega spleta in obdelavi naravnega jezika. Web3 bo uporabljal tudi strojno učenje, ki je veja umetne inteligence, ki podatke in algoritme izkorišča za posnemanje načina učenja ljudi, s čimer postopoma izboljšuje svojo natančnost. Te zmogljivosti bodo računalnikom omogočile hitrejše in ustreznejše rezultate na številnih področjih, kot so razvoj zdravil in novih materialov, v nasprotju z zgolj usmerjenim oglaševanjem, kjer je skoncentrirana glavnina trenutnih prizadevanj na tem področju.

Z Web3 postanejo informacije in vsebina bolj povezane in vseprisotne, do njih dostopajo številne aplikacije in vse več vsakodnevnih naprav, povezanih s spletom – na primer internet stvari.

Web3 ima potencial, da uporabnikom zagotovi veliko večjo uporabnost, ki presega družbene medije, pretakanje vsebin in spletno nakupovanje – ti danes pomenijo večino aplikacij Web2, ki jih uporabljajo potrošniki. Zmogljivosti, kot so semantični splet, umetna inteligenca in strojno učenje, ki so jedro spleta 3.0, lahko močno povečajo uporabo na novih področjih in izjemno izboljšajo interakcijo z uporabniki.

Vendar pa decentralizacija s seboj prinaša tudi znatna pravna in regulativna tveganja. Kibernetski kriminal, sovražni govor in dezinformacije, ki jih je že tako težko nadzorovati, bodo v decentralizirani strukturi zaradi pomanjkanja centralnega nadzora postali še bolj pomembni. Decentralizirani splet bi prav tako zelo otežil regulacijo in njeno izvrševanje; na primer zakoni katere države bi veljali za spletno

stran, katere vsebina gostuje v številnih državah po vsem svetu?

Kot vse kaže, je dolgoročno Web3 neizogibna in neustavljiva sila. Ne glede na naše preference lahko intuitivno verjame mo v scenarij, da bo dolgoročno ekonomija v lasti uporabnikov preseгла tisto v lasti monopolov. Pomikamo se od interneta, zgrajenega na »najetih zemljiščih« pri monopolistih, k neskončnim obzorjem novih možnosti. Na obzorjih novih možnosti kripto pomeni revolucijo za vse monopole, zato njena neizogibnost straši uveljavljene monopolne oziroma oligopolne poslovne modele.

Kaj vse obsega Web3? Kriptovalute, informacijsko tehnologijo pametnih pogodb (nivo 1 in 2), decentralizirano infrastrukturno strojno opremo (video, shranjevanje, senzori ...), NFT (»edinstveni« žeton, ki je lahko fotografija, slika, animacija, film, glasba, ikona, uporabljena v različnih igrah ..., z digitalno »osebno izkaznico« in lastninskimi pravicami), DeFi (finančne storitve za zamenjavo in zavarovanje premoženja v Web3), metaverse (digitalna skupna vrednost, vgrajena v okoljih, podobnih igram) in upravljanje skupnosti (decentralizirane avtonomne organizacije – DAO).

Dejstvo je, da ima industrija Web3 vse ključne dejavnike za uspeh:

- nadarjen kader – najboljši kader na trgu, ki je strasten in mlad, z velikimi vizijami in pripravljen graditi nov sistem. Tak kader v rekordnem številu prihaja v ta sektor. Svoje vizije so pripravljene uresničevati tako ob vikendih kot tudi ponoči;
- kapital – veliko skladov tveganega kapitala in hedge skladov – in to kar nekaj pomembnih imen iz finančne javnosti – je investiralo občutne zneske v razvoj te hitro

- čas – kritična infrastruktura je bila nameščena med zadnjim medvedjim trgom, zaradi česar je bilo lažje kot kadarkoli (družbeno in praktično) sprejeti to tehnološko politično gibanje.

Mnogi omenjajo, da živimo v obdobju družbenih preobratov, ko mladi radi vlagajo v tehnologije, ki so disruptivne za institucije oziroma podjetja starejše generacije. Podjetja starejših generacij tako mnogokrat končajo v insolvenčnih postopkih. S tem se spodbujajo naložbe, ki koristijo mladim na račun starejše generacije. Najboljši del tega, da si mlad in brez dohodka, je, da ne moreš veliko izgubiti. To še posebej velja, ko mladi vidijo starejše oblike podjetij kot izkoriščevalske.

Web3 je mamljiv za marsikoga – v ZDA je posameznik postavljen pred izziv, kam nalagati svoja denarna sredstva z namenom varčevanja – za depozit na banki dobi okoli 0,5 % letno, medtem ko mu DeFi ponuja 5 % letno. Zanimiv je tudi položaj izdajatelj NFT, ki na platformah za prodajo NFT te »žetone« lahko prodajo brez 50- in večodstotne provizije, kot jih pobirajo klasični posredniki (glasbene ali filmske hiše, galerije in drugi posredniki).

Do leta 2030 bo Web3 večji vsaj še za enkrat, saj je ekonomsko privlačnejši od tradicionalnega finančnega in poslovnega modela. Zato je dokaj umestna trditev, da smo na robu popolne preobrazbe svetovnega gospodarstva. Ta transformacija bo večja ob mobilnosti in mogoče še od samega interneta.

Preudarni vlagatelji vse bolj gledajo na dejansko uporabo in osnovno mikro-ekonomijo različnih omrežij ter razvoj ključnih dejavnikov njihove rasti. Žal to še vedno ostaja predvsem trg, ki je pod vplivom določenih znakov, vzemimo za

primer doge coin, ki nima nobene uporabne vrednosti in je brez temeljev, razen zaupanja kupcev oziroma imetnikov teh žetonov. Pozitivno je, da imamo tudi vedno več izjem, ki imajo ustrezne ekonomske temelje in denarni tok. Znotraj kriptosveta je prišlo do ločevanja posameznih sektorjev, saj imajo različne kriterije, po katerih se določa njihova vrednost – klasične kriptovalute, različni protokoli, pametne pogodbe, aplikacije DeFi, NFT, »play to earn« (igraj, da zaslužiš) ...

V tem ciklu so bili končno potrjeni primeri uporabe kriptovalut, ki niso povezane z bitcoinom. V prejšnjih ciklih ni imelo smisla biti analitik za kriptovalute. DeFi in NFT pred štirimi leti niso obstajali, enako velja za večino ostalih sektorjev. Zdaj potrebujemo precej več časa ali kar celo ekipo, da bi lahko sledili samo enemu izmed kriptosektorjev. Na podlagi tega lahko sklepamo, da bodo specializirani skladi privatnega kapitala imeli konkurenčno prednost pred splošnimi skladi, ki bodo kupovali predvsem največje kriptovalute. Obstaja velika informacijska asimetrija v standardih poročanja »protokolov«, krivulja tehničnega učenja na tem področju se strmo vzpenja, infrastruktura za upravljanje tveganj pa je omejena. Vse to postavlja visoke vstopne ovire za uspešno investiranje na kriptotrgu.

V tem ciklu so bili končno potrjeni primeri uporabe kriptovalut, ki niso povezane z bitcoinom

Metaverse naj bi bil tisti manjkajoči košček v celotnem mozaiku neizogibne revolucije Web3.

Ko gre za odprti metaverse, trenutno nihče izmed tehnoloških gigantov, razen Mete (Facebook), ne ponuja alternative, ki bi bila konkurenčna kriptu ali Web3

Metaverse

Metaverse naj bi bil tisti manjkajoči košček v celotnem mozaiku neizogibne revolucije Web3. Metaverse lahko označimo za »virtualno kraljestvo« s sedmimi lastnostmi – to so vztrajnost (trajno, vedno odprto za globalno interakcijo), živahnost (v realnem času, tako kot v fizičnem svetu), neomejena prisotnost uporabnikov, ekonomska stabilnost (NFT so blago, zamenljivi žetoni so valute in blago), pomen digitalnega in fizičnega sveta (brez njunega ločevanja), povezljivost oziroma zdržljivost (možnost prenašanja lastništva blaga, identitete, intelektualne lastnine ...), na uporabnika usmerjen razvoj («vsebina» in »izkušnje« se ustvarjajo odprto v primerjavi s centraliziranimi podjetji).

S podlago v Web3 lahko živimo v svetu, kjer oblikovalci tekmujejo v konkurenčnem okolju trga »fee-for-service«, in to za pravice do vašega gostovanja in monetizacije vaših podatkov. Platforma Web3 bo precej olajšala prodajo vaših podatkov in si bo zadržala le 20 % dobička, ostalo bo šlo k vam, ki ste lastnik prodanih podatkov. To se zdi srednjeročno pošten model, ki bo povzročil nižanje provizij ponudnikov Web2, ob tem pa bo še bolj pritegnil ljudi k Web3. Ko gre za odprti metaverse, trenutno nihče izmed tehnoloških gigantov, razen Mete (Facebook), ne ponuja alternative, ki bi bila konkurenčna kriptu ali Web3. Meta (Facebook) bo letno namenila 10 mrd USD, da bo lahko na tem področju konkurirala že obstoječim tekmečem iz Web3. Tekmeci združujejo NFT, računalniške igre in za to potrebno infrastrukturo (Axie Infinity, The Sandbox, Decentraland, Enjin, Illuvium, Render, Ufo Gaming, RMRK ...). Edino vprašanje je, ali bo njihov model decentraliziran in odprt ali zaprt in centraliziran. To je nujna naložba za Mete (Facebook) in je nekaj podobnega, kot je bila uvedba optičnih kablov.

Kljub vsemu prej navedenemu o Web3 in metaversu se verjetno sprašujete, kakšen je potencial tega naložbenega razreda, še posebej po tako veliki rasti od marca 2020, ko je bitcoin pridobil 650 %, ethereum pa kar 2.948 %, merjeno v EUR. Če primerjamo pretekle cikle gibanja bitcoina glede na halving (prepolovitev nagrad), bi lahko v treh do šestih mesecih pričakovali konec faze rasti. Precej zmede pri sedanjem ciklu prinašajo pričakovanja glede uporabnosti Web3 ter veliki kapitalski prilivi tako od institucionalnih kot malih vlagateljev.

Najverjetnejši so nam tile trije scenariji:

- zelo verjetno bomo pred koncem prvega četrtertletja 2022 dosegli izjemno visok vrh, ki mu bo sledil večletni medvedji trg;

- celotna tržna kapitalizacija se bo s trenutnih 2.500 mrd USD povečala kar na 20.000 mrd USD. Veselica bo trajala vse leto 2022 in bo podobna blaznosti iz časa dot.com mehurčka. Še posebej bi ta scenarij prišel do izraza, če bi centralne banke po svetu ohranile ohlapno monetarno politiko, imele inflacijo pod nadzorom in bi države še naprej ohranjale povečano državno potrošnjo;

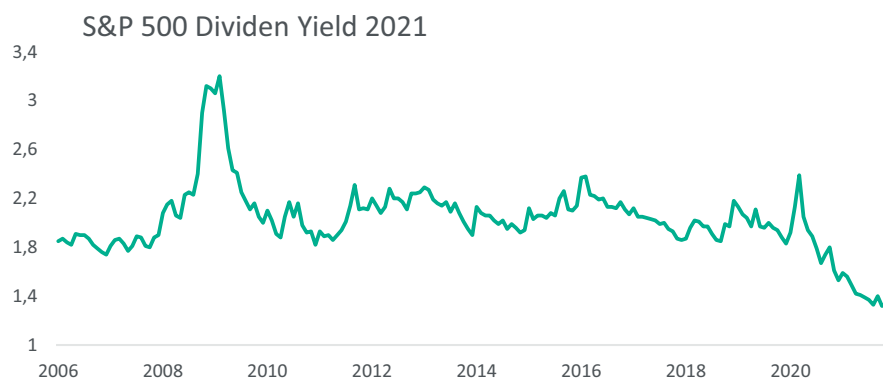
- počasi in vztrajno korakamo višje v večnost – teza super cikla.

Ironično je, da je najbolj pesimističen scenarij – izjemno visok vrh v prvem četrtertletju 2022 – najboljši za dolgoročno rast in obratno.

Kazalniki in referenčni grafi

Delnice

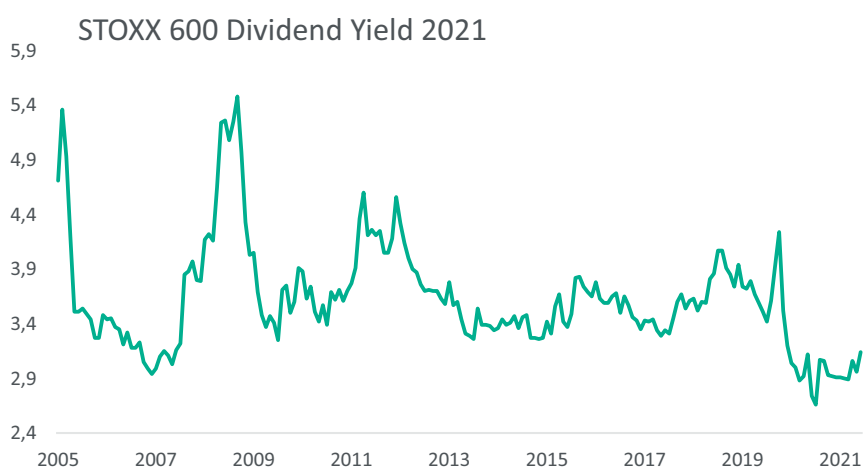
ZDA



Vir: Bloomberg 2021

Delnice

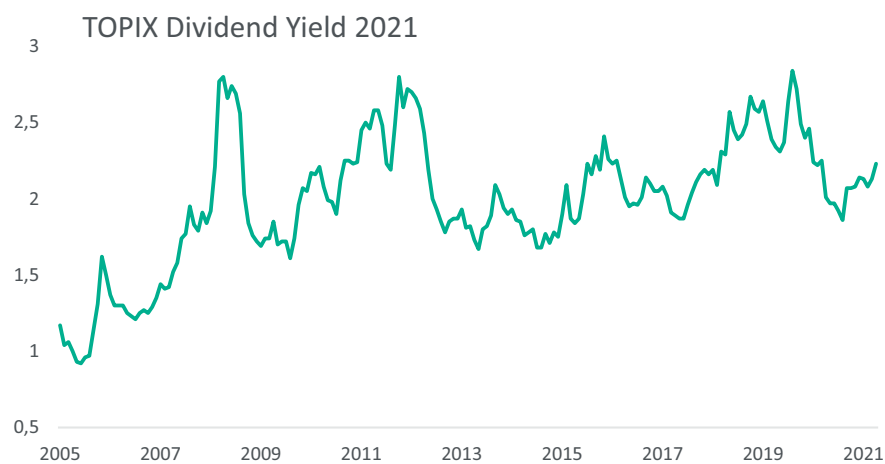
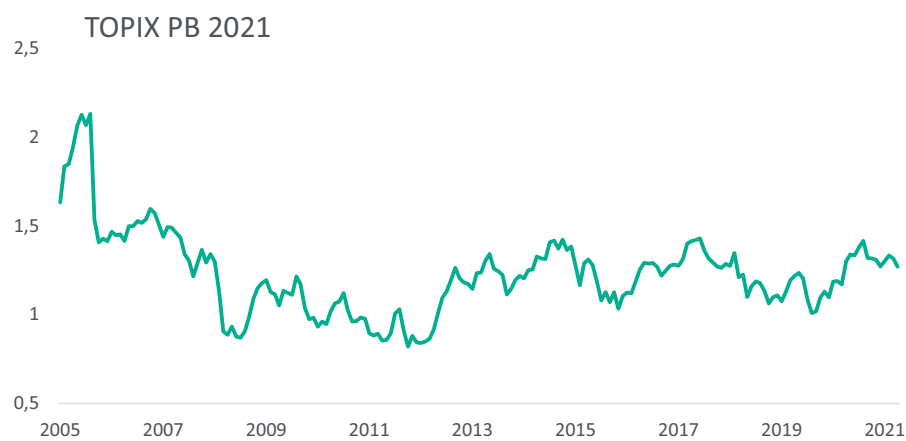
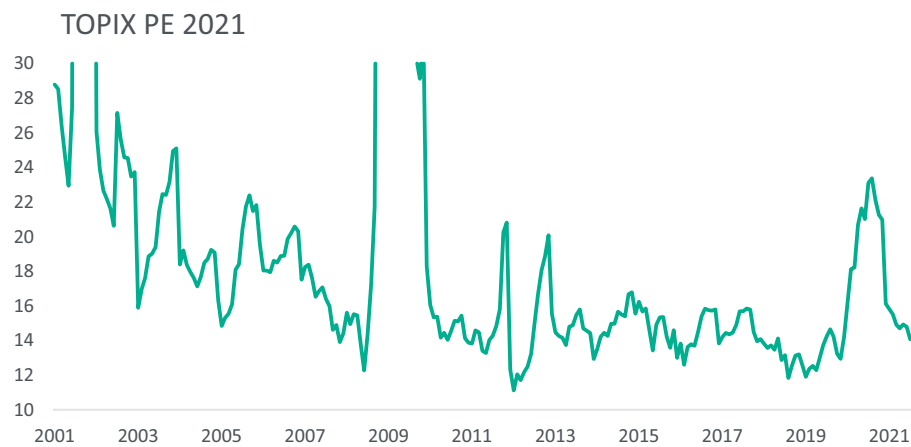
Evropa



Vir: Bloomberg 2021

Delnice

Japonska



Vir: Bloomberg 2021

Delnice

Države v razvoju

MSCI EM PE 2021



MSCI EM PB 2021



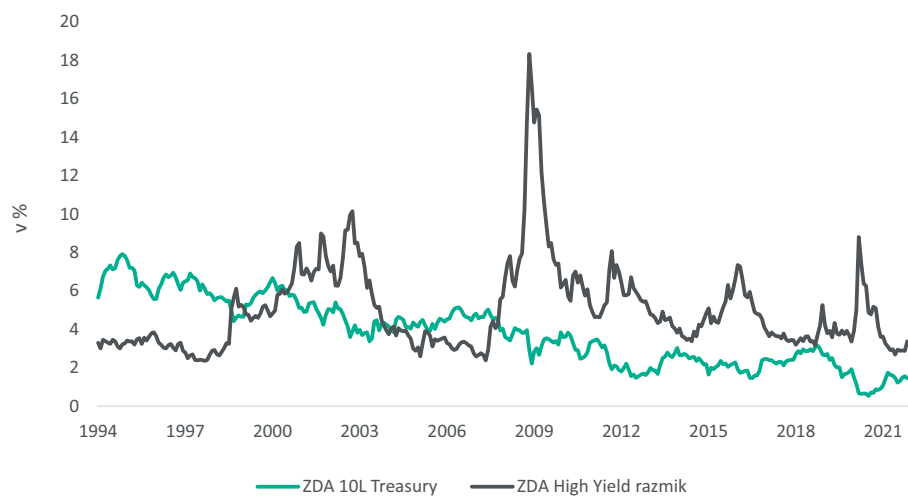
MSCI EM Dividend Yield 2021



Vir: Bloomberg 2021

Obveznice

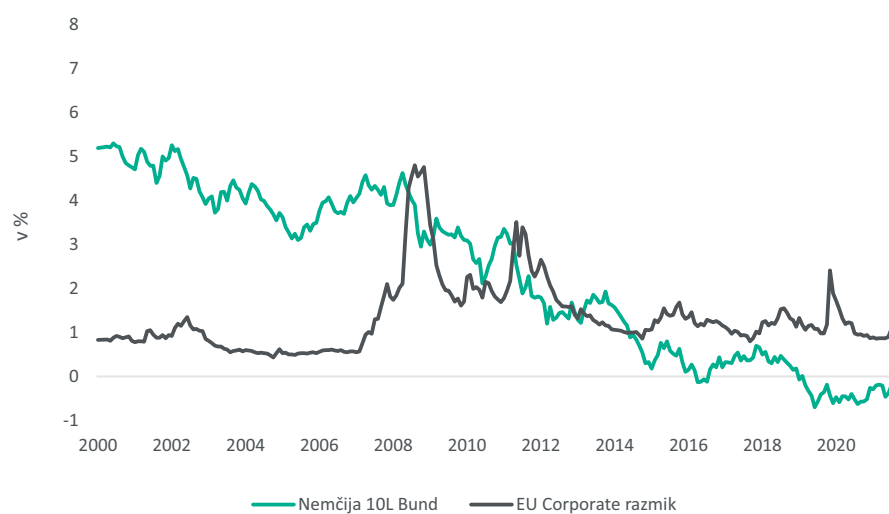
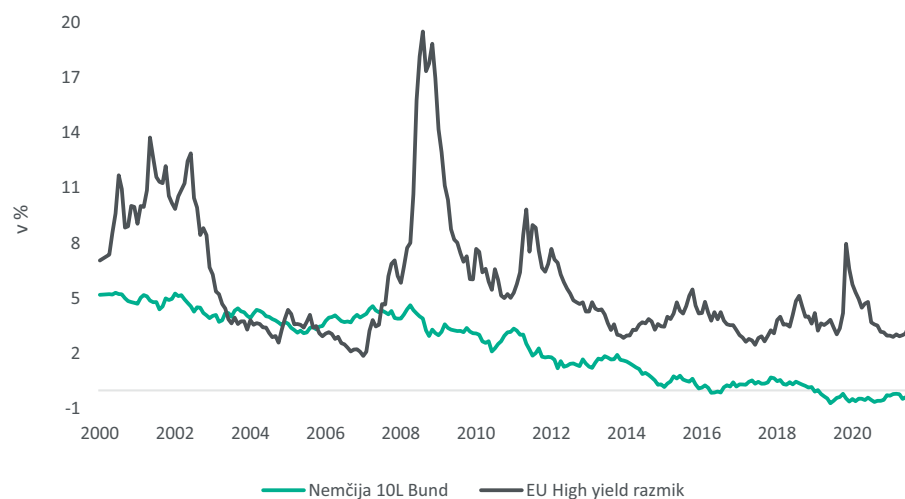
ZDA



Vir: Bloomberg 2021

Obveznice

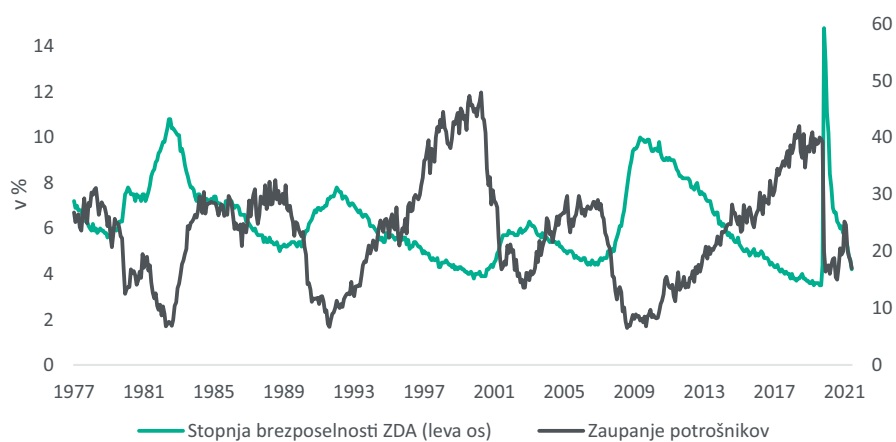
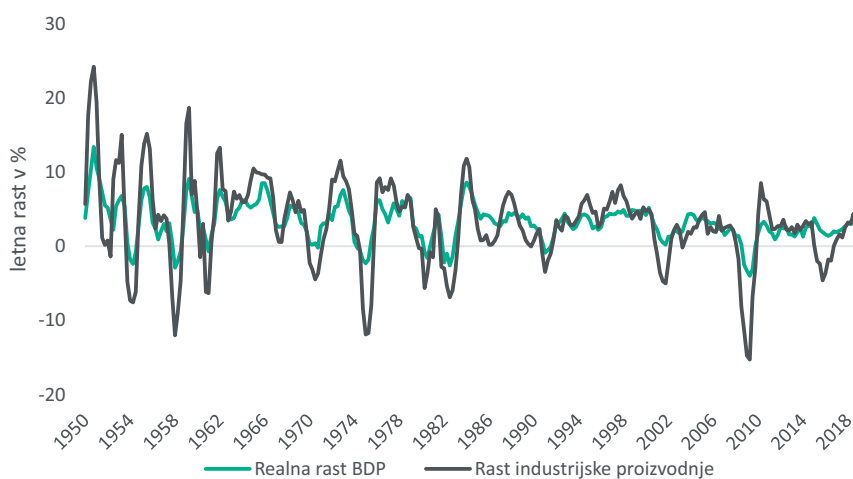
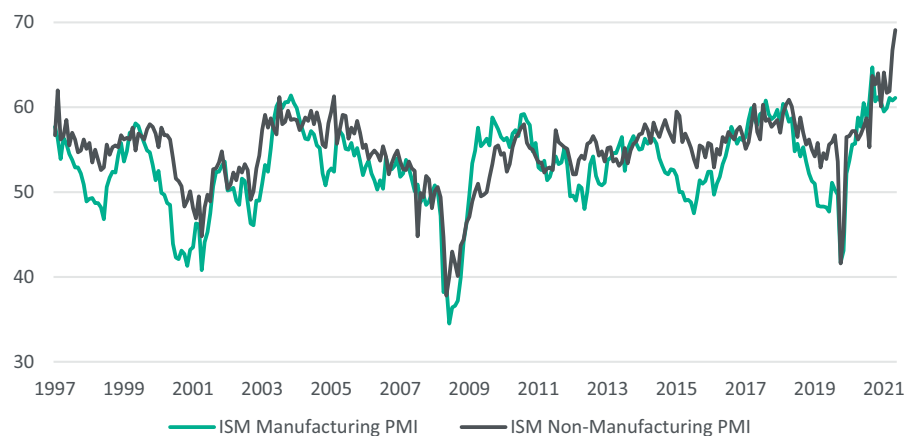
Evropa



Vir: Bloomberg 2021

Ekonomija

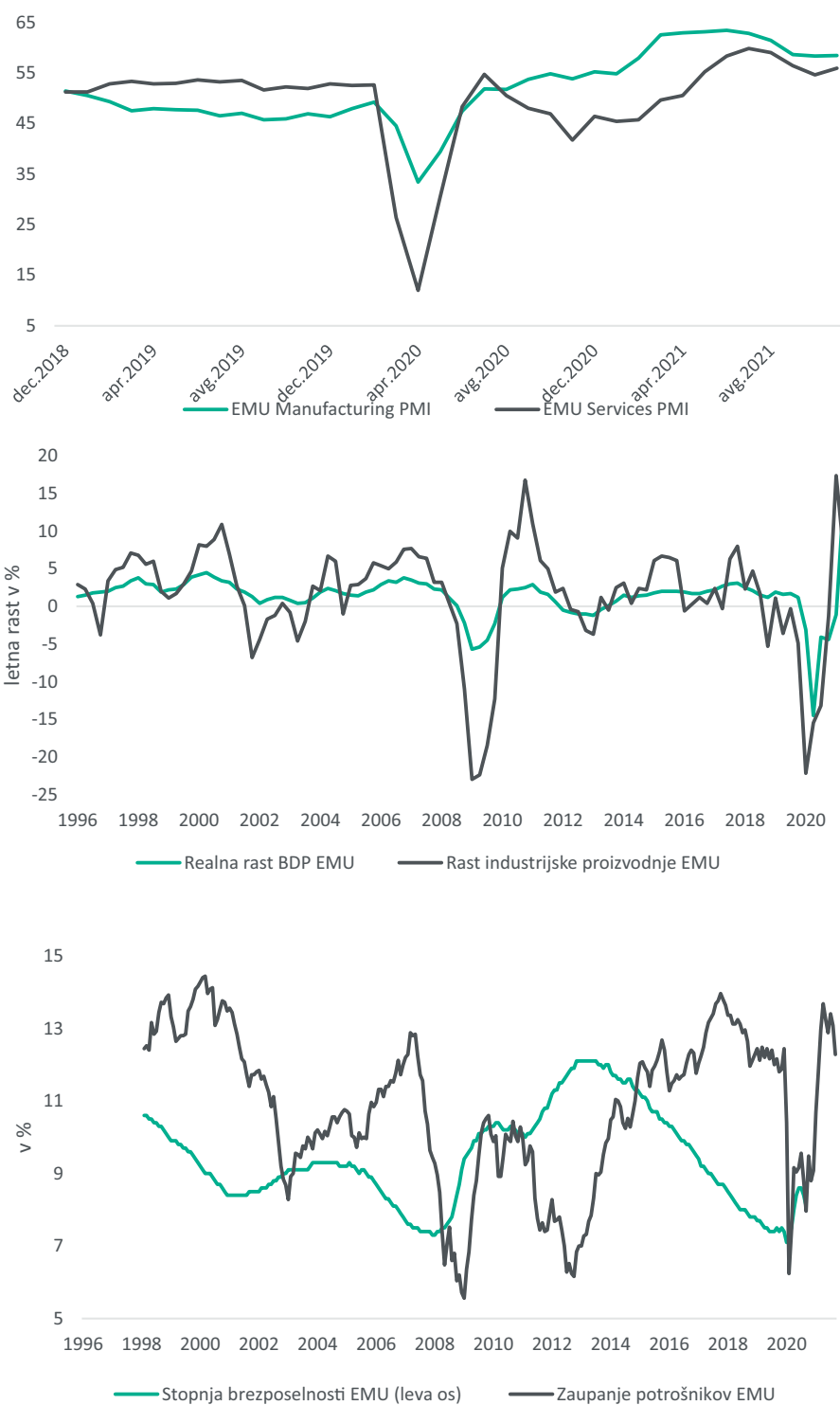
ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2021

Ekonomija

EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2021

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 marketing@infond.si.

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
02 229 74 40