

POGLED 2023

JE BITKA Z INFLACIJO DOBLJENA?



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: predvidoma recesija in umiritev inflacije**

6 - ZDA

16 - Evropa

22 - Kitajska

26 **Finančni trgi: medved v letu 2022, boljša izhodišča za leto 2023 in naprej**

27 - Delniški trgi

41 - Obvezniški trgi

53 - Priporočila

55 **Surovinski supercikel**

63 **Kazalniki in referenčni grafi**

Predgovor

V leto 2022 smo vstopili z upanjem, da se bo življenje po dveh letih boja s pandemijo končno vrnilo v normalne tirnice. Odprava omejevalnih ukrepov, ki naj bi storitvenemu sektorju omogočila, da se pridruži gospodarskemu okrevanju, postopna razbremenitev oskrbovalnih verig in presežna privarčevana sredstva gospodinjstev so obetali še eno leto nadpovprečne gospodarske rasti. Največji izziv smo videli v inflaciji in zato pričakovali postopno normalizacijo monetarne politike. Vseeno je prevladovalo mnenje, da je večji del inflacije prehodne narave kot posledica pandemije. Nato se je zgodila vojna med Rusijo in Ukrajino.

Ob koncu leta 2022 smo se znašli v popolnoma drugačnem okolju. Vojna v Ukrajini je v desetem mesecu brez prave rešitve na vidiku. Evropa se sooča z energetskim šokom, ki v letu 2023 ne bo izginil. Kitajska tudi po treh letih boja s

pandemijo le počasi kaže znamenja odmika od politike ničelne tolerance do covida-19, kar pušča ogromno škode v njihovem gospodarstvu. Kar pa je najpomembneje, inflacija vztraja na ravneh, ki smo jih nazadnje doživeli pred štirimi desetletji, kar pomeni, da so centralne banke sredi najbolj agresivnih dvigov ključne obrestne mere. Če bo šlo vse po načrtih, bo ob koncu decembra ključna obrestna mera v ZDA znašala 4,5%. Na začetku leta je bila pri 0,25%! Posledice restriktivne monetarne politike bodo gospodarstva občutila z zamikom in globalna recesija je skoraj neizogibna.

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalskih trgih

V EUR	2021	2022*	10 let**	PE	PE 2023	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (globalni delniški indeks)	27,3 %	-6,2 %	11,2 %	16,4	15,0	2,3 %
MSCI WORLD (razviti trgi)	30,8 %	-5,6 %	12,1 %	17,5	15,5	2,2 %
MSCI EM (trgi v razvoju)	4,6 %	-10,5 %	4,5 %	10,9	11,5	3,2 %
MSCI US (ameriške delnice)	35,8 %	-6,0 %	15,2 %	20,2	17,6	1,6 %
MSCI EUROPE (evropske delnice)	25,1 %	-6,2 %	7,4 %	15,4	12,0	3,3 %
MSCI JAPAN (japonske delnice)	10,4 %	-8,7 %	8,6 %	14,3	12,5	2,6 %
MSCI CHINA (kitajske delnice)	-16,0 %	-18,1 %	4,8 %	10,5	10,3	2,6 %
MSCI Value	30,9 %	5,8 %	10,3 %	13,1	12,4	3,2 %
MSCI Growth	30,1 %	-16,8 %	13,5 %	27,5	21,5	1,0 %
Obvezniški trgi						
iBoxx € Overall Index	-2,9 %	-14,1 %	1,0 %	0,51	2,86	
iBoxx € Corporates Index	-1,1 %	-12,6 %	1,0 %	0,74	3,87	
iBoxx € Sovereigns Index	-3,4 %	-14,5 %	1,3 %	0,49	2,64	
Drugo						
Nafta Brent (sod) – cena v USD	77,8	85,4				
Zlato (unča) – cena v USD	1.829	1.769				
Bitcoin – cena v USD	46.334	17.105				
Tečaj EUR/USD	1,14	1,04				

Opombe: donosi vključujejo neto dividende; merjeno v EUR;

*2022 je do/na dan 30. 11. 2022; **10 let je obdobje od 30. 11. 2012 do 30. 11. 2022.

Vir: Bloomberg 2022

Boj z inflacijo, ki ga centralne banke bijejo z zviševanjem obrestnih mer, je odseval tudi na finančnih trgih. Praktično vsi naložbeni razredi, na čelu z delnicami in obveznicami, so doživeli večje upade. Tako rekoč ni bilo naložbenega razreda, ki bi bil pozitiven. Kljub temu neugodnemu okolju pa upadi na delniških trgih, tudi po zaslugi močnega ameriškega dolarja, niti niso tako pretirani. Skozi leto so bili globalni delniški indeksi praviloma nižji, več kot 20 % pod preteklimi vrhovi (v USD). Ob koncu novembra govorimo o enomestnih upadih.

Večji šok so vlagatelji doživeli pri obveznicah. Naložbeni razred, ki v očeh vlagateljev velja za varen, je imel take upade, kot smo jih videli le redko, naša generacija pa se še ni srečala z njimi. Praviloma je bila korelacija med donosi delnic in obveznic negativna, kar pomeni, da so v letih, ko so delnice doživele upade, obveznice služile kot blažilec v razpršenem portfelju. V letu 2022 ni bilo tako. Splošni obvezniški indeks v Evropi je izgubil dobrih 14 %. Gre za upad, kakršnega smo bolj vajeni na delniških trgih. Ni pa tak razplet nepričakovan. V zadnjih letih smo opozarjali, da so izhodišča za obvezniške naložbe izjemno neatraktivna, kar je posledica zgodovinsko najnižjih oziroma negativnih obrestnih mer. Nismo pa pričakovali, da bomo normalizacijo obrestnih mer dočakali v tako kratkem času.

In kje smo danes? Po našem mnenju je glavno vprašanje, ki muči vlagatelje, ali bo inflacija vztrajala na teh zgodovinsko visokih ravneh ali pa bomo v prihodnjih 12 mesecih spremljali njen strmi upad. Mi vidimo večjo verjetnost za drugi scenarij, torej da bo inflacija konec leta 2023 občutno nižja, kot je danes. Ne bo pa se vrnila na ravni, kakršnih smo bili vajeni pred pandemijo. Deglobalizacija, slaba demografska slika in pomanjkanje kadra ter razogljichenje gospodarstva bodo poskrbeli, da bo strukturna inflacija ostala povišana (nad 2 %). Kljub pričakovanemu pozitivnemu razpletu na področju inflacije pa se bo tako ameriško kot evropsko gospodarstvo težko izognilo recesiji. Negativen učinek višjih obrestnih mer bo prišel z zamikom in bo pustil posledice. Bo pa recesija blaga, saj v samih gospodarstvih ni večjih neravnovesij.

Kaj to pomeni za finančne trge? Čaka nas še eno težko leto za delniške trge, kjer so priča-

kovanja glede prihodnje rasti dobičkov še vedno pozitivna, čeprav dobički v času recesij praviloma upadejo. Ne bi bilo nepričakovano, če bi delniški trgi testirali najnižje ravni, ki smo jih videli v letu 2022. So pa izhodišča z vidika vrednotenja mnogo ugodnejša kot pred letom. Pričakovani PE za globalni delniški indeks MSCI AC World znaša 15, kar je pod dolgotletnim povprečjem. Vlagatelji, ki imajo daljši horizont in nimajo težav s kratkoročnimi nihanjem, si lahko danes zagotovijo donose, ki so blizu zgodovinskemu povprečju (6 % realno).

V okviru delniških trgov nimamo tako jasne preference kot pred letom dni v prid value delnicam, ki so se letos vrnile v vsem svojem sijaju, predvsem po zaslugi višjih obrestnih mer. Tudi med sektorji izbira, ali defenzivni ali ciklični sektorji, ni tako izrazita. Lahko se zgodi, da bodo v prvi polovici leta v ospredju defenzivni, čakajoč recesijo, v drugi polovici pa ciklični, v upanju gospodarskega okrevanja. Pogledali smo tudi, ali obstaja možnost surovinskega supercikla, kjer se ocenjuje, da so zdajšnje nezadostne kapitalne naložbe glavni in daleč najpomembnejši motor, ki bi lahko v prihodnjem desetletju zaznamoval nadaljnje dvige cen surovin.

Med regijami smo bolj naklonjeni trgov zunaj ZDA, predvsem zaradi razlike v vrednotenjih, vemo pa, da so ameriške delnice varen pristan v času recesij. Pozitivno presenečenje pa bi lahko bile kitajske delnice, kjer se obeta odpiranje gospodarstva.

Največja sprememba pri pogledu v leto 2023 glede na preteklost pa je nedvomno naš odnos do obveznic. Po bolečem letu 2022 lahko znova po dolgem času rečemo, da imajo te znova svoje mesto v portfelju vlagateljev. Glede na negotovo okolje, v katerem smo se znašli, bi lahko v obdobju recesije obveznice znova odigrale svojo vlogo in služile kot blažilec upadom na delniških trgih.

2023 bo tako še eno zahtevno leto, bo pa nedvomno ponudilo tudi ogromno priložnosti. Medvedji trendi in recesije so navadno najboljša vstopna točka za dolgoročne vlagatelje. Če nam bodo finančni trgi ponudili to priložnost, jo bomo sprejeli odprti rok.

Gospodarski pogled: predvidoma recesija in umiritev inflacije



Globalna gospodarska rast se je v tem letu močno upočasnila. Še v letu 2021 je znašala nadpovprečnih 6 %, letošnja bo po oceni analitikov, ki jih spremlja Bloomberg, le 2,9 %.

Glavno tveganje, ki smo ga omenjali v lanskem Mozaiku, je bila povišana inflacija; ta je v letu 2022, tudi zaradi vojne v Ukrajini, še bolj pokazala svoje zobe in dosegla najvišje vrednosti v zadnjih 40 letih. Centralne banke so odreagirale agresivno; medtem ko je bilo na začetku leta pričakovati le dvige v višini 0,5 % pri ameriškem Fedu in nobenega dviga ključne obrestne mere pri ECB, smo ob koncu novembra videli kar za 3,75 % višje obrestne mere v ZDA in za 2 % na evroobmočju. Če se ozremo v zgodovino, so tako hitri dvigi praviloma pomenili recesijo. In tu smo danes, večina ekonomistov je prepričana, da ZDA in Evropo v letu 2023 čaka recesija.

Nista pa bila inflacija in boj z njo edini negativni dejavnik v letu 2022. Predvsem vojna v Ukrajini je prinesla novo geopolitično realnost in energetske šok za Evropo. Čeprav je Evropi to zimo uspelo preprečiti najhujše, pa tveganja v povezavi z energetske varnostjo ostajajo. Kitajska pa se je ubadala tako s pokom svojega nepremičninskega balona, ki je bil glavni motor rasti v preteklosti, kot manjšo potrošnjo zaradi še vedno ničelne tolerance do covid-19.

Tudi za leto 2023 analitiki niso preveč optimistični. Glede na pričakovanja bo globalna rast ena najmanjših v zadnjih desetletjih in bo znašala le 2,1 %. Razvita gospodarstva bodo ob prehodu v leto 2023 ali pozneje v teku leta zapadla v recesijo. ZDA se tukaj držijo najbolje in možnost mehkega pristanka ni zanemarljiva. Res pa je, da se popoln učinek višjih obrestnih mer še ni občutil, saj te delujejo z dolgim zamikom. Glede na to, da obstaja več signalov, ki so bili v preteklosti jasni znanilci recesije, je verjetnost, da se ZDA tej izogonejo, majhna.

Na drugi strani pa bo po mnenju analitikov inflacija začela upadati in bo v letu 2023 znašala 5,1 %. Tako v ZDA kot na evroobmočju bo sicer ostala povišana, vendar bo ob izhodu iz leta 2023 že pri 3 % in nato v letu 2024 že na dolgoročnih povprečjih. Vprašanje je, ali bo upadla dovolj hitro, da bi preprečila nadaljnje dvige ključnih obrestnih mer in s tem recesijo.

Analitiki enotni, prihaja recesija, ki pa bo blaga

Inflacija bo strmo upadla

Preglednica 2: Ključni gospodarski podatki

Regija	Rast BDP			Inflacija			Brezposelnost		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Svet	2,9 %	2,1 %	2,9 %	7,3 %	5,1 %	3,4 %			
ZDA	1,8 %	0,4 %	1,4 %	8,1 %	4,3 %	2,5 %	3,7 %	4,3 %	4,7 %
Evroobmočje	3,2 %	-0,1 %	1,5 %	8,5 %	6,0 %	2,1 %	6,8 %	7,1 %	7,1 %
Nemčija	1,7 %	-0,6 %	1,3 %	8,6 %	6,6 %	2,4 %	5,3 %	5,6 %	5,5 %
Francija	2,5 %	0,4 %	1,4 %	5,9 %	4,8 %	2,3 %	7,4 %	7,6 %	7,6 %
Španija	4,5 %	1,0 %	2,0 %	8,7 %	4,6 %	2,2 %	12,9 %	13,1 %	12,8 %
Italija	3,7 %	-0,1 %	1,1 %	8,4 %	6,1 %	2,0 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %
Japonska	1,5 %	1,2 %	1,1 %	2,4 %	1,6 %	1,0 %	2,6 %	2,5 %	2,4 %
Države v razvoju	3,1 %	4,1 %	4,4 %	6,4 %	5,6 %	4,2 %	5,1 %	5,0 %	4,9 %
Kitajska	3,2 %	4,9 %	4,9 %	2,2 %	2,3 %	2,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %

Vir: Bloomberg 2022 na podlagi napovedi analitikov



mag. Barbara Gačnik

ZDA

Dogodki leta 2022 so poslabšali dolgoročna pričakovanja in povečali negotovost glede gospodarskih napovedi. Nagla rast inflacije in zaostren cikel dvigovanja obrestnih mer, ki smo jima priča, sta povečala ciklična tveganja tako za gospodarstvo kot tudi za finančne trge. Rast inflacije se bo po pričakovanjih v letu 2023 upočasnila, v tem trenutku pa je težko napovedati, na

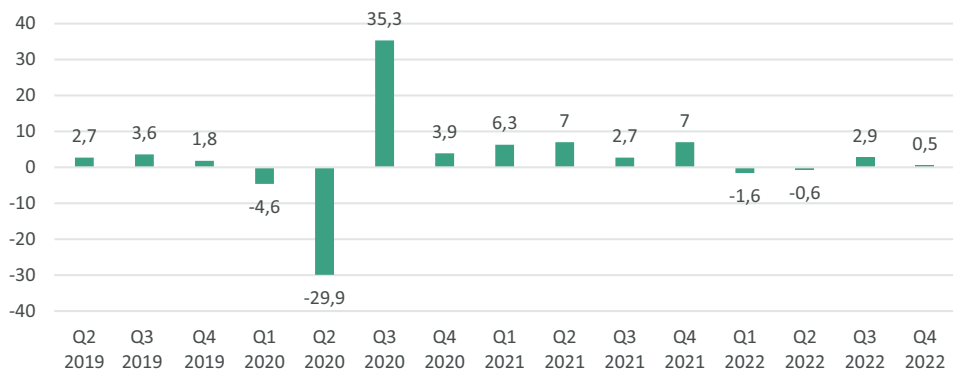
kakšnih ravneh se bo ustalila. Tempo zaostrovanja monetarne politike se bo v prihodnjem letu upočasnil, obrestne mere pa bodo na ravneh, ki lahko negativno vplivajo na gospodarsko rast. ZDA se recesiji najverjetneje ne bodo mogle izogniti, vprašanje pa je, kdaj jo lahko pričakujemo in kako globoka bo.

Upočasnitev rasti

Leta 2021 je odpiranje gospodarstva po pandemiji spodbudilo močno gospodarsko rast, BDP je zrasel za 5,7 % na letni ravni. V letošnjem letu je rast zastala. BDP je po

prvih treh četrletjih na podobni ravni kot lani, kazalniki pa kažejo na skromno rast tudi v zadnjem četrletju iztekajočega se leta.

Slika 1: Četrtna rast BDP v ZDA, analizirano (v %)



Zaostreni finančni pogoji
dušijo rast

Vir: Bloomberg 2022

Rast BDP v letu 2022 bo po pričakovanju Feda znašala 0,2 %. K upočasnitvi rasti je prispevalo več dejavnikov, vključno s pojemanjem učinkov odpiranja gospodarstva po epidemiji in pandemske fiskalne

podpore, z globalnimi posledicami vojne Rusije proti Ukrajini in ukrepi, ki so zaostрили finančne pogoje ter vplivajo na gospodarsko dejavnost, zlasti v občutljivih sektorjih, kot je nepremičninski.

Preglednica 3: Napovedi ameriške centralne banke (v %)

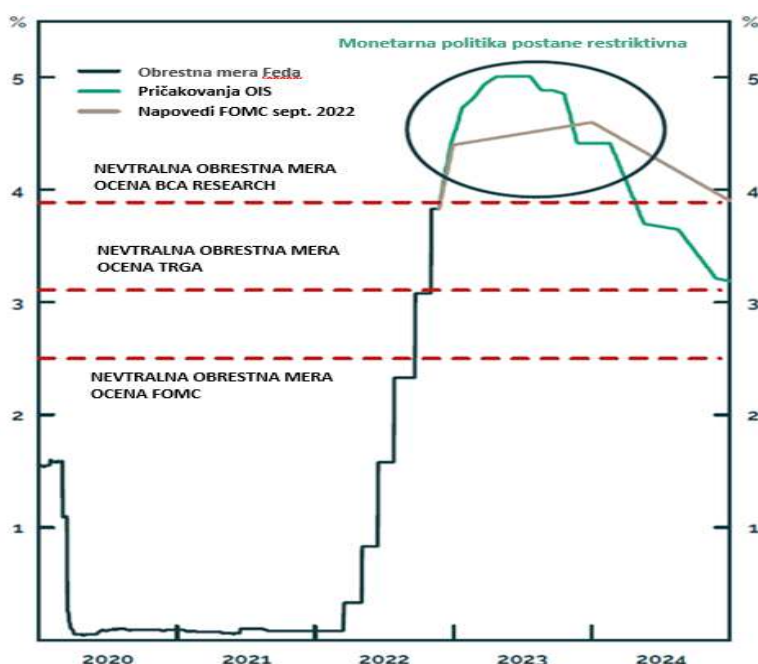
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BDP	2,9	2,3	-3,4	5,7	0,2	1,2	1,7
Core PCE	2,0	1,7	1,4	3,3	4,5	3,1	2,3
Brezposelnost	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8	4,4	4,4

Vir: Bloomberg 2022

V preteklosti je recesijo v ZDA sprožila restriktivna monetarna politika ali pa šok v agregatnem povpraševanju oziroma ponudbi. Monetarna politika postane restriktivna, ko preseže nevtralno obrestno mero. V teoriji je to tista realna obrestna mero, ki podpira gospodarstvo pri polni zaposlenosti in največji proizvodnji, hkrati pa ohranja konstantno inflacijo. Ravni ni

mogoče neposredno opazovati, zato so si stališča, kje je ta obrestna mero, zelo različna. Fed ocenjuje, da je pri 2,5 %, trg in analitiki pa, da je nekje med 3,25 % in 3,75 %. Torej bo monetarna politika po mnenju trga šele s pričakovanim dvigom za 50 o. t. v decembru preseгла njihovo oceno nevtralne obrestne mere.

Slika 2: Monetarna politika postane restriktivna, ko preseže nevtralno obrestno mero



Vir: BCA Research 2022

Kdaj bo nastopila recesija?

Zgodovina kaže, da recesija tipično nastopi v 12 mesecih po tem, ko kratkoročne

obrestne mere presežejo potencialno rast BDP ali njeno dolgoročno povprečje.

Preglednica 4: Število mesecev do nastopa recesije, ko kratkoročne obresti presežejo rast BDP

Ko donosi 3-mesečne zakladne menice presežejo:	Število mesecev do nastopa recesije						
	2007	2001	1991	1981	1980	1973	1969
Potencialno rast BDP	22	14	25	10	4	0	0
Mediano rasti BDP	0	8	19	10	4	3	0
Povprečje potencialne in mediane rasti BDP	0	13	22	10	4	0	0

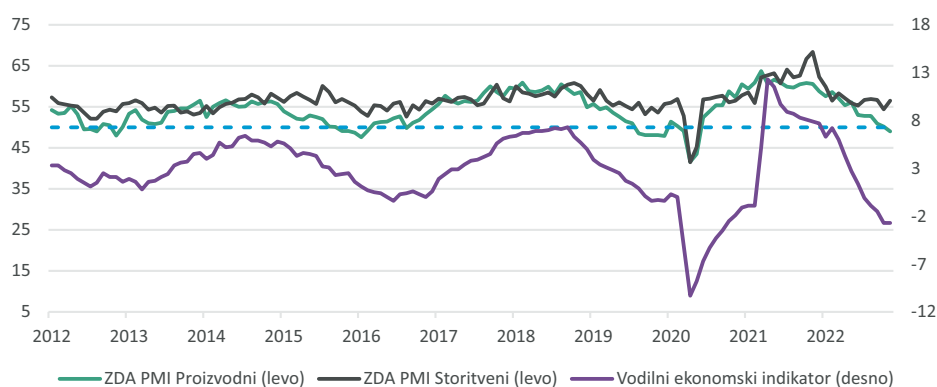
Vir: BCA Research 2022

Krivulji razmika donosnosti 2- in 10-letne državne obveznice ter 3-mesečne zakladne menice in 10-letne državne obveznice, ki veljata za relativno zanesljiv napovednik bližajoče se recesije, sta globoko v negativnem območju. Verjetnost nastopa recesije v ZDA je poskočila na 65 %, in če sklepamo na podlagi zgodovinskih podatkov, lahko pričakujemo, da bo recesija nastopila konec leta 2023 oziroma v začetku leta 2024.

Na njeno bližino opozarja tudi nekaj drugih kazalnikov. Vodilni ekonomski indikator, ki ga spremlja Conference Board, je od konca

julija negativen, zaloge presegajo nova naročila, proizvodni indeks nabavnih menedžerjev ima izrazit negativen trend in je konec novembra upadel po mejo 50 na 49, kar nakazuje skrčenje. Poslabšanje finančnih pogojev posledično že vpliva na ekonomsko aktivnost. Relativno odpornost kaže storitveni indeks, ki je v novembru dosegel rast in presegel pričakovanja ter kaže na to, da je povpraševanje po storitvah še močno. Tudi predsednik Feda Jay Powell je v svojem nagovoru poudaril, da je za prihodnje gibanje inflacije sektor storitev ključnega pomena.

Slika 3: Vodilni ekonomski indikator in proizvodni indeks kažeta na kontrakcijo, storitve še odporne



Vir: Bloomberg 2022

Popuščati so začele tudi druge gonilne sile ameriške potrošnje. Visoke obrestne mere so ohladile nepremičninski trg, popravki na

finančnih trgih imajo negativen učinek na zasebno premoženje, velik del prihrankov, akumuliranih med pandemijo, je porabljen.

Pričakovana je blaga recesija

V primerjavi s preteklima dvema globokima recesijama v ZDA v letih 2008/2009 in 2020 pričakujemo, da bo prihajajoča recesija blaga oziroma povprečna. Običajno globokim recesijam botruje neki zunanji šok, primer sta GFC v letih 2008/2009 ter Volckerjeva izjemno restriktivna monetarna politika in naftni šok v sedemdesetih. Vse

blažje pretekle recesije je sprožila omejevalna monetarna politika, podobno kot to pričakujemo tudi danes.

Kljub temu se je trdemu pristanku v letu 2023 še vedno mogoče izogniti. Nižja stopnja inflacije lahko pozitivno vpliva na sentiment potrošnika in spodbudi

potrošnja, močan trg dela ob tem zvišuje realne plače, vlada pa lahko z dodatnimi fiskalnimi spodbudami omili upad ekonomije.

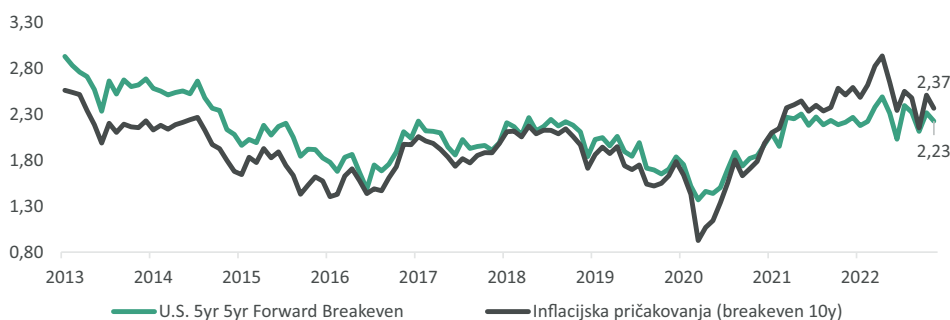
Če izločimo recesijo leta 2020, ki je bila posledica pandemije in ne ekonomskih dejavnikov, smo bili v zadnjih 60 letih priča osmim recesijam, ki jim je skupno to, da je BDP v povprečju upadel za 200 o. t., stopnja brezposelnosti pa se je povišala za 300 o. t. Globoke recesije v sedemdesetih letih, v začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja in ob globalni finančni krizi v letih 2008/2009 so v povprečju pomenile upad BDP za 300 o. t. in povišanje stopnje brezposelnosti za 380 o. t. Blažje recesije pa sta v povprečju spremljala upad BDP za 100 o. t. in skromno povišanje stopnje brezposelnosti za 240 o. t. Kako hudo bo torej tokrat?

V preteklosti so globlje recesije sledile obdobju povišane inflacije ali divjim finan-

čnim špekulacijam. Na prvi pogled je današnja situacija podobna tisti iz sedemdesetih in osemdesetih let, ko je bil tedanji predsednik Feda Volcker prisiljen dvigniti obrestne mere na izjemno visoke ravni, da bi ukrotil inflacijo, in je s tem sprožil globoko recesijo. Tudi Powell je trden v svoji nameri, da ne bodo odnehali, dokler ne dosežejo dwoodstotne inflacije. Čeprav je inflacija v ZDA dosegla 40-letni vrh, pa med primerjanima obdobjema obstajata dve razliki. Inflacijska pričakovanja so danes še vedno relativno stabilna, medtem ko so v Volckerjevem obdobju močno zrasla. Razlika je tudi v tem, da so k trenutni veliki rasti inflacije v današnjem obdobju največ prispevale težave v dobavnih verigah, ki se bodo s časom razrešile. Dolgoročna inflacijska pričakovanja so zato znotraj cone udobja Feda, med 2,3 in 2,5%.

Fed ohranja kredibilnost – inflacijska pričakovanja so relativno stabilna

Slika 4: Inflacijska pričakovanja (v %)



Vir: Bloomberg 2022

Po pričakovanjih se inflacija, povezana s pandemijo in težavami dobavnih verig, upočasnjuje, kar je pozitivno za Fed in njegov prihodnji cikel dvigovanja obrestnih mer. Vprašanje pa je, ali se bo inflacija upočasnila dovolj hitro, da bi bistveno zmanjšala verjetnost nastopa recesije v ZDA v prihodnjih 12 mesecih. Upočasnjevanje inflacije bo nedvomno vodilo v počasnejši

tempo zviševanja obrestne mere, raven obrestnih mer pa kljub vsemu ostaja visoka.

Povečan javni dolg je razlog za skrb na dolgi rok, če bodo realne obrestne mere ostale na višjih ravneh, zasebni sektor pa nima večjih neravnovesij, ki bi lahko privedla do hujše recesije. Gospodinjstva so se v zadnjih 10 letih razdolžila, nizke obrestne mere v

Mehki pristanek je teoretično še vedno možen, vendar malo verjeten

preteklem obdobju so pripomogle tudi k manjšemu nepremičninskemu dolgu, saj je mnogo lastnikov nepremičnin v ZDA refinanciralo obstoječe hipoteke po nižji obrestni meri. Višji zahtevani donosi državnih obveznic bodo sicer vplivali na servisiranje dolga pri podjetjih in bodo povišali kazalnike servisiranja dolga, vendar startajo z relativno nizkih ravni, zato to ne bi smelo bistveno prispevati k recesiji.

Razlog za bolj blago recesijo sta tudi višina prihrankov ameriških gospodinjstev, ki je ocenjena na 1.200 mrd USD, in akutno pomanjkanje delovne sile. Participacija delovne sile ostaja 1 % pod predpandemično ravno, bistveno se je zmanjšala participacija delavcev, starih več kot 55 let. Participacija delovne sile se zaradi demografskih sprememb (upokojevanje) zmanjšuje že vse od velike finančne krize, zaradi trenutnega velikega pomanjkanja delovne sile pa je pričakovati, da bodo podjetja med recesijo bistveno previdnejša pri odpuščanju kot doslej, saj bodo kasneje težko nadomestila odpuščene delavce. Iz tega razloga je mogoče, da se stopnja brezposelnosti v času recesije ne bo bistveno povišala.

Največje tveganje za globljo recesijo bi prinesla morebiten šok, kot sta bila pandemija in vojna, ter bolj lepljiva inflacija. Atlanta Fed je za spremljanje tako imenovane lepljive inflacije oblikoval košarico dobrin, katerih cene se spreminjajo zelo počasi, tako navzgor kot navzdol. Komponente te mere inflacije so kratkoročno manj odzivne na spremembe v povpraševanju oziroma sproščanje razmer v dobavnih verigah. Po zadnjih podatkih je omenjeni indeks konec oktobra na letni ravni višji za 5,5 %, medtem ko je še v septembru znašal 8,5%.

Prav tako tveganje za globoko recesijo prinaša morebitna napačna odločitev Feda. Učinki monetarne politike pridejo z

zamikom, podobno z zamikom sledi gibanje inflacije. Hitro rastoča inflacija običajno doseže svoj vrh v recesiji in nato naglo upade. Ker monetarna politika in inflacija delujeta z zamikom, obstaja verjetnost, da bi Fed monetarno politiko preveč zaostрил oziroma bi pri ostrejši politiki vztrajal predolgo.

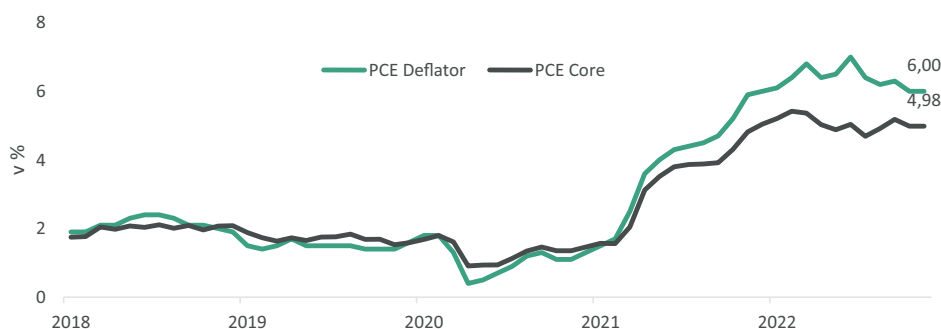
Mehki pristanek se v vsej zgodovini ZDA še ni zgodil, je pa teoretično še vedno možen. Da bi tak scenarij uspel, bi moral Fed začeti zniževati obrestno mero pred nastopom recesije ali pa najti nov vir podpore agregatnemu povpraševanju, na katerega restriktivna monetarna politika ne bi imela vpliva. Dokler je stopnja brezposelnosti pod NAIRU, je malo verjetno, da bo Fed zniževal obrestne mere, saj ne želi, da se ponovi inflacijski scenarij iz sedemdesetih let. V drugem primeru pa je možno, da bi kratkoročno naglo umirjanje inflacije vplivalo na realne plače, saj se nominalna rast plač počasneje prilagaja inflaciji potrošniških dobrin, tako navzgor kot navzdol. Rast realnih plač bi na kratek rok lahko spodbudila potrošnjo in tako vodila v podaljšanje ekspanzivnega cikla, kljub restriktivni monetarni politiki. Malo verjetno je, da se Fed na to ne bi odzval z dodatnim zategovanjem monetarne politike, saj dvig potrošnje lahko dodatno zniža stopnjo brezposelnosti in s tem posledično sproži spiralno rast plač.

Posamezni kazalniki nakazujejo, da se inflacija umirja

Jedrna inflacija PCE (Personal Consumption Expenditure), ki meri spremembe cen potrošniških dobrin in storitev, je konec oktobra na letni ravni znašala 6 % in se je v primerjavi z mesecem prej presenetljivo obrnila navzdol. Spodbudna novica za trge, predsednik Feda Powell pa je poudaril, da bodo pozorni, ali se bo negativen trend nadaljeval. Fed se osredotoča predvsem na spremljanje Core PCE, jedrno inflacijo brez hrane in energije,

saj sta slednji dve bistveno bolj volatilni. Oktobra je Core PCE znašal 5 % na letni ravni, kar je podobna raven kot konec leta 2021. Čeprav je Fed v marcu 2022 začel enega najhitrejših ciklov zaostrovanja monetarne politike od osemdesetih let, se je inflacija Core PCE skozi leto bolj ali manj gibala približno v razponu 10 % više oziroma nižje od trenutne ravni.

Slika 5: Jedrna inflacija PCE (anualizirano, v %)



Vir: Bloomberg 2022

Ameriška centralna banka je v novembru že četrty zapored dvignila obrestno mero za 75 o. t. Predsednik Powell ostaja trden v svoji nameri, da ukroti inflacijo, pustil je malo dvoma, da ne bi bil pripravljen dvigniti obrestne mere tako visoko, kot bo potrebno za zatiranje inflacije, čeprav centralna banka predvideva premik navzdol k počasnejši rasti. Fed bi lahko tempo zviševanja obrestne mere upočasnil že na sestanku decembra, Powell pa je poudaril, da je še veliko prezgodaj pričakovati premor pri tempu zviševanja in da bo končna raven obrestnih mer višja, kot je bilo objavljeno v septembrski napovedi Feda.

Prihodnja pot inflacije ostaja negotova, pojavljajo pa se prva znamenja, ki kažejo na to, da v letu 2023 lahko pričakujemo njeno

umirjanje. Poleg tega da se umirjajo cene hrane in energentov, so se s pandemičnih vrhov že spustile cene trajnih potrošnih dobrin. Kazalnik, ki se počasneje prilagaja in pri katerem običajno preteče do 12 mesecev, da se njegove spremembe zaznajo v inflacijskih številkah, so najemnine. Tako je spodbudno, da so najemnine za nove najeme že na bistveno nižjih ravneh kot med pandemijo, po pričakovanjih naj bi prve učinke nižjih cen zaznali v prvi polovici leta 2023. Cene preostalih storitev, kamor sodijo storitve zdravstvenega sektorja, izobraževanja in gostinsko – nastanitvenega sektorja, pomenijo več kot polovico inflacijskega indeksa Core PCE. Na omenjene kategorije ima največji vpliv gibanje plač, zato je razvoj na trgu dela ključen za razumevanje trendov inflacije.

Fed ostaja trdno na svoji začrtani poti in je pripravljen dvigovati obrestne mere tako dolgo, da doseže svojo ciljno inflacijo pri 2 %.

Trenutna stopnja brezposelnosti je blizu 50-letnega dna

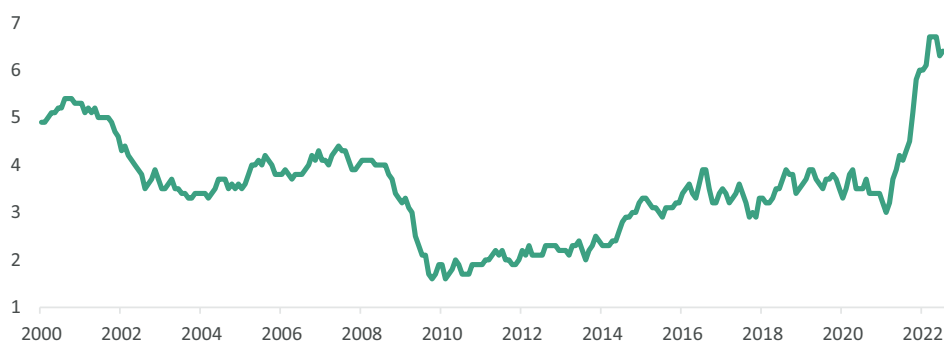
Tveganje za spiralno rast plač se sicer povečuje, vendar je za poln zagon spirale potrebno, da se dvignejo tudi dolgoročna inflacijska pričakovanja. Dokler bo Fed vztrajal pri svoji drži jastreba, bodo inflacijska pričakovanja relativno stabilna. Plače v zadnjih dveh letih kljub rasti zaostajajo za rastjo inflacije, ker se prilagajajo z zamikom, tako da lahko pričakujemo, da bodo zaostajale tudi, ko se bo inflacija umirila.

Splošna rast plač, kot jo spremlja Atlanta FED Wage Tracker, ostaja na povišanih ravneh, se je pa začela umirjati. Podobno se umirja število novih razpisanih delovnih mest, ki je od vrha že nižje za približno 1,5 mio, še vedno pa je na bistveno višjih ravneh kot pred pandemijo. Na vsakega Američana, ki išče zaposlitev, je razpisano 1,7 delovnega

mesta. Pred nastopom recesije se mora število razpisanih delovnih mest še precej zmanjšati. Stopnja brezposelnosti je ostala na ravni iz oktobra, pri 3,7%, znižala pa se je stopnja participacije delovne sile, in sicer z 62,2 na 62,1%. Smer je neugodna, saj pomeni, da konkurenca za pridobivanje delavcev ostaja velika.

Fed ocenjuje, da v ZDA primanjkuje 3,5 mio delavcev. Od tega 2 mio zaradi predčasne/presežne upokojitve in manjše participacije delovne sile, nadaljnjih 1,5 mio pa zaradi manj imigracij in višje (tudi s covidom povezane) smrtnosti. Powell je dejal, da bo, dokler se ne odpravijo težave z dobavnimi verigami, za ponovno vzpostavitve ravnotežja na trgu dela potrebna zmernost rasti povpraševanja po delovni sili.

Slika 6: Splošna rast plač v ZDA (Atlanta FED Wage Tracker, v %)



Rast plač se počasi spušča z vrhov

Vir: Bloomberg 2022

Kako dolg bo cikel zaostrovanja monetarne politike in kdaj se bo zgodil preobrat?

Analiza ciklov zviševanja obrestnih mer v razvitih državah med letoma 1960 in 2019 kaže, da je zviševanje obrestnih mer v povprečju trajalo dobrih 15 mesecev, 70% teh historičnih ciklov je trajalo dlje kot eno leto. Dolžina ciklov zviševanja obrestnih mer je bila podobna v obdobju tako visoke kot

nizke inflacije. Centralne banke običajno prenehajo zviševati obrestne mere, še preden je stopnja inflacije bistveno nižja oziroma ko je še blizu vrha.

V povprečju so se cikli zviševanja končali, ko se je medletna inflacija spustila za približno

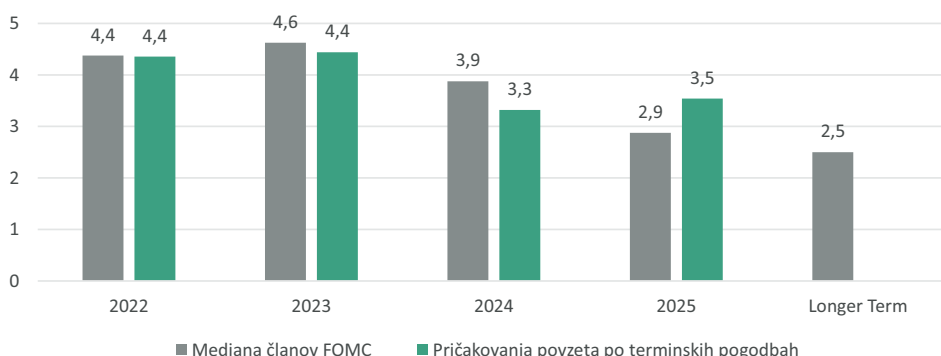
10 % od svojega vrha (na primer s 5 na 4,5 %). Jedrna inflacija brez stroškov hrane in energije, mera, ki jo spremlja Fed, je od svojega trenutnega vrha nižje za 8 %. Zgodovina kaže, da znižanje obrestne mere običajno sledi kmalu po ciklu zategovanja – prvo znižanje v povprečju sledi sedem mesecev po zadnjem dvigu. V kar treh četrtinah takšnih ciklov so prvo znižanje obrestne mere sprejeli prej kot v enem letu po zadnjem dvigu.

V preteklosti je Fed v 80 % primerov začel zniževati obrestne mere, ko se je indeks nabavnih menedžerjev spustil pod mejo 50 in ko je inflacija v naslednjem četrtletju še vztrajala nad ciljno. Možnosti za takšen preobrat so zdaj manjše, saj se Fed bojuje s pregretim trgom dela. Večja verjetnost za preobrat Feda bo nastopila, če se bo stopnja brezposelnosti povišala na 5 %, zaradi recesije pa bi inflacija naglo upadla.

Powellov izziv je signalizirati premik k počasnejšemu tempu dvigov obrestne mere, ne da bi sporočil, da je Fed skoraj

končal kampanjo zaostrovanja. Njegove pripombe so premaknile fokus z obsega naslednjega dviga obrestnih mer na to, kje bodo obrestne mere dosegle vrh in kako dolgo bodo morale ostati na teh ravneh. Izraz »dovolj restriktivno« je novi jezik FOMC. Uravnotežen je bil z besedami, da bo hitrost prihodnjih zvišanj »upoštevala kumulativno zaostrovanje denarne politike, zamike, s katerimi denarna politika vpliva na gospodarsko aktivnost in inflacijo, ter gospodarski in finančni razvoj«. Powell je pazil, da je poudaril, da to ne pomeni nobenega umika v vojni proti inflaciji. Opozoril je, da so tveganja večja, če bi naredili premalo kot preveč. Priznal pa je, da je pot do mehkega gospodarskega pristanka vse ožja, ker se močno povpraševanje in vztrajno visoka inflacija do zdaj nista kaj dosti odzvala na višje obrestne mere. Člani odbora FOMC v svojih napovedih v letu 2023 ne vidijo znižanja obrestne mere. Po pričakovanjih trga bo prvo znižanje obrestnih mer lahko v letu 2024.

Slika 7: Obrestna mera – mediana napovedi članov FOMC in pričakovanja trga, povzeta po terminskih pogodbah (v %)



Vir: Bloomberg 2022

Še eno leto geopolitične nestabilnosti

Ruska invazija v Ukrajini ter dogodki, povezani s Tajvansko ožino in iranskim nuklearnim programom, nakazujejo, da se nestabilnost v svetu povečuje. Države udeležene politiko moči in s tem ustvarjajo sekularno povečanje geopolitičnega tveganja ter povzročajo negotovost na finančnih trgih.

Po preštetju glasov na ameriških kongresnih volitvah se je izkazalo, da se napovedani republikanski »rdeči val« ni zgodil. V prihodnjih dveh letih v ameriškem kongresu nobena stranka ne bo imela pomembne prevlade, s katero bi lahko uresničevala svoj polni program. Republikanci imajo v senatu zgolj en sedež več kot demokrati. To otežuje sprejemanje pomembnejše zakonodaje, republikanci si bodo prizadevali zmanjšati porabo in zamrzniti fiskalno politiko. Domača politika bo bolj kot ne paralizirana, zunanja pa bo aktivna in nekonsistentna, saj ima Bidnova administracija zelo šibko podporo, izgubili so večino v senatu, prav tako je negotovo, kdo bo njihov kandidat na predsedniških volitvah v letu 2024. Donald Trump pa je kljub razočaranju republikancev na kongresnih volitvah napovedal ponovno kandidaturu na predsedniških volitvah. V zunanji politiki si bodo ZDA še naprej prizadevale podpreti svoje zaveznike in partnerje, Ukrajino, Tajvan in Izrael, ob tem pa se bodo trudile, da ne sprožijo recesije. Slednja bi namreč močno zmanjšala verjetnost, da demokrati obdržijo Belo hišo.

V letu 2023 so poleg trenutne rusko-ukrajinske krize možni še geopolitična trenja na Bližnjem vzhodu in morebitni zapleti s Kitajsko zaradi Tajvana.

Naftno bogati državi Rusija in Iran imata v okolju omejene globalne ponudbe energentov geopolitični vzvod, ki ga izkoriščata z grožnjami s prekinitvijo dobave nafte.

Rusko-ukrajinski konflikt se bliža točki zastoja, saj nobena od strani ne more povsem prevladati. Prekinitev ognja bi bila za finančne trge pozitiven scenarij in je v letu 2023 še vedno možna, mirovne pogodbe med državama pa ni pričakovati. Rusija se aneksiranemu ozemlju ne bo odrekla, Evropa pa ne bo odstopila od sprejetih sankcij, saj bi s tem dovolila, da si Rusija obnovi vojaški aparat. Zadnji vojaški uspehi Ukrajine, širitev držav članic zaveze Nato in evropska energetska osamosvojitve od Rusije pomenijo veliko grožnjo za Putina, ki postaja vse bolj iracionalen in nepredvidljiv. Zateka se tudi h grožnjam z nuklearnim orožjem, bolj verjetno pa je, da bo pritisk izvajal z grožnjami o prekinitvi dobave nafte, kar pa lahko sproži globalno recesijo. Nestabilnost doma, v Rusiji, je še dodatno tveganje zanj, bližajo se volitve (marca 2024), zaradi dolgotrajne vojne in oslajene ekonomije Putinov režim postaja vse bolj obupan, kar lahko pripelje do negativnega presenečenja.

Prav tako še ni bil dosežen dogovor med ZDA in Iranom, tako da se napetost nadaljuje. Iran je sposoben narediti jedrsko orožje v približno dveh letih, s tem pa bi lahko sprožil izraelski vojaški napad. Kot opozorilo ZDA in Izraelu pred morebitnim napadom bi Iran lahko sabotiral naftno infrastrukturo na Srednjem vzhodu. Če nemiri na domačih tleh vrhovnega vodjo Alija Hameneja ne prisilijo, da sprejme ameriški dogovor, lahko Bližnji vzhod postane novo krizno žarišče. Naftni šok bi še dodatno povečal volatilitnost na trgih in posledično sprožil recesijo.

Bidnova administracija nadaljuje prizadevanja Trumpove vlade, da bi preprečila kitajski vojaški, tehnološki in ekonomski napredek. S tem namenom so konec oktobra uvedli nadzor nad izvozom naprednih

Bližnji vzhod lahko postane
novo krizno žarišče,
posledica pa bi lahko bil
naftni šok, ki bi sprožil
recesijo.

polprevodnikov ter tehnologije in znanja za njihovo proizvodnjo. Kitajska je močno odvisna od uvoza polprevodnikov, Tajvan pa je s svojim 40-odstotnim tržnim deležem največji proizvajalec naprednih polprevodnikov na svetu. Če bi ZDA podoben nadzor zahtevale tudi od svojih zaveznikov, bi se možnost ameriško-kitajskega in tajvansko-kitajskega konflikta močno povečala. Kitajska ima zelo omejene možnosti povračilnih ukrepov, še največ prostora ima pri redkih kovinah (angl. rare earth), kjer obvladuje več kot 70 % trga, obvladuje pa tudi več kot 89 % trga magnezija.

Kitajska je na dolgi rok edina država, ki je vojaško dovolj močna, da izzove ZDA, za trge pa bi tak spopad pomenil katastrofalen scenarij. Verjetnost polnega vojaškega napada na Tajvan v letu 2023 je majhna, še posebej po izkušnji Rusije z napadom na Ukrajino. Na dolgi rok pa je vprašanje, ali se je konfliktu sploh mogoče izogniti, saj se krepi tudi odpor Tajvancev proti Kitajski. Do volitev na Tajvanu v letu 2024 bo tako napetost ostala na visoki ravni, saj se bo Peking zatekal h kaznovalnim ukrepom z namenom oslabiti tajvansko vodilno politično stran.

Geopolitična nestabilnost se bo torej po pričakovanjih nadaljevala tudi v letu 2023, saj gre za strukturne konflikte, ki niso enostavno rešljivi. Diplomatski dogovori bi lahko preprečili nadaljnje zaostrovanje, vendar v času nastajanja tega dokumenta ni na vidiku nobenega.

Napovedi za leto 2023:

- Gospodarska rast v ZDA se upočasnjuje. K temu prispevajo pojemanje učinkov ponovnega odpiranja gospodarstva in pandemske fiskalne podpore, globalne posledice ruske vojne proti Ukrajini in ukrepi, ki so zaostriili finančne pogoje ter vplivajo na gospodarsko dejavnost.
- ZDA se recesiji najverjetneje ne bodo mogle izogniti, njen nastop je možen konec leta 2023 oziroma v začetku leta 2024, po pričakovanjih pa bo blaga.
- Inflacija se bo v letu 2023 upočasnila, v tem trenutku pa je težko napovedati, na kakšnih ravneh se bo ustalila.
- Upočasnjevanje inflacije bo nedvomno vodilo v počasnejši tempo zviševanja obrestne mere, raven obrestnih mer pa kljub vsemu ostaja visoka.
- Za preobrat monetarne politike je potrebna ponovna vzpostavitev ravnotežja na trgu dela, kar zahteva zmernost rasti povpraševanja po delovni sili.



Aleš Grbić

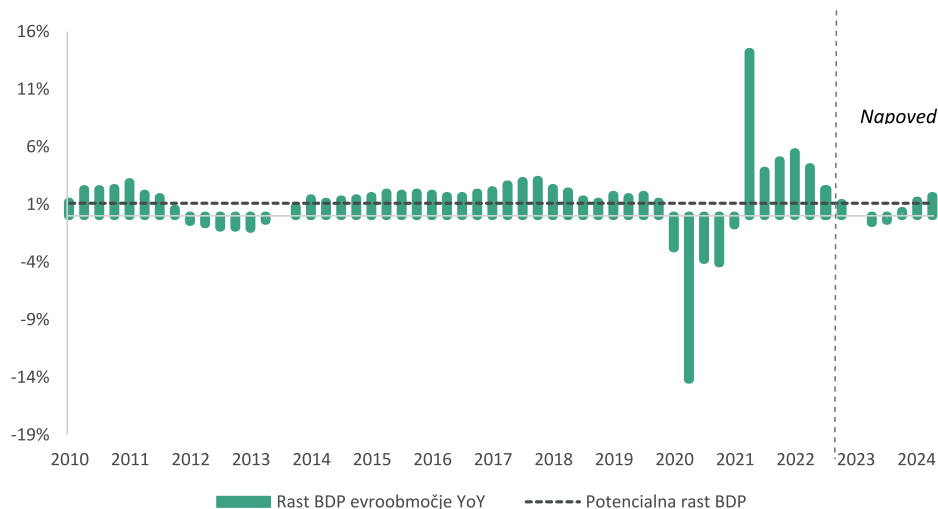
Evropa

Večina nas je konec leta 2021 pričakovala nadaljevanje okrevanja evropskega gospodarstva tudi v letu 2022 in vrnitev življenja v čas pred covidom-19. Rast pa se je v tretjem četrtletju 2022 zmanjšala na 2,3 % na letni ravni, kar je le slaba polovica rasti v drugem četrtletju 2022 in manj kot polovica rasti prvega četrtletja.

Pričakovanja za leto 2023 so se izredno poslabšala, dejansko večina udeležencev na

finančnih trgih v Evropi pričakuje blago recesijo, in sicer že konec leta 2022, ter nato okrevanje konec leta 2023 in v začetku leta 2024. Največje presenečenje v letu 2022 sta bili neverjetno vztrajna inflacija in ena najbolj negotovih geopolitičnih situacij od padca berlinskega zidu. Takšen razplet je predvideval le redkokdo. Z optimizmom nas navdajata trenutno upočasnjevanje inflacije in posledično ustavljanje agresivnih dvigov obrestnih mer ECB.

Slika 8: Gibanje BDP na evroobmočju (v %)



Vir: Bloomberg 2022

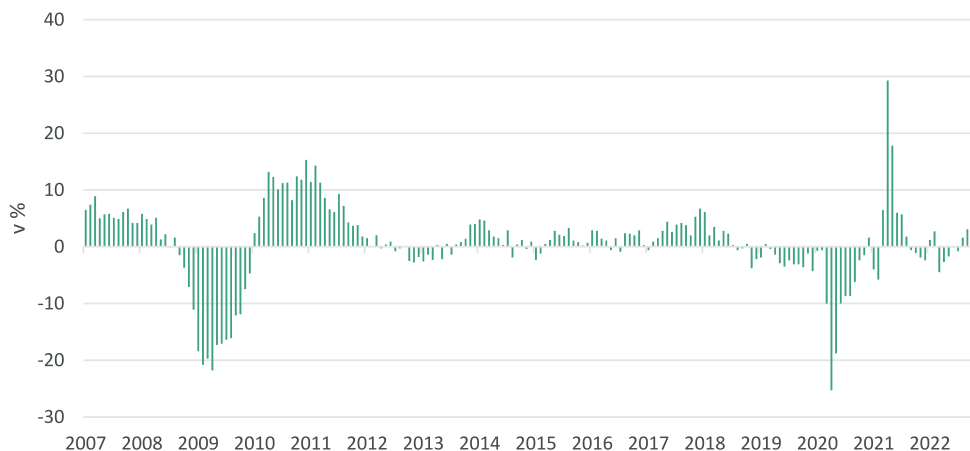
Pričakovanja za leto 2023 so se izredno znižala, dejansko večina udeležencev na finančnih trgih pričakuje blago recesijo v Evropi in sicer že konec leta 2022 ter nato okrevanje konec leta 2023

Dober začetek leta 2022 ob hitri upočasnitvi in pričakovanju ohladitve ekonomije v letu 2023

Konec leta 2021 je gospodarstvo v Evropi imelo velik zagon, enako velja še za začetek leta 2022. Po koncu februarja pa je nastala kombinacija več negativnih dejavnikov

(geopolitika, energetska kriza, najvišja inflacija v zadnjih 40 letih ...), ki so izrazito negativno vplivali na evropsko gospodarstvo.

Slika 9: Gibanje industrijske proizvodnje v Nemčiji

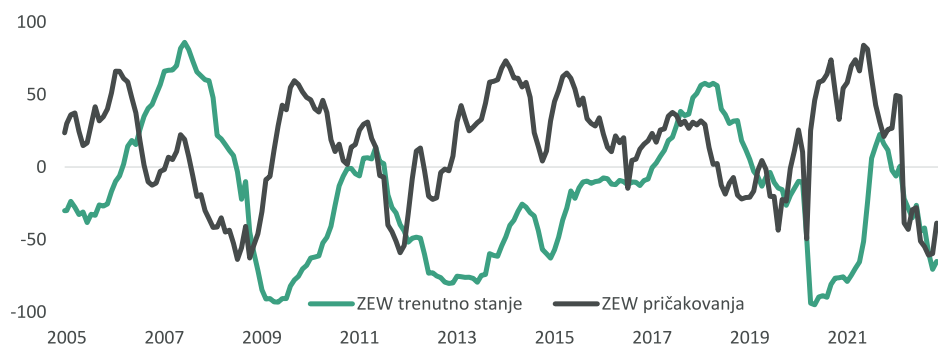


Vir: Bloomberg 2022

Geopolitične razmere so še dodatno poglobile energetska krizo v Evropi in dvignile lokalne cene energentov v Evropi.

Olje na ogenj negativnega sentimenta pa je prilila ECB z rekordnimi višanji temeljne obrestne mere.

Slika 10: Gibanje zaupanja podjetnikov v Nemčiji – ZEW



Vir: Bloomberg 2022

Ključni razlogi za nizko potrošniško zaupanje v EU so predvsem povišana inflacija, zviševanje obrestnih mer, upadanje razpoložljivega dohodka gospodinjstev, negotovosti pri dobavi energije in še vedno nerešen konflikt v Ukrajini. Potrošniško zaupanje je oktobra 2022 doseglo 30-letno dno in še kar ostaja na ravneh, ki so značilne za izrazit pesimizem. Tako nizke ravni nismo dosegli

niti v globalni finančni krizi med letoma 2008 in 2009. Dejansko tako nizkih ravni v EU sploh še nismo zaznali. Podoben sentiment je tudi v evropskem gospodarstvu, le da se je ta spustil »zgolj« do ravni, ki jo je dosegel v globalni finančni krizi. Evropsko gospodarstvo je pod vplivom podobnih dejavnikov kot potrošnik.

Geopolitične razmere so še dodatno poglobile energetska krizo v Evropi in dvignile lokalne cene energentov v Evropi

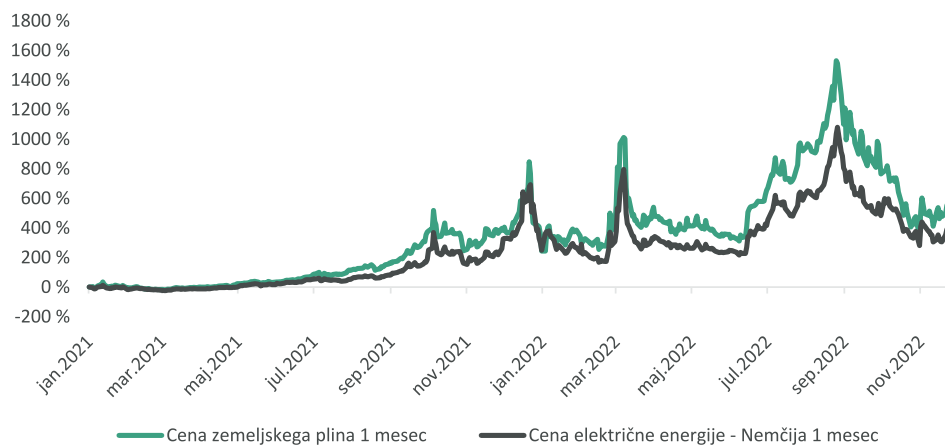
Energetska kriza

Vsaj še leto ali dve bo za Evropo, predvsem Nemčijo, velik izziv poiskati nadomestne dobave plina. Zaostritev geopolitične situacije v Ukrajini februarja 2022 je bil ključen psihološki dejavnik, ki je začel potiskati cene plina v Evropi v nebo. Rasti cen plina z dobavo v Evropi so sledile višje cene premoga, nafte, obnovljivih virov in drugih energentov, saj vsi ti viri na energetskem trgu v Evropi tekmujejo s plinom. Evropa se je s sankcijami proti Rusiji odpovedala dobavi nafte in delno plina iz Rusije. Zanimivo bo videti, kdo bo prvi popustil – Evropa ali Rusija – in ali bo ta dalj časa trajajoči in izčrpavajoči konflikt vodil v strukturne spremembe v evropski energet-

ski politiki. Države so s fiskalnimi ukrepi pomagale blažiti šoke na energetskem trgu.

V Evropi situacija še ni tako ugodna kot v ZDA – zaradi »uvožene inflacije« prek upada vrednosti EUR za okoli 15 % glede na USD. A tudi v Evropi že najdemo prva znamenja normalizacije cen energentov – cena plina je od svojega vrha poleti letos pri 275 EUR/MWh občutno upadla. Finančni trgi pričakujejo nadaljevanje nižanja njegove cene v prihodnjih dveh letih. Podobno velja za cene električne energije, ki se bodo s spremembo načina njihovega določanja normalizirale v letu do dveh.

Slika 11: Gibanje cen električne energije (Nemčija) in zemeljskega plina (nizozemska borza) za dostavo čez en mesec (v %)



Vir: Bloomberg 2022

Vsaj še leto ali dve bo za Evropo, predvsem Nemčijo, velik izziv poiskati nadomestne dobave plina

Nerešeni konflikt v Ukrajini je eden izmed vzrokov za energetska krizo v Evropi in je dobro pokazal na tveganja, ki jih je prinesla pretekla evropska (nemška) energetska politika. Ta se je zelo naslanjala na izredno poceni ruski plin. Dokaj naivno je verjela, da bo zelena energija lahko brez težav nadomestila jedrsko, ki so jo začeli v Nemčiji opuščati po jedrski nesreči v Fukušimi. To je zagotovo precej pripomoglo h globini

sedanje energetske krize, ki ima strukturne vzroke, in zato je scenarij hitre rešitve malo verjeten.

Zaradi evropske energetske krize se je povečalo tveganje zaprtja talilnic aluminija v Evropi. Tudi druge dejavnosti predelave kovin so v nevarnosti, da se ustavijo, če pride do racionalizacije poslovanja. Vlade evropskih držav bodo prisiljene pospešiti

investicije in subvencije, usmerjene v tehnologijo zajemanja ogljika, ko se bo povečala uporaba fosilnih goriv.

Hiter izhod iz energetske krize bi verjetno najprej zahteval diplomatsko reševanje konflikta v Ukrajini in trajno premirje. Takšen scenarij je žal postal zelo malo verjeten, bi pa imel izredno pozitiven učinek na evropsko gospodarstvo in potrošnika.

Positivna za Evropo je meteorološka napoved, da bo zima 2022/2023 toplejša

od povprečnih. Ob tem so bile zaloge plina v začetku decembra 2022 že 95-odstotno napolnjene. To jim je uspelo ob le devet-odstotnem uvozu plina iz Rusije (prej 40 %). Očitno je Evropa posrkala ponudbo plina na svetovnem trgu. Manjše dobave plina v Evropo iz Rusije so nadomestili s povečanjem uvoza utekočinjenega plina in dobavami plina z Bližnjega vzhoda. Po podatkih Bloomberga naj bi uvoz utekočinjenega plina sicer pokrtil le 40 % potreb regije do leta 2026, če Rusija ne bi več dobavljala plina Evropi.

Geopolitična situacija

Za Evropo je še posebej neugodna geopolitična situacija v Ukrajini, kjer trenutno še ni videti možnosti hitrega razpleta nastalega položaja. Strateško bo Evropa morala preseči odvisnost od

ruskega plina in uporabiti alternativne vire, a tako, da ti ne bodo občutno dražji, kar je trenutno velik izziv. Hitra umiritev položaja v Ukrajini s pogajanjem bi pomenila veliko olajšanje za ekonomski položaj v Evropi.

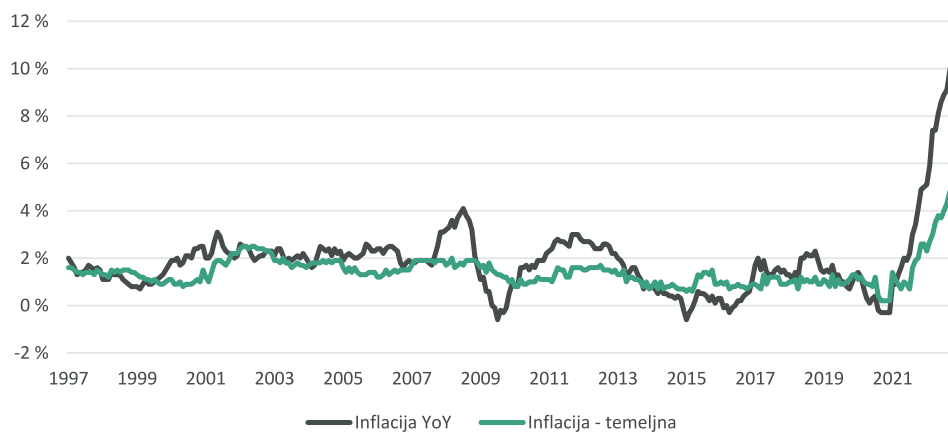
Inflacija se bo v letu 2023 občutno znižala, a tudi gospodarska aktivnost se bo zelo verjetno skrčila

Pospešek inflacije jeseni 2022 je bil posledica odprave nekaterih začasnih ukrepov v Nemčiji, ki so omejevali cene javnega transporta in goriv. Precej je k temu seveda pripomogla energetska kriza. Cenovna kapica na plin v EU bi lahko pomembno vplivala na znižanje inflacije, a le, če bo maksimalna cena določena dovolj nizko, in ne tako, kot je v trenutnem predlogu pri 275 EUR/MWh. Najverjetneje

je večina držav v Evropi kratkoročni vrh inflacije dosegla septembra oziroma oktobra 2022. Ob umirjanju cen energentov, okrevanju evra in nizkem zaupanju potrošnikov ter podjetnikov lahko pričakujemo nadaljevanje zniževanja inflacije. Še posebej bi rast inflacije ustavila recesija v Evropi, kar je tudi najverjetnejši scenarij.

Hitra umiritev položaja v
Ukrajini s pogajanjem bi
pomenila veliko olajšanje za
ekonomski položaj v Evropi

Slika 12: Inflacija na evroobmočju

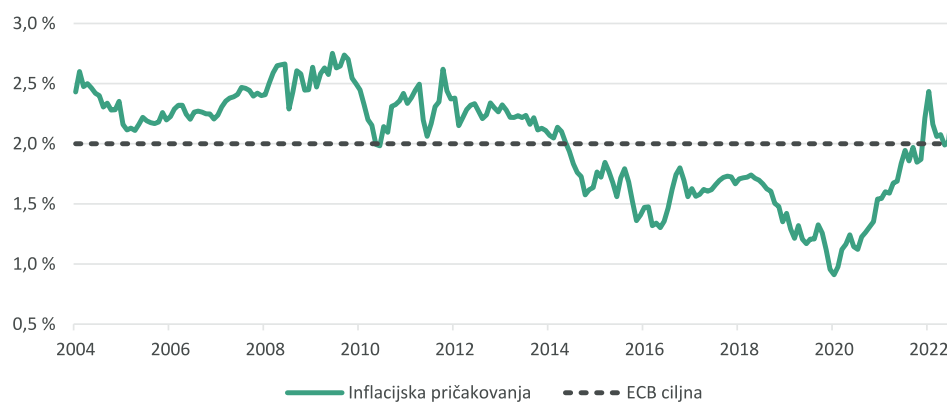


Vir: Bloomberg 2022

Dodatno bo k znižanju inflacije pripomogla sprememba modela za določanje cen elektrike na evropskem trgu, kjer plin ne bo več ključni dejavnik, ki bo določal cene drugim proizvajalcem električne energije. Iz

plina v Evropi proizvedemo dobrih 20 % električne energije, na drugi strani je 40 % proizvedemo iz obnovljivih virov (vključno s hidroelektrarnami), slabo četrtno iz jedrske energije in slabih 15 % iz premoga.

Slika 13: Inflacijska pričakovanja na evroobmočju



Vir: Bloomberg 2022

Napovedi za leto 2023:

- Energetska kriza bo glavni vzrok za blago recesijo v Evropi, ki jo finančni trgi pričakujejo že vsaj eno četrletje in bo verjetno nastopila pozimi 2022/2023. Argument za to najdemo v raziskavah in študijah, ki vse kažejo na občutno zmanjševanje ekonomske aktivnosti energetske intenzivnih industrij, ob tem bo visoka inflacija zmanjšala razpoložljivi dohodek gospodinjstev oziroma njihov realni dohodek.
- Oskrba s plinom bo na evropskem trgu tudi v letu 2023 dokaj krhka, ob tem bodo fiskalne spodbude oslabele, a bodo morale ostati, dokler se stanje ne normalizira. Ne smemo pozabiti niti na občutno škodo v industriji, ki je energetske intenzivna. Zato lahko dokaj realno v letu 2024 pričakujemo 1,4-odstotno anemično rast gospodarstva.
- Najbolj prizadeti državi zaradi energetske krize bosta Nemčija in Italija, medtem ko bosta v najboljšem položaju Francija in Španija. Naraščajoči stroški zadolževanja ob velikem dolgu in skromni gospodarski rasti bodo velik izziv za novo italijansko vlado.
- Čeprav so cene energentov močno upadle, bo inflacija vrh dosegla konec decembra 2022, saj je imela močen vztrajnostni moment. Ob umiritvi cen dobrin v letu 2023 se bo najverjetneje umirila tudi osnovna inflacija. Na drugi strani je dokaj bolj vztrajna inflacija v segmentu storitev zaradi nenehnih pritiskov na strani stroškov dela in energije. Konec leta 2023 bi lahko inflacija znašala okoli 3 %, v letu 2024 le še dobra 2 %.
- ECB bo zmanjšala hitrost zviševanja obrestne mere, saj se ta približuje svoji nevtralni ravni. Hkrati imamo slabše napovedi rasti gospodarstev v EU, ZDA in celotnega svetovnega gospodarstva. Dokler bodo obstajali inflacijski pritiski, ECB ne bo mogla voditi ohlapnejše monetarne politike.

Dodatno bo k znižanju inflacije pripomogla sprememba modela za določanje cen elektrike na evropskem trgu



Uroš Selič

Kitajska

Redko se zgodi, da gospodarstvo raste tako hitro kot kitajsko že vse od leta 1980, ko je država začela graditi edinstven družbeni sistem, komunistični kapitalizem, ki omogoča prostotržno gospodarstvo in deluje znotraj komunističnega sistema. Osupljiv vzpon tako velikega gospodarstva, ki je od osemdesetih let pa do konca prejšnjega desetletja raslo s povprečno letno stopnjo, ki je presegala 8 % BDP, pa se počasi končuje. Marsikateri skeptik ni verjel, da je kaj takega pod avtokratskim režimom sploh mogoče, še več pa jih je presenetila tako hitra sprememba v strukturi prebivalstva, ki se je iz ruralnega prelevilo v urbanega. Še leta 1980 je v mestu živelo manj kot 20 % kitajskega prebivalstva, danes jih v mestu živi več kot 60 %. ZDA kot največje svetovno gospodarstvo so za takšen preskok potrebovale skoraj 80 let. Ta preobrazba je vodila v osupljivo prilagajanje tehnološkim inovacijam s hitrostjo in obsegom, ki jima ni para drugje na svetu. Vseeno pa se zdi, da so napovedi za kitajsko prihodnost danes veliko manj rožnate, kot so bile nekoč.

Po eni strani je sicer razumljivo, da je upočasnitev izjemne gospodarske rasti deloma neizogibna že zaradi zakona velikih števil, po drugi strani pa tudi prehod na bolj potrošniško in storitveno usmerjeno gospodarsko rast poteka dokaj nestabilno, neuravnoteženo in neuskkljeno. Rast storitvenih dejavnosti je močno spodbudila ustvarjanje delovnih mest, povečala realne dohodke in moč potrošnika, a je prehod kmalu pokazal tudi slabe strani. Upočasnitev rasti produktivnosti, predvsem zaradi staranja prebivalstva in državne politike načrtovanja družine z enim otrokom, ki so jo oblasti izvajale med letoma 1980 in 2015, je znatno zmanjšala potencialno hitrost kitajske gospodarske rasti.

Da trenutno nad Kitajsko visijo temni oblaki, je na letošnjem kongresu priznal ponovno izvoljeni predsednik Ši Džinping, ki je

občinstvo opozoril, naj bodo pripravljeni prenesti močne vetrove, nemirne vode in celo nevarne nevihte. Če k temu prištejemo še letošnjo osrednjo nestabilnost, vztrajanje pri strategiji ničelne tolerance do covid-19, ki duši gospodarstvo in frustrira prebivalstvo, zaradi česar ljudje živijo pod nenehno grožnjo karantene, se je upravičeno vprašati, ali je Kitajska dosegla vrhunec svoje moči. A kljub temu je treba priznati, da se kitajska vlada trudi in veliko resursov usmerja v stabilizacijo gospodarstva, saj po veliki gospodarski rasti v zadnjem desetletju želi počasen prehod k dolgoročno bolj vzdržnim stopnjam rasti.

Že drugo leto zapored se kitajske delnice niso gibale v skladu s pričakovanji in so razočarale številne vlagatelje. V povprečju so se kitajske delnice, merjeno v EUR, v letu 2022 do konca novembra pocenile za 20 %, od vrha v februarju 2021 pa so cenejše že skoraj za polovico. Veliko »zaslug« za upad imajo tuji vlagatelji, ki so letos množično zapuščali kitajski trg, saj izgubljajo potrpljenje zaradi kopičenja težav od dosledne strategije ničelne tolerance do covid-19, negotovosti v tehnološkem sektorju do nepremičninskih težav in geopolitičnega tveganja v odnosu do Tajvana. Optimistične besede kitajskega predsednika o politiki krepitve finančnih trgov, ki jo je napovedal marca v svojem govoru in deloma uresničil z zmanjšanjem regulatornih pritiskov na tehnološka podjetja, so sredi oktobra ponovno postale vprašljive. S ponovno izvolitvijo, gre že za tretji predsedniški mandat, in postavitve sebi lojalne vodstvene ekipe je Ši Džinping nakazal na nepripravljenost za spremembe dosedanje politike, vse dokler bo na oblasti. Nekatere zato upravičeno skrbi, da bi nadaljevanje podobne politike lahko dodatno negativno vplivalo na zasebni sektor in zmanjšalo njegovo rast ter povečevalo pomen državnega sektorja.

Omeščanje politike ničelne tolerance do covid-19

Osrednja težava v letošnjem letu, ki je pomembno posegala v vse pore življenja ter močno obremenjevala gospodarstvo in puščala čedalje večje posledice, je bila strategija ničelne tolerance do covid-19. Medtem ko svet nadaljuje življenje po pandemiji covid-19, Kitajska še vedno vztraja pri strogih omejitvah in strategiji ničelne tolerance. Pred skoraj tremi leti, ko smo se prvič srečali z nalezljivim virusom, so kitajske oblasti v okviru politike ničelne tolerance do covid sprejele izredno stroge ukrepe, s katerimi so agresivno zatirale posamezna žarišča. Sprva je bil sev virusa bistveno manj nalezljiv in s tem laže obvladljiv, zato je politika ničelne tolerance veljala za velik uspeh. Danes je seveda drugače. Srečujemo se s številnimi mutacijami virusa, ki so bistveno bolj nalezljive.

V nasprotju s preostalim svetom, kjer je prebivalstvo z okužbami in cepljenji okrepilo imunski sistem in kjer se življenje vrača v neko obliko normalnosti izpred pandemije, je kitajsko vodstvo trdilo, da si preprosto ne more privoščiti spremembe smeri in se znova odpreti. Svoj delež pri ohranjanju politike ničelne tolerance sta imela tudi bistveno manj učinkovito domače cepivo v primerjavi s tujimi in nizka stopnja precepljenosti starejših, saj na desetine milijonov starejših okleva in zavrača ce-

pljenje. Ob koncu leta je bilo okoli 90 milijonov Kitajcev nezadostno zaščitenih pred virusom, kar bi ob opustitvi ukrepov zagotovo obremenilo in ohromilo zdravstveni sistem. Slab zgled je izbruh virusa ob začetku leta v Hongkongu, ki je zaradi nizke stopnje cepljenja med starejšimi pripeljal do najvišje stopnje smrtnosti na svetu.

Zgodovinski protesti proti strogim ukrepom, ki so v več mestih potekali konec novembra, so prisilili oblasti, da priznajo poraz tako radikalnega pristopa in deloma omeščajo politiko ničelne tolerance do covid-19. Za popolno odpravo te politike pa bo treba počakati še nekaj časa. Peking skuša z zamudo pospešiti cepljenje med starejšimi in ob tem morebiti upoštevati nasvet nemškega predsednika, ki pravi, naj preprosto začnejo uporabljati zahodna cepiva mRNA, da poiščejo izhod iz pandemije. Sprostitve bodo ogromno pripomogle k normalnemu delovanju podjetij, ki so bila zaradi nenehnih karanten precej prizadeta. Takšna odločitev bo seveda imela tudi pozitivne gospodarske posledice, tako za domače kot svetovno gospodarstvo, saj je Kitajska največja svetovna izvoznica in sinonim za največjo svetovno tovarno.

Sproščanje ničelne tolerance do Covid-19 bo imela pozitivne gospodarske posledice, tako za domačo gospodarstvo kot za svetovno gospodarstvo

Višje napovedi za gospodarsko rast v letu 2023

Zaradi številnih domačih in tujih neugodnih dejavnikov v letošnjem letu je Mednarodni denarni sklad (MDS) napovedal, da se bo kitajska gospodarska rast v letu 2022 upočasnila na 3,2 %, kar je daleč pod uradnim ciljem, ki so ga oblasti in tudi MDS objavili na začetku leta, to je bilo 5,5 %. Za leti 2023 in 2024 so napovedi znova bolj optimistične, povprečna rast gospodarstva naj bi znašala 4,4 %. Na manjšo gospodarsko rast v letu 2022 so poleg ničelne tolerance vplivale tudi ekstremne vremenske razmere, ki so povzročile kar nekaj prekinitvev v dobavi električne energije. Prav tako se je močno poslabšalo zunanje okolje, v mislih imamo seveda visoko inflacijo, strah pred

svetovno recesijo in nadaljevanje vojne med Rusijo in Ukrajino, vse to je vplivalo na manjšo gospodarsko aktivnost. Upočasnitev nepremičninskega trga, ki jo je sprožilo zaostrovanje zakonodaje, je privedla do likvidnostnih krčev v gradbeništvu, kar je dodatno bremenilo gospodarsko aktivnost. Tudi kitajski izvoz, ena redkih svetlih točk gospodarstva, se je v jesenskih mesecih upočasnil, predvsem zaradi naraščajoče verjetnosti recesije v drugih svetovnih gospodarstvih. V prihodnjem letu lahko pričakujemo nadaljevanje državnih spodbud gospodarstvu, ki bodo zelo dobrodošle ob načeti gospodarski aktivnosti.

Za leti 2023 in 2024 so napovedi gospodarske rasti ponovno bolj optimistične, povprečna rast gospodarstva naj bi znašala 4,4 %

Preglednica 5: Ključni gospodarski podatki (v %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
BDP	7,4	7	6,8	6,9	6,7	6	2,3	8,1	3,2	4,4
Inflacija	2	1,4	2	1,6	2,1	2,9	2,9	2,7	2,2	2,3

Vir: Bloomberg 2022; * napoved

Umiranje nepremičninskega trga

Nepremičnine so za Kitajsko zelo pomembne. Gradbeništvu in prodaja nepremičnin sta bila najmočnejše gonilo gospodarske rasti, odkar je Ši Džinping pred desetletjem prišel na položaj. Že zadnjih nekaj let pa je ta industrija v krizi. Gradbeniki se soočajo s krčem denarnega toka, zaradi katerega nekatera večja podjetja niso bila več sposobna plačevati, poleg tega se je zmanjšala prodaja, ljudje, ki jih skrbi, kaj bo z njihovimi nedokončanimi domovi, ki so jih plačali vnaprej, pa so začeli bojkotirati odplačevanje hipotekarnih posojil. Vse večje priseljevanje v mesta in velik delež špekulativnih nakupov nepremičnin kot ene redkih razpoložljivih varnih naložb na Kitajskem sta povzročila velik skok cen nepremičnin. Da se ne bi ustvaril prevelik nepremičninski balon, so kitajski uradniki

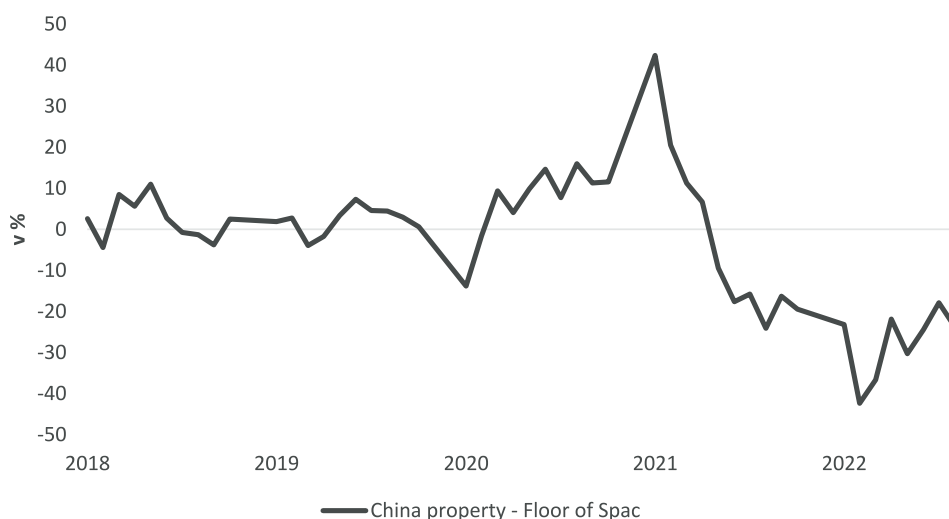
zato pospešeno ukrepali in potegnili zavoro. S strožjo politiko tako imenovanih treh rdečih črt so močno zaostriili pogoje za nadaljnje zadolževanje nepremičninskih podjetij in s tem zmanjšali povpraševanje. Številna gradbena podjetja niso več zmožna nadaljevati gradbenih projektov, ti so ostali nedokončani ob že prodanih stanovanjih, kar je povečalo tveganje za nepremičninsko krizo.

Kitajske oblasti si zelo prizadevajo, da bi ublažile in umirile razmere na nepremičninskem trgu ter se tako izognile razsežnostim, kakršne je povzročil Lehman Brothers v največji finančni krizi leta 2008. Zaradi bojkotov kupcev nedokončanih stanovanj so oblasti obljubile strožjo ureditev predprodaje – priljubljenega načina za

nakup stanovanj na Kitajskem, ko morajo kupci začeti odplačevati posojilo tudi pri projektih, ki so še v gradnji. V sodelovanju s centralno banko oziroma bančnim regulatorjem so ob koncu letošnjega leta sprejeli nove ukrepe, brez katerih bi se moralo končati poslovanje marsikaterega prezdolženega nepremičninskega podjetja. Šestnajst ukrepov, ki ohranjajo kreditno sposobnost gradbincev in nepremičninskih podjetij, hkrati pa so omilili prejšnje omejitve za nakup nepremičnin na strani kupcev, bo zagotovo izboljšalo razmere na stanovanjskem trgu, predvsem pa bo omogočilo prepotrebno likvidnost podjetij v težavah.

Novi sveženj ukrepov za oživitev stanovanjskega trga med drugim vključuje tudi navodilo bankam v državni lasti, naj znatno povečajo posojila sektorju in ponudijo financiranje za pomoč močnejšim nepremičniskim velikanom pri odkupu nedokončanih stanovanjskih projektov od šibkejših, kot je finančno prizadeta skupina China Evergrande Group. Obetavna novica, ki so jo najbolj čakali zaskrbljeni kupci, bo privedla do dokončanja stanovanjskih projektov, razpršenih po nekaterih večjih mestih po državi, in vodila v postopno stabilizacijo nepremičninskega sektorja.

Slika 14: Gibanje števila prodanih nepremičnin na Kitajskem (letna sprememba)



Vir: Bloomberg 2022

Napovedi za leto 2023:

- Pričakujemo postopoma sproščanje politike ničelne tolerance do covid-19, kar bo imelo pozitivne posledice tako za domače kot za svetovno gospodarstvo.
- Za leti 2023 in 2024 so napovedi gospodarske rasti ponovno bolj optimistične, povprečna rast gospodarstva naj bi znašala 4,4%.
- Kitajske oblasti si zelo prizadevajo, da bi ublažile in umirile razmere na nepremičninskem trgu ter se tako izognili razsežnostim, kakršne je povzročil Lehman Brothers v največji finančni krizi leta 2008.

Kitajske oblasti si zelo prizadevajo, da ublažijo in umirijo nastalo krizo na nepremičninskem trgu in se izognejo večjim razsežnostim krize, kot je bil Lehman Brothers trenutek, v največji finančni krizi leta 2008



Finančni trgi: medved v letu 2022, boljša izhodišča za leto 2023 in naprej

Leto 2022 je bilo negativno za večino naložbenih razredov, z redkimi izjemami. Tako delnice kot obveznice so se znašle v medvedjem trendu kot posledica najbolj agresivnih dvigov ključnih obrestnih mer, kar so jih centralne banke izpeljale v zadnjih desetletjih. Boj z inflacijo je bila tema številka ena, ki je prevladala nad vsemi drugimi dogodki.

Nista pa bila visoka inflacija in boj proti njej edina težava za finančne trge. Ruska invazija na Ukrajino v februarju je pomenila še dodaten šok predvsem na področju energije, kjer se je v največjih težavah znašla Evropa kot najbolj odvisna od ruskih energentov (predvsem od plina). Tudi Kitajska in njen zdaj že večni boj s covidom-19 ter pok nepremičninskega balona niso bili v veliko pomoč globalnemu gospodarstvu.

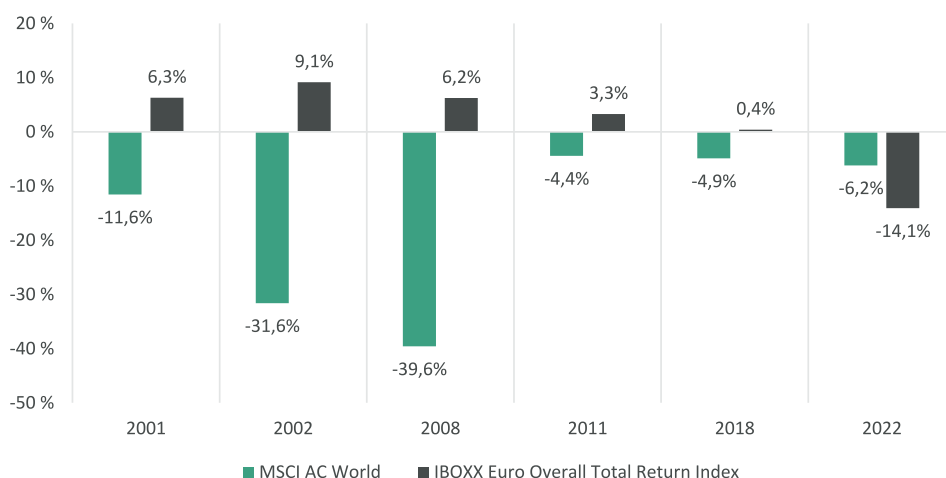
Da se je bilo zelo težko izogniti upadom, kaže tudi gibanje alternativnih naložb, kot je zlato, ki se je v preteklosti izkazalo v časih

večjih pretresov. Med poraženci pa najdemo še »digitalno zlato« – bitcoin in preostale digitalne naložbe, ki so še enkrat pokazale, da gre za špekulativen inštrument in nič več.

Če se ozremo v leto 2023, je prvo spoznanje, da je bila normalizacija obrestnih mer v rekordno kratkem času resda boleča, a na drugi strani je privedla do veliko boljših izhodišč z vidika vrednotenja in prihodnjih donosov tako za delnice kot še posebej za obveznice. Po mnogih letih, v katerih so bili zahtevani donosi obveznic nominalno in realno negativni, lahko zdaj ugotovimo, da so se obveznice vrnile kot normalna naložba. Mogoče pričakovani donosi niso tako izraziti, vendar lahko po mnogih letih znova spremljamo realno pozitivne donose, ob recesiji pa lahko te ponudijo tudi zaščito v razpršenem portfelju. Standardni portfelj 60/40 (delnice/obveznice) bo v prihodnje znova prevzel svojo vlogo.

Tako delnice kot obveznice imajo za seboj negativno leto

Slika 15: Gibanje delnic in obveznic v letih, ko so bili donosi delnic negativni (po letu 2001)



Vir: Bloomberg 2022

Delniški trgi

Delniški trgi so se v letu 2022 znova znašli v medvedjem trendu (upadi za več kot 20 % s preteklih vrhov), in to samo dve leti po pandemiji. Do konca novembra je delniški indeks MSCI AC World resda izgubil le slabih 10 % (merjeno v EUR), vendar je to posledica močnega ameriškega dolarja, ki je omilil upade za evropske vlagatelje. V ameriških dolarjih so bili ti upadi mnogo bolj občutni in so skozi leto znašali tudi več kot 20 %.

Ključna zgodba letošnjega leta je bila normalizacija obrestnih mer, ki je glavni razlog za upad delniških trgov. Na spodnji

sliki vidimo gibanje realne obrestne mere 10-letnih državnih obveznic. Po začetku pandemije so se te spustile celo v negativno območje (okrog -1 %), kar je pozitivno vplivalo na vrednotenje delniških trgov. Vidimo, da obstaja dokaj močna korelacija med obrestnimi merami in vrednotenji (pričakovani PE) za ameriški delniški indeks S&P 500.

V letu 2022 so se realne obrestne mere dvignile za več kot 2,5 %, kar je pomenilo močno prevrednotenje delnic. Pričakovani PE za indeks S&P 500 se je z začetka leta, ko je znašal 22, spustil na dobrih 17.



Aleš Šoba
CFA

Slika 16: Vrednotenja S&P 500 pod vplivom višjih obrestnih mer



Vir: Bloomberg 2022

Delnice imajo tako boljše izhodišče, kot so ga imele ob koncu leta 2021. Kljub temu pa si ne moremo obetati, da jim je zdaj odprta prosta pot navzgor. Pričakujemo še eno

zahtevno leto, v katerem bodo oči uprte v gibanje inflacije in posledični odziv centralnih bank ter v to, kakšen bo upad dobičkov podjetij, če nastopi recesija.

Višje obrestne mere glavni razlog za padec delnic v letu 2022

Leto 2022 v luči preteklih medvedov

Verjetno je najbolj pereče vprašanje, ki si ga zastavljajo vlagatelji, ali smo v tem medvedjem trendu že dosegli dno, in če ne, koliko bolečine nas še čaka.

Pogledali smo v zgodovino in v spodnji tabeli prikazali 12 medvedjih trendov, kolikor jih je bilo v ZDA po drugi svetovni vojni. Povprečni upad je znašal 34 % in je trajal 14 mesecev. S tega vidika je trenutni medved

videti manj boleč – z upadom od vrha za dobrih 25 % in trajanjem 10 mesecev (če bo dno oktobra zdržalo). Kot je bilo prej omenjeno, je bil upad v letu 2022 bolj ali manj posledica višjih obrestnih mer in nižjih vrednotenj. Če pa v letu 2023 doživimo globalno recesijo, bo naslednja težava za delnice upad dobičkov. Slednji v recesiji praviloma upadejo.

Preglednica 6: Pretekli medvedji trendi za indeks S&P 500 (po 2. svetovni vojni)

S&P 500 – medvedji trg					
Začetek	Konec	Trajanje (m)	Upad	Datum okrevanja	Čas okrevanja (m)
maj 1946	feb 1948	21	-25 %	jun 1950	49
jun 1948	jun 1949	12	-21 %	jan 1950	19
avg 1956	okt 1957	15	-22 %	sep 1958	25
dec 1961	jun 1962	6	-28 %	sep 1963	20
feb 1966	okt 1966	8	-22 %	maj 1967	14
nov 1968	maj 1970	18	-36 %	mar 1972	39
jan 1973	okt 1974	21	-48 %	jul 1980	90
nov 1980	avg 1982	20	-27 %	nov 1982	23
avg 1987	dec 1987	3	-34 %	jul 1989	23
mar 2000	okt 2002	30	-49 %	maj 2007	86
okt 2007	mar 2009	17	-57 %	mar 2013	65
feb 2020	mar 2020	1	-34 %	avg 2020	5
jan 2022	?	10	-25 %	?	?
Povprečje		14	-34 %		38
Mediana		16	-31 %		24

Viri: Bloomberg 2022 in lastni izračuni

Poleg nižjih dobičkov v recesiji so naslednja težava vrednotenja, predvsem ameriških delnic. Te so v začetku decembra kotirale pri 17-kratniku pričakovanega dobička v prihodnjih 12 mesecih. Glede na zgodovino ne moremo govoriti o pretirano nizkih

vrednotenjih. Resda so vrednotenja v letu 2022 močno upadla, vendar so bila pred tem tudi povišana, predvsem zaradi podpore izjemno nizkih obrestnih mer. To obdobje pa je, kot kaže, za nami.

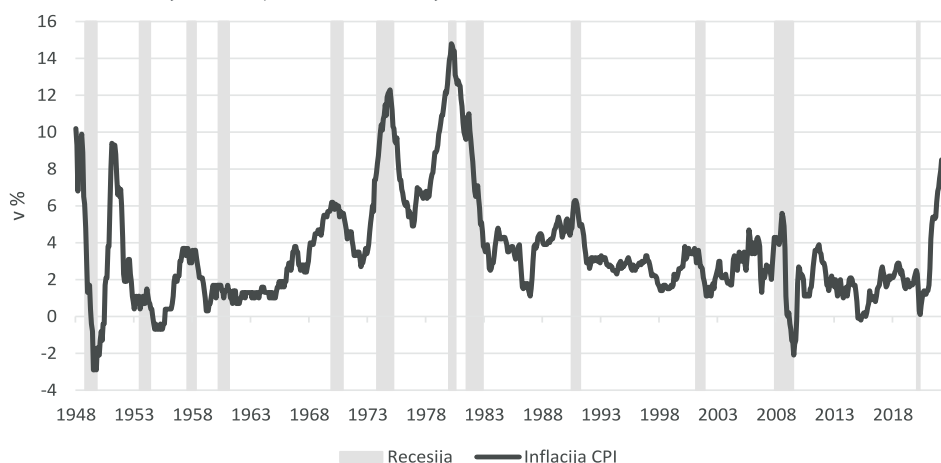
Padci v letu 2022 se niso približali preteklim medvedjim trendom

Inflacija je ključ do gibanja v letu 2023

Ključno za nadaljnje gibanje delnic bo, kaj se bo v letu 2023 zgodilo z inflacijo. Če bomo videli njen hitri upad, bi moralo to biti pozitivno za delnice. Menimo, da bo inflacija upadla hitreje, kot misli marsikdo. K temu se nagibamo zaradi zgodovine. Po letu 1930 je bilo v ZDA 16 inflacijskih ciklov. Povprečni vzpon inflacijske stopnje je trajal 29 mesecev, medtem ko je ta od vrha do dna potrebovala 27 mesecev. To pomeni, da so

inflacijski cikli simetrični. Prav tako inflacija ne vztraja na visokih ravneh, ko doseže vrh, temveč strmo upade. Če to prezrcalimo na trenutno dogajanje, lahko ugotovimo, da je inflacija v ZDA od dna do vrha potrebovala 16 mesecev (od februarja 2021 do junija 2022). Če bo zgodovina dober vodnik, bomo v ZDA inflacijo blizu 2 do 3 % videli ob koncu leta 2023 ali v začetku leta 2024.

Slika 17: Inflacija v ZDA po 2. svetovni vojni



Viri: Bloomberg 2022 in lastni izračuni

Če se ta scenarij res uresniči in bomo imeli nagel upad inflacije, ali bo to dovolj, da bodo delnice v letu 2023 nadaljevale rast in smo res že videli dno v tem ciklu? Če bi sodili po zadnjih večjih medvedjih trendih (2000, 2008), je odgovor ne. Pogoj za to, da so delnice dosegle dno, so bile nižje obrestne mere centralnih bank. Glede na to, da se nahajamo v okolju še vedno agresivnih dvigov centralnih bank, je na prvi pogled vsako razmišljanje, da so delnice v tem ciklu dosegle dno, prezgodnje. Vendar je takšno razmišljanje bolj primerno za okolje nizke inflacije/deflacije, s katero se je globalno gospodarstvo spopadalo zadnja desetletja.

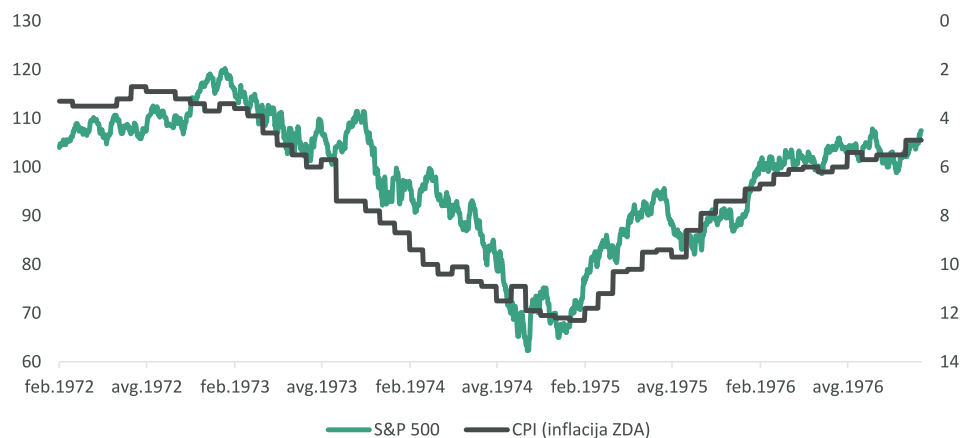
Mogoče je primernejša primerjava s sedemdesetimi leti prejšnjega stoletja, ko je bila tudi visoka inflacija. V tem okolju pa je

bilo za dno na delniških trgih dovolj, da je inflacija dosegla vrh (leto 1974). Podobna logika bi lahko bila uporabljena tudi za leto 2023. Ob hitrem upadu inflacije bi lahko centralne banke ustavile dvige obrestnih mer in to bi bil močan pozitiven signal za delnice.

Največja težava za delnice v letu 2023 je nedvomno povečana možnost recesije, ki je skorajda osnoven scenarij. Še najboljše kaže ZDA, a tudi tam bodo višje obrestne mere kljub vsemu prej ko slej pustile svoj pečat. Obstaja možnost, da ob hitrem upadu inflacije Fed preneha zviševati ključno obrestno mero oziroma svoj pristop celo obrne, ameriško gospodarstvo pa ne zapade v recesijo. Temu pravimo mehki pristanek.

Inflacija je ključ za gibanje delnic v letu 2023

Slika 18: Ameriške delnice so v letu 1974 dosegle dno takrat, ko je inflacija dosegla vrh

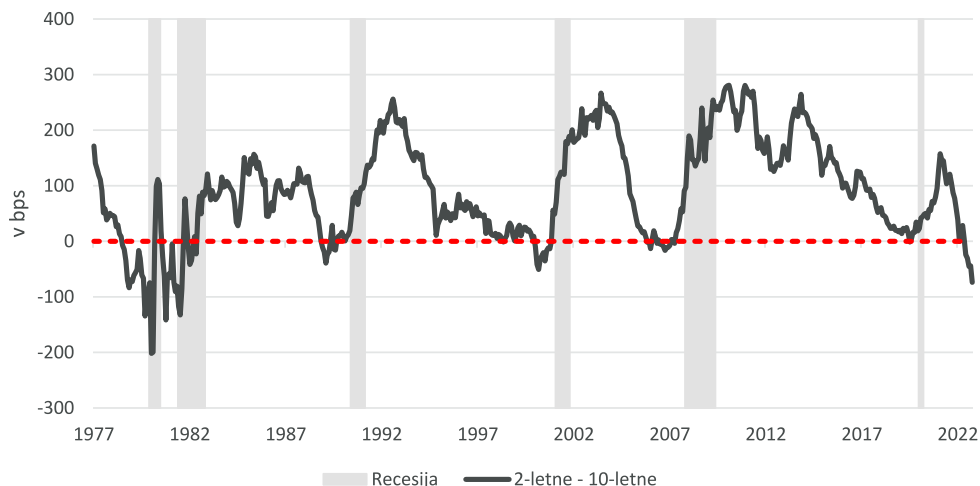


Vir: Bloomberg 2022

Verjetno je eden najbolj zanesljivih kazalnikov, ali se bliža recesija, obrnjena krivulja ameriških državnih obveznic. Gre za pojav, ko zahtevana donosnost kratkoročnih državnih obveznic (recimo 2-letnih) preseže zahtevano donosnost dolgoročnih (10-letnih). V letu 2022 se je krivulja obrnila

najbolj v zadnjih 40 letih. Vedno, ko se je to zgodilo, je sledila recesija. Glede na agresivne dvige obrestnih mer centralnih bank bi bila recesija logična posledica. Vedno, kadar je Fed dvignil ključno obrestno mero nad potencialno rast ameriškega gospodarstva, je sledila recesija.

Slika 19: Obrnjena krivulja je bila vedno znanilec recesije



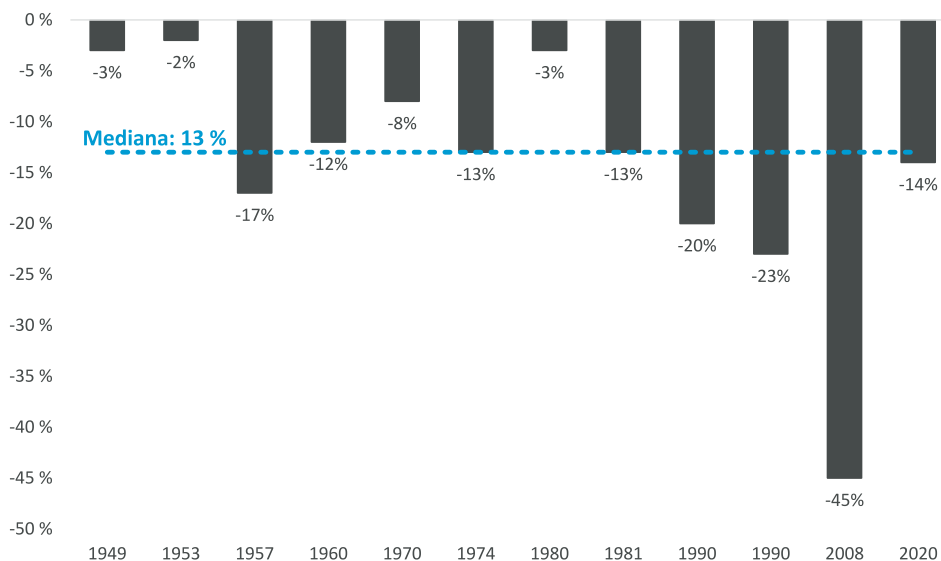
Vir: Bloomberg 2022

Pozitivna stran pa je, da tudi če ZDA doživijo recesijo, bo ta najverjetneje blaga v primerjavi s tisto iz leta 2008, mogoče podobna kot v letih 1970, 1990 in 2001. Glavni razlog za tako pričakovanje je, da v gospodarstvu ni večjih neravnovesij.

Recesija, tudi če bolj blaga, pa bo pomenila upad dobičkov. Seveda je to, kakšni so upadi dobičkov, odvisno tudi od globine recesije.

V letu 2023 bo boj med upadajočo inflacijo in recesijo

Slika 20: Upad dobičkov v času recesij (S&P 500)



Vir: Goldman Sachs 2022

V preteklih 12 recesijah, ki jih je ameriško gospodarstvo doživelo po drugi svetovni vojni, je bil povprečen upad dobičkov 13 %. V času visoke inflacije v sedemdesetih letih so bili ti upad razmeroma majhni. Glede na dejstvo, da smo v okolju povišane inflacije in da se pričakuje razmeroma blaga recesija oziroma celo mehki pristanek, je možno predvidevati, da bo tudi upad dobičkov razmeroma majhen. Na žalost finančni analitiki tega še niso vključili v svoje napovedi. Podatki, zbrani pri Bloombergu, kažejo, da analitiki pričakujejo nadaljnjo rast

dobičkov za 6,5 % v letu 2023. Ta pričakovanja se bodo skozi leto 2023 morala spustiti.

Glede na zapisano bodo glavni dejavniki v letu 2023 pozitiven sentiment med hitro upadajočo inflacijo in globina recesije ter z njo upada dobičkov. To napoveduje še eno volatilno leto, v katerem obstaja velika možnost, da bodo delnice znova testirale dno, doseženo v oktobru 2022. Vsak tak ponoven upad pa je po našem mnenju odlična nakupna priložnost.

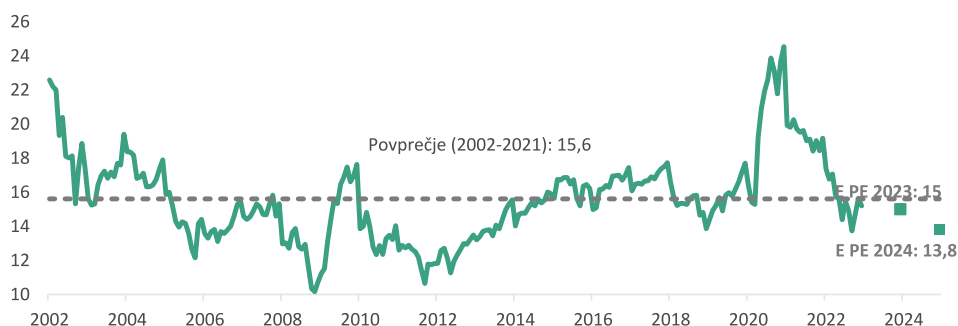
V času recesij dobički padejo, kar pomeni veliko tveganje za delnice

Vrednotenja: delnice imajo znova alternativo

V lanskem Mozaiku smo se spraševali, kakšno vlogo naj še sploh igrajo obveznice v portfeljih vlagateljev. Navkljub povišani inflaciji so zahtevane donosnosti vztrajale na nizkih oziroma negativnih ravneh. Leto 2022 je končno prineslo spremembo. Resda je bila ta sprememba boleča in, zgodovinsko gledano, vsaj za evropske obveznice še ne moremo govoriti o generacijski priložnosti, pa vendar so obveznice konec leta 2022 videti spodobno in lahko znova opravljajo pomembno vlogo v razpršenem portfelju, kot blažilec v primeru recesije. Delnice so končno dobile alternativo.

Preden se usmerimo na primerjavo delnic nasproti obveznicam, pa je smiselno pogledati, kako so po letošnjem upadu ovrednotene globalne delnice. V spodnjem grafu vidimo, da so neke na 20-letnem povprečju, če upoštevamo kazalnik P/E, ki znaša za leto 2023 okroglih 15. Vlagatelji lahko pričakujejo povprečne donose s teh ravni. Ali lahko gredo vrednotenja nižje? Absolutno. V času recesij, recimo v tisti leta 2008, se je ta kazalnik spustil proti 10-kratniku dobička. Če torej doživimo močnejšo recesijo in paniko na trgih, potem lahko vidimo tudi občutno nižje tečaje. Ampak ta scenarij je v letu 2023 malo verjeten.

Slika 21: Vrednotenje globalnega indeksa MSCI AC World je na dolgoročnih povprečjih



Vir: Bloomberg 2022

Vrednotenja delnic so na zgodovinskih povprečjih

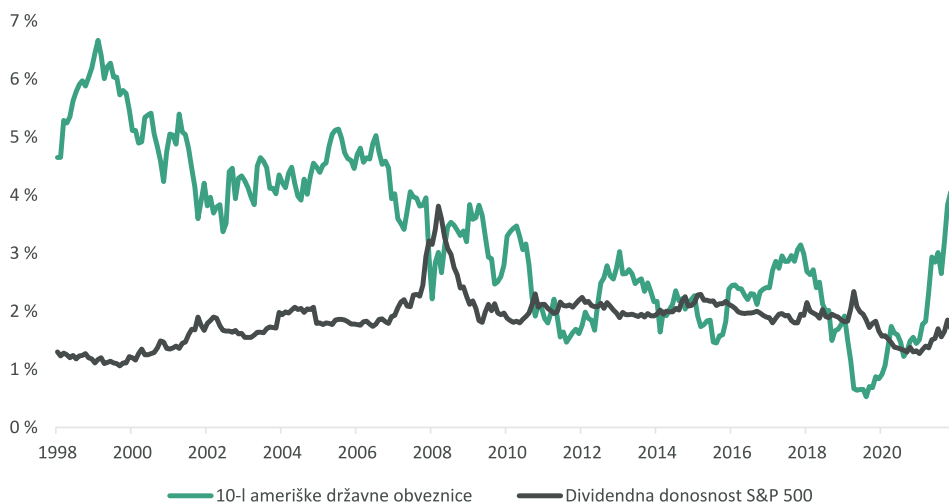
V preteklih letih je bil glavni argument, zakaj so delnice daleč najbolj privlačen naložbeni razred, njihova relativna privlačnost nasproti obveznicam. Samostojno gledano smo večkrat ugotavljali, da so glede na lastno zgodovino vrednotenja delnic povišana, vendar dokler so bili pričakovani donosi obveznic tako nizki, delnice enostavno niso imele alternative. V letu 2022 so obveznice spet pridobile del svoje izgubljene privlačnosti.

Najlaže je videti večjo privlačnost obveznic, če primerjamo dividendno donosnost delnic nasproti zahtevani donosnosti državnih obveznic. Mogoče v Evropi to ni tako razvidno kot v ZDA, kjer je zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic znova krepko nad dividendno donosnostjo delnic. Trenutno znaša dividendna donosnost ameriških delnic 1,64 %, medtem ko je zahtevana donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic 3,61 %. Nazadnje je tako

razhajanje obstajalo pred finančno krizo leta 2007. Res je, da so ameriška podjetja v preteklih desetletjih zmanjšala izplačila dividend in se preusmerila bolj k odkupom lastnih delnic kot obliki, kako nagraditi svoje

lastnike, kar zmanjšuje možnost zgodovinske primerjave, pa vendar to nič ne zmanjšuje relativne spremembe, ki smo jo videli v tem letu.

Slika 22: Primerjava dividendne donosnosti delnic in zahtevane donosnosti državnih obveznic za ZDA



Občutno višje zahtevane donosnosti državnih obveznic tako v ZDA kot v Evropi so zmanjšale relativno privlačnost delnic nasproti obveznicam, niso pa je odpravile. Presežni donos globalnih delnic (premija za tveganje) ostaja blizu 5%,¹ kar je manj kot na

začetku leta 2022, pa vendar na ravneh, ki še vedno kažejo na večjo atraktivnost delnic. Tako slednje dolgoročno ostajajo prava izbira, še posebej, če bo prihodnje desetletje bolj inflacijsko, kot je bilo minulo.

Slika 23: Pričakovani presežni donos delnic nad obveznicami (Premija za tveganje)



Obveznice so lahko spet del razpršenega portfelja

Vir: Bloomberg 2022

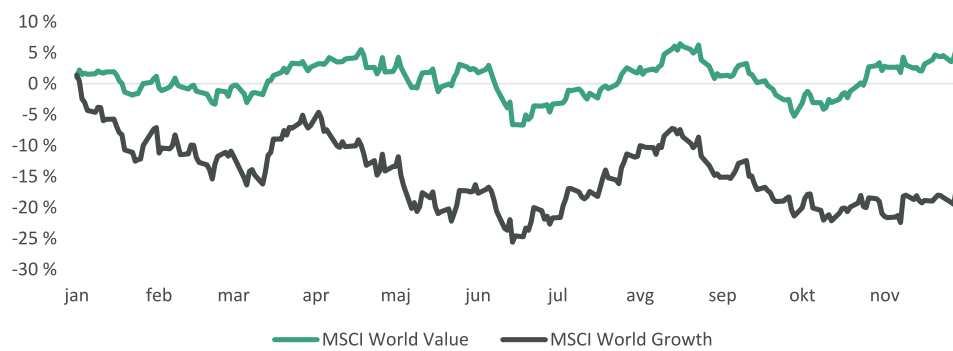
¹ Gre za oceno premije za tveganje. Pričakovani donos delnic temelji na pričakovanem E/P za globalni delniški indeks MSCI AC, pričakovani donos za obveznice pa je realna zahtevana stopnja donosa 10-letnih ameriških delnic kot sinonima za globalno netvegano mero donosa.

Value² delnice končno zmagovalne nasproti growth³ delnicam

V letu 2022 so višje obrestne mere prinesle tudi večjo spremembo na področju gibanja value delnic nasproti growth delnicam. V lanskem Mozaiku smo ugotavljali, da rekordno razhajanje v vrednotenjih in okolje, ki je bolj naklonjeno value delnicam (višja inflacija, višje obrestne mere), pomenita idealno izhodišče. In res, po dolgem času so value delnice močno

presegle donos growth delnic. Glavna zasluga gre seveda sektorju energije. Na drugi strani so growth delnice po dolgem času močno upadle. Predvsem delnice podjetij iz sektorjev tehnologije, komunikacijskih storitev in trajnih potrošnih dobrin (Amazon, Tesla) so se končno spustile nazaj na zemljo.

Slika 24: Donos value delnic končno presegl donos growth delnic



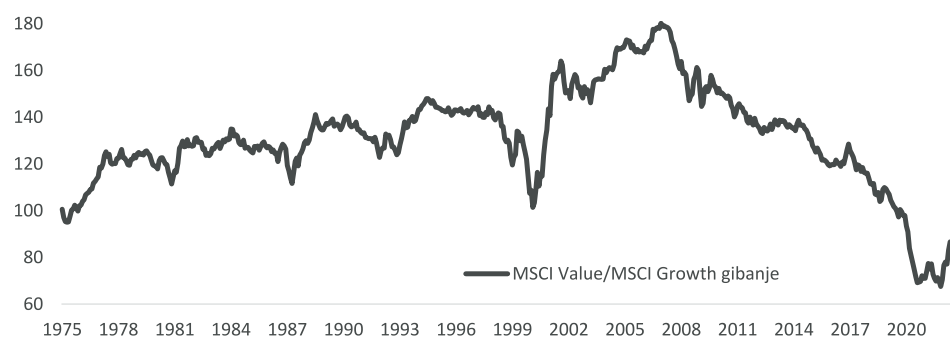
Vir: Bloomberg 2022

Value delnice končno presegle growth delnice

Z daljše perspektive gre za prekinitev 15 let trajajočega trenda, v katerem so najhitreje rastoči segmenti delniških trgov dosegali

najvišje donose. Vprašanje je, ali se bo ta trend nadaljeval.

Slika 25: Ali bodo value delnice nadaljevale v pozitivnem slogu?



Vir: Bloomberg 2022

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.

Po našem prepričanju se okolje, ki je zaznamovalo obdobje po finančni krizi, ne bo vrnilo. Tu imamo v mislih predvsem okolje nizke inflacije in rekordno nizkih obrestnih mer. Prihodnja leta bodo zaznamovali deglobalizacija, pomanjkanje kadra in zelena transformacija. To ustvarja okolje za višjo strukturno inflacijo in višje obrestne mere.

Glavna sprememba tega okolja je, da bodo vrednotenja znova pomembna. Vse nižje obrestne mere so v preteklem ciklu omogočile vse višja vrednotenja, predvsem delnic podjetij, katerih dobički so bili odmaknjeni daleč v prihodnost. V letu 2022

so dobički, finančna moč podjetij in vrednotenja postali znova pomembni.

Vseeno pa ne pričakujemo, da se bo v letu 2023 glavni katalizator, ki je bil v prid value delnicam, ponovil. Obrestne mere po našem mnenju ne bodo nadaljevale poti navzgor v enakem tempu (če nastopi recesija, bodo nižje). To bi lahko znova, vsaj kratkoročno, dalo podporo growth delnicam. Na drugi strani pa razhajanje v vrednotenjih ostaja nadpovprečno (growth delnice so 80 % dražje). Če se ponovi zgodba z začetka tisočletja, bi se lahko to razhajanje še naprej zmanjševalo.

Slika 26: Razhajanje v vrednotenjih med growth in value se je zmanjšalo, vendar ostaja povečano



Vir: Bloomberg 2022

Razkorak v vrednotenjih ostaja nadpovprečen v korist value delnic

Sklep in ključna priporočila: Vse to govori v prid predvidevanjem, da prihodnji cikel ne bo enak minulemu, torej da bi growth (predvsem tehnološka) podjetja povsem dominirala. Ne priporočamo pa popolnoma binarnega pristopa, kjer bi vse stavili le na en segment delniških trgov. Medtem ko v preteklih 10 letih diverzifikacija resda ni bila

pomembna (dovolj so bila tehnološka podjetja), bo v prihodnjih letih znova postala pomembna. Vrednotenja in okolje višje strukturne inflacije ter višjih obrestnih mer govori v prid value segmentov, medtem ko growth segment lahko upa na pomoč, vsaj kratkoročno, nižjih obrestnih mer ob nastopu recesije.

Sektorji: energija drugo leto zapored na vrhu, se bo niz nadaljeval?

Preglednica 7: Ključni podatki za sektorje

Sektor	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2023	DIV Y
Energija	5 %	54 %	56 %	67 %	91 %	8,4	8,1	4,5 %
Javna oskrba	3 %	6 %	25 %	55 %	163 %	24,4	16,3	3,4 %
Osnovne potrošne dobrine	8 %	5 %	27 %	51 %	161 %	20,8	19,3	2,5 %
Zdravstvo	13 %	5 %	44 %	89 %	306 %	21,5	17,9	1,6 %
Finančne storitve	15 %	3 %	25 %	40 %	169 %	11,8	10,2	3,3 %
Surovine	5 %	1 %	44 %	57 %	119 %	9,7	12,5	4,3 %
Industrija	10 %	-2 %	26 %	49 %	199 %	15,6	16,3	2,2 %
Nepremičnine	3 %	-13 %	0 %	23 %	95 %	17,5	20,8	3,8 %
Informacijska tehnologija	21 %	-17 %	57 %	125 %	505 %	23,4	20,1	1,2 %
Trajne potrošne dobrine	11 %	-19 %	22 %	53 %	224 %	22,2	17,8	1,3 %
Komunikacijske storitve	7 %	-25 %	2 %	23 %	86 %	16,9	14,9	1,6 %

Vir: Bloomberg 2022; donosnost v EUR, vključujoč dividende, na dan 30. 11. 2022

Leto 2022 je prineslo zanimivo gibanje med sektorji. Na vrhu je znova sektor energije, in to z naskokom. Do konca novembra je pridobil skoraj 55 %. Razlog je dobro znan, vojna v Ukrajini je prinesla višje cene energentov, predvsem zemeljskega plina. Kombinacija nizkih vrednotenj in največje rasti dobičkov je pomenila le eno – nadaljevanje prevlade na vrhu. Dobro so se odrezali tudi defenzivni sektorji (javna oskrba, osnovne potrošne dobrine in zdravstvo). Strah pred globalno recesijo dvignil pomen varnega zatočišča v teh segmentih. Na strani poražencev pa najdemo growth segmente: komunikacijske storitve (Google, Meta), trajne potrošne dobrine (Amazon, Tesla) in informacijsko tehnologijo. Glavni razlog sta prevrednotenje teh segmentov zaradi višjih

obrestnih mer in tudi slabše poslovanje.

Izstopajoča tema leta 2022 je bila tudi dokončen pok balončka, ki je nastal v nekaterih segmentih delniških trgov in tudi zunaj tradicionalnih finančnih trgov (kripto). Že v letu 2021 je bilo zaznati umiritev pri pandemičnih zmagovalcih, v letu 2022 pa so se ti spustili nazaj na zemljo, saj nekatera od teh podjetij kotirajo celo nižje kot pred pandemijo. Medtem ko so podjetja, kot so Zoom, Peloton in podobna, kotirala pri več kot 20-kratniku prihodkov, so danes znova pri normalnih vrednotenjih. Na zemljo pa so se spustila tudi podjetja, kot je Tesla. Medtem ko smo se lani v Mozaiku čudili astronomskemu vrednotenju, je tudi ta delnica danes bliže svojim temeljem.

Sklep in ključna priporočila: Kaj lahko pričakujemo v letu 2023? Kot smo zapisali, je obdobje pretiravanja v nekaterih segmentih mimo. Pri nekaterih (growth) segmentih je šla stvar že predaleč, tako da takšnega razhajanja med sektorji, kot smo ga videli v letu 2022, več ne pričakujemo. Tudi sektor informacijske tehnologije, ki je v zadnjih letih z vidika vrednotenja najbolj izstopal, ob koncu leta 2022 ne deluje pretirano drag (pričakovani PE 20).

Z vidika defenzivnih nasproti cikličnim sektorjem bo pomemben dejavnik povečana

možnost globalne recesije, kar gre v prid defenzivnim sektorjem. Na drugi strani pa je bilo prevrednotenje pri nekaterih cikličnih sektorjih (trajne potrošne dobrine) že kar zajetno in bi lahko sklepali, da je blaga recesija, ki je osnovni scenarij, že upoštevana v tečajih. Upošteva je omenjeno, smo bolj ali manj nevtralni glede sektorjev za leto 2023. Lahko se zgodi, da bomo imeli leto dveh polčasov. V pričakovanju recesije se bodo bolje držali defenzivni sektorji, pred koncem recesije pa bomo videli močan odboj »ciklikov« (druga polovica leta 2023).

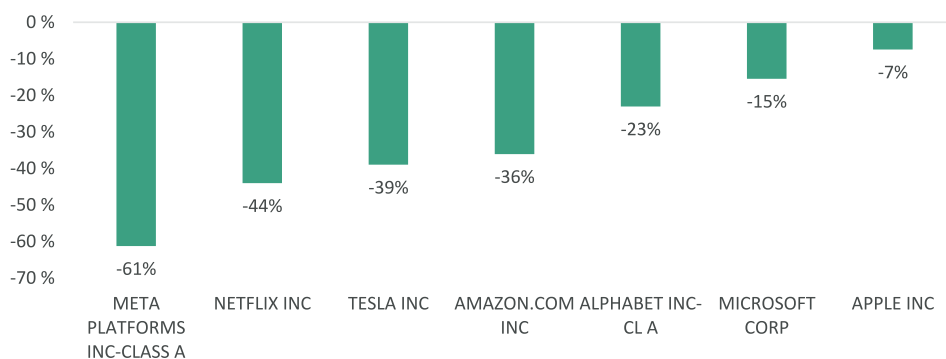
Drugo leto zapored
energetske delnice na vrhu

Kaj se je dogajalo z delnicami FAANGM?

Zgodba preteklih 10 let so bila tudi največja ameriška podjetja, predvsem iz sektorja tehnologije, za katera se je uveljavila kratica FAANGM. Tudi njihove delnice so v letu

2022 doživele večje upade kot pa splošni indeks, saj tudi njihovi poslovni modeli niso imuni za zahtevnejše poslovno okolje.

Slika 27: Slabo leto za delnice FAANGM



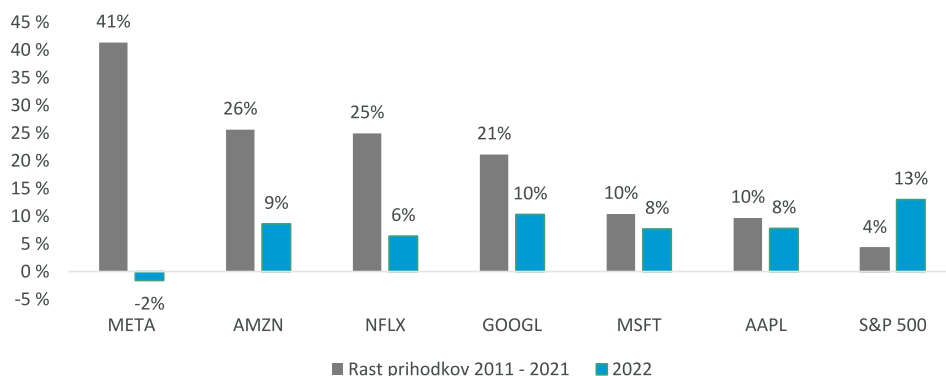
Vir: Bloomberg 2022

Verjetno je največje razočaranje za vlagatelje prineslo poslovanje Meta (Facebook), enega paradnih konjev zadnjega desetletja, ki večino prihodkov ustvari z digitalnim oglaševanjem na enem od svojih družbenih omrežij. Delnica je v letu 2022 izgubila prek 60 %, predvsem na račun ogromnih vlaganj v metaverzum, ki ga Facebook vidi kot prihodnost interneta. Ni pa to edino podjetje, katerega poslovanje se je dramatično upočasnilo. Prejšnja prevlada

teh podjetij je izvirala iz nadpovprečne rasti prihodkov v preteklih 10 letih. V povprečju so jih povečevala za 22 % na leto. V letu 2022 pa bo rast prihodkov znašala le 7 %. Za primerjavo, ameriški indeks S&P 500 bo v letu 2022 dosegel 13-odstotno rast prihodkov, kar je celo več od delnic FAANGM. Prevrednotenje teh delnic je bilo tako zares potrebno. Prihodnje gibanje pa bo povsem odvisno od temeljnih kazalnikov poslovanja (rasti prihodkov in dobička).

Izjemno poslovanje
FAANGM podjetij za nami

Slika 28: Kam je šla rast delnic FAANGM?



Viri: Bloomberg 2022 in lastni izračuni

Regije: trgi zunaj ZDA ostajajo z vidika vrednotenja privlačnejši

Preglednica 8: Ključni podatki delniških indeksov po regijah

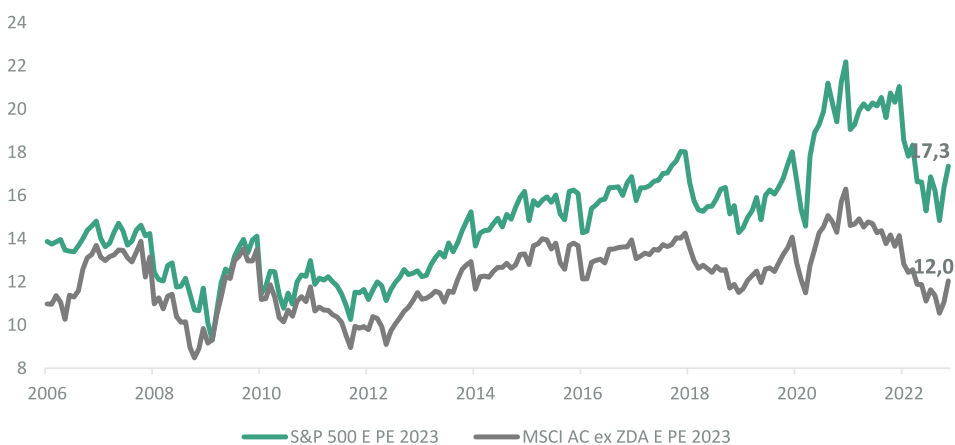
Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2023	DIV Y
MSCI ACWI (globalni delniški indeks)	100 %	-6,2 %	29 %	57 %	189 %	16,4	15,0	2,3 %
MSCI WORLD (razviti trgi)	88 %	-5,6 %	33 %	64 %	213 %	17,5	15,5	2,2 %
MSCI EM (trgi v razvoju)	12 %	-10,5 %	7 %	13 %	55 %	10,9	11,5	3,2 %
MSCI US (ameriške delnice)	60 %	-6,0 %	43 %	88 %	313 %	20,2	17,6	1,6 %
MSCI EUROPE (evropske delnice)	18 %	-6,3 %	16 %	28 %	103 %	15,4	12,0	3,3 %
MSCI CHINA (kitajske delnice)	4 %	-18,1 %	-13 %	-11 %	60 %	10,5	10,3	2,6 %
MSCI JAPAN (japonske delnice)	5 %	-8,2 %	6 %	17 %	127 %	14,3	12,5	2,6 %

Vir: Bloomberg 2022; donosnost v EUR, vključujoč dividende

V letu 2022 bi glede na dogodke, ki so se zgodili, pričakovali, da bodo evropske delnice močno zaostale za ameriški. Malce presenetljivo je po 11 mesecih donos v EUR praktično identičen. Obe regiji sta z upoštevanjem dividend okrog 6 % niže. Večje upade med ključnimi trgi so doživele le kitajske delnice, ki so za slabih 20 % niže, vendar glede na znamenja, da popuščajo pri zaježitvenih ukrepih glede covida-19, ni izključeno, da bodo ti donosi ob koncu leta videti mnogo bolje.

Ob koncu leta 2022 tako ugotavljamo, da smo v podobni situaciji kot konec leta 2021. Ameriške delnice imajo z naskokom najvišja vrednotenja, ki so po eni strani zaslužena (večja rast prihodkov, kakovost podjetij), po drugi strani pa je ta diskont zgodovinsko med večjimi. Prednost ameriških delnic je tudi, da v času recesij delujejo kot varen pristan (to se zgodilo tudi v letu 2022).

Slika 29: Ameriške delnice imajo visoko premijo nasproti preostalim regijam (z vidika pričakovanega PE)



Vir: Bloomberg 2022

Sklep in ključna priporočila: V letu 2023 smo znova bolj naklonjeni delnicam zunaj ZDA, predvsem zaradi precenjenosti ameriškega dolarja in občutno višjih vrednotenij. Glavni dejavnik proti tej nagnjenosti je seveda možnost globalne recesije, kjer bi ameriške delnice delovale kot varen pristan.

Za evropske delnice bi bilo tudi pozitivno, če bi se končali ukrepi za preprečevanje širjenja covida-19 na Kitajskem, saj je evropsko gospodarstvo bolj izpostavljeno do Kitajske. Pravi trenutek za povečanje izpostavljenosti regijam zunaj ZDA pa bo verjetno prišel enkrat v teku leta 2023.

Trgi zunaj ZDA bolj privlačni

Kitajske delnice: za nami je še eno volatilno leto

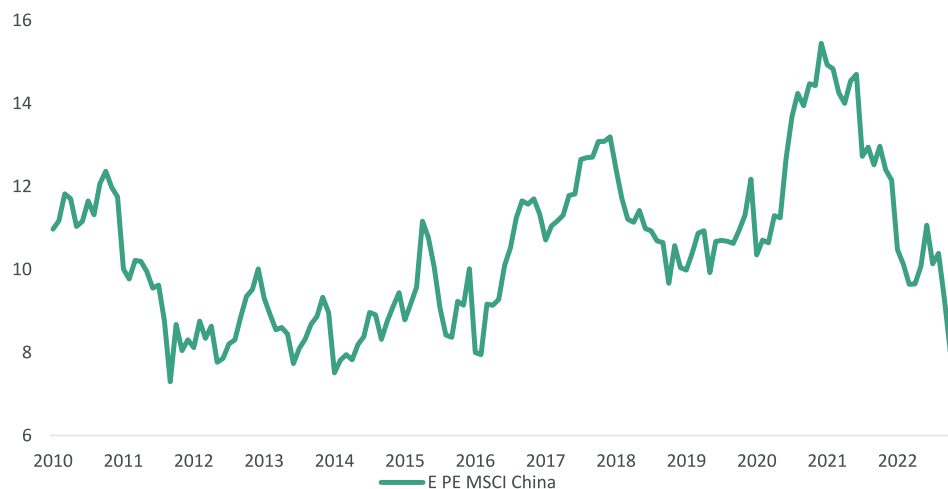
Kitajske delnice imajo za seboj še eno težko leto. Težave v nepremičninskem sektorju, geopolitična trenja in politika ničelne tolerance do covida-19 so pomenili nadaljevanje negativnega trenda za kitajske delnice, ki se je začel februarja 2021. MSCI China je od takrat do najnižje točke upadel za več kot 60 %, kar pomeni največji upad po veliki finančni krizi 2008. Ob koncu novembra so še vedno za slabih 20 % nižje, kot so bile na začetku leta.

Kitajska je ena redkih držav, kjer se v letu 2023 pričakuje pospešitev gospodarske rasti, kar bo posledica dokončnega slovesa od politike ničelne tolerance do covida-19, ki je po nekaterih ocenah zmanjšala gospodarsko rast za 5 %. Pozitivnejše gospodarsko

okolje bo pomenilo tudi večjo rast dobičkov. Goldman Sachs pričakuje, da bodo ti v letu 2023 zrasli za 8 %. Tudi vrednotenja pri 10-kratniku pričakovanega dobička so ena najnižjih v zadnjih 20 letih.

Kljub tej navidezno pozitivni zgodbi pa so tveganja pri vlaganju v kitajske delnice še naprej povečana. Tudi za leto 2023 in naprej ostajajo glavna tveganja težave v nepremičninskem sektorju, ki je bil dolga leta motor rasti, deglobalizacija, tehnološke omejitve, ki jih postavljajo ZDA, odnos kitajske komunistične partije do zasebnih podjetij in izjemno slaba demografska slika (starajoče se prebivalstvo in velik upad delovno aktivnega prebivalstva v prihodnjih desetletjih).

Slika 30: Vrednotenja kitajskih delnic ostajajo nizka



Vir: Bloomberg 2022

Kitajske delnice bi lahko bile pozitivno presenečenje v 2023

Sklep in ključna priporočila: Ne glede na prej omenjene strukturne težave pa menimo, da kitajske naložbe ostajajo del globalnih portfeljev. Nizka vrednotenja ter pospešitev gospodarske rasti na podlagi odpiranja gospodarstva in odprave omejitev v boju s covidom-19 bi morali biti dovolj za pozitivno leto 2023. Nedvomno

pa je dejstvo, da so zaradi vseh omenjenih strukturnih težav potencialna vrednotenja kitajskih delnic navzgor omejena. Dejstvo je, da tuji vlagatelji zahtevajo višjo premijo za tveganje kot denimo pri ameriških delnicah. To je nova realnost kitajskega kapitalizma, v kateri bo težko ponoviti pozitivno zgodbo preteklih desetletij.

Obvezniški trgi

Obveznice spet ponujajo atraktivne donose

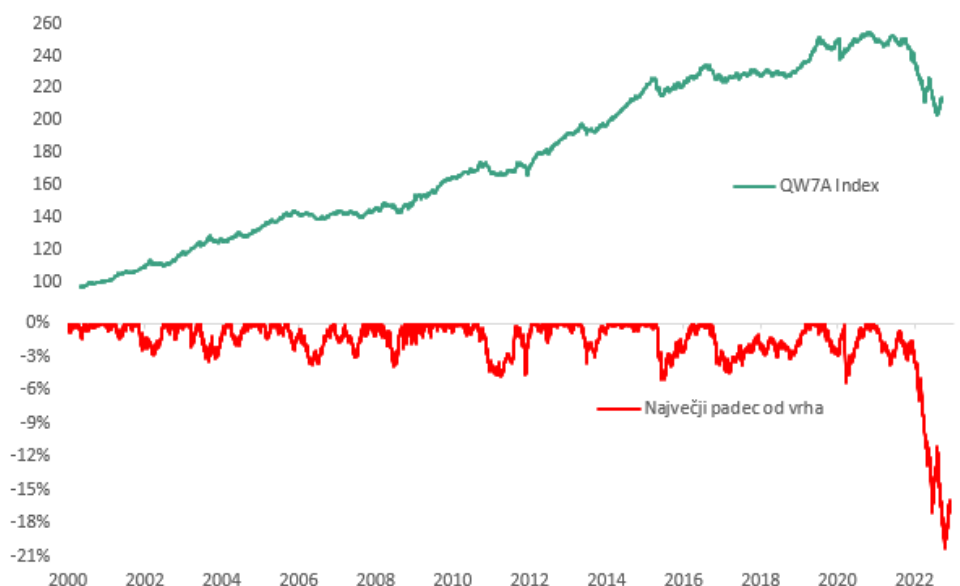
Nedvomno bi lahko rekli, da je bilo leto 2022 najslabše letno obdobje za vlagatelje v obveznice. Zgodovinsko niti delnice v tem letu niso ustvarile najnižjih donosov, tako kot so jih obveznice. Če pogledamo nekatere dogodke, ki so zagotovo bolj zaznamovali človeštvo, kot so denimo naftne krize in druga svetovna vojna, niti takrat niso obveznice imele tako negativnih

donosov kot letos. Tudi če upoštevamo vsa gospodarsko večja in finančno razvita območja, nobeno od njih ni ustvarilo pozitivnega donosa. Splošni obvezniški indeks iBoxx € Overall, ki zajema vse evrske izdaje znotraj naložbenega razreda, je letos oktobra dosegel najgloblji upad – za 20,4 % od vrha decembra 2020.



Jure Rogáč

Slika 31: Skupna donosnost obvezniškega indeksa iBoxx € Overall in največji upadi od vrha



Vir: Bloomberg 2022

Rekordna inflacija v zadnjih 40 letih je spodbudila centralne banke po vsem svetu, da so začele agresivno dvigovati temeljne obrestne mere, kar vodi v močno zaostrovanje globalne monetarne politike. Glede na šok visokih cen energije in hitro naraščajoča inflacijska pričakovanja so bile centralne banke prisiljene dvigovati obrestne mere močnejše kot v prejšnjih ciklih

zategovanja. Posledično so narasle zahtevane donosnosti obveznic tako nominalno kot realno, obratno pa so se cene obveznic znižale. Za primer, zahtevana donosnost ameriške 10-letne obveznice je na začetku leta znašala 1,5 %, do 30. novembra pa je narasla do 3,6 %. V istem obdobju je donosnost 10-letne nemške obveznice poskočila z -0,2 % na 1,9 %.

Obvezniški trgi imajo za seboj najslabše leto v zadnjih desetletjih

Slika 32: Zahtevani donos 10-letnih državnih obveznic (v %)



Vir: Bloomberg 2022

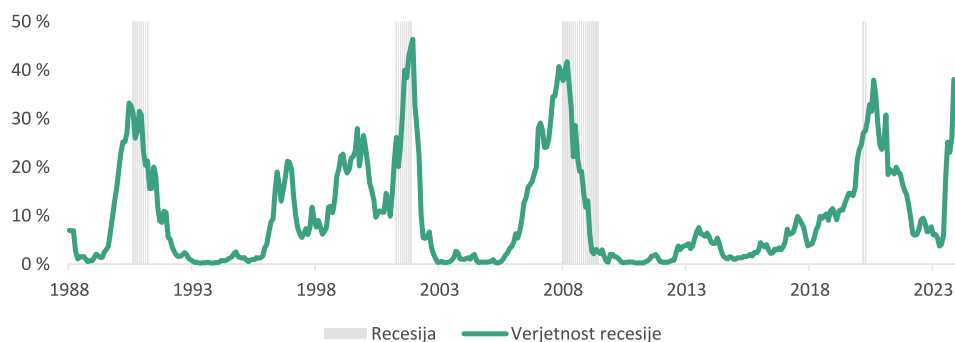
Centralne banke so z dvigovanjem temeljnih obrestnih mer skoraj vedno povzročile recesijo

Cilj centralnih bank je zagotavljati cenovno stabilnost gospodarstva oziroma z drugimi besedami nizko in stabilno inflacijo. Kadar je inflacija previsoka, centralne banke dvignejo temeljne obrestne mere, s čimer zmanjšajo gospodarsko aktivnost (upad BDP). Manjša gospodarska rast zmanjša povpraševanje in cene se stabilizirajo v novem ravnovesju. Ker ukrepi monetarne politike dosežejo rezultate v nepredvidljivem obdobju po izvedbi ukrepov, je centralnim bankam težko »zadeti« pravilno mero ukrepov in so skoraj vedno v zgodovini povzročile recesijo.

Verjetnost recesije se ocenjuje na podlagi številnih kazalnikov, med njimi je denimo razmik med zahtevanim donosom 10- in 2-

letne državne obveznice. Predvsem na ameriškem trgu je ta kazalnik zanesljivo napovedoval recesijo v zadnjih 50 letih. Trenutno je na najnižji vrednosti od leta 1986, zato nedvomno obstaja povečano tveganje zanjo. Dodatno to potrjuje graf newyorške centralne banke (New York Fed), kjer verjetnost, da bo v prihodnjih 12 mesecih v ZDA nastopila recesija, ocenjujejo na 35 %. Tudi v Evropi ni kaj boljše. Zahtevane donosnosti 2-letnih državnih obveznic presegajo 10-letne ne zgolj v Nemčiji, ampak v večini evropskih držav. Za zdaj evropsko gospodarstvo še ni doživelo četrletnega upada BDP, kot ga je ameriško v prvem in drugem kvartalu tega leta, vendar trend nikakor ni obetajoč.

Slika 33: Verjetnost recesije v ZDA v prihodnjih 12 mesecih



Vir: New York Fed 2022

Po tako negativnem letu se vlagatelj postavlja vprašanje, kako se pozicionirati v naložbenem razredu s fiksnim donosom za leto 2023. Makrookolje ostaja nepredvidljivo. Inflacija se je izkazala za bolj »lepljivo«, čeprav so jo najprej ocenjevali za prehodno, vendarle pa se že kažejo trendi, da izgublja nekaj moči. Teoretično dvigi ključnih obrestnih mer zmanjšajo gospodarsko rast in posledično tudi znižajo inflacijo. Vendar raziskave kažejo, da tokratna inflacija v glavnem izhaja s ponudbene strani, zato magnituda vpliva sprememb obrestnih mer ni tako velika, kot bi bila, če bi inflacijo spodbujalo povpraševanje.

Verjamemo, da bodo ob upočasnitvi ali celo končanju restriktivne monetarne politike v letu 2023 naložbe v naložbeni segment s fiksnim donosom postale bolj atraktivne. Če bo inflacija upadla na sprejemljive ravni, kot se tudi pričakuje, menimo, da bodo predvsem državne obveznice držav z

vzdržno fiskalno politiko ponujale dodano vrednost. Vendar nikakor ne moremo izključiti tveganja nihajnosti tečajev, sploh če bo dejanska inflacija višja od pričakovane.

Pri neodvisnem ponudniku globalnih naložbenih raziskav BCA Research so pripravili zanimivo raziskavo obdobja na ameriškem trgu, v katerem obveznice ponujajo nadpovprečne donose. Gre za obdobje, ko centralne banke začnejo rezati obrestne mere v okviru ekspanzivne (spodbujevalne) politike s ciljem gospodarskega okrevanja. Ugotovili so, da zahtevani donosi 10-letnih državnih obveznic dosežejo vrh v povprečju 1,3 meseca pred zadnjim dvigom temeljnih obrestnih mer oziroma, obratno, obvezniški indeks doseže dno vrednosti mesec dni prej. Absolutni razmik se je gibal med štiri mesece prej in štiri mesece po tem. V povprečju razmik med 2- in 10- ter 2- in 5-letnimi obveznicami doseže dno 1,3 oziroma 2,1 meseca po zadnjem dvigu.

Zahtevani donosi 10 letnih državnih obveznic dosežejo vrh v povprečju 1,3 meseca pred zadnjim dvigom temeljnih obrestnih mer oziroma obratno, obvezniški indeks doseže dno vrednosti 1 mesec prej

Preglednica 9: Število mesecev med zadnjim dvigom temeljne obrestne mere Fed in navedenimi časovnimi točkami

Od zadnjega dviga obrestnih mer do vrha zahtevanih donosov 10-letnih državnih obveznic	... dna obvezniškega indeksa	... dna razmika med 2- in 10-letnimi obveznicami	... dna razmika med 2- in 5-letnimi obveznicami
marec 1980	-1	0	-1	0
maj 1981	4	4	3	3
maj 1989	-3	-2	-2	-2
februar 1995	-3	-3	-2	-2
maj 2000	-4	-4	-2	3
junij 2006	0	0	5	5
december 2018	-2	-2	8	8
povprečje	-1,3	-1,0	1,3	2,1

Vir: BCA Research 2022

V celotnem bikovskem (pozitivnem) trendu je bil v povprečju dosežen 25,8-odstoten donos. Vendar če pogledamo, kaj je bilo štiri mesece pred zadnjim dvigom temeljnih obrestnih mer, vidimo, da se trend takrat že

obrne pozitivno, razen v letu 2006. Omenjeno dokazuje, da je prišel čas, ko lahko pričakujemo, da bodo obveznice začele prinašati pozitiven donos.

Preglednica 10: Presežni donos ameriškega državnega obvezniškega indeksa (relativno v primerjavi z denarno pozicijo)

Obdobje	Celotni bikovski trend	Štiri mesece pred zadnjim dvigom OM do zadnjega dviga	Med zadnjim dvigom in prvim znižanjem OM	Od prvega znižanja OM do konca bikovskega trenda	Št. mesecev med zadnjim dvigom in prvim rezom OM
mar 1989–okt 1993	25,8 %	1,1 %	2,5 %	20,5 %	1
nov 1994–sept 1998	18,4 %	2,2 %	3,5 %	10,6 %	5
jan 2001–jun 2005	25,4 %	1,3 %	5,4 %	17,4 %	8
jun 2006–jul 2016	42,8 %	-2,6 %	2,6 %	39,2 %	15
okt 2018–jul 2020	16,6 %	0,9 %	5,7 %	7,6 %	9
povprečje	25,8 %	0,6 %	3,9 %	19,0 %	8
mediana	25,4 %	1,1 %	3,5 %	17,4 %	8

Vir: BCA Research 2022

ZDA – leto bikovskega trenda

Po težkem letu 2022, ko je bil učinek 12-letnega upadanja zahtevanih donosov izničen zgolj v nekaj mesecih, ostajajo pričakovanja, da bodo zahtevani donosi ostali povišani in še vedno precej volatilni vsaj v prvi polovici leta 2023. Analitiki pričakujejo, da bo donos na 10-letne državne obveznice upadel v drugi polovici leta 2023 in nadalje v letu 2024, ko bo inflacija znatno popustila.

V nasprotju s prejšnjimi cikli (razen v letu 2006) ni pričakovanj, da bi se pri donosih zgodili hitri obrati. Pomembni kritiki Feda, kot sta Summers in Dudley, stalno opominjajo, da dosedanje zaostrovanje ni imelo bistvenega vpliva na trg dela, ki je še vedno tesno povezan z inflacijo, saj jo dodatno spodbuja, kar bi lahko preprečilo izboljšanje razmer v gospodarstvu v začetku leta 2023.

Slika 34: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice (v %)

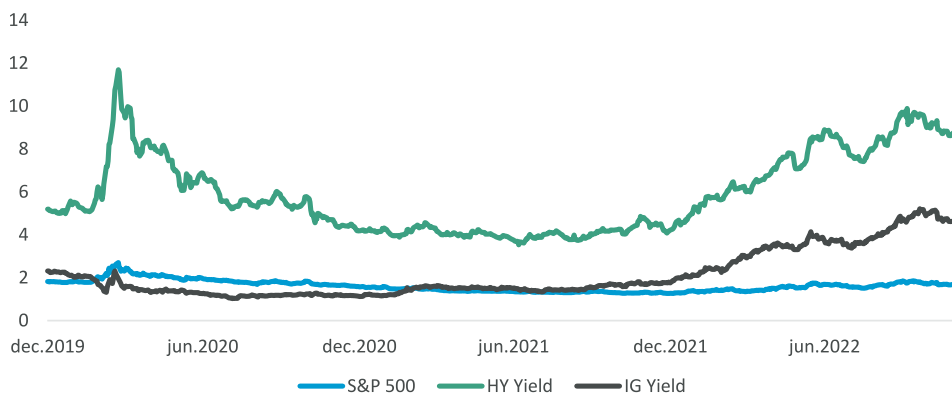


Vir: Bloomberg 2022

Da so obveznice postale alternativa vlaganjem v delnice, dokazuje podatek, da obveznice znotraj naložbenega razreda

ponujajo višjo donosnost, kot je povprečna dividendna donosnost indeksa S&P 500.

Slika 35: Zahtevani donosi ameriških IG in HY obveznic v primerjavi z dividendno donosnostjo indeksa S&P 500 (v %)

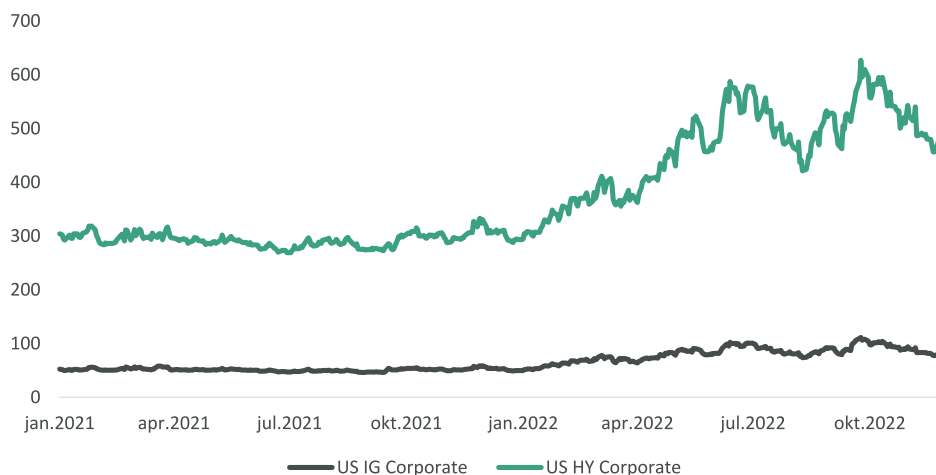


Vir: Bloomberg 2022

Ameriško gospodarstvo bo v prihodnjem letu stagniralo (rast BDP 0,4 %) in ponovno okrevalo (rast BDP 1,4 %) v letu 2024. Višje obrestne mere in zmanjšanje razpoložljivega dohodka kot del boja proti inflaciji bodo glavni krivec upočasnitve rasti proizvodnje. Povpraševanje po hipotekarnih kreditih, prodaja in nove gradnje nepremičnin so upadli, upadla je tudi cena nepremičnin. Glede na zaostanek v učinkovanju denarne politike se bodo polni učinki monetarnega zaostrovanja verjetno pokazali v letu 2023, učinki na inflacijo pa še kasneje.

Gospodarstvo se še naprej sooča z neravnovesji med ponudbo in povpraševanjem, zlasti na trgu dela. Kljub temu se kažejo znamenja zmanjševanja povpraševanja po delovni sili, saj je število prostih delovnih mest doseglo svoj vrh. Nominalna rast plač se je nekoliko umirila, vendar je z več kot 4 % še vedno prevelika, da bi bila skladna s ciljno inflacijo Feda. Velika nominalna rast plač je posledica pomanjkanja kadra na trgu dela in je nadomestilo za visoko inflacijo. Ko se bo trg dela omehčal in se bo inflacija umirila, bi se morala umiriti tudi nominalna rast plač.

Slika 36: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2022

Ameriška podjetja zunaj naložbenega razreda (HY) kažejo solidne korporativne temelje in zdrave tržne strukture. Dejansko ima približna polovica ameriških HY obveznic, ki so ocenjene z bonitetno oceno BB, zapadlost krajšo od leta 2023, kar je zgodovinsko gledano dokaj malo. Dodatne

neto izdaje niso predvidene, zato višji strošek zadolževanja ne bo imel pomembnejšega vpliva. Poleg tega je v razmikih nasproti državnim obveznicam dovolj manevrskega prostora, zato trgi pričakujejo le rahlo povečanje kreditnega tveganja v segmentu podjetniških obveznic.

Preglednica 11: Predvideni donosi državnih obveznic ZDA in Kanade (v %)

Država	Ročnost	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
ZDA	2-letna	4,56	4,56	4,36	4,08	3,74	3,48	3,33	3,11	3,02	3,14
	10-letna	4,03	4,01	3,89	3,74	3,52	3,41	3,32	3,23	3,21	3,31
Kanada	2-letna	4,10	3,97	3,69	3,40	3,14	2,92	2,76	2,64	2,62	2,51
	10-letna	3,47	3,42	3,25	3,07	2,92	2,75	2,75	2,70	2,84	2,75

Vir: Bloomberg 2022

Sklep in ključna priporočila: Amerika ima na številnih področjih manjša tveganja kot na primer Evropa. Država je energetske dokaj neodvisna, v tem trenutku ni povečanih geopolitičnih tveganj, njihova monetarna in fiskalna politika sta jasno usmerjeni. Kljub večji nihajnosti gospodarskih gibanj in tudi zahtevanih donosov se zdi, da bi pričakovana recesija lahko bila bolj blaga. Zaradi kazalnikov, ki kažejo na verjetnost recesije,

smo bolj nagnjeni k državnim obveznicam in obveznicam znotraj naložbenega razreda. Banke so dokaj dobro kapitalizirane, zato je možno pobrati višje donose v podrejenem dolgu, vendar naj bodo izbrane s preudarkom. Počasi se bliža čas, da se vlagatelji pozicionirajo v daljše trajanje (angl. duration), ki bo ob upadih zahtevanih donosov imelo večji pozitiven učinek na kapitalske dobičke obveznic.

Preglednica 12: Ključna priporočila za ZDA

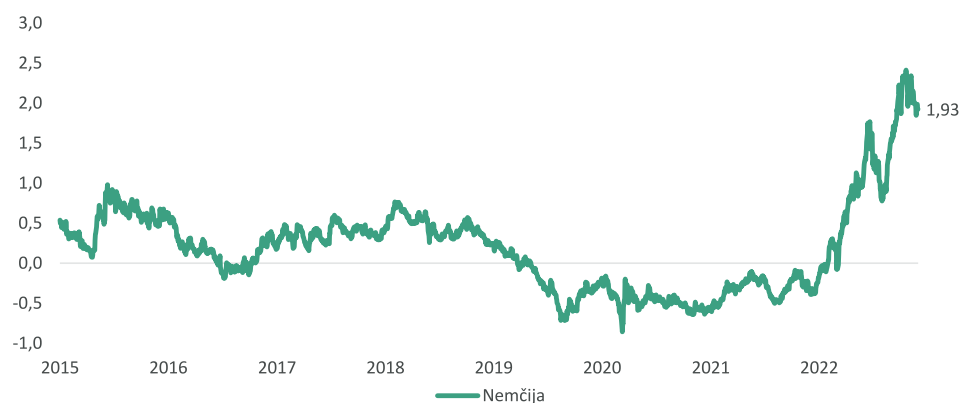
Kategorija	Referenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	<	Državne obveznice
IG	>	HY
Finančni sektor	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–10 let (ročnost)	<	10–30 let (ročnost)

Evropa – v primežu geopolitičnega tveganja

Dolgoročni zahtevani donosi na evro-območju bodo verjetno ostali v visoki korelaciji z ameriškimi, pri čemer bo inflacija ključna spremenljivka, ki bo diktirala tempo. ECB kot tudi Fed sta jasna pri tem, da bosta z dvigovanjem temeljnih obrestnih mer znižala inflacijo na ciljno raven okrog 2 %. Signali umirjanja dinamike cen bodo centralnim bankam naznanili, naj se vrnejo k bolj nevtralni drži, kar bo znižalo zahtevane

donose obveznic, predvsem tistih s krajšo ročnostjo. V letu 2022 so trgi že nekajkrat reagirali na ta vprašanja, a preden bomo lahko razglasili, da se inflacija dejansko znižuje, se bo moralo pokazati nekaj ohlajanja gospodarstva. V vmesnem obdobju bodo centralne banke verjetno ohranile svojo zategovalno retoriko z namenom, da bi preprečile prezgodnje olajšanje finančnih razmer.

Slika 37: Zahtevana donosnost 10-letne nemške obveznice (v %)



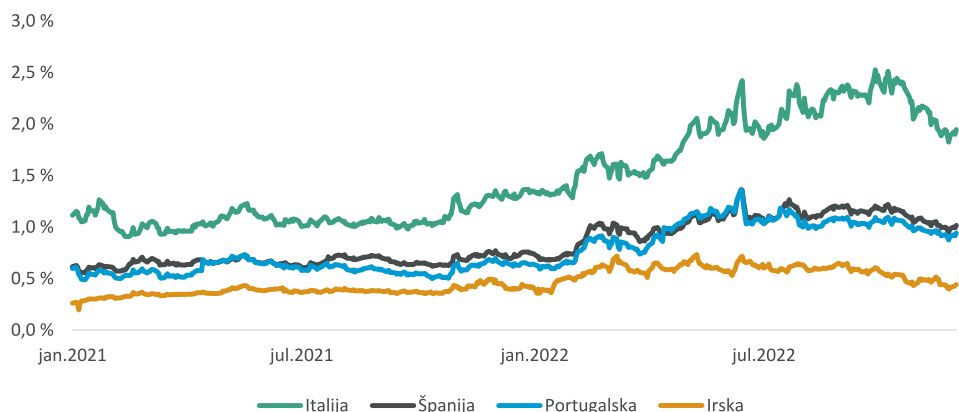
Vir: Bloomberg 2022

Gospodarstvo se sooča z nepredvidljivimi neugodnimi geopolitičnimi tveganji, najbolj zaradi rusko-ukrajinske vojne, ki zaradi sprejetih sankcij EU proti Rusiji povzroča energetska krizo v Evropi. Obenem pa izredno stroga proticovidna politika na Kitajskem še vedno ustvarja motnje v dobavah. Opazno je, da ti učinki izginjajo, vendar nikakor niso v celoti minili. Ameriški

predsednik Joe Biden in kitajski predsednik Ši Džinping sta se srečala ob robu vrha G20 v Indoneziji in oba izrazila nasprotovanje uporabi jedrskega orožja, s čimer sta poslala jasno sporočilo ruskemu predsedniku Vladimirju Putinu, kar vzbuja upanje na nekaj stabilizacije v odnosih med svetovnimi velesilama.

Povečano geopolitično tveganje in verjetnost recesije bosta pozitivno vplivali na ceno obveznic, ravno nasprotno pa visoka inflacija in dvigi temeljnih obrestnih mer

Slika 38: Razmiki zahtevanih donosov 10-letnih obveznic različnih držav nasproti nemškim (v %)



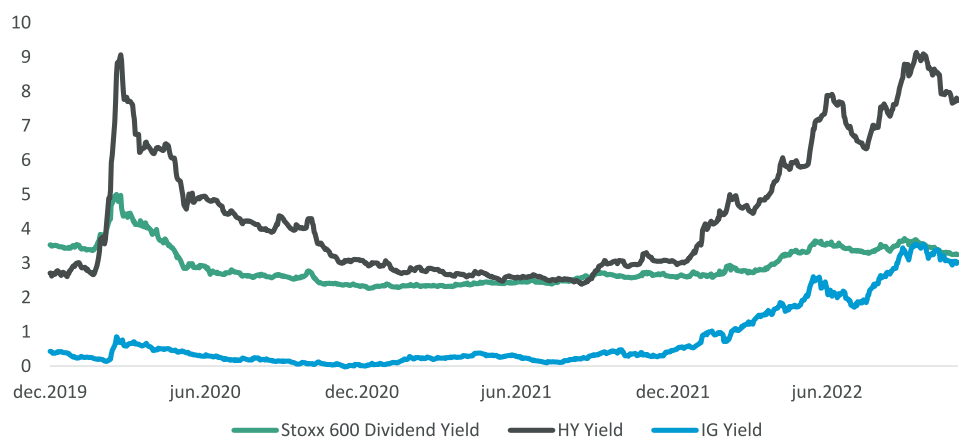
Vir: Bloomberg 2022

Nadaljnega poslabšanja geopolitične situacije ni mogoče izključiti, kar bi lahko povzročilo nadaljnjo rast cen surovin, motnje v trgovinskih in dobavnih verigah ter povečalo nenaklonjenost tveganjem, kar bi negativno vplivalo na cene teh tveganih sredstev. V takih razmerah bi delo centralnih bank postalo še težje.

Signali, da tako v Evropi kot v ZDA prihajamo v obdobje recesije, napeljujejo k temu, da je

alokacija podjetniških obveznic usmerjena v defenzivne sektorje. Predvsem v neciklične sektorje in sektorje, ki so manj izpostavljeni tveganju obrestnih mer (višjim stroškom zadolževanja) in stroškom energije. Ti sektorji so zdravstvena oskrba in telekomunikacije, po drugi strani pa je treba biti pozoren na sektorje industrija, kemikalije, potovanja in prosti čas, trgovina na drobno in storitve javnih dobrin.

Slika 39: Zahtevani donosi evropskih IG in HY obveznic v primerjavi z dividendno donosnostjo indeksa Stoxx 600



Vir: Bloomberg 2022

Začetek kvantitativnega zaostrovanja (QT) v politiki ECB v drugem četrtletju 2023 po vsej verjetnosti ne bo imel večjega vpliva na nefinančna podjetja. Pričakuje se, da bo ECB svoj portfelj podjetniških obveznic zmanjševala postopoma, za 1,5 mrd EUR vrednosti obveznic mesečno, kar ne bi

smelo imeti občutnega vpliva na razmike zahtevanih donosov, saj podjetja ne predvidevajo novih obsežnih izdaj dolga. Neto izdaja bi se po tem scenariju močno zmanjšala in bi kvantitativno zaostrovanje s ponudbo imelo ugoden vpliv na trg.

Preglednica 13: Predvideni donosi evropskih državnih obveznic (v %)

Država	Ročnost	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
Nemčija	2-letna	2,16	2,26	2,10	1,95	1,82	1,66	1,63	1,51	1,58	1,80
	10-letna	2,25	2,36	2,23	2,13	1,96	1,94	1,91	1,86	1,92	2,08
Francija	2-letna	2,28	2,38	2,22	2,02	1,68	1,63	1,58	1,53	1,70	1,80
	10-letna	2,93	2,84	2,69	2,57	2,38	2,33	2,29	2,28	2,50	2,40
Italija	2-letna	3,15	3,22	3,03	2,82	2,38	2,30	2,23	2,18	2,30	2,40
	10-letna	4,72	4,52	4,37	4,25	3,97	3,92	3,91	3,86	4,01	3,96
Nizozemska	10-letna	2,63	2,62	2,49	2,39	2,22	2,06	2,01	1,97	1,94	
Portugalska	10-letna	2,94	3,00	2,86	2,77	2,68	2,64	2,65	2,66	2,67	
Španija	2-letna	2,48	2,58	2,40	2,17	1,85	1,80	1,75	1,70	1,70	1,80
	10-letna	3,52	3,50	3,36	3,19	2,94	2,89	2,84	2,80	2,95	3,00

Vir: Bloomberg 2022

Sklep in ključna priporočila: Priporočila za Evropo ostajajo podobna kot za Ameriko, vendar je treba biti selektiven. Bolj smo nagnjeni k daljšim ročnostim državnih obveznic z boljšo bonitetno oceno. Države, ki so zelo zadolžene, predvsem Italija, bi se lahko soočale z velikim bremenom višjih stroškov zadolževanja ob ohlajanju gospodarske aktivnosti. Čeprav je ECB že napovedala dodatno pomoč takim državam, bi se razmiki donosov nasproti nemški

obveznici kljub temu lahko dodatno povečali. Banke v Evropi so dobro kapitalizirane in ponujajo dobro priložnost za donose predvsem v slabših tranšah zavarovanj (non-preferred in Tier 2). Ob upadu BDP in znižanju inflacije bodo centralne banke omilile svojo politiko, kar bo imelo ugoden vpliv na zahtevane donose, zato smo bolj nagnjeni k daljšim ročnostim, kjer je večja občutljivost za spremembe obrestnih mer.

Preglednica 14: Ključna priporočila za Evropo

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

Trgi v razvoju – priložnosti

Globalno makroekonomsko ozadje je bilo glavno gonilo donosov na trgih v razvoju (EM) v letu 2022 in zdi se, da se bo ta trend nadaljeval tudi v letu 2023. Glavne sile so bile zaostreni finančni pogoji na čelu z ZDA, močnejši ameriški dolar in šibka svetovna rast. Zaostreni finančni pogoji v ZDA neposredno vplivajo na dolg držav v razvoju prek višjih obrestnih mer za dolg, ki je izdan v USD. Vendar razlika v realnih obrestnih

merah ob upoštevanju inflacije, ki jih ponujajo trgi v razvoju v primerjavi z razvitimi trgi (DM), ostaja pozitivna in privlačna tudi nasproti drugim naložbenim razredom. Druga pomembna sila dolga trgov v razvoju je bila stalna moč USD, ki je povečala izgube v lokalni valuti trgov v razvoju in zvišala stroške zunanjega financiranja teh držav.

Slika 40: Zahtevani donosi indeksov držav v razvoju v lokalni valuti (LC) in valuti USD (HC)



Vir: Bloomberg 2022

Pozitivna razlika v realnih obrestnih merah ob upoštevanju inflacije ponuja atraktivno naložbo v obveznice izdajateljev trgov v razvoju

V letu 2023 bodo centralne banke verjetno še naprej zviševale temeljne obrestne mere, vendar počasneje kot v letu 2022. Zaradi tega bodo razmiki obveznic držav v razvoju, izdanih v USD (angl. hard currency), nekaj časa nad zgodovinskimi povprečji. Čeprav se temeljne postavke na trgih v razvoju zdijo boljše kot na razvitih, so nekatere regije trgov v razvoju odpornejše kot druge.

Tveganje upada BDP oziroma recesije na Kitajskem in na nekaterih drugih trgih v razvoju bo glavna skrb izdajateljev dolga v USD in z nižjo bonitetno oceno v odprtih gospodarstvih, kot je na primer Južna Afrika. Nenehna geopolitična tveganja in povečana verjetnost recesije v državah zahodne Evrope bodo še naprej vplivali na izdajatelje v zahodni Evropi.

Slika 41: Gibanje indeksa obveznic držav v razvoju in razmika glede na 10-letno obveznico ZDA

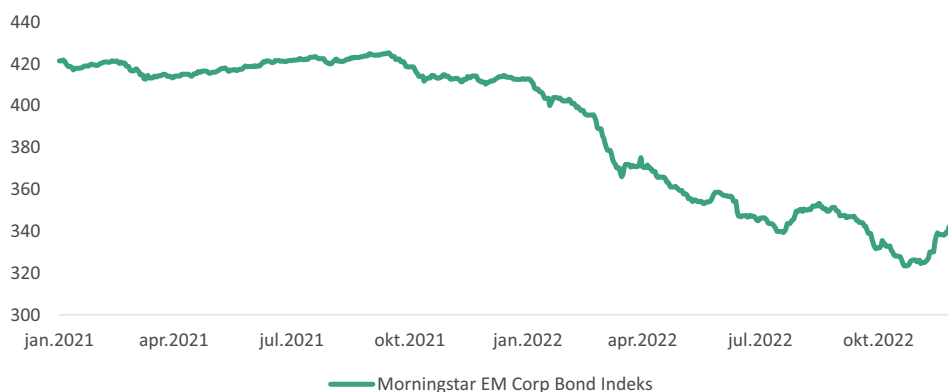


Vir: Bloomberg 2022

Priložnosti se kažejo tudi v srednji Evropi. Okolje nizkih obrestnih mer, ki smo jim bili priča skozi leta, se bliža koncu. Centralne banke po vsej regiji jih agresivno zvišujejo, da bi ukrotile inflacijo. Tako Češka kot Poljska sta obrestne mere pred kratkim sicer ohranili nespremenjene in morda že dosegli konec cikla dvigovanja.

Pri Aziji ostajamo previdni, saj regija v ciklu zaostrovanja monetarne politike še vedno nekaj mesecev zaostaja za Latinsko Ameriko. Nizki donosi na Kitajskem se zdijo bolj upravičeni kot v preostali Aziji predvsem zaradi dolgoročne politike ničelne tolerance do covid-19, kljub nadaljnjemu fiskalnemu in monetarnemu sproščanju.

Slika 42: Gibanje indeksa podjetniških obveznic trgov v razvoju



Vir: Bloomberg 2022

Zdi se, da so temelji podjetij na trgih v razvoju v boljši formi v primerjavi s podobnimi podjetji na razvitih trgih, saj so finančniki v teh podjetjih ubrali preudaren pristop pri zadolževanju. Če izključimo

problematična področja kitajskega nepremičninskega trga ter ruske in ukrajinske izdajatelje, je stopnja neplačila podjetij na trgih v razvoju od začetka leta 2022 do novembra znašala le 1,2%.

Preglednica 15: Predvideni donosi državnih obveznic trgov v razvoju (v %)

Država	Ročnost	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
Kitajska	2-letna	2,32	2,42	2,48	2,45	2,43	2,41	2,42	2,45	2,17	2,21
	10-letna	2,68	2,77	2,85	2,86	2,87	2,83	2,84	2,87	2,91	2,91
Mehika	2-letna	9,00	9,11	9,21	9,25	9,56					
	10-letna	9,63	9,57	9,49	9,43	9,36	9,20	9,00	8,80	8,60	8,30
Južna Afrika	2-letna	7,32	7,74	7,85	7,91	8,40	8,35	8,11	7,97	7,81	7,79
	10-letna	11,11	10,98	10,73	10,41	10,22	9,87	9,70	9,71	9,66	9,63
Šrilanka	2-letna	25,83	22,67	20,17	18,50	17,76	17,33	16,00	14,67	13,33	12,33
	10-letna	27,42	24,67	22,00	20,17	18,83	18,50	17,17	16,17	14,83	13,83
Tajvan	2-letna	1,15	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,15	1,15	1,10	
	10-letna	1,32	1,35	1,32	1,25	1,19	1,11	1,27	1,26	1,13	
Tajska	2-letna	1,75	1,77	1,80	1,65	1,53	1,55	1,51	1,49	1,57	1,71
	10-letna	3,31	3,35	3,23	3,01	2,88	2,98	2,92	2,82	2,86	2,91

Vir: Bloomberg 2022

Sklep in ključna priporočila: Kljub zahtevnemu okolju pričakujemo, da bodo obveznice trgov v razvoju prinašale privlačne donose. Višja kuponska donosnost bi praviloma morala ponuditi zaščito pred poslabšanjem sentimenta z zahtevanimi donosi na najvišjih ravneh v zadnjih nekaj letih. Poleg tega se zdi, da zahtevani donosi obveznic trgov v razvoju že odražajo gospodarsko upočasnitev oziroma recesijske pritiske.

Centralne banke držav v razvoju so v povprečju prej dvigovale temeljne obrestne mere kot banke razvitih držav, pri čemer se inflacija v več državah že znižuje. In takrat, ko bo znižanje inflacije bolj splošno, bo vse več centralnih bank držav v razvoju začelo zniževati obrestne mere. Bolj smo naklonjeni državnim obveznicam višjega naložbenega razreda in daljših ročnosti.

Preglednica 16: Ključna priporočila za trge v razvoju

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

Priporočila

- Pričakujemo, da bo v letu 2023 inflacija občutno nižja, kot je danes. Ne bo pa se vrnila na ravni, ki smo jih bili vajeni pred pandemijo. Deglobalizacija, slaba demografska slika in pomanjkanje kadra ter razogljičenje gospodarstva bodo poskrbeli, da bo strukturna inflacija ostala povišana (nad 2%).
- Kljub hitremu upadu inflacije pa obstaja majhna možnost, da se ameriško in evropsko gospodarstvo izogneta recesiji. Višje obrestne mere centralnih bank bodo delovale z zamikom in bodo pustile negativne posledice. Ameriško gospodarstvo ima možnost, da doseže mehak pristanek.
- Bo pa recesija blaga, saj se gospodarstva ne soočajo z večjimi neravnovesji. Zadolženost potrošnika je manjša kot pred veliko finančno krizo, podjetja so v dobri kondiciji in banke so mnogo bolj finančno trdne. Po našem mnenju bo šlo za klasično recesijo kot posledico učinkov monetarne politike.
- Na finančnih trgih pričakujemo še eno zahtevno leto za delniške naložbe. Učinek višjih obrestnih mer in njihov negativni vpliv na raven vrednotenja sta za nami. Težava so še vedno previsoka pričakovanja glede prihodnje rasti dobičkov, ki v času recesij praviloma upadejo. Ponovno testiranje najnižjih ravni v letu 2022 povsem možno.
- Pozitivna stvar tega leta je, da so vrednotenja delnic znova normalna. Pričakovani PE za globalne delnice znaša 15 in je pod 20-letnim povprečjem. ZDA še vedno izstopajo navzgor, medtem ko so trgi zunaj ZDA videti bolj privlačni.
- Po letošnji normalizaciji obrestnih mer so zahtevani donosi obveznic najvišji v zadnjem desetletju. Obdobje, ko so bile obveznice popolnoma neatraktivne kot naložbeni razred, je mimo. Za naprej jih lahko znova brez težav priporočamo kot del razpršenega portfelja. Še posebej v letu, kjer se pričakuje recesija in bi lahko obveznice znova odigrale svojo vlogo blažilca nižjih tečajev na delniških trgih.
- Občutno višje zahtevane donosnosti državnih obveznic tako v ZDA kot v Evropi so zmanjšale relativno privlačnost delnic nasproti obveznicam, niso pa je odpravile. Presežni donos globalnih delnic (premija za tveganje) ostaja blizu 5 %, kar je manj kot na začetku leta 2022, pa vendar na ravneh, ki še vedno kažejo na večjo atraktivnost delnic. Tako slednje ostajajo dolgoročno prava izbira, še posebej, če bo prihodnje desetletje bolj inflacijsko, kot je bilo preteklo.
- V letu 2022 so višje obrestne mere prinesle tudi večjo spremembo na področju gibanja value nasproti growth delnicam. V letu 2023 pa vseeno ne pričakujemo, da se bo glavni katalizator, ki je bil v prid value delnicam, ponovil. Vrednotenja in okolje višje strukturne inflacije ter višjih obrestnih mer govorijo v prid value segmentov, medtem ko growth segment lahko upa na pomoč, vsaj kratkoročno, nižjih obrestnih mer v primeru recesije.
- Z vidika defenzivnih nasproti cikličnem sektorjem imamo na eni strani povečano možnost globalne recesije, kar gre v prid defenzivnim sektorjem. Na drugi strani pa je bilo prevrednotenje pri nekaterih cikličnih sektorjih (trajne potrošne dobrine) že kar zajetno in bi lahko sklepali,

V letu 2023 bo boj med upadajočo inflacijo in recesijo

Po težkem letu imajo obveznice znova mesto v razpršenem portfelju vlagateljev

Trgi zunaj ZDA bolj privlačni, Kitajska bi lahko bila pozitivno presenečenje

Normalizacija obrestnih
mer dvignila pričakovane
donose delnic in obveznic

da je blaga recesija, ki je osnovni scenarij, že upoštevana v tečajih. S tega vidika smo bolj ali manj nevtralni glede sektorjev za leto 2023.

- V letu 2023 smo znova bolj naklonjeni delnicam zunaj ZDA, predvsem zaradi precejšenosti ameriškega dolarja in občutno višjih vrednotenj. Glavni dejavnik nasproti temu je seveda možnost globalne recesije, kjer bi ameriške delnice delovale kot varen pristan. Za evropske delnice bi bilo tudi pozitivno, če bi se končali ukrepi za omejevanje covid-19 na Kitajskem, saj je evropsko gospodarstvo Kitajski bolj izpostavljeno.
- Nizka vrednotenja kitajskih delnic ter pospešitev gospodarske rasti na podlagi odpiranja gospodarstva in umika omejitev v boju proti covidu-19 bi morali biti dovolj za pozitivno leto 2023.
- Seznam tveganj ostaja dolg. Geopolitična tveganja (Rusija, trenja med ZDA in Kitajsko) ter scenarij, v katerem je inflacija bolj vztrajna, kot se predvideva trenutno, bi pomenili bolj globoko recesijo in večji upad na delniških trgih. Prav tako obveznice zaradi višjih obrestnih mer ne bi ponujale zaščite.

Surovinski supercikel

V zadnjih dveh letih so se surovine dvignile iz covidnega brezna kot feniks iz pepela, zato smo udeleženci na trgih začeli odkrito govoriti o pojavu tako imenovanega novega surovinskega supercikla. Bloombergov surovinski indeks je od dna v aprilu 2020 zrasel za 87 %, delnice sektorja materiali in surovine so v EUR pridobile 83 %, delnice sektorja energija pa kar 141 %. Na finančnih in surovinskih trgih se vedno znova izkaže,

da nič ne more spremeniti razpoloženja (sentimenta) tako kot cena. Večina si težko predstavlja, kakšen salto mortale se je zgodil na surovinskih in energetskih trgih. V manj kot dveh letih oziroma osmih četrletjih so cene nekaterih surovin in energentov naredile nepredstavljiv preobrat iz enega v drug zgodovinski ekstrem, od najnižjih do najvišjih cen vseh časov.



Damjan Kovačič

Slika 43: Gibanje Bloombergovega surovinskega indeksa BCOM



Vir: Bloomberg 2022

Po bliskoviti rasti so nato od sredine junija letos surovine spet začele izgubljati tla pod nogami in so zdaj v povprečju za 17 % pod vrhom. Zanimivo je, da se ta negativni trend ni pokazal v cenah surovinskih delnic, ki so v tem času celo rahlo zrasle in niso veliko zaostale za donosi globalnih delnic. Ti upadi so se zgodili zaradi reakcije trgov na očitno ohlajanje gospodarske rasti, posebej na Kitajskem, predvsem pa zaradi hitrega in bliskovitega dvigovanja obrestnih mer, ki so v imenu križarske vojne proti inflaciji pripravljene tvegati recesijo. Cene surovin so se v nominalnih zneskih pred omenjenimi upadi marsikomu upravičeno zdele (pre)visoke, vendar pa njihove realne

vrednosti, torej prilagojene za inflacijo, v povprečju niti približno niso bile tako napihnjene, da bi jih lahko povezovali z zgodovinskimi ekstremi.

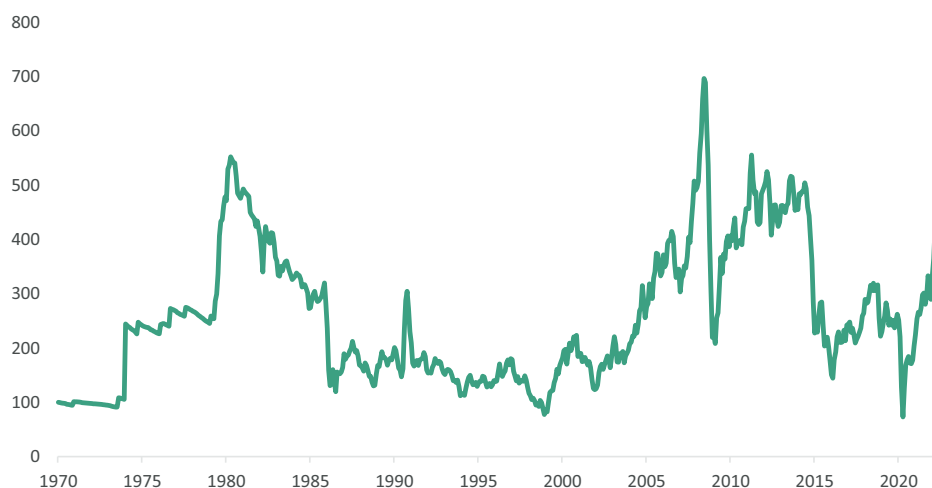
Vzemimo za primer inflacijsko prilagojeno ceno surove nafte, ki še naprej ostaja kraljica surovin. Povprečna inflacijsko prilagojena cena zahodnoteksaške lahke nafte (WTI) je po drugi svetovni vojni znašala 55 USD za sod, po letu 1980 je bila 66 USD za sod, po letu 2000 pa 74 USD, kar je približno toliko, kot so trenutne spot cene nafte. Rekordno visoko povprečno mesečno realno ceno je nafta dosegla na vrhu cikla junija 2008 pri današnjih 171 USD, na vrhu predzadnjega supercikla decembra 1979 pa je bila 148

V manj kot dveh letih so cene nekaterih surovin in energentov naredile nepredstavljiv preobrat iz enega v drug zgodovinski ekstrem, od najnižjih do najvišjih ravni vseh časov

USD. Če bi v izračunu namesto ameriške inflacije CPI upoštevali globalno BDP inflacijo (z deflatorjem BDP), bi znašala rekordna realna cena nafte okoli 220 USD za sod. Če pa gremo še korak dlje in

upoštevamo, da smo danes za približno 15 % bolj energetske učinkoviti kot leta 2008, bi se morala cena nafte do resnične realne rekordne vrednosti več kot potrojiti, torej znašati okoli 250 USD za sod.

Slika 44: Inflacijsko prilagojeno gibanje cene surove nafte WTI (100 = 1970)



Vir: Bloomberg 2022

Izpostavljenost do surovinskih naložb je smiselna zaradi zaščite pred inflacijo, dodatne razpršitve portfelja in potencialno nadpovprečnih donosov v novem surovinskem superciklu

Surovinski in energetske trgi so že pred rusko invazijo na Ukrajino pokali po šivih zaradi robustnega povpraševanja, podhranjenosti investicij v preteklem desetletju, pretrganih dobavnih verig in inflacijskih pritiskov. V Evropi so bile cene zemeljskega plina že pred invazijo okoli 300 USD za sod, če plin energijsko ekvivalentno primerjamo z nafto. Potem pa se je zgodila ruska agresija na Ukrajino. V prvih dveh tednih po začetku vojne smo na energetskih in surovinskih trgih lahko spremljali največje in najbolj divje premike v zgodovini. To je tista stara modrost finančnih trgov, ki pravi, da se pozitivna presenečenja dogajajo na bikovskih trgih.

Upravljavci premoženja nimamo težav pri iskanju odgovora, zakaj se vlagatelji odločajo za izpostavljenost do surovinskih naložb. Trije najbolj običajni razlogi, ki jih

navajamo, so: zaščita pred inflacijo, dodatna razpršitev portfelja (ki je smiselna, ker se je utež surovin in energije v splošnih delniških indeksih v zadnjem desetletju zmanjšala z 20 na samo 10 %) in potencialno nadpovprečni ali celo spektakularni pričakovani donosi, če je aprila 2020 v težkih porodnih mukah privekal na svet nov »surovinski supercikel«.

Kaj sploh so surovinski supercikli?

Surovinske supercikle lahko definiramo kot obdobja dolgotrajne in vsesplošne rasti cen večine surovin in energentov, ki se dvignejo nad dolgoročne trende in jih običajno poganja močno strukturno povpraševanje po gradbenih materialih, industrijskih kovinah, drugih materialih in virih energije. V nasprotju s trgi vrednostnih papirjev so surovinski trgi na milost in nemilost prepuščeni univerzalnemu zakonu fizične ponudbe in povpraševanja. Na surovinskih

trgih se vsak dan znova oblikuje ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem, zaradi dolgih investicijskih ciklov pa so surovinski cikli nekajkrat daljši in veliko manj pogosti od borznih ciklov. Od leta 1800 smo na primer zabeležili samo šest megasurovinskih ciklov, v katerih so bikovski trgi rasti trajali v povprečju skoraj 18 let z 250-odstotnimi donosi surovin, negativni medvedji trgi pa so trajali skoraj 21 let z upadi vrednosti, ki so v povprečju znašali 59 %.

Kako so sestavljeni moderni surovinski indeksi?

Ker so surovinski trgi izjemno raznoliki in lahko zajemajo zelo veliko kategorij in posameznih komponent, pogledimo, kaj se skriva v indeksu Bloomberg Commodity Index (BCOM), ki je eden od najbolj uporabljenih industrijskih primerjalnih indeksov, na podlagi katerega se v svetu upravlja 110 mrd USD premoženja. Indeks BCOM je narejen s ciljem, da bi čim bolj sistematično in konsistentno predstavljal raznolike surovinske trge. Pri določanju razmerij med posameznimi komponentami in skupinami uporablja BCOM za osnovno merilo likvidnost in dolarsko vrednost proizvodnih podatkov.

železove rude, premoga ter kalijevih, dušikovih in fosfatnih gnojil ter nekaterih drugih kategorij. Zato je za vlagatelje smiselno, da razpršijo svoje surovinske naložbe tudi v delnice iz sektorja materiali in surovine, kjer so nekatere največje družbe, kot so BHP, Rio Tinto in Nutrien, zanimivo, izrazito izpostavljene prav do teh manjkajočih segmentov spot surovinskih indeksov.

V letu 2023 bo tako energijski kompleks ohranil največjo skupinsko utež, ki se bo rahlo povečala na skoraj 30 %, prav tako se bo povečala utež žitom in industrijskim kovinam, zmanjšali pa se bodo deleži mehkega blaga, plemenitih kovin in živine. Seveda pa imajo zaradi specifične narave trgovanja s posameznimi pomembnimi blagovnimi skupinami zunaj organiziranih trgov BCOM in drugi podobni surovinski indeksi tudi nekaj zelo očitnih pomanjkljivosti, saj v svoji sestavi ne vključujejo na primer

Preglednica 17: Sestava Bloombergovega surovinskega indeksa BCOM

Skupina	Surovina	Oznaka	2023 ciljni delež	2022 ciljni delež
Energija	Zemeljski plin	NG	7,94 %	7,95 %
	Teksaška nafta WTI	CL	7,77 %	8,04 %
	Severnomorska nafta brent	CO	7,23 %	6,96 %
	Plinsko olje z nizko vsebnostjo žvepla	QS	2,71 %	2,65 %
	Bencin RBOB	XB	2,20 %	2,17 %
	Dizelsko gorivo	HO	2,10 %	2,05 %
				29,95 %
Žita	Soja	S	5,78 %	5,79 %
	Koruza	C	5,51 %	5,59 %
	Sojina moka	SM	3,53 %	3,52 %
	Sojino olje	BO	3,27 %	3,17 %
	Pšenica	W	2,79 %	2,85 %
	Trda rdeča zimska pšenica	KW	1,76 %	1,66 %
			22,64 %	22,58 %
Industrijske kovine	Baker	HG	5,23 %	5,40 %
	Aluminij	LA	4,09 %	4,25 %
	Cink	LX	2,90 %	3,12 %
	Nikelj	LN	2,78 %	2,71 %
	Svinec	LL	0,94 %	0,00 %
			15,94 %	15,48 %
Plemenite kovine	Zlato	GC	14,85 %	15,00 %
	Srebro	SI	4,59 %	4,75 %
			19,44 %	19,75 %
Mehko blago	Kava	KC	2,86 %	2,73 %
	Sladkor	SB	2,56 %	2,79 %
	Bombaž	CT	1,56 %	1,50 %
			6,98 %	7,02 %
Živina	Govedo	LC	3,32 %	3,58 %
	Prašiči	LH	1,74 %	1,75 %
			5,06 %	5,33 %

Vir: Bloomberg 2022

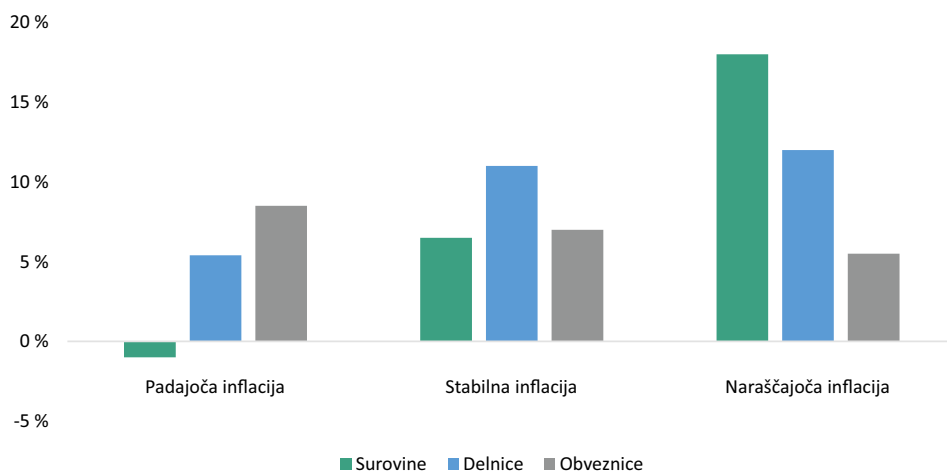
Surovine ponujajo odlično možnost razpršitve premoženja in zaščite pred inflacijo

Surovine ponujajo odlično zaščito pred inflacijo zato, ker se v obdobjih rastoče inflacije poruši običajno blagodejna negativna korelacija med delnicami in obveznicami

V nasprotju s finančnim premoženjem, kjer na tečaje delnic in obveznic odločilno vplivata gibanje obrestnih mer in politika centralnih bank, se v cenah surovin na spot trgih odražajo trenutna razmerja med fizično ponudbo in povpraševanjem. Pričakovana smer gibanja obrestnih mer zato, posebej kratkoročno, nima neposrednega vpliva na ponudbo nafte, bakra, pšenice in umetnih gnojil ter povpraševanje po njih. Ta temeljna strukturna razlika med finančnim in realnim premoženjem je tista, ki prispeva k nizki korelaciji med surovinskimi in drugimi naložbenimi razredi. V zadnjem surovinskem ciklu od leta 2000 so se

korelacijski koeficienti surovin do preostalih glavnih naložbenih razredov gibali v razponu med -0,18 in 0,76. Naj omenimo nekatere najbolj zanimive: korelacija z globalnimi delnicami je bila 0,47, z globalnimi obveznicami 0,13, z ameriški obveznicami -0,18, z nepremičninami 0,34, z infrastrukturo 0,32 in z indeksom cen življenjskih potrebščin CPI 0,76. To z drugimi besedami pomeni, da lahko z dodatno vključitvijo surovin in surovinskih delnic zgradimo bistveno bolj učinkovite portfelje in izboljšamo tveganju prilagojene donose našega premoženja, kar je sveti gral vsakega investitorja in upravljavca premoženja.

Slika 45: Surovine dosegajo najboljše donose v obdobjih visoke ali rastoče inflacije



Vir: Bloomberg 2022

Surovine ponujajo odlično zaščito pred inflacijo zato, ker se v obdobjih rastoče inflacije poruši običajno blagodejna negativna korelacija med delnicami in obveznicami. To pozitivno korelacijo med delnicami in obveznicami so letos na svoji koži posebej boleče občutili vlagatelji v uravnotežene sklade 60/40, ki bodo zaradi zgodovinskega

upada obveznic dosegli podobne ali celo nižje donose kot na primer vlagatelji v čiste delniške sklade. Po drugi strani se surovine in delnice iz sektorja materiali in surovine v inflacijskem makro-ekonomskem okolju počutijo kot riba v vodi, posebej kadar na trgih obstaja kombinacija visoke in naraščajoče inflacije.

Kapitalska podhranjenost surovinskega sektorja

»Gre za ekonomijo, butec!« se glasi razvpita krilatica, s katero je demokratični strateg James Carville pomagal Billu Clintonu zmagati na predsedniških volitvah. Če bi to prisposodbo uporabili za opis današnjega stanja na surovinskih in energetskih trgih, bi lahko rekli: »Gre za kapitalsko podhranjenost, butec!« Ocenjujemo, da so nezadostne kapitalske naložbe glavni in daleč najpomembnejši motor, ki bo v prihodnjem desetletju zaznamoval potencialni surovinski supercikel. V čudovitem divjem svetu surovin je namreč cikel kapitalskih investicij pomembnejši od poslovnega cikla.

V zadnjih desetih letih so zaradi nizkih oziroma upadajočih cen večine surovin in

energentov proizvajalci močno oklestili kapitalske naložbe, k čemur so veliko pripomogli pritiski borcev za podnebno pravičnost in ESG-investitorji. Njihova priljubljena tarča so posebej največje naftne multinacionalke, ki so bile pod pritiski okoljskih aktivistov in delničarjev »prisiljene« drastično oklestiti svoje proračune za raziskovanje in odkrivanje novih nahajališč fosilnih goriv. Medtem ko je bilo tako ravnanje popolnoma racionalno v času, ko so bile naftne družbe kapitalsko osiromašene, pa je v zadnjih dveh letih povsem skregano z zdravo pametjo. Naftnim družbam je na krilih rekordno visokih cen energentov padla sekira v med, večina je z lahkoto poplačala glavnino preteklih

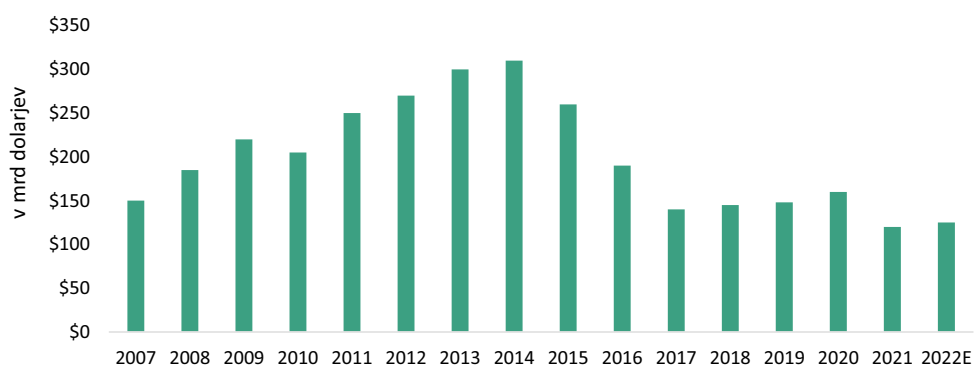
Nezadostne kapitalske naložbe so glavni in daleč najpomembnejši motor, ki bo v prihodnjem desetletju zaznamoval potencialni surovinski supercikel

dolgov, njihove bilance pa dobesedno pokajo od zdravja. A največje naftne multinacionalke so v zadnjem desetletju oklestile kapitalske investicije za okoli tretjino in ne kažejo nobene pretirane želje po agresivnem raziskovanju novih nahajališč fosilnih goriv. V letu 2023 nameravajo namreč povečati svoje investicije za samo 8 %, kar je še vedno za skoraj četrtno manj od povprečja v zadnjem desetletju. Ali mi lahko kdo razloži, kako bodo na ta način lahko nadomestile in ohranile 100 milijonov sodov

dnevne proizvodnje, tudi če se doba fosilnih goriv počasi končuje in bo vzporedno potekal razcvet električnih vozil in obnovljivih virov?

Na spodnji sliki so prikazane kapitalske investicije 30 največjih rudarskih in naftnih javnih delniških družb; iz nje je razvidno, da so te dosegle 15-letno najnižjo vrednost, čeprav v svetu danes po oceni Lucasa Whita, upravljavca premoženja pri GMO, porabimo za okoli 40 % več glavnih naravnih virov.

Slika 46: Kapitalske investicije (CapEx) 30 največjih rudarskih in naftnih družb



Vir: Bloomberg 2022

Podobne trende opažamo, če analiziramo kapitalske investicije vseh surovinskih družb, ki kotirajo na ameriških in kanadskih borzah ter katerih tržna vrednost presega 1 mrd USD. Medtem ko so v investicijskem ciklu 2002–2013 te družbe povečale kapitalske investicije za petkrat, to je s 70 na 350 mrd USD letno, so nato investicije v zadnjih letih enako strmo in simetrično uplahnile na samo 150 mrd USD letno.

V surovinskem sektorju v fazah optimizma in evforije redno prihaja do neracionalnih investicij, kar vodi do negativnih donosov na kapital oziroma pojava trajne izgube kapitala (angl. wealth destruction). V zadnjih dveh surovinskih ciklih naj bi po podatkih Jeffa Currieja iz Goldman Sachsa investitorji v

naftnem sektorju na en dolar kapitalskih investicij v nove zmogljivosti v 90 letih izgubili 28 centov, v zadnjem desetletju pa celo 52 centov. Kogar piči kača, se boji zvite vrvi, zato ni pričakovati, da bodo šefi družb in lastniki kapitala v prihodnjih letih brezglavo skakali v vodo in agresivno vlagali v nujno potrebne širitve zmogljivosti.

V preteklem poslovnem ciklu je bilo torej zelo malo investicij v nove rudarske zmogljivosti ter odkrivanje in razvoj novih nahajališč, poleg tega pa opažamo, da postaja pot do začetka delovanja novih zmogljivosti vse bolj tvegana in zapletena. Večletne zamude in velike prekoračitve stroškov so zaradi muhastih regulatornih organov, okoljskih tveganj, (pre)velikih

Naravni viri so geološko omejeni, stopnje izčrpanosti konvencionalnih zalog fosilnih goriv pa so zelo visoke

finančnih in drugih apetitov države in lokalnih skupnosti prej pravilo kot izjema. Če k temu dodamo še vse bolj glasne, agresivne in vplivne okoljevarstvene organizacije, potem si lahko predstavljamo, kakšna misija nemogoče čaka rudarske družbe, ki bodo morale v prihodnjih 20 letih podvojiti obstoječe proizvodne zmogljivosti. Da niti ne omenjamo tega, da so naravni viri geološko omejeni in da so zaloge rude v nahajališčih po naravni poti vse bolj izčrpane. Od leta 2000 recimo opazamo premočrtno zniževanje povprečne koncentracije bakra v rudi, ki je z 1,0 %

upadla na današnjih 0,65 %. Še bolj zaostrene so razmere v naftni industriji, kjer znašajo stopnje izčrpanosti konvencionalnih naftnih vrtin med 6 in 8 % letno, še bistveno hitreje pa so izčrpane nekonvencionalne zaloge, kjer je povprečni upad proizvodnje v ZDA 34 % letno pri nafti oziroma 28 % pri zemeljskem plinu. Dodatna tveganja na strani ponudbe prinašata trend deglobalizacije in vojna v Ukrajini, ki je odrezala Evropo od pomembnega vira fosilnih goriv in premešala karte na svetovni energetski šahovnici.

Vloga fosilnih goriv v času prehoda na zeleno energijo

V nasprotju s splošnim pričakovanjem je vse prej kot samoumevno, da bo konec dobe fosilnih goriv s preходом na električna vozila in obnovljive vire energije prinesel nižje cene fosilnih goriv. V letu 2022 se nadaljuje neustavljiv pohod električnih vozil, katerih priljubljenost in prodaja presegata vsa pričakovanja. Vendar pa je problem v tem, da bo v letu 2022 delež električnih vozil verjetno dosegel okoli 13-odstotni delež v celotni prodaji, poraba nafte pa naj bi po napovedi Mednarodne agencije za energijo (IEA) dosegla novo rekordno vrednost kljub opaznemu ohlajanju gospodarske rasti in restriktivnim covidnim

karantenam na Kitajskem. Glede na to, da osebna vozila pomenijo okoli četrtni delež v strukturi porabe surove nafte, lahko računamo, da se bo povpraševanje po nafti iz tega naslova, tudi v primeru zelo hitre elektrifikacije vozil, zmanjševalo za manj kot 2 % letno.

Paradoksalno je torej, da je zelo verjeten scenarij, da se bodo v prihodnjih letih zaradi neracionalnega krčenja investicij cene nafte močno povišale, kljub temu da se bo vzporedno odvijal hiter in uspešen zeleni prehod.

Kako poceni oziroma drage so delnice iz sektorjev surovine in energetika?

Vrednotenja delnic so pomemben argument pri odločanju za vlaganje v sektorja surovine in energija. V zadnjih dveh letih in pol so delnice iz sektorjev surovine in energija eksplodirale z evrskimi donosi, ki so za skoraj dvakrat presegli donose splošnih delniških trgov (+54 %). Donos globalnega

sektorja energije je namreč od aprila 2020 znašal 141 %, donos surovinskih delnic pa 83 %.

Tudi po veliki rasti borznih tečajev so delnice iz sektorja materiali in surovine ob rekordno dobrih poslovnih rezultatih še vedno

Delnice iz sektorjev surovine in energija so še vedno zgodovinsko poceni, saj so njihova vrednotenja za okoli 25 % (surovine) oziroma 40 % (energija) nižja od zgodovinskih povprečij

godovinsko poceni, saj so njihova vrednotenja za okoli četrtno nižja od zgodovinskih povprečij. Ključni kazalniki so taki: P/E 10,6 (zgodovinsko povprečje 20,0), EV/EBITDA 6,7 (zgodovinsko povprečje 8,9), marža iz poslovanja 16,7 % (zgodovinsko povprečje 10,5%), dividendni donos 4,0 %.

Še bolj ekstremno poceni so delnice iz sektorja energija, saj so vrednotenja naftnih družb za več kot 40 % nižja od zgodovinskih povprečij. Ključni kazalniki so taki: P/E 6,7

(zgodovinska mediana 14,3), EV/EBITDA 4,0 (zgodovinska mediana 14,3), marža iz poslovanja 15,3 % (zgodovinsko povprečje 9,4%), dividendni donos 4,8 %.

Za vlagatelje je pomembno, da ponuja kombinacija relativno privlačnih vrednotenj delnic v povezavi z visokimi maržami iz poslovanja tudi ob neugodnem recesijskem scenariju dobro izhodišče za nadpovprečno rast v času cikličnega okrevanja.

Ali pomeni bliskovita rast cen surovin začetek novega supercikla?

Po brutalnem medvedjem trgu in eksplozivni rasti cen surovin po covidnem dnu marca 2020 obstaja veliko argumentov za to, da se nahajamo v zgodnjih fazah novega strukturnega bikovskega trga, za katerega pa ne vemo, ali se bo razvil v pravi surovinski supercikel. Odgovor na to bomo morda dobili z opazovanjem cenovnih gibanj surovin v času recesije/ohlajanja rasti v letu 2023, še bolj pa nato v prvem letu okrevanja, ko bo prišlo do normalizacije razmer. Posebej nas bo zanimalo, kje se bo vzpostavilo ravnotežje med fizično ponudbo in povpraševanjem pri posameznih surovinah, ko bo dokončno za nami serija izrednih šokov, kot so gospodarska recesija, divji dvigi obrestnih mer, covidna zaprtja na Kitajskem in pok nepremičninskega balona, ozka grla na strani ponudbe ter morda tudi vojna v Ukrajini, ki v tem trenutku maskirajo oziroma zamegljujejo primarni trend, ki ga včasih ni lahko izolirati in je očiten samo za nazaj. Prav tako bomo takrat lažje analizirali vpliv novih virov povpraševanja, kot so električna vozila, čista energija, okolju prijazna infrastruktura, razogljčenje družbe in surovinsko intenzivna urbanizacija držav v razvoju.

Do takrat bodo vlagatelji v surovinske naložbe, tudi v primeru črnega scenarija globalne recesije v letu 2023 in nadaljevanja cikličnega negativnega trenda, kompenzirani za svoje tveganje z zelo poceni delnicami z rekordno visokimi dividendnimi donosi. Ne pozabimo, da se nezadržno bliža prva obletnica upadanja tečajev delnic na svetovnih borzah trgih, kar statistično pomeni, da je za nami okoli 85 % medvedjega trga in da se neustrašnim vlagateljem na delniških, obvezniških in surovinskih trgih že odpira zelo privlačno okno priložnosti.

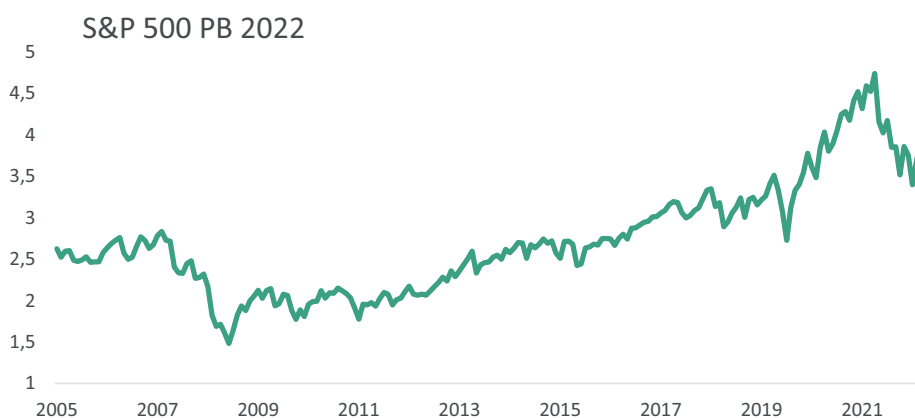
V času, ko je sentiment udeležencev na trgih skrajno pesimističen in podoben zgodovinskim ekstremom, je prav, da se spomnimo, da najbolj preudarni in neustrašni vlagatelji kupujejo delnice na razprodajah, ko se je večina že vdala v usodo in pričakuje konec sveta. V strukturnem bikovskem surovinskem trgu vlagatelji največ tvegajo, če niso pripravljeni tvegati ali če po začetnem navdušenju prekmalu izstopajo iz svojih naložb.

V strukturnem bikovskem surovinskem trgu največ tvegajo tisti, ki niso pripravljeni tvegati ali pa prekmalu izstopajo iz svojih naložb

Kazalniki in referenčni grafi

Delnice

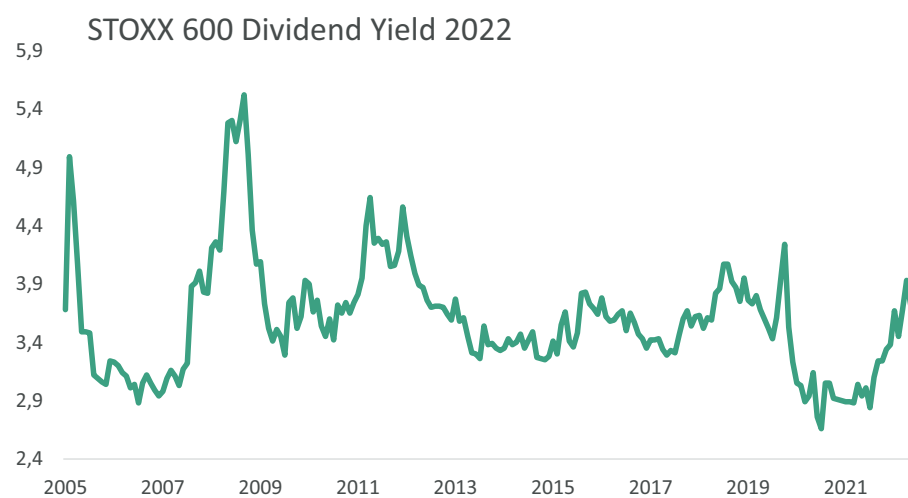
ZDA



Vir: Bloomberg 2022

Delnice

Evropa



Vir: Bloomberg 2022

Delnice

Japonska

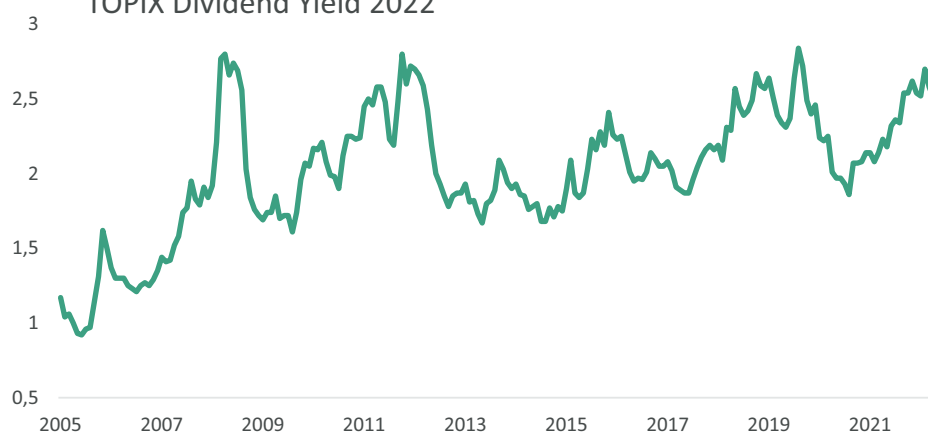
TOPIX PE 2022



TOPIX PB 2022



TOPIX Dividend Yield 2022



Vir: Bloomberg 2022

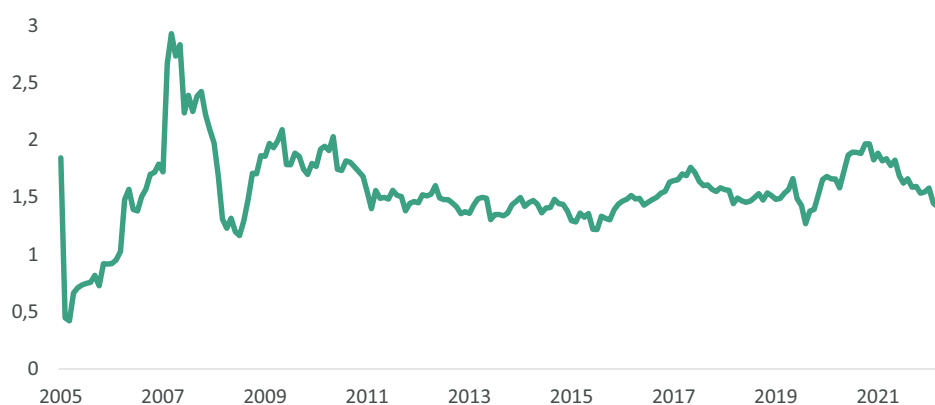
Delnice

Države v razvoju

MSCI EM PE 2022



MSCI EM PB 2022



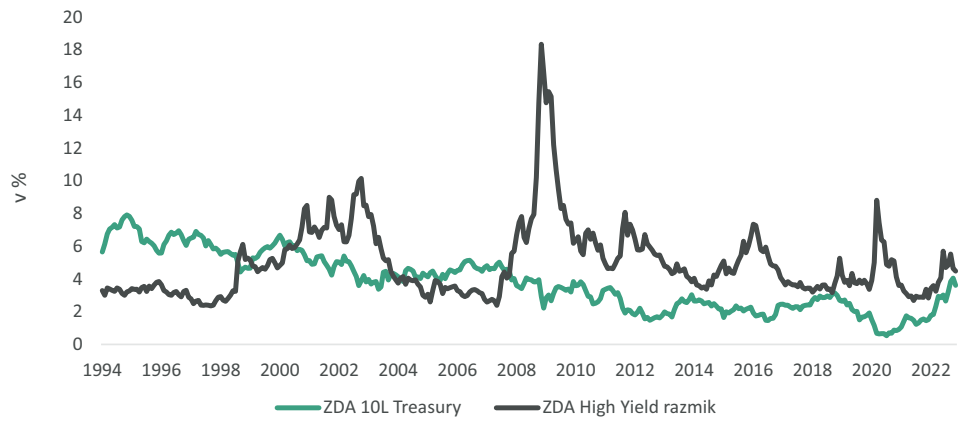
MSCI EM Dividend Yield 2022



Vir: Bloomberg 2022

Obveznice

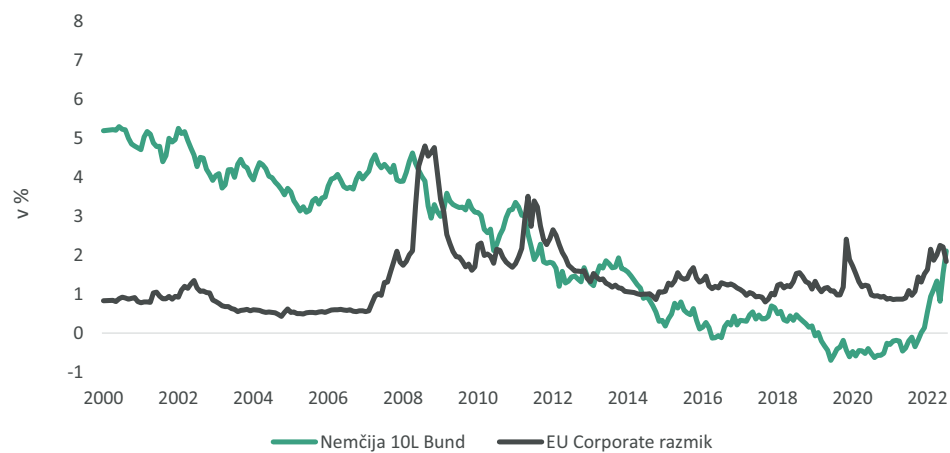
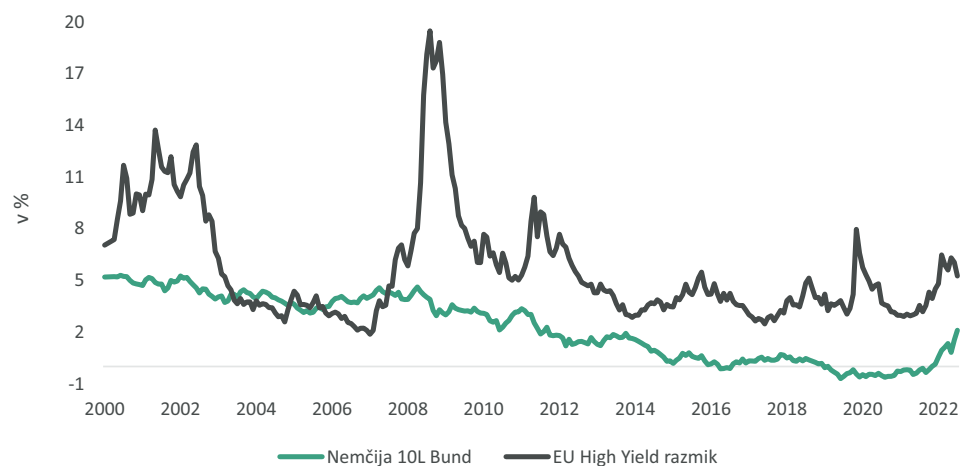
ZDA



Vir: Bloomberg 2022

Obveznice

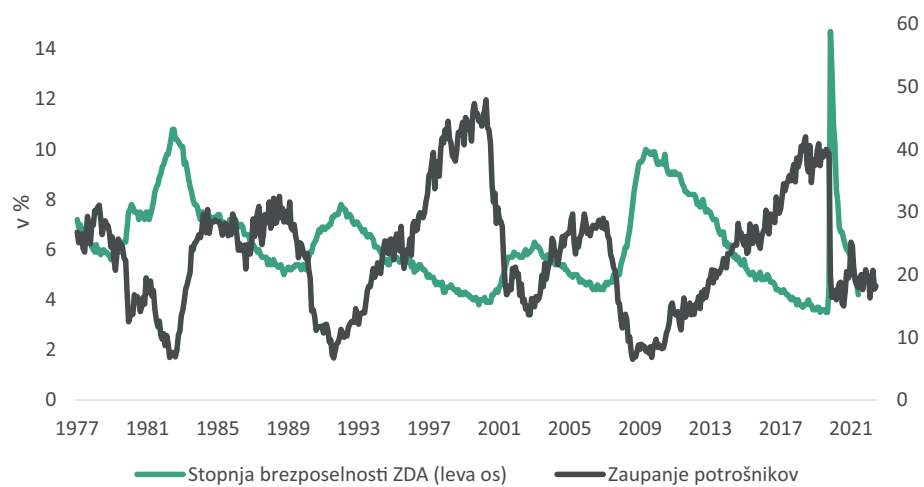
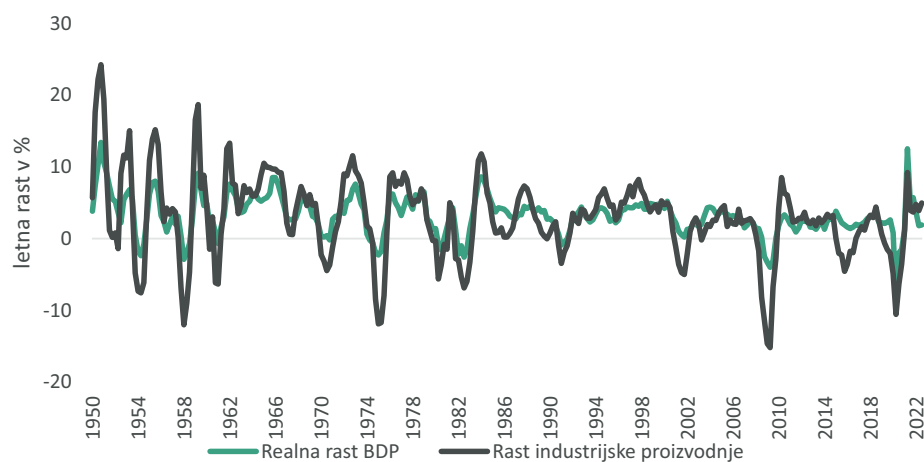
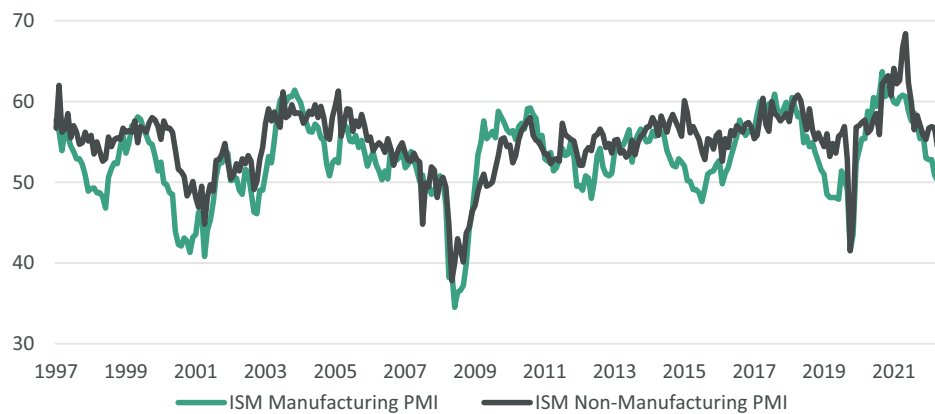
Evropa



Vir: Bloomberg 2022

Ekonomija

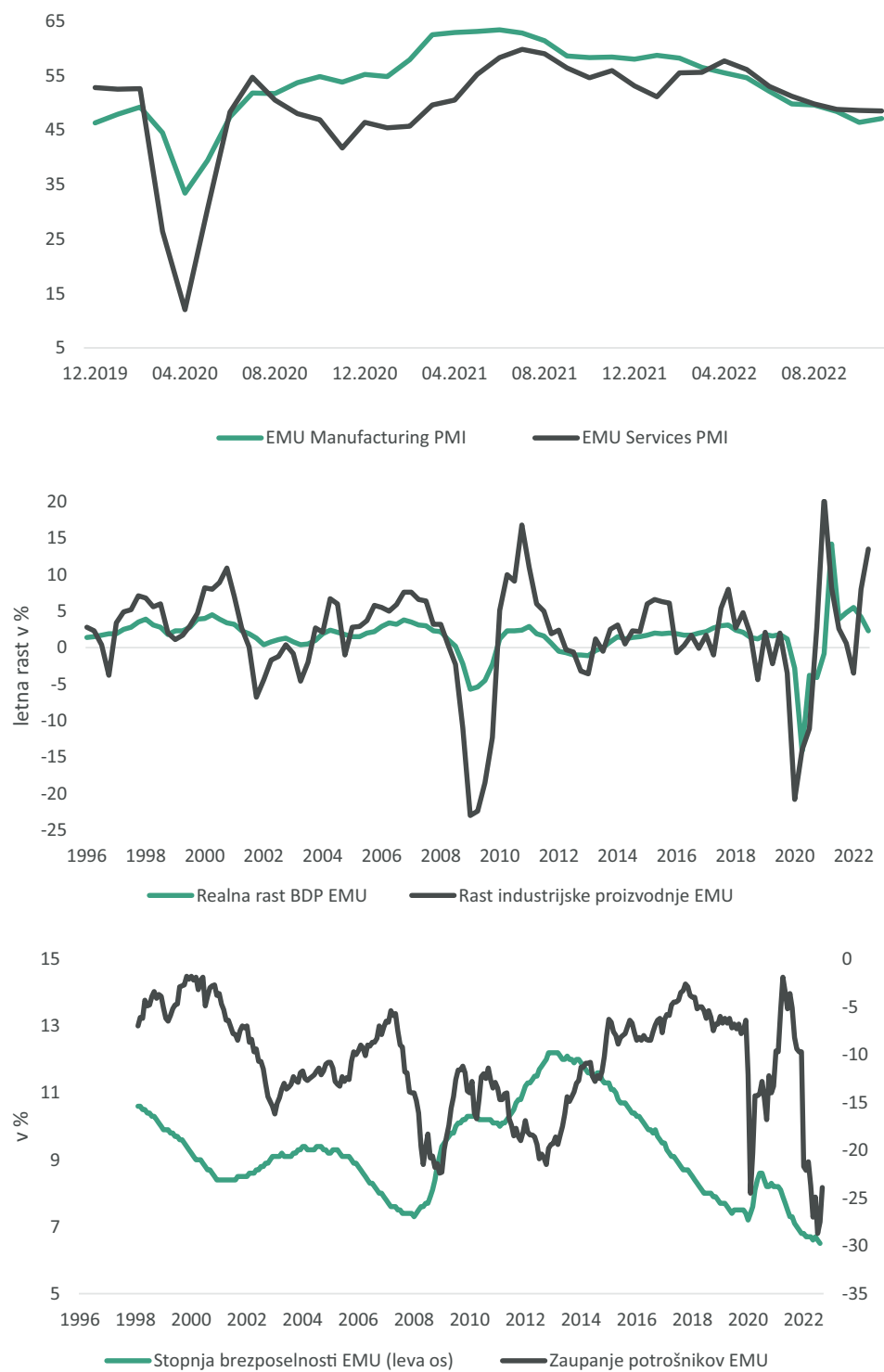
ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2022

Ekonomija

EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2022

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