

POGLED 2024

VAL OPTIMIZMA NA KRILIH UMETNE INTELIGENCE
IN NIŽJIH OBRESTNIH MER



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,
Višji specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 50

Aleš Grbić,
Višji specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 52

Jure Rogač,
Specialist za upravljanje
investicijskih skladov,
02/229 74 60

3 **Predgovor**

5 **Centralne banke hodijo po tanki črti med inflacijo in recesijo**

13 **Finančni trgi**

14 - Delniški trgi: vrh obrestnih mer je pozitiven za delnice

22 - Obvezniški trgi: obveznice so postale atraktiven naložbeni razred

26 - Priporočila

28 **Umetna inteligenca in informacijska tehnologija**

33 **Geopolitika: Tajvan – sprostitelj napetosti**

37 **(Ne)zeleni prehod: trnova pot do podnebne nevtralnosti**

46 **Zgodovina (in prihodnost) recesij**

50 **Nova zdravila za hujšanje so sodobna zlata mrzlica**

57 **Kazalniki in referenčni grafi**

Predgovor

Počasi se približujemo koncu leta 2023 in moramo priznati, da bo izpadlo (vsaj kar se tiče donosov) boljše, kot pa so bila pričakovanja pred letom dni. Verjetno največje presenečenje je bilo izjemno odporno ameriško gospodarstvo, ki se je navkljub najhitrejšim dvigom ključne obrestne mere, vsaj za zdaj, izognilo recesiji. In to ne samo izognilo, temveč je bila njegova gospodarska rast v tretjem četrtletju prek 5 % (česa podobno ne moremo reči niti za Evropo niti Kitajsko). Hkrati pa smo videli tudi močan trend dezinflacije, kar kaže, da se je možnost tako redko videnega »mehkega pristanka« povečala. Nazadnje smo podobno zgodbo izkusili v 90. letih, v katerih je ameriško gospodarstvo pod vplivom »internetne« revolucije doživljalo zlata leta.

In podobno zgodbo najdemo tudi letos v obliki tehnološke revolucije z umetno inteligenco, ki je prav v času pisanja lanskega Mozaika prišla v ospredje (ChatGPT).

Konsenz je, da gre za naslednjo veliko stvar, ki bo na dolgi rok pospešila gospodarsko rast in dvignila produktivnost. Glede na pomanjkanje delovne sile je očitno prišla v pravem času.

Seveda leto ni minilo brez šokov. Verjetno je marsikdo ob težavah bančnega sistema v marcu pomislil, da so višje obrestne mere dosegle svoj učinek in se je v skladu s tradicijo nekaj »zlomilo«. Resda smo izgubili nekaj ameriških regionalnih bank in celo institucijo, kot je Credit Suisse, kljub temu pa so regulatorji hitro zajezili to mini bančno krizo. V drugi polovici leta smo doživeli še novo vojno na Bližnjem vzhodu, ki pa ostaja zelo omejena in ni imela vpliva na širšo regijo. Verjetno zadnji »šok«, ki je rahlo prestrašil vlagatelje, pa je bil nenavaden vzpon obrestnih mer kljub znakom, da je inflacija pod kontrolo, ki je prinesel najvišje zahtevane donose državnih obveznic v zadnjem desetletju tako v ZDA kot Evropi. Tudi to ni trajalo dolgo.

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalskih trgih

V EUR	2022	2023*	10 let**	PE	PE 2024	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (Globalni delniški)	-13,2 %	14,7 %	10,0 %	18,6	16,0	2,2 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	-13,0 %	16,1 %	10,7 %	19,2	16,8	2,1 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	-15,1 %	4,0 %	4,4 %	14,8	11,4	2,9 %
MSCI US (Ameriške delnice)	-14,8 %	18,9 %	13,6 %	22,6	19,0	1,5 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	-9,5 %	11,7 %	6,2 %	13,1	12,6	3,5 %
MSCI JAPAN (Japonske delnice)	-11,3 %	12,3 %	6,9 %	16,6	15,0	2,2 %
MSCI CHINA (Kitajske delnice)	-17,0 %	-10,5 %	3,0 %	11,9	9,2	2,6 %
MSCI Value	-0,6 %	4,1 %	7,9 %	13,5	12,5	3,4 %
MSCI Growth	-24,7 %	29,0 %	13,2 %	30,7	24,4	0,9 %
Obvezniški trgi						
iBoxx € Overall Index	-17,2 %	3,7 %	0,7%	3,48	3,40	6,20
iBoxx € Corporates Index	-14,2 %	5,3 %	1,0%	4,33	4,04	4,41
iBoxx € Sovereigns Index	-18,4 %	3,3 %	0,8%	3,32	3,27	6,96
Preostalo						
Nafta Brent (sodček) – cena v USD	85,9	82,8				
Zlato (unča) – cena v USD	1.824	2.036				
Bitcoin – cena v USD	16.540	37.751				
Tečaj EUR/USD	1,07	1,09				

Opombe: donosi vključujejo neto dividende; merjeno v EUR.

* 2023 je na dan 30. 11. 2023; ** 10 let je obdobje od 30. 11. 2013 do 30. 11. 2023.

Vir: Bloomberg 2023

Finančni trgi imajo tako za seboj popolnoma drugačno leto od lanskega. Tako delnice kot obveznice so v pozitivnem območju. Globalne delnice so pridobile skoraj 15 % (vključujoč dividende), evropske obveznice pa skoraj 4 %. Mogoče glavna značilnost leta 2023 je, da je k večini letošnjega donosa prispevala le peščica podjetij. Gre za tako imenovanih veličastnih sedem (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia in Tesla), katerih vrednost se je podvojila. Preostali deli delniškega trga so ostali bolj ali manj na mestu. Takšno koncentracijo smo v preteklosti videli le redko. Ker ti giganti prihajajo iz ZDA, so ameriške delnice preživele še eno leto, v katerem so presegle donose drugih regij.

So pa letos znova odigrale svojo dolgočasno vlogo obveznice in dosegle donos v višini slabih 4 %. Kot smo ugotavljali že lani, so zahtevani donosi obveznic spet normalni, tako da bodo te lahko opravile svojo vlogo v času negotovosti in potencialne recesije ter bodo znova blažilec v razpršenem portfelju.

Naša pričakovanja za leto 2024 gredo v smeri, da smo že videli vrh pri obrestnih merah in da je boj z inflacijo dobljen. To bo omogočilo centralnim bankam, da bodo začele zniževati ključne obrestne mere, kar bo zmanjšalo možnost globoke recesije. Kar se tiče gospodarske rasti, je zaznati upočasnitev in tudi za leto 2024 pričakujemo, da se bo rast ključnih gospodarstev upočasnila in mogoče približala tehnični recesiji, vendar pa še vedno ne pričakujemo kaj bolj dramatičnega. Tako gospodinjstva kot podjetja so v dobrem finančnem položaju (tudi kot posledica pandemije), kar zmanjšuje možnost kakšne večje nesreče.

Ko se ozremo na finančne trge, menimo, da so izhodišča tako delnic kot obveznic še vedno zanimiva. Vrednotenja in pričakovani donosi so na zgodovinskih povprečjih in nakazujejo na donose v skladu s tem, česar so bili vlagatelji v povprečju deležni v preteklosti. Scenarij mehkega pristanka bi bil seveda idealen tako za delnice kot obveznice. Za vlagatelje je optimalna izbira portfelj 60/40 (delnice/obveznice), saj možnost recesije ni zanemarljiva (četudi ni osnovni scenarij) in v tem primeru bodo obveznice opravile svojo vlogo.

Pri delnicah ne pričakujemo ponovitve leta 2023, ko je veličastnih sedem popolnoma zasenčilo preostale dele delniškega trga. Predvidevamo, da se bodo preostali segmenti držali vsaj tako dobro, če ne bolje v prihajajočem letu. Kot zanimivejše vidimo tako oba defenzivna (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine) kakor tudi najcenejša segmenta delniških trgov (energija, banke). Tehnološke delnice pa ostajajo idealen kandidat za evforijo, podobno kot so bile internetne delnice v 90. letih. Pri regijah ostaja skriti adut Kitajska. Izjemno negativno razpoloženje z daleč najnižjimi vrednotenji pomeni, da bi že vsaka pozitivna novica lahko vodila v močan skok kitajskih delnic.

V Naložbenem mozaiku smo se dotaknili tudi priložnosti, ki jih prinaša umetna inteligenca, tveganj geopolitičnega dogajanja in podnebni sprememb, ki pomenijo tako priložnost kot tveganja. Čakanje na recesijo nas je spodbudilo, da pogledamo v preteklost in preverimo, ali je tokrat drugače. Za konec pa smo se ozrli še na čudežna nova zdravila za hujšanje in kaj to pomeni za sektor zdravstva.

Upamo, da vam bo naš Mozaik pomagal pri krmarjenju skozi naslednje leto. Za konec naj spomnimo še na pred kratkim umrlega Charlieja Mungerja, ki je bil desna roka legendarnega Warrena Buffetta. Ne samo, da ga je odlično dopolnjeval, tudi sam je bil eden najbolj modrih investorjev, kar smo jih videli, in je bil vsem nam v navdih. Podobno kot mi ni bil naklonjen pretiranemu trgovanju, temveč je bil zaprisežen dolgoročni vlagatelj v kakovostna podjetja. In temu skušamo slediti tudi na Savi Infond.

Centralne banke hodijo po tanki črti med inflacijo in recesijo

Recesija, ki se ni zgodila

Ob začetku leta 2023 je investitorje skrbelo, da bo ameriško gospodarstvo popustilo pod težo zvišanj obrestnih mer, skozi leto pa se je izkazalo, da je to bolj odporno, kot smo pričakovali. Glavno gonilo rasti so bili ameriški potrošniki s svojimi prihranki iz obdobja pandemije, fiskalna podpora iz zakonov o industrijski politiki, kot je Zakon o znižanju inflacije, hitro zasebno- in javnosektorsko odzivanje na regionalno bančno krizo, omejena zaloga nepremičnin, ki je preprečila upadanje cen stanovanj, najhitrejša rast produktivnosti po letu 2003 (zunaj obdobja recesije) in nepričakovan napredek umetne inteligence, ki bi lahko, če sodimo po preteklih tehnoloških ciklih, spodbudil kapitalске investicije v naslednjem desetletju.

Gospodarska rast in zaposlovanje sta presenetila navzgor kljub več negativnim šokom. Tako kratkoročne kot dolgoročne obrestne mere so se zvišale precej bolj, kot so trgi sprva pričakovali, deloma zaradi podatkov o rasti, boljših od pričakovanih, delno pa tudi zaradi bolj ostre monetarne politike centralnih bank, še posebej v začetku leta. Obenem smo spomladi doživeli še kratko, a resno obdobje nestabilnosti bančnega sektorja v ZDA in Evropi. Ne nazadnje pa je vojna med Izraelom in Hamasom opomin na naraščajoče varnostne grožnje svetovnemu redu, čeprav do zdaj ni imela večjega vpliva na cene nafte, finančne trge ali realno gospodarstvo zunaj Bližnjega vzhoda.



mag. Barbara Gačnik

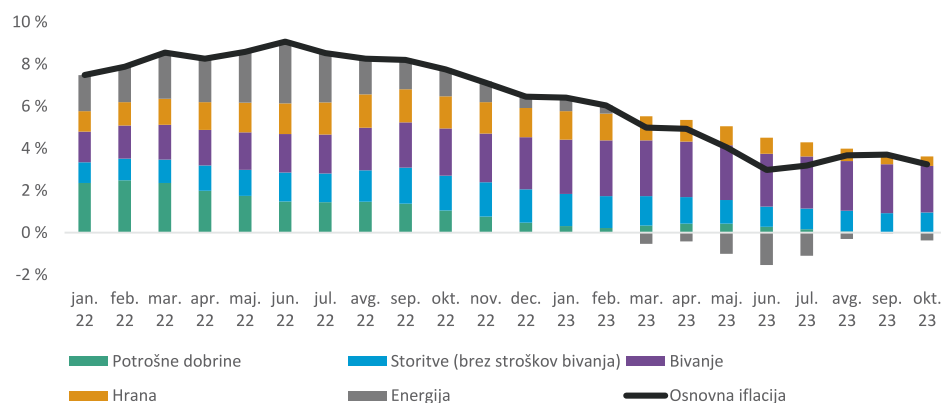
Gospodarstva so se izkazala za odporna.

Dezinflacija glavna zgodba leta 2023

Inflacija se znižuje, kar je vsaj delno posledica precej stroge monetarne politike. Kot kaže, smo vrh inflacije videli v letu 2022. Osnovna inflacija v ZDA se je od svojega vrha, ko je znašala 9,1%, do oktobra letos spustila na 3,2%. Podobno strmo je upadala tudi v državah Evropske unije, harmonizirana osnovna inflacija se je konec oktobra letos spustila na

3,6 %, vrh je bil pri 11,5 %. Pravzaprav je eno največjih presenečenj tega leta njeno umirjanje ob tako odpornem gospodarstvu. Čeprav se inflacija še ni vrnila na Fedovo zeleno dwoodstotno raven, je zdaj 40 % sestavin potrošniškega cenovnega indeksa na tej ravni ali pod njo.

Slika 1: Deleži v letni stopnji rasti ameriške inflacije CPI (potrošniških cen), v %



Vir: Bureau of Labor Statistics, oktober 2023

Najtrdovratnejši vzvodi
inflacije še imajo prostor
za umirjanje.

Upad inflacije se bo leta 2024 nadaljeval, vendar veliko bolj postopoma kot leta 2023, saj je v večini razvitih gospodarstev inflacija blizu ciljne. Zadnji del poti do inflacijskega cilja bo morda terjal še nekaj časa, vendar imajo najtrdovratnejši vzvodi inflacije – cene storitev in najemnine – dovolj prostora za nadaljnje umirjanje. Velikost vpliva nižjih najemnin je sicer manjša na območju evra in v Veliki Britaniji, ker te niso vključene v ključne merilnike inflacije. Upadajoči trend inflacije nam vliva zaupanje, da so centralne banke verjetno končale povišanja obrestnih mer. Ostaja pa vprašanje, ali bodo inflacijske stopnje upadale dovolj hitro, da bi lahko centralne banke začele zniževati obrestne mere, preden te povzročijo ustavitev gospodarstva in povišanje stopnje brezposelnosti.

Po napovedih Bloombergga naj bi se globalna inflacija z 8,7 % v letu 2022 znižala na 6,0 % v

letu 2023 in na 4,4 % v letu 2024, in sicer zaradi strožje monetarne politike, ki ji pomagajo nižje mednarodne cene surovin. Jedrna inflacija se bo zniževala bolj postopoma, pričakuje pa se, da se inflacija v večini primerov ne bo vrnila na ciljno do leta 2025.

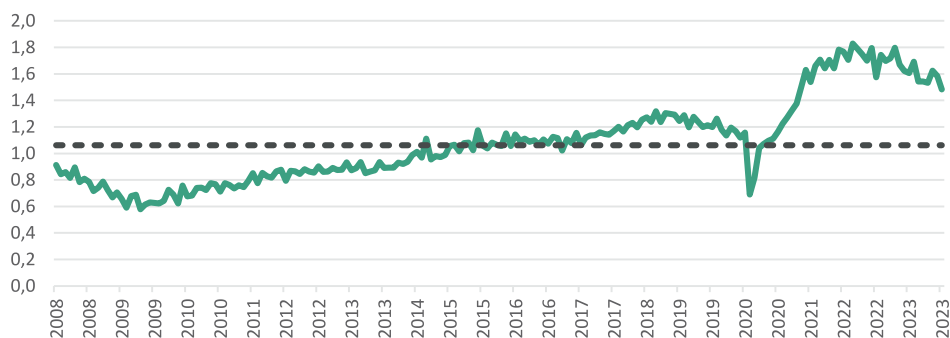
Razen če se pojavi nenaden premik navzdol v dolgoročnih inflacijskih pričakovanjih ali kak dogodek, ki bi spodbudil deflacijske razmere, je malo verjetno, da bo Fed dosegel trajno vrnitev k svojemu cilju dwoodstotne inflacije brez povišanja stopnje brezposelnosti nad dolgoročno naravno stopnjo brezposelnosti (NAIRU). Zgodovinski podatki po drugi svetovni vojni pa kažejo, da je bilo takšno povišanje stopnje brezposelnosti v ZDA vedno povezano z recesijo.

Neravnovesje na trgu dela se umirja

Največji strah, da bi vroč trg dela sprožil spiralno rast plač in posledično višjo inflacijo, se ni uresničil. Ravnotežje med ponudbo in

povpraševanjem na trgu dela se še naprej izboljšuje, neskladja pa v celoti še niso odpravljena.

Slika 2: Razmerje med prostimi delovnimi mesti in iskalci zaposlitve

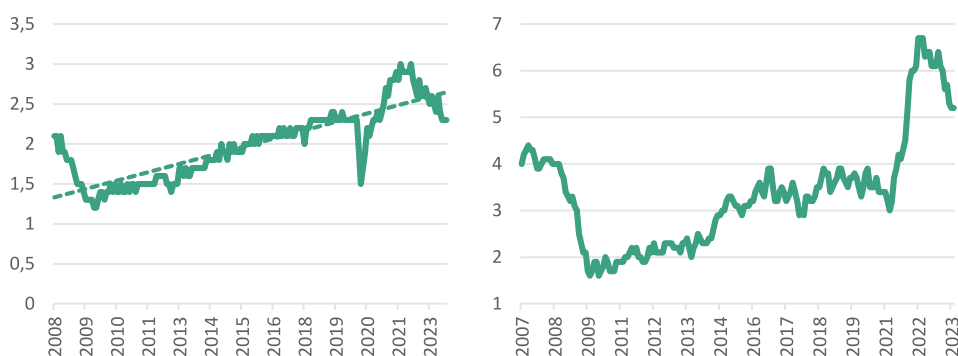


Vir: Bloomberg 2023

Vrzel se lahko zmanjša na »neškodljiv način« z zmanjšanjem števila prostih delovnih mest ali pa s povišanjem brezposelnosti. Doslej se je prilagajanje skoraj v celoti zgodilo na neškodljiv način, saj se je število prostih delovnih mest zmanjšalo brez večjega povišanja brezposelnosti – ali bolje rečeno – »Beveridgeova krivulja« se je v večjem delu vrnila v položaj pred pandemijo. Pričakujemo, da se bo trend nadaljeval, saj ostaja v primerjavi s predpandemičnimi nivoji število prostih delovnih mest veliko in ima prostor za nadaljnjo normalizacijo v večini glavnih gospodarstev.

Število razpisanih delovnih mest oziroma obseg zaposlovanja upada predvsem v ameriškem neemetijskem sektorju, globalnem proizvodnem sektorju, brezposelnost pa narašča v ciklično občutljivih gospodarstvih, kot sta Švedska in Nemčija. Na predpandemične ravni so upadle tudi stopnje odpovedi delovnega razmerja v zasebnem sektorju ZDA (quits rate). V luči ohlajanja trga dela in upadanja inflacije je spodbudna novica tudi upočasnjevanje rasti plač, saj slednje omejuje verjetnost, da bi se inflacija ponovno zvišala.

Slika 3: Stopnje odpovedi delovnega razmerja v ZDA, v % (desno), in letna rast plač, v %; Atlanta Wage Tracker (levo)



Vir: Bloomberg 2023

Zanimivi so izsledki raziskave avtorjev Bernanke in Blanchard (2023), ki kaže, da če se stopnja prostih delovnih mest na brezposelnega vrne na svojo ravnotežno stopnjo 1,2, bo verjetno ameriška inflacija do leta 2027 konvergirala k 2,5 odstotka, kar je

še vedno nad trenutnim 25-letnim drsečim povprečjem. Znižanje stopnje prostih delovnih mest na brezposelnega proti njeni naravni stopnji 1,2 v prihodnjih letih bi torej še vedno pomenilo letno rast plač med 3,0 in 4,5 % za delavce v ZDA.

Upočasnitev gospodarstva in spogledovanje z recesijo

Fizik Niels Bohr je nekoč šaljivo dejal, da je napovedovanje težavno, še posebej, ko gre za prihodnost. Obdobje pandemije in po njej pa je naredilo nalogo še bolj zahtevno. Globalna rast ostaja šibka in različna po regijah ter dovoljuje

zelo malo prostora za napake monetarnih odločevalcev. Upočasnila naj bi se s 3,5 % v letu 2022 na 2,9 % v letu 2023 in 2,7 % v letu 2024, kar je močno pod zgodovinskim povprečjem (2000–2019) pri 3,8 %.

Šibka gospodarska rast pušča malo prostora za napake monetarne politike.

Preglednica 2: Ključni gospodarski podatki

Regija	Rast BDP			Inflacija			Brezposelnost		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Svet	2,9%	2,7%	3,0%	6,0%	4,4%	3,5%			
ZDA	2,4%	1,2%	1,7%	4,1%	2,7%	2,3%	3,7%	4,3%	4,3%
Evroobmočje	0,5%	0,6%	1,5%	5,5%	2,7%	2,1%	6,5%	6,7%	6,6%
Nemčija	-0,2%	0,4%	1,4%	6,1%	2,7%	2,1%	5,7%	5,7%	5,6%
Francija	0,9%	0,8%	1,4%	5,7%	2,7%	2,0%	7,3%	7,4%	7,3%
Španija	2,3%	1,4%	1,8%	3,6%	2,9%	2,0%	12,1%	11,9%	11,6%
Italija	0,7%	0,4%	1,2%	6,1%	2,3%	1,9%	7,7%	7,6%	7,6%
Japonska	1,7%	0,9%	1,0%	3,2%	2,2%	1,6%	2,6%	2,5%	2,4%
Države v razvoju	3,9%	4,0%	4,2%	6,1%	6,1%	4,2%	5,6%	5,5%	5,5%
Kitajska	5,2%	4,5%	4,4%	0,4%	1,6%	1,9%	5,2%	5,0%	5,0%

Viri: Bloomberg 2023; napovedi analitikov

Pričakovana rast na razvitih trgih in razvijajočih se trgih se upočasnjuje.

Rast v ZDA v letošnjem letu se je izkazala za zelo odporno, ključna za to pa sta bila ameriški potrošnik s svojimi pandemičnimi prihranki in obsežna podpora fiskalne politike. Učinki restriktivne monetarne politike delujejo z zamikom in slednje že zaznavamo v šibkejših ekonomskih podatkih. Najnovejše poročilo o zaposlovanju v ZDA kaže najvišjo stopnjo brezposelnosti od januarja 2022, zamude pri odplačevanju kreditnih kartic so na najvišji ravni v zadnjih 12 letih in neplačila visoko rizičnih (high yield) obveznic so višje od zgodovinsko nizkih vrednosti. Pomembno naj bi se začela upočasnjevati poraba potrošnikov v ZDA, kar bo posledica ohlajanja trga dela, ki vpliva na realni razpoložljivi dohodek, in povišanih obrestnih mer, ki še dodatno pritiskajo na stroške servisiranja dolga. Zaradi omenjenega se bo pričakovana gospodarska rast v ZDA z ocenjenih 2,4 % v letu 2023 ohladila na 1,2 % v letu 2024.

Evropa in Kitajska sta letos doživeli šibko rast. Napoved za ti dve regiji je odvisna od različnih dejavnikov, vključno z ekonomskimi politikami, globalno trgovinsko dinamiko in notranjimi strukturnimi dejavniki.

Evrosko območje stagnira od tretjega četrletja 2022 in kaže, da se bo trend nadaljeval do sredine leta 2024. Težko je natančno določiti, koliko so za šibko rast v Evropi letos krivi restriktivna politika in manjši presežki prihrankov (v primerjavi z ZDA) in koliko zunanji dejavniki, kot sta šibkost v globalnem industrijskem ciklu ter energetska šok v regiji. Monetarna politika na evrskem območju je

zelo restriktivna, kar odsevajo tudi ostrejši standardi za odobravanje posojil. Pričakovana raven BDP je pod predpandemičnim trendom, poslovno razpoloženje v Evropi je slabo, del te slabosti pa izhaja iz poslabšanja gospodarskih napovedi za Nemčijo. Rast obsega denarja v Evropi se krči, in razen če se monetarna politika kmalu ne sprostí ali kitajski odločevalci zelo agresivno spodbudijo svoje gospodarstvo, kaže, da se recesiji v prihodnjem letu ne bomo mogli izogniti.

Za Kitajsko je dobra novica, da se jim je s prepričljivo propada več podjetij na nepremičninskem trgu uspelo izogniti »Lehmanovemu scenariju«. Kitajska gospodarska dejavnost se je v preteklih mesecih nekoliko izboljšala – predvsem zaradi postopnih in fragmentiranih spodbud, s katerimi poskušajo stabilizirati rast in »postaviti dno pod njo«, ne da bi povzročili dodaten dolg. Slaba novica pa je, da bo upad na nepremičninskem trgu verjetno trajal, tako še vedno obstaja tveganje, da se bo pesimizem zakoreninil v pričakovanjih. Nenehno poslabševanje demografije na Kitajskem zahteva, da država ponovno prilagodi svoj model delovanja na trajno krčenje delovne populacije. Tudi skromno ciklično okrevanje izvoza verjetno ne bo obrnilo trenda premika globalnih verig stran od Kitajske in proti nekaterim njenim konkurentom. Pričakujemo, da se bo trend rasti Kitajske še naprej upočasnjeval in da bo kitajsko gospodarstvo še naprej šibkeje prispevalo h globalni gospodarski dejavnosti leta 2024.

Tveganje recesije ostaja, krivulje donosnosti ameriški obveznic so vse od leta 2022 obrnjene in ta signal je redko napačen, kljub temu pa analitiki pričakujejo, da bo morebitna recesija plitva. Blaga recesija bo delovala

dezinfacijsko, povišala pa bi se brezposelnost, medtem ko bi pritiski na jedrno inflacijo, ki niso ciklične narave, vztrajali, po recesiji pa bi se inflacija lahko spet zvišala nad ciljno raven, kar bi bila pirova zmaga za centralne banke.

Mehki pristanek?

Čeprav odsotnost recesije v ZDA povečuje pričakovanja trga glede mehkega pristanka, je pomembno poudariti, da bi bila recesija, če bi se pojavila še pred koncem leta 2023, zgodovinsko gledano zgodnja. Če pogledamo preteklih 13 ciklov zviševanja obrestnih mer Fedu od leta 1950, vidimo, da se je le eden končal z recesijo v 18 mesecih po začetku dvigovanja obrestnih mer. Najpogosteje, kar šestkrat, je recesija nastopila v obdobju med 19 in 28 meseci po začetku dvigovanja obrestnih mer, to pa je obdobje, v katerega smo vstopili konec oktobra 2023. Zgodovinski podatki torej nakazujejo, da se verjetnost nastopa recesije bolj nagiba k dvema ali trem četrtletjem v prihodnje.

Možnost mehkega pristanka v ZDA še obstaja, če bi lahko centralna banka pravočasno znižala obrestne mere in preprečila recesijo, kar je izvedljivo, če se inflacija upočasni hitreje, kot pričakujemo. Toda investiranje je igra verjetnosti in morda ni preudarno preveč staviti na gospodarski izid, ki ga Fedu v zadnjih 70 letih ni uspelo doseči.

Uporaba presežkov privarčevanih sredstev gospodinjstev je letos imela pomemben vpliv na gospodarsko dejavnost v ZDA. Če so ta sredstva večja, kot kažejo ocene, je mogoče,

da bo potrošnik še naprej relativno dobro prenašal visoke obrestne mere. To sicer povečuje možnost mehkega pristanka, a je hkrati grožnja za inflacijo, saj bi velika potrošnja lahko preprečila hitrejše znižanje inflacije.

Šibka industrijska dejavnost, ki v ZDA drsi že 13 mesecev zapored, odraža kombinacijo nenavadnih ovir, vključno s premikom potrošnje od blaga k storitvam, evropsko energetske krizo, ciklom odprodaje presežka zalog iz leta 2022 ter šibkejšim ponovnim zagonom kitajske proizvodnje, ki je bil skromnejši od pričakovanj. Večina teh ovir naj bi v letu 2024 izginila, saj se vzorci porabe normalizirajo, evropska proizvodnja z intenzivno porabo plina je dosegla dno in nizka raven zalog lahko sproži obnovo proizvodnje nazaj na trendno raven. Ciklus obnavljanja zalog brez ustrezne izboljšave v dejanskem povpraševanju bo sicer težko preprečil recesijo, lahko pa bi jo zamaknil v drugo polovico naslednjega leta.

Ne nazadnje bi lahko na globalno rast vplivali nepričakovano močnejši spodbujevalni ukrepi kitajskih oblasti, ki bi zagotovili dovolj povpraševanja, da bi se rast upirala restriktivni denarni politiki v razvitih državah.

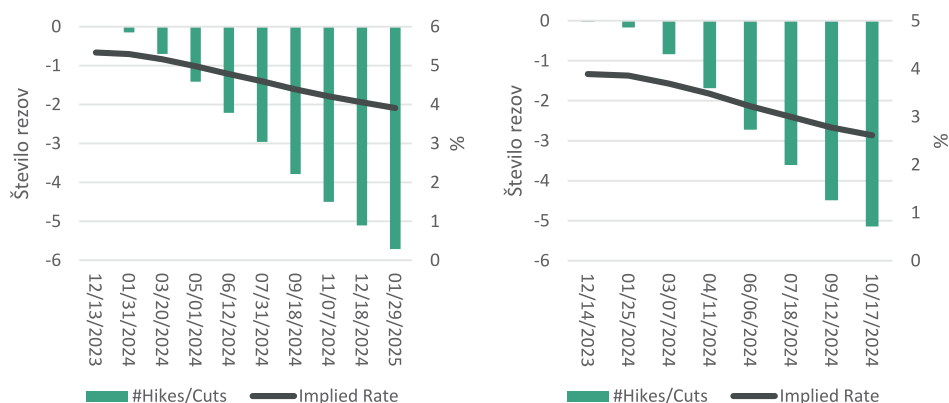
Mehki pristanek zahteva, da centralne banke pravočasno in natančno ulovijo ravnotežje pri obrestnih merah.

Kakšna bo prihodnja smer monetarne politike?

Odkar so tri glavne centralne banke razvitih trgov (Fed, ECB in BoE) leta 2022 začele zviševati obrestne mere za obvladovanje inflacije, so se te zvišale za 525, 450 in 525 bazičnih točk. Priča smo najbolj agresivnemu ciklu v zadnjih desetletjih, Fed je nazadnje dvignil obrestne mere julija, ECB pa septembra.

Centralne banke na razvitih trgih so nakazale namero ohranjanja višjih obrestnih mer, dokler ne bodo prepričane, da je inflacija dosegla želene ravni. Razprava vlagateljev se zato premika k vprašanju, kdaj bi lahko prišlo do prvih znižanj obrestnih mer.

Slika 4: Pričakovanja trga glede gibanja obrestne mere v ZDA (levo) in Evropi (desno)



Trgi in centralne banke imajo nasprotna pričakovanja glede rezov obrestnih mer.

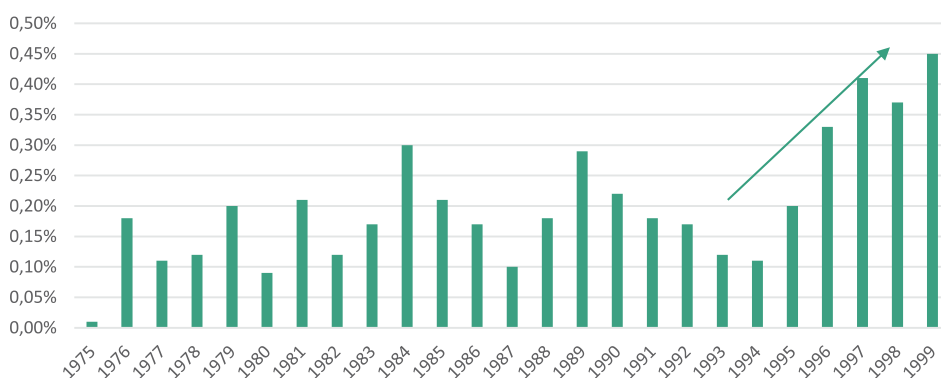
Vir: Bloomberg 2023

Centralne banke bodo v prihodnje iskale delikatno ravnotežje med dovolj ostro denarno politiko za umiritev inflacije in pravočasnim znižanjem obrestnih mer, da preprečijo recesijo. Predsednik Feda Jerome Powell priznava, da je monetarna politika v restriktivnem območju, vendar so pripravljeni na dodatne dvige, če bi se pokazala potreba.

Trgi možnost znižanja obrestnih mer Feda na njegovem sestanku marca 2024 trenutno ocenjujejo na 70 %. Podobna so pričakovanja za ECB, prvi rez pričakujejo marca 2024. Predsednik Powell ta pričakovanja zavrača, dejal je, da bo Fed deloval zelo previdno in ne razmišlja o znižanju obrestnih mer v prvi polovici leta 2024.

V razpravah o prihodnjem gibanju obrestnih mer marsikdo vleče paralele z dogajanjem iz sredine 90. let, ko je Fed agresivno zvišal obrestne mere in jih nato vzdrževal na visoki ravni. V tistem času je bila rast produktivnosti močna in stroški dela na enoto so bili na splošno pod nadzorom. Implementacija interneta je bila ključni dejavnik povečanja produktivnosti in prav zato nedavni preboji na področju umetne inteligence povzročajo občutek že vidnega.

Slika 5: Prispevek zasebnih naložb v intelektualno lastnino k realnemu ameriškemu bruto domačemu proizvodu (BDP), v %



Vir: Bureau of Economic Analysis, obdobje 1975–1999

Sodeč po preteklih izkušnjah, bi lahko morebiten napredek v umetni inteligenci prinesel podoben »pozitiven šok« v produktivnosti kot v poznem 20. stoletju in bi lahko pomagal ameriškemu gospodarstvu. Povečanje produktivnosti podpira gospodarsko rast in lahko deloma ublaži izzive, ki jih postavlja restriktivna denarna politika. Vendar je težko natančno napovedati, kolikšen bo vpliv tehnološkega napredka na produktivnost in kakšne bodo njegove posledice za celotno gospodarstvo. Umetna inteligenca potencialno lahko preseže tudi vpliv interneta, vendar je časovnica zelo negotova. Odvisna je od različnih dejavnikov, vključno s tem, kako hitro in učinkovito se te inovacije integrirajo v različne panoge. Zadeve so negotove in

pomembno bo spremljati, kako se bo tehnološki napredek razvijal in reguliral v prihodnjih letih. Ne gre zanemariti, da je optimizem glede umetne inteligence dvignil cene delnic, kar je ustvarilo pozitiven učinek na premoženje vlagateljev. Prav tako je spodbudil več kapitalskih naložb. Tudi to je pomagalo zamakniti recesijo. Pa vendar internetna revolucija ni preprečila recesije leta 2001 in to bo izziv tudi za vzpon umetne inteligence.

Volitve so lahko pomemben katalizator gibanja na trgih v letu 2024.

Leto 2024 bo leto volitev

Kot je nedavno opozoril The Economist, več kot polovica svetovnega prebivalstva živi v državah, ki bodo leta 2024 imele volitve. Spremljali bomo volitve na Tajvanu, v Indiji, Evropi (Evropski parlament), Veliki Britaniji in v ZDA. Predsedniške volitve v ZDA so vsekakor v središču pozornosti tako širše javnosti kot vlagateljev. Mantra Feda »višje za dlje časa« bi namreč lahko povzročila poslabšanje razmer v gospodarstvu tik pred volitvami novembra 2024. Če bi se to zgodilo, bi lahko volitve dobil Trump. Trenutno kaže na napeto in polarizirano volilno tekmovanje. Marko Papič, geopolitični analitik pri podjetju Clocktower Group, je v svojem pogledu oster: »FOMC je del politične elite, kar praktično zagotavlja, da se bo Fed

zdaj nagibal k popustljivosti ne glede na to, kaj se bo zgodilo s trgi ali podatki med potekom volitev. Fed se obrača in ne bo se vrnil. Investirajte ustrezno.«

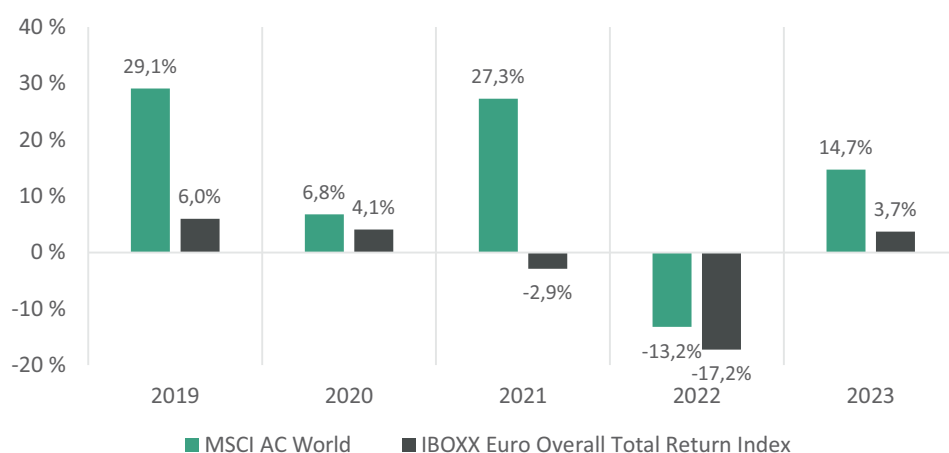
Poudarja, da to velja ne glede na smer gibanja gospodarstva. Že namig o zgodnji recesiji bi sprožil paniko, kar bi privedlo do več rezanj obrestnih mer, kot jih trenutno pričakujemo. Če inflacija ostane vztrajna, Papič pravi, da to ne bo prineslo vrnitve retorike jastrebov, ki bi jo pričakovali glede na izjave Feda v letu 2022 in večini leta 2023. Do poletja 2024 bi volitve lahko postale večja zgodba na finančnih trgih z morebitnimi ogromnimi tržnimi in političnimi posledicami.

Finančni trgi

Medtem ko je bilo leto 2022 negativno za oba glavna naložbena razreda, je bilo leto 2023 (ob koncu novembra) znova pozitivno tako za delnice kot obveznice. Glede na velik upad v letu 2022 to niti ni posebno veliko presenečenje. Niz negativnih let se zgodi

zelo redko, prav tako so bila izhodišča ob začetku leta 2023 z vidika vrednotenja mnogo bolj ugodna kot še leto poprej, tako da bi se moral uresničiti res močno negativen scenarij (ki se seveda ni), da bi vlagatelji videli rdeče številke.

Slika 6: Gibanje delnic in obveznic v letih 2019–2023*



Delnice in obveznice imajo za seboj izjemno pozitivno leto.

Opomba: * do 30. 11. 2023
Vir: Bloomberg 2023

Če se ozremo v leto 2024, smo lahko zmerni optimisti. Pozitivno je, da je normalizacija obrestnih mer poskrbela, da so izhodišča glede pričakovanih donosov tako delnic kot obveznic danes dokaj normalna in na zgodovinskih povprečjih. Ta normalizacija vrednotenja pomeni, da lahko vlagatelji dolgoročno pričakujejo donose blizu tistemu, kar so dosegli v preteklosti.

Za prihodnje leto so tveganja dokaj uravnovežena. Pozitivno je, da smo najverjetneje že videli vrh pri obrestnih merah. Nižje obrestne mere bodo pozitivne tako za delnice kot obveznice. Na drugi strani pa gospodarstva še niso prestala celotnega vpliva višjih obrestnih mer zaradi zamikov njihovega učinkovanja, kar možnost

recesije, četudi blage, dela dokaj veliko. V takšnem okolju je naše priporočilo uravnotežen portfelj 60/40 najboljša izbira. Obveznice bi v primeru recesije znova opravile svojo vlogo blažilca.



Aleš Šoba, CFA

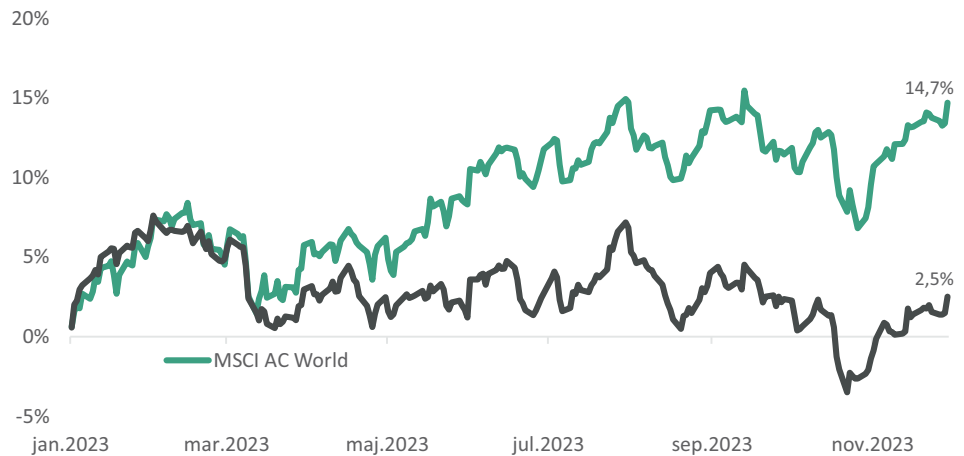
Delniški trgi: vrh obrestnih mer je pozitiven za delnice

Odpornost gospodarstev in manija umetne inteligence poskrbeli za pozitivno leto

Leto 2023 bo na delniških trgih šlo v zgodovino kot leto, ki si ga bomo najbolj zapomnili po prevladi peščice največjih podjetij na svetu, ki se jih je prijel vzdevek veličastnih sedem. Gre za podjetja, ki so dobro umeščena na področju umetne inteligence in drugih megatrendov, ki bodo oblikovali našo bližnjo prihodnost. Apple, Amazon, Alphabet (Google), Microsoft, Meta, Nvidia in Tesla so do novembra 2023 več kot podvojili svojo vrednost. Globalni delniški indeks je letos pridobil 14,7 %. Verzija indeksa, kjer ima vsaka delnica enako utež, pa je pridobila le 2,5 %. To kaže, da bi bili brez tega vpliva največjih podjetij letošnji donosi mnogo manj izraziti.

Glavno gonilo trgov navzgor je bila pomiritev strahov pred recesijo. Večina napovedi s konca 2022 je šla v smeri, da bo globalno gospodarstvo v letu 2023 zajela recesija kot posledica višjih obrestnih mer. Zaradi odpornosti predvsem ameriškega gospodarstva so se ti strahovi umaknili upanju, da je pred nami mehke pristaneke. Drug razlog je bila vrnitev tehnoloških delnic, ki so bile po zaslugi nižanja stroškov in navdušenja nad umetno inteligenco znova daleč najdonosnejši sektor. Glavno razburjenje na področju delnic je bilo že pomladi, ki smo bili priča mini bančni krizi. Regulatorji so hitro opravili s tem tveganjem.

Slika 7: Veliko razhajanje med indeksom, ki temelji na tržni kapitalizaciji, in indeksom, kjer ima vsaka delnica enako utež



Vir: Bloomberg 2023

Umetna inteligenca je bila glavno gonilo delniških trgov v letu 2023.

Pričakujemo še eno solidno leto, čeprav bo pot navzgor pod vplivom še vedno negotovega gospodarskega okolja, kjer možnost recesije kot posledica višjih obrestnih mer ostaja povečana. Tudi če pride do recesije, pa ne predvidevamo kakšnega posebnega upada, saj so gospodinjstva in podjetja v dobrem finančnem položaju. Prav tako imajo centralne banke možnost znižati obrestne mere in s tem spodbuditi nov gospodarski cikel.

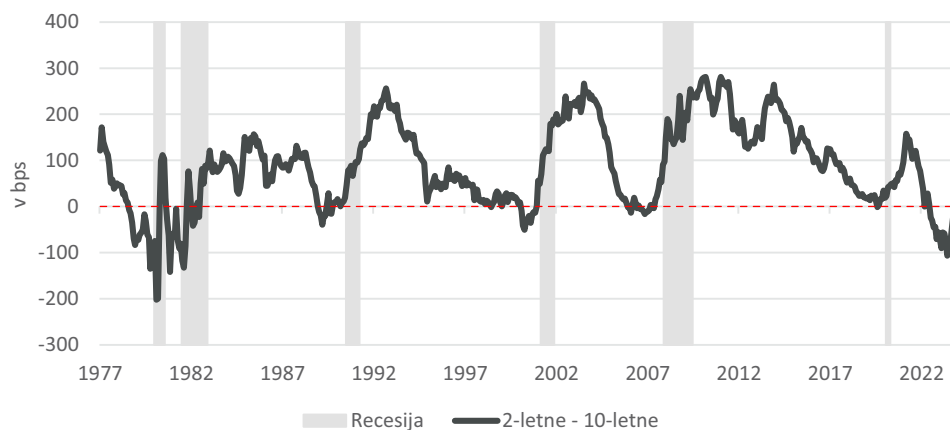
Kar omejuje delnice navzgor, so vrednotenja, ki so na zgodovinskih povprečjih; brez večjega znižanja obrestnih mer obstaja majhna verjetnost, da bi se občutno povišala. Rast delnic bo tako bolj posledica rasti dobičkov.

Vrh obrestnih mer je pozitiven za delniške trge, recesija manj

Občutek v zadnjem letu je bil, da je recesija le nekaj mesecev pred nami. Ob koncu leta 2023 še vedno ni prišla, čeprav nekateri kazalniki (obrnjena krivulja zahtevanih donosov, vodilni ekonomski kazalniki), ki so se v preteklosti izkazali za izjemno natančne napovedovalce recesij, že precej časa kažejo, da je tik pred

nami. In lahko, da bo tokrat prišla z zamikom, saj je pandemija zameglila moč njihovih napovedi. Zavedati se moramo, da se je krivulja obrnila pred 16 meseci, kar je povprečje obdobja, preden je ameriško gospodarstvo po obratu vstopilo v recesijo. So pa bile tudi recesije, kjer je bil ta razmik daljši.

Slika 8: Ali je tokrat drugače? Obrnjena krivulja se redko zmoti



Vir: Bloomberg 2023

Za delniške trge bi bilo seveda idealno, da bi se recesiji izognili. Recesije navadno pomenijo večji upad dobičkov in upad delniških trgov je neizogiben. Na drugi strani pa izogib recesiji pomeni, da se centralnim bankam ne bo mudilo zniževati obrestnih mer in da bodo te

ostale »višje za dalj časa«. Večje zlo je nedvomno recesija, čeprav smo tudi v letu 2023 videli, da kadar se obrestne mere povzpnejo na višje nivoje (v ZDA 5 %, v Nemčiji 3 %), postane to za delnice problematično.

Vrh obrestnih mer bo pozitiven za delniške trge.

Mehki pristanek postaja najverjetnejši scenarij.

Razvoj dogodkov, kjer bi se inflacija približala 2 % in bi se gospodarska rast upočasnila, vendar ne bi imeli pregloboke recesije, ostaja osnovni scenarij. Pričakujemo, da se bosta tako gospodarska rast kot inflacija skozi leto 2024 še zniževali, predvsem kot posledica zapoznelih učinkov višjih obrestnih mer. Monetarna politika deluje z velikim zamikom, ki je zaradi posledic pandemije tokrat še daljši. To nakazuje, da bo poln vpliv višjih obrestnih mer občuten šele v letu 2024, vendar ne pričakujemo kolapsa gospodarske rasti in globoke recesije, saj so gospodinjstva in podjetja v dobri kondiciji, države pa bodo ohranjale nadpovprečne izdatke, kar bo dalo podporo gospodarski rasti.

Vrh obrestnih mer smo videli, da bi centralne banke dramatično znižale obrestne mere, pa dvomimo, razen če bi se gospodarsko okolje občutno poslabšalo. K sreči imajo danes centralne banke ogromno prostora, da znižajo obrestne mere, kar nam tudi v primeru recesije daje dodatno utež, da bo ta recesija (če se zgodi) blaga in bo hitro izzvenela.

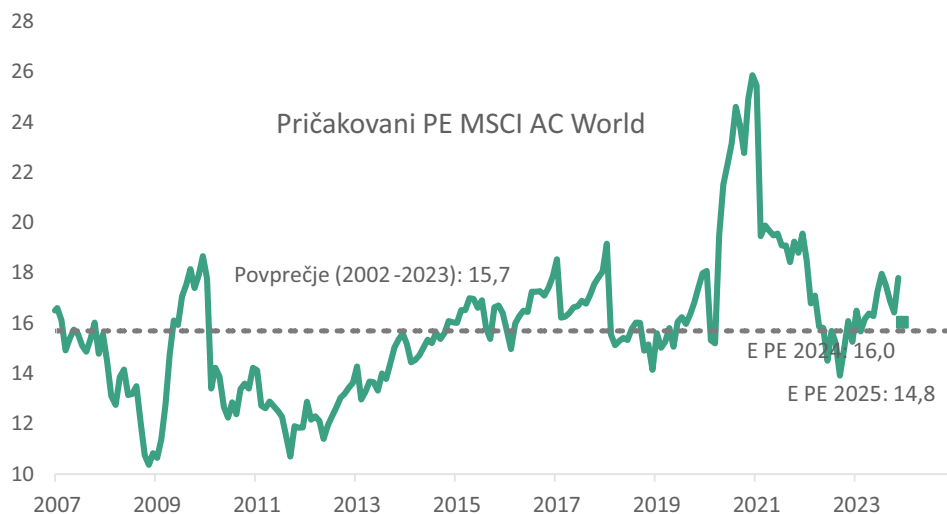
Mehki pristanek je tako osnovni scenarij za leto 2024, kar bi pomenilo pozitivno okolje za delniške trge in delnice bi v letu 2024 dosegle nove najvišje vrhove. Vseeno pa tveganja, ki bi lahko zadeve obrnila navzdol, niso zanemarljiva. Lahko, da je monetarna politika že predolgo časa restriktivna in bo vpliv na gospodarstvo v letu 2024 mnogo bolj močan, kot se pričakuje zdaj.

Vrednotenja na zgodovinskih povprečjih

Naša teza je, da se okolje izjemno nizkih oziroma negativnih obrestnih mer ne bo več vrnilo, zato tudi ne pričakujemo takšne podpore nizkih obrestnih mer delnicam, kot so jo imele v preteklosti. Po naši oceni so trenutna vrednotenja, ki so blizu dolgoletnim povprečjem, ustrezna in razen v scenariju recesije ne vidimo razloga, zakaj bi bila nižja. Je pa zaradi novega okolja (višje obrestne mere kot pred pandemijo) potencial delnic za pot navzgor omejen. Globalni delniški indeks MSCI AC World tako kotira pri 16-kratniku dobička za leto 2024. To je malenkost nad dolgoletnim

povprečjem, tako da pričakujemo, da bo večina rasti delnic izhajala iz rasti dobičkov. Vemo, da se na dolgi rok delnice gibajo v skladu z njimi.

Slika 9: Vrednotenje globalnega indeksa MSCI AC World je na dolgoročnih povprečjih



Vrednotenje delnic na zgodovinskih povprečjih.

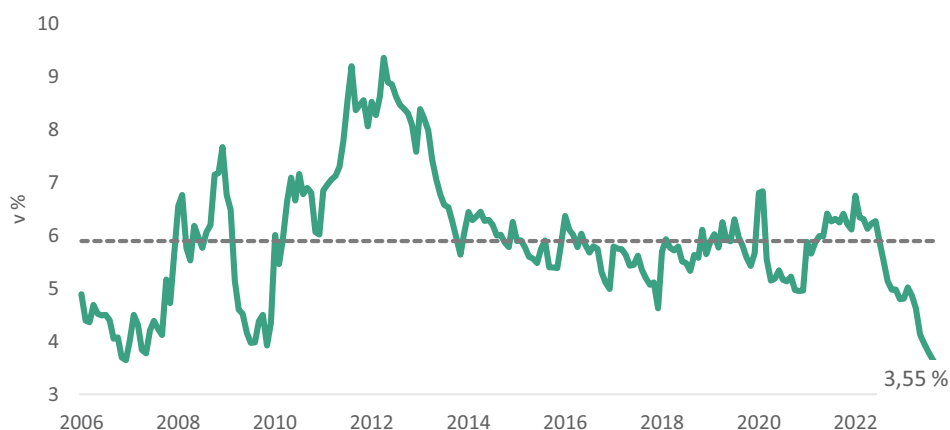
Vir: Bloomberg 2023

Premija delnic nasproti obveznicam se topi

Poglejmo še relativno privlačnost delnic nasproti obveznicam. Kot smo že nakazali, se je ta letos še dodatno zmanjšala; pričakovani presežni donos sicer ostaja pozitiven, a je na najnižjih ravneh v zadnjih 15 letih. Pričakovani

presežni donos globalnih delnic (premija za tveganje)¹ se je spustil pod 4 % (3,57 % konec novembra 2023). Zlato obdobje delnic nasproti obveznicam se tako izteka.

Slika 10: Premija za tveganje se topi (MSCI AC E E/P – realna zahtevana donosnost 10-letne državne obveznice)



Premija za tveganje se topi.

Vir: Bloomberg 2023

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.

Dobički navzgor

Kot smo že dejali, se delnice na dolgi rok gibljejo v skladu z dobički. Po anemični rasti v letu 2023 (ZDA +2 %, Evropa -2 %) gredo pričakovanja analitikov v smeri skromne, enomestne rasti. Goldman Sachs pričakuje rast dobičkov za ameriške delnice za 5 % in malenkost več za evropske (7 %). Glede na

majhno gospodarsko rast in še vedno visoko dobičkonosnost nam je ta napoved blizu. Glede na to, da ne pričakujemo podpore v obliki višjih vrednotenj, je to tudi donos (skupaj z dividendami), ki si ga v naslednjem letu lahko obetajo vlagatelji.

Sektorji: vrnitev tehnoloških delnic po zaslugi umetne inteligence, vstop v leto 2024 bolj defenziven

Preglednica 3: Ključni podatki za sektorje

Sektor	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2024	DIV Y
Informacijska tehnologija	23 %	42 %	49 %	160 %	525 %	32,9	24,6	1,0 %
Komunikacijske storitve	8 %	31 %	8 %	43 %	80 %	21,5	16,8	1,3 %
Trajne potrošne dobrine	11 %	21 %	5 %	55 %	158 %	22,0	18,1	1,4 %
Industrija	10 %	12 %	29 %	54 %	141 %	19,5	17,2	2,1 %
Finančne storitve	16 %	7 %	41 %	39 %	110 %	11,6	10,7	3,2 %
Surovine	4 %	3 %	25 %	56 %	106 %	15,8	14,5	3,4 %
Energija	5 %	3 %	117 %	44 %	54 %	8,4	9,3	4,5 %
Nepremičnine	2 %	-1 %	4 %	6 %		29,1	15,4	3,8 %
Osnovne potrošne dobrine	7 %	-2 %	17 %	33 %	104 %	19,4	17,7	2,8 %
Zdravstvo	11 %	-2 %	24 %	47 %	178 %	22,8	17,2	1,8 %
Javna oskrba	3 %	-5 %	14 %	30 %	104 %	15,5	13,6	4,0 %

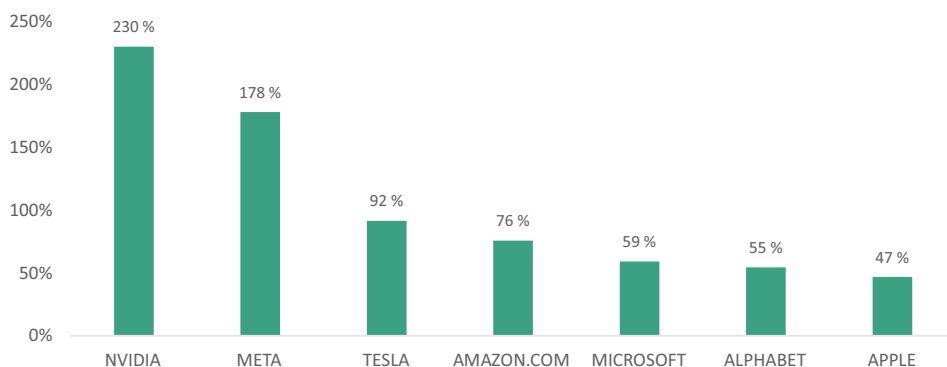
Vir: Bloomberg 2023; opomba: donosnost v EUR, vključujoč dividende, na dan 30. 11. 2023

Tehnološka podjetja bodo težko ponovila leto 2023.

Leto 2023 je bilo zrcalna slika leta 2022. Sektorji, ki so bili prej najbolj na udaru, so do novembra 2023 pridobili največ. Na vrhu najdemo znova tehnološke delnice, ki so si očitno vzele le enoleten predah. Z donosom prek 40 % so bile z naskokom najboljši sektor. Sledila sta sektorja, ki vključujeta podjetja, zelo podobna tehnološkim: komunikacijske storitve (Meta, Alphabet) in trajne potrošne dobrine (Amazon, Tesla). Glavno gonilo teh sektorjev je bila umetna inteligenca, pa tudi večja disciplina pri stroških. Kot je dejal ustanovitelj Meta Mark

Zuckerberg, je bilo to leto učinkovitosti. Na repu pa najdemo tri sektorje, ki so znani po svojih defenzivnih lastnostih: zdravstvo, osnovne potrošne dobrine in javna oskrba. Neprihod recesije je naložbe iz teh sektorjev potisnil na dno.

Slika 11: Veličastnih sedem ima za seboj izjemno leto



Vir: Bloomberg 2023

Za leto 2024 ne pričakujemo ponovitve razpeta iz leta 2023, čeprav vrednotenja tehnoloških podjetij niti niso pretirana; kotirajo pri le 24,6-kratniku dobička za leto 2024. Gre za vrednotenja, ki so daleč od pretiravanj. Niti za veličastnih sedem ne moremo reči, da so v balonu. Še vedno kotirajo pod 30-kratnikom dobička za prihodnje leto, kar je daleč pod ravnmi, kjer so kotirala podjetja v času tehnološkega balona. Glede na to, da je umetna inteligenca zgodba našega časa in največji tehnološki preboj v zadnjih desetletjih, stava proti tem podjetjem ne pride v poštev.

Glede na negotovo gospodarsko okolje – upočasnitev gospodarske rasti, možnost

recesije – smo bolj naklonjeni defenzivnim sektorjem in kakovostnim podjetjem, ki imajo velik denarni tok in močan finančni položaj. Sektorja, kot sta zdravstvo in osnovne potrošne dobrine, imata te attribute. Pozitivno bi na njiju lahko vplival tudi upad obrestnih mer.

Zanimivi so tudi najcenejši sektorji, kot sta energija in finance, kjer so tveganja navzdol omejena (izključujoč globoko recesijo), saj so vrednotenja in dividendni donosi višji kot v preteklosti. Povezava defenzivnih sektorjev in nizko vrednotenih segmentov trga (energija, finance) je primerna kombinacija za leto 2024.

Privlačnejše delnice zunaj veličastnih sedem.

Regije: prevlada ZDA še kar traja

Preglednica 4: Ključni podatki delniških indeksov po regijah

Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2024	DIV Y
MSCI ACWI (Globalni delniški indeks)	100 %	14,7 %	30 %	60 %	160 %	18,6	16,0	2,2 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	89 %	16,1 %	35 %	67 %	177 %	19,2	16,7	2,1 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	11 %	4,0 %	-3 %	17 %	54 %	14,7	11,4	2,9 %
MSCI US (Ameriške delnice)	61 %	18,9 %	40 %	83 %	259 %	22,5	18,9	1,5 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	18 %	12,3 %	30 %	46 %	82 %	13,2	12,6	3,5 %
MSCI CHINA (Kitajske delnice)	3 %	-10,5 %	-37 %	-13 %	34 %	11,8	9,1	2,6 %
MSCI JAPAN (Japonske delnice)	5 %	13,4 %	12 %	30 %	96 %	16,8	15,0	2,2 %

Vir: Bloomberg 2023; opomba: donosnost v EUR, vključujoč dividende; na dan 30. 11. 2023

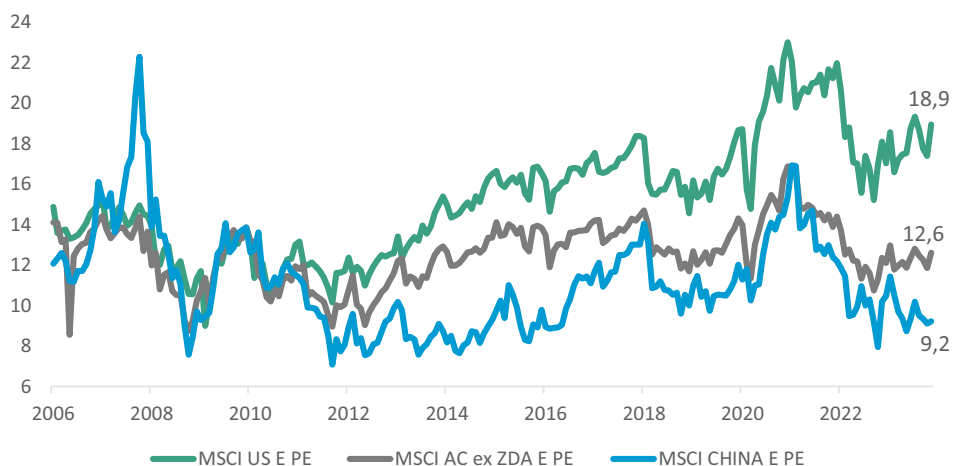
Leto 2023 bo šlo v zgodovino kot še eno leto, v katerem so ameriške delnice ohranile svojo prevlado in ko so bile ZDA znova najbolj donosna regija. Vsa zasluga za to gre seveda ameriškemu tehnološkemu sektorju in podjetjem, ki so v ospredju zgodbe o umetni inteligenci. Do konca novembra so ameriške delnice pridobile skoraj 19 %, medtem ko so bile japonske in evropske delnice z donosom 13,4 % in 12,3 % malenkost zadaj. Veliko razočaranje so znova kitajske delnice, ki so edine od večjih držav, ki so izgubile vrednost (-10,5 %).

Scenarij, po katerem bi ob končanju ukrepov proti covidu-19 sledilo močno kitajsko okrevanje, se ni uresničil.

Položaj je ob prehodu v leto 2024 podoben kot v preteklih letih. Premija ameriških delnic, in to zaslužena, se je nasproti trgom zunaj ZDA še okrepila. Ameriške delnice kotirajo pri skoraj 19-kratniku dobička za leto 2024. Delniški trgi zunaj ZDA le pri 12,6-kratniku. Kitajske delnice pa so daleč najcenejše pri 9,2-kratniku.

Slika 12: Ameriške delnice imajo visoko premijo nasproti preostalim regijam (z vidika pričakovanega PE)

Ameriške delnice z naskokom najdražje.



Vir: Bloomberg 2023

Na podlagi tega smo zagovorniki razpršenega pristopa, kjer bi (če se izognemo globalni recesiji) delniški trgi zunaj ZDA morali imeti več potenciala. Ampak dogajanje v zadnjih 10 letih nas je naučilo, da tudi če je neki segment izjemno nizko

vrednoten, še ne pomeni, da se bo to odrazilo v višjih donosih. Prednost ameriških delnic je znova, da gre za vodilna podjetja na področju umetne inteligence, kar lahko buri domišljijo vlagateljev.

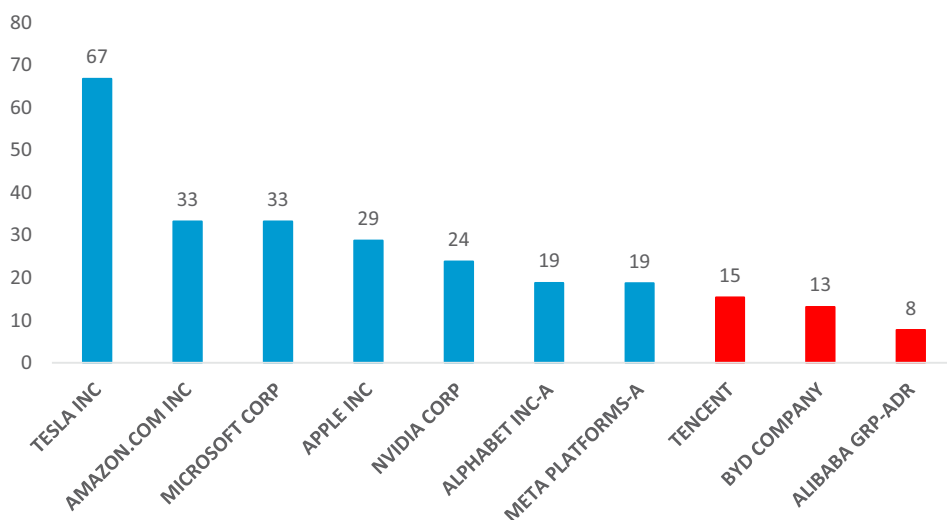
Kitajska ostaja skriti adut

Kljub dvomom o smiselnosti investiranja v kitajske delnice te po našem mnenju ostajajo del globalnih portfeljev in glede na izjemno nizka pričakovanja pomenijo priložnost za vlagatelje. Je pa treba opozoriti, da so tudi tveganja nadpovprečno velika. Kitajska ne samo, da se sooča s težavami v nepremičninskem sektorju in majhno gospodarsko rastjo, dolgoročne težave, kot so izjemno slaba demografska slika in geopolitična trenja z ZDA, nakazujejo na širok razpon možnih scenarijev.

Kljub vsemu so se razmere v zadnjih mesecih izboljšale. Kitajsko vodstvo je pokazalo večjo pripravljenost podpreti nepremičninski sektor, ki je ključen, da se vrne zaupanje kitajskih potrošnikov. Tudi znaki stabilizacije odnosov z ZDA (srečanje Bidna in Ši Džinpinga) pomenijo, da so vsaj kratkoročno najbolj negativni scenariji umaknjeni z mize. Ob izjemno nizkih vrednotenjih ni potrebno veliko, da kitajske delnice močno pridobijo.

Negativen sentiment nasproti kitajskim delnicam dosegel nov vrh.

Slika 13: Kitajski giganti izjemno nizko vrednoteni nasproti ameriškim



Vir: Bloomberg 2023



Jure Rogáč

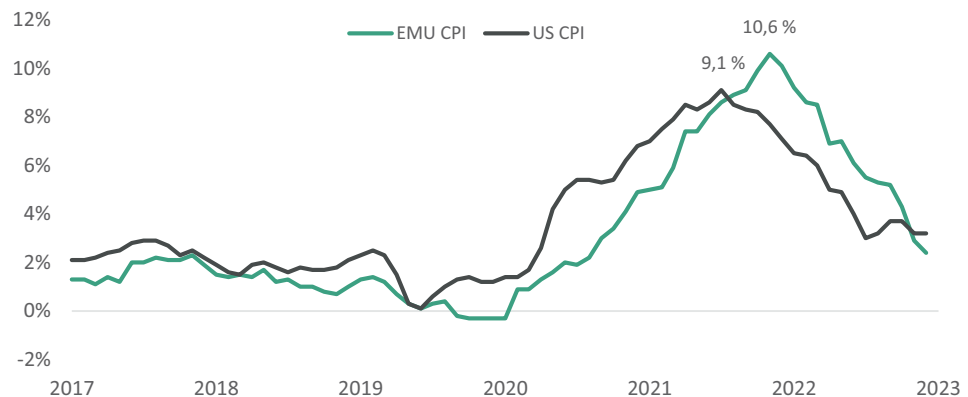
Obvezniški trgi: obveznice so postale atraktiven naložbeni razred

Pred tremi leti se je s skoraj 30 % svetovnega državnega dolga v obveznicah trgovalo z negativnim donosom in zdelo se je, da se obdobje izjemno nizkih obrestnih mer morda ne bo nikoli končalo. Ampak se je. Danes obveznic z negativnim donosom skoraj ni več mogoče najti. Ravno nasprotno, zahtevani donosi državnih obveznic, ki veljajo za relativno varne naložbe, so se povzpeli na vrednosti, ki vlagateljem dajejo številne možnosti pri doseganju naložbenega cilja.

V letih 2021 in 2022, ko je inflacija po vsem svetu močno narasla, so skoraj vse glavne

centralne banke razen Japonske centralne banke in Kitajske ljudske banke začele agresivno zviševati obrestne mere. Naloga centralnih bank je vzdrževati stabilnost cen, kar je največ, kar lahko denarna politika prispeva h gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest. Cene se ohranjajo stabilne z zagotavljanjem, da inflacija (stopnja, po kateri se s časom spreminja splošna raven cen izdelkov in storitev) ostaja nizka, stabilna in predvidljiva. V Evropi je cilj ECB stopnja inflacije, ki v srednjeročnem obdobju znaša 2 %. Podobno nalogo ima ameriški Fed, ki prek ukrepov denarne politike zasleduje stabilno inflacijo pri 2 %.

Slika 14: Inflacija na letni ravni



Vir: Bloomberg 2023

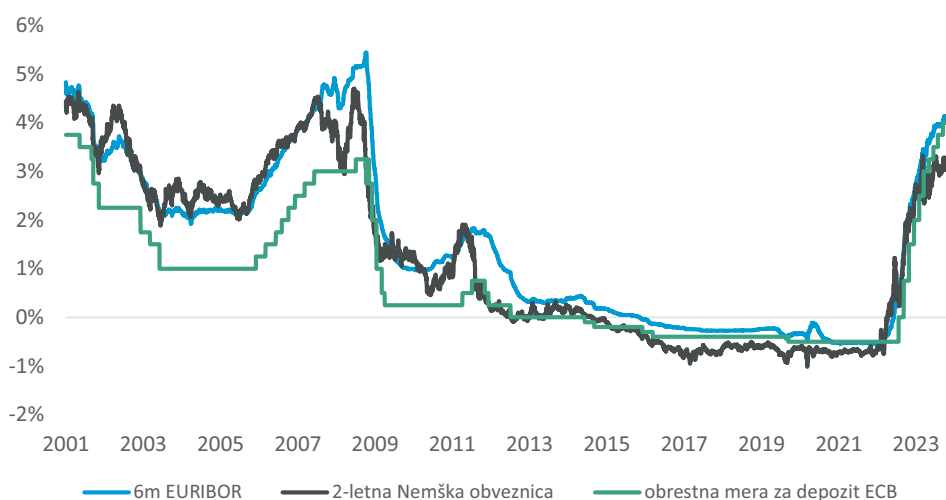
Spremembe obrestne mere
posredno vplivajo na
trošenje prebivalstva in
podjetniške naložbe

Evrska inflacija je oktobra 2022 dosegla rekord pri 10,6 %, kar je največ v zadnjih nekaj desetletjih. Na drugi strani Atlantika je bil 40-letni rekord dosežen junija 2022 pri 9,1 %. ECB in Fed sta dvignila temeljne obrestne mere s ciljem omejevanja inflacije, ki se je proti koncu leta 2023, v oktobru, na evroobmočju znižala na 2,9 % in v Ameriki na 3,2 %.

Ukrepi centralnih bank v kontekstu denarne politike vključujejo odločitve, s katerimi te

vplivajo na ceno in razpoložljivost denarja v gospodarstvu. Na evroobmočju se najpomembnejša odločitev, ki jo mora pri tem sprejeti ECB, običajno nanašati na ključne obrestne mere. Če ECB spremeni omenjene mere, to vpliva na obrestne mere, ki jih poslovne banke zaračunavajo svojim strankam za posojeni denar (recimo EURIBOR). Z drugimi besedami, njena odločitev vpliva na trošenje prebivalstva in podjetniške naložbe.

Slika 15: Gibanje 6m EURIBOR, obrestne mere ECB za depozit in zahtevane donosnosti 2-letne nemške obveznice



Obrestne mere, ki jih določi ECB, so močno korelirane tako z obrestnimi merami EURIBOR kot tudi z zahtevanimi donosi kratkoročnih državnih obveznic.

Vir: Bloomberg 2023

Obrestne mere, ki jih določi ECB, so močno korelirane tako z obrestnimi merami EURIBOR kot tudi z zahtevanimi donosi kratkoročnih državnih obveznic. V obdobju od leta 2001 sta se zahtevana donosnost dveletne nemške obveznice in šestmesečni

EURIBOR gibala v podobni smeri kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, postavljena pri ECB. Razmik je bil sicer med letoma 2001 in 2014 precej širši kot od leta 2014 naprej.

Slika 16: Gibanje zahtevanih donosov 10-letne in 2-letne državne obveznice (ZDA in Nemčija)



Vir: Bloomberg 2023

Višje stopnje zahtevanih donosov pomenijo, da so obveznice postale konkurenčni naložbeni razred delnicam, kakršne so bile pred globalno finančno krizo iz 2008. Prvo vprašanje pri tem je, ali si obveznice zaslužijo večji delež v naložbenem portfelju. Vsekakor v tem trenutku obveznice

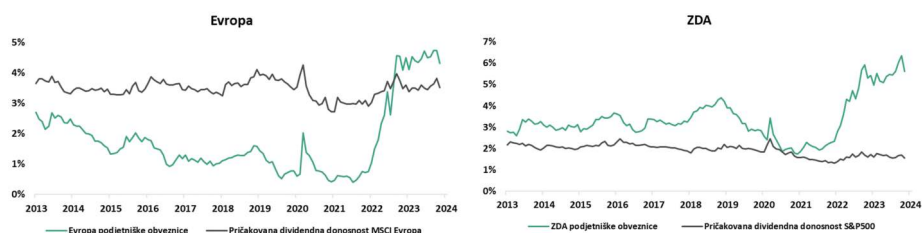
pomagajo zagotavljati stabilnost v portfelju z različnimi naložbenimi sredstvi. Kuponska plačila ustvarjajo dohodek, cene obveznic pa običajno rastejo, ko se gospodarska rast upočasni. Glede na nedavne rasti zahtevanih donosov menimo, da so obveznice zdaj v ugodnem položaju za

Višje stopnje zahtevanih donosov pomenijo, da so obveznice postale konkurenčni naložbeni razred delnicam.

doseganje dobrih rezultatov tako v primeru stabilne gospodarske rasti (mehki pristanek) kot v primeru upada (trdi pristanek). Še več, v primerjavi z lastniškimi vrednostmi papirji bi lahko ustvarile boljše

donose kot v zadnjih 10 letih. Upoštevajte, da so obveznice v tretjem četrtletju 2023 dosegle letni donos le okrog 1% v primerjavi s skoraj 15% za delnice.

Slika 17: Zahtevani donosi podjetniških (znotraj naložbenega razreda) obvezniških indeksov v primerjavi s pričakovano donosnostjo delniških indeksov

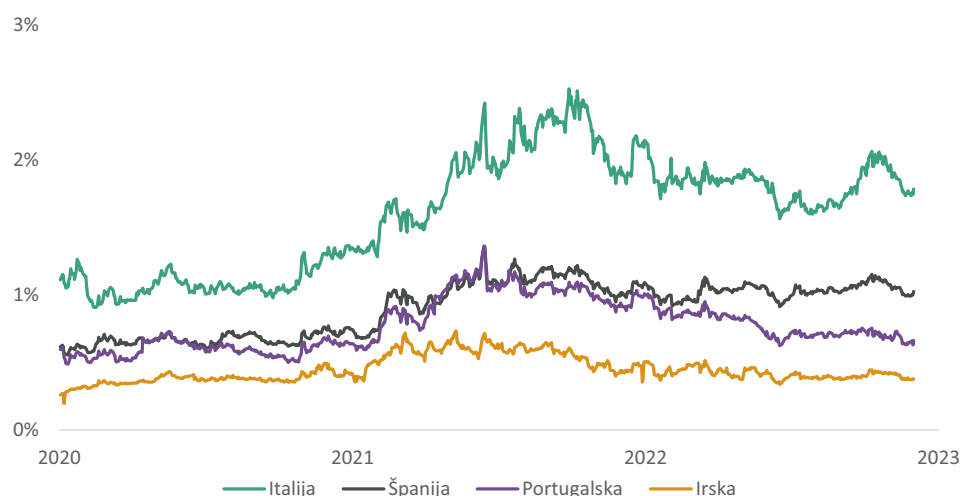


V mnogih sektorjih so zahtevani donosi dosegli najvišje vrednosti od leta 2007.

V mnogih sektorjih so zahtevani donosi dosegli najvišje vrednosti od leta 2007. Donos petletne ameriške obveznice je 300 bazičnih točk (bps) nad dividendnim donosom S&P 500. Donosi 15-letne občinske (municipal) obveznice z bonitetno oceno AAA v ZDA so nad 6%. Donosi podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda pa ponujajo donos več kot 8%. Edini negativni donos na svetu je na Japonskem.

Ti visoki donosi in, obratno, nižje cene obveznic so zmanjšali donosnost obveznic v letih 2022 in 2023. Pravzaprav je trenutni upad indeksa Barclays Aggregate Bond Index od njegove prejšnje najvišje vrednosti -14%, kar je bolje od najnižje vrednosti -17%.

Slika 18: Razmik zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic nasproti nemški 10-letni obveznici



Vir: Bloomberg 2023

Glede na spodbudne novice o inflaciji analitiki pričakujejo, da bo ECB ostala zadržana pri spremembah temeljnih obrestnih mer vsaj v prvi polovici leta 2024. Medtem ko so nedavna sporočila ECB kot tudi Feda pustila odprta vrata za dodatno zaostritev, so pričakovanja vseeno usmerjena v dejstvo, da je vrh temeljnih obrestnih mer že dosežen. Dejansko se prej pričakuje podaljšano obdobje trenutnih obrestnih mer kot pa njihovi dvigi.

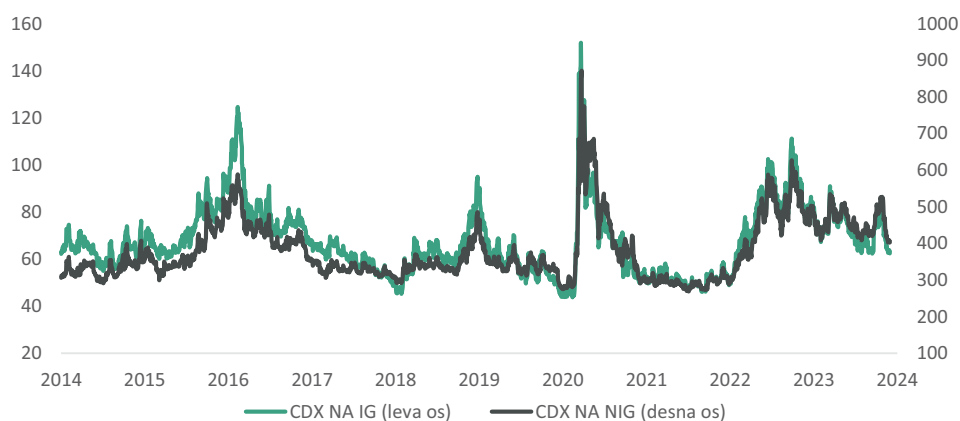
Gospodarstva so se do zdaj izjemno dobro spopadala z višjimi stopnjami temeljnih obrestnih mer. Skupaj z znaki, da se inflacija, povezana s pandemijo, umirja, se je mnenje analitikov nagnilo k možnosti mehkega pristanka. Obvezniški trgi so navdušeni nad znižanjem obrestnih mer, razmiki so na zgodovinskih povprečjih ali pod njimi pri večini kreditnih indeksov, delniški analitiki pa za leto 2024 napovedujejo dvomestno rast dobičkov. Če se ta predvidevanja uresničijo, bi to pomenilo izjemen uspeh za centralne banke. Kljub temu opozarjamo na previdnost, da se ne veselimo prezgodaj. Dolgi in nestanovitni zamiki učinkov monetarne politike so tisti, ki pogosto

zavedejo makroekonomske analitike. Ko se zaupanje potrošnikov obrne, se razpoloženje na trgu hitro spremeni. Če pogledamo povprečje zadnjih 12 recesij v Ameriki, je bila rast ameriškega BDP v četrtletju pred recesijo 3 % realno in 7 % nominalno. Težko je napovedati smer gibanja gospodarstva, še težje pa je napovedati čas recesije.

Kreditni razmiki² ameriških podjetniških obveznic so se v začetku leta 2022 začeli povečevati kot posledica dvigovanja temeljnih obrestnih mer Feda. Višji izdatki za financiranje pomenijo pritisk na donosnost podjetij in posledično pritisk na njihovo kreditno sposobnost. Še posebej visoki so bili marca 2023, ko so propadle nekatere ameriške banke (Silicon Valley Bank, Signature Bank, First Republic Bank) in povzročile paniko na trgu. Spodnja slika prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS) na primeru ameriških družb. Primerjalni indeks Markit CDX NA IG kaže gibanje CDS na primeru 125 ameriških družb znotraj naložbenega razreda, Markit CDX NA HY pa gibanje CDS 100 ameriških družb zunaj naložbenega razreda.

Kreditni razmiki² ameriških podjetniških obveznic so se v začetku leta 2022 začeli povečevati kot posledica dvigovanja temeljnih obrestnih mer Feda.

Slika 19: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2023

² CDS (Credit Default Swap) je izvedeni finančni instrument ali pogodba, ki vlagatelju omogoča, da kreditno tveganje prenese na drugega vlagatelja. Ob povečanju verjetnosti neplačila (default) naraste cena instrumenta in vice versa.

Opazna je močna korelacija med tema naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih nekaj letih v povprečju znaša 0,82). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda na dan 30. 11. 2023 znaša 340 bazičnih točk, kar je zgolj 27 bazičnih točk več od zgodovinskega povprečja zadnjih 10 let.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main prikazuje gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V obdobju po dolžniški

krizi 2007 se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih šestih letih v povprečju znaša 0,79). Ob propadu ameriških bank marca 2023 se je tudi v Evropi pojavila panika. Indeksi so se povzpeli do ravni 140 točk pri indeksu iTraxx Europe in do 700 pri indeksu iTraxx Crossover. Proti koncu leta 2023, ko evropsko gospodarstvo kaže dobro kondicijo in je inflacija že proti ciljnim 2 %, so se omenjeni kreditni indeksi približali povprečnim 10-letnim ravnam.

Slika 20: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2023

Priporočila

- Boj z inflacijo je dobljen, kar bo omogočilo centralnim bankam, da znižajo ključne obrestne mere. To pomeni umik največjega bremena za finančne trge v zadnjih dveh letih. Hiter upad inflacije tako zmanjšuje možnost globoke recesije in povečuje verjetnost mehkega pristanka.
- Gospodarska rast v letu 2024 se bo kljub temu upočasnila kot posledica zapoznelih učinkov višjih obrestnih mer. Spogledovanje s tehnično recesijo je možno, vendar večjega upada gospodarske rasti ne pričakujemo, tudi zato ker imajo centralne banke ponovno ogromno rezerv pri nižanju obrestnih mer, česar v preteklem desetletju niso imele.

-
- Mehki pristanek je tako osnovni scenarij za leto 2024, kar bi pomenilo pozitivno okolje za delniške trge in delnice bi v prihodnjem letu dosegle nove najvišje vrhove. Vseeno pa tveganja navzdol niso zanemarljiva. Glavno tveganje je seveda prej omenjena možnost recesije kot posledica zapoznelih učinkov višjih obrestnih mer.
 - Finančni trgi so v zadnjih mesecih 2023 že pozdravili pričakovanja, da je vrh obrestnih mer dosežen, in so močno pridobili (tako delnice kot obveznice). Reakcija je v skladu z zgodovino in ta moment se lahko prenese v leto 2024. Glavno tveganje je, da je na kratek rok sentiment glede nižjih obrestnih mer šel predaleč.
 - Pozitivna stvar ostaja, da so vrednotenja delnic še vedno normalna. Vrednotenja in pričakovani donosi so na zgodovinskih povprečjih in nakazujejo na donose v skladu s tem, česar so bili vlagatelji v povprečju deležni v preteklosti. So pa v okolju povišanih obrestnih mer vrednotenja navzgor omejena.
 - Pri delnicah ne pričakujemo ponovitve iz leta 2023, ko je veličastnih sedem popolnoma zasenčilo preostale dele delniškega trga. Predvidevamo, da se bodo preostali segmenti držali vsaj tako dobro, če ne bolje. Kot zanimivejše vidimo tako oba defenzivna (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine) kakor tudi najcenejša segmenta delniških trgov (energija, banke). Tehnološke delnice pa ostajajo idealen kandidat za evforijo, podobno kot so bile internetne delnice v 90. letih. Pri regijah ostaja skriti adut Kitajska. Izjemno negativno razpoloženje z daleč najnižjimi vrednotenji pomeni, da bi že vsaka pozitivna novica lahko vodila v močan skok kitajskih delnic.
 - Obveznice ostajajo še naprej zanimive in glede na negotovo okolje ter nezanemarljivo možnost recesije imajo pomembno vlogo v portfeljih vlagateljev. V primeru negativnega scenarija bi znova bile blažilec upadom na delniških trgih. So pa realne obrestne mere znova pozitivne, kar omogoča vlagateljem večjo izbiro kot še pred nekaj leti.
 - Še vedno pa bo potreben element selektivnosti znotraj obveznic. V Evropi obstaja tveganje, da se nekatere periferne države ne bodo mogle upreti izvajanju ekspanzivne fiskalne politike v letu 2024, zato menimo, da so osrednje evropske države z višjo bonitetno oceno videti privlačnejše od svojih obrobnihih sosed.
 - Za vlagatelje je v tem okolju optimalna izbira portfelj 60/40 (delnice/obveznice), ki po poraznem letu 2022 znova postaja osnova za vlagatelj.
 - Seznam tveganj tudi za leto 2024 ostaja dolg. Geopolitična tveganja (Ukrajina, Bližnji vzhod, trenja med ZDA in Kitajsko, izvolitev Trumpa) so verjetno glavna, ki lahko močno premešajo karte v naslednjem letu. Prav tako napaka centralnih bank, ki bi zaradi skorajšnje izgube kredibilnosti predolgo vztrajale z višjimi obrestnimi merami in povzročile močnejšo recesijo, kot je potrebno.

Mehki pristanek je tako osnovni scenarij za leto 2024, kar bi pomenilo pozitivno okolje za delniške trge in delnice bi v prihodnjem letu dosegle nove najvišje vrhove.

Za vlagatelje je v tem okolju optimalna izbira portfelj 60/40 (delnice/obveznice), ki po poraznem letu 2022 znova postaja osnova za vlagatelj.



Aleš Grbić

Uporaba generativne umetne inteligence je skoraj neomejena in ima potencial, da povzroči revolucijo v številnih industrijah, kot so zdravstvo, finance, zabava.

Umetna inteligenca in informacijska tehnologija

Nedvomno je bila osrednja tema na finančnih trgih v letu 2023 umetna inteligenca (UI). Ustvarila je izjemno začetno navdušenje, do zdaj pa se je to že precej poleglo. To velja predvsem za podjetja, ki so nosilci tehnološkega preboja. Eden izmed ključnih dejavnikov za tako hiter preboj umetne inteligence je bil zagotovo ChatGPT, klepetalnik, ki deluje na podlagi generativne umetne inteligence. V samo

petih dneh je pritegnil več kot milijon uporabnikov, v dveh mesecih pa že prek sto milijonov, kar pomeni, da je najhitreje rastoča aplikacija v zgodovini. Ne glede na to, da se umetna inteligenca uporablja vsaj že desetletje, jo je ravno ChatGPT približal povprečnemu uporabniku. Večina ljudi je bila izjemno navdušena nad uporabniško izkušnjo in možnostmi, ki jih ponuja generativna umetna inteligenca.

Generativna umetna inteligenca

Generativna umetna inteligenca temelji na tem, da generativni modeli ustvarijo nove podatke na podlagi vzorcev, ki so se jih naučili na podlagi obstoječi podatkov. Preostale oblike umetne inteligence izhajajo iz obstoječih podatkov in na njihovi podlagi izdelajo napovedi. Uporaba generativne umetne inteligence je skoraj neomejena in ima potencial, da povzroči revolucijo v številnih industrijah, kot so zdravstvo, finance, zabava. Zelo verjetno bo umetna inteligenca občutno spremenila gospodarstvo in način življenja. Mnogi razlagajo, da gre za tako izjemen tehnološki preboj, kot ga še ni bilo v zgodovini človeštva. Dejansko ima umetna inteligenca sposobnost ustvarjanja vsebine, ki je ne ločimo od tiste, ki jo je ustvaril človek. Zanimivo je tudi, da odpravlja komunikacijske ovire med ljudmi in stroji, kar prinaša pomemben napredek z velikimi makroekonomskimi učinki.

kot so Amazon, Microsoft in Alphabet, ki imajo ogromne količine podatkov, računske moči (computing power) in tehnični talent, potreben za razvoj velikega obsega modelov generativne umetne inteligence, ki jih lahko ponudijo svojim strankam. Prvi, ki je generativno umetno inteligenco priključil k vsem svojim storitvam, je bil Microsoft. S tem novim področjem bodo veliko pridobili tudi proizvajalci polprevodnikov in njihovi oblikovalci, saj umetna inteligenca zahteva veliko računsko moč tako za »treniranje« modelov kot za njihov izdelek.

Finančni trgi so letos bogato nagradili podjetja iz sektorja informacijske tehnologije. Uspešna implementacija umetne inteligence in njenih kasnejših prihrankov bo od podjetij zahtevala veliko investiranje. Zato so bile v središču pozornosti delnice proizvajalcev polprevodnikov, ponudnikov programske opreme in IT-storitev. V ospredju so bila največja podjetja,

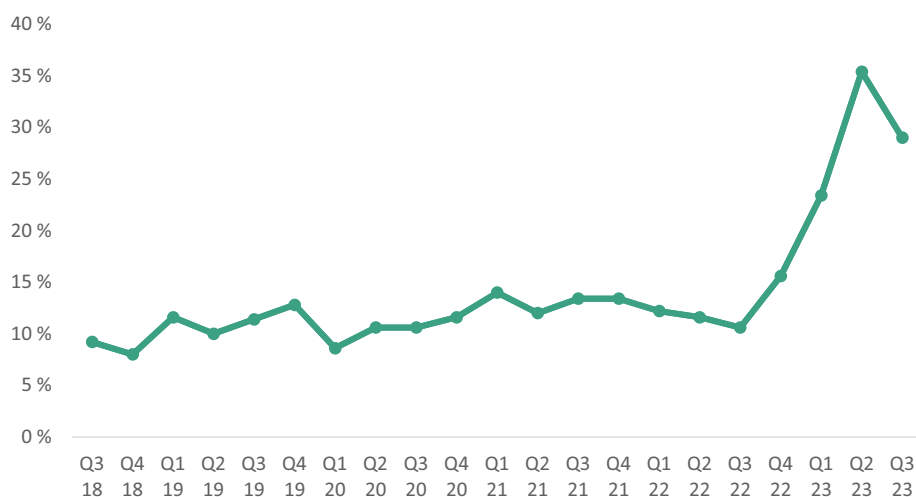
Umetna inteligenca je poganjala domišljijo vlagateljev, a že prispevala tudi k rasti prodaje in marž

Umetno inteligenco vodilna tehnološka podjetja v večini primerov uporabljajo pri ponujanju svojih storitev in izdelkov, večina jo ima tudi že vključeno v svoje strateške usmeritve. Umetna inteligenca je bila vroča tema v konferenčnih klicih z upravami ob predstavitvi poslovnih rezultatov podjetij.

Nekatera podjetja so napovedala, da bodo še povečala svoje investicije vanjo (Adobe, Meta, Alphabet, Microsoft ...). Precej (predvsem iz sektorjev IT, financ in zdravstva) jih je tudi poudarilo njeno uporabo pri svojem poslovanju, in sicer za povečanje produktivnosti in izboljšanje ponudbe storitev oziroma izdelkov.

Umetna inteligenca je bila vroča tema v konferenčnih klicih z upravami ob predstavitvi poslovnih rezultatov podjetij.

Slika 21: Delež podjetij iz indeksa S&P 500, ki so v četrtletnih poslovnih poročilih omenjala UI

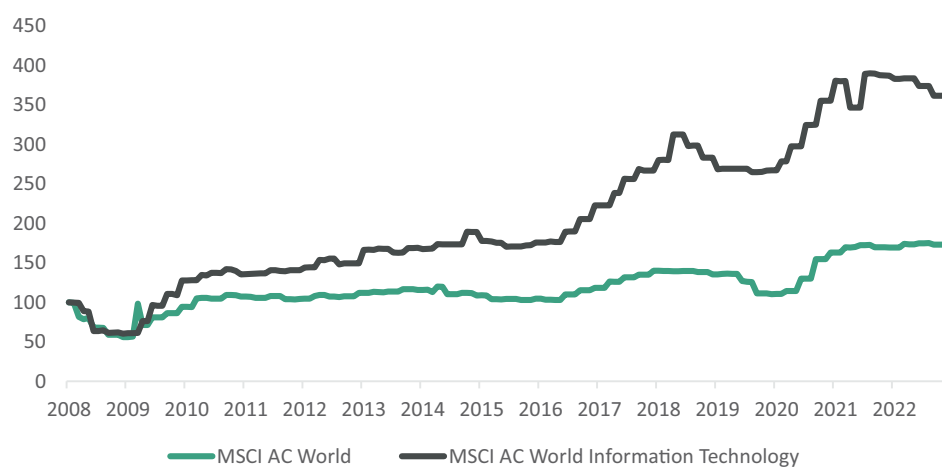


Vir: Factset 2023

Spodbudno je, da so izdelki in storitve, povezani z umetno inteligenco, začeli tudi prispevati k povečevanju povpraševanja po njih in k višjim prodajnim cenam, če je vključena umetna inteligenca. To je nadalje precej pripomoglo k povišanju marž

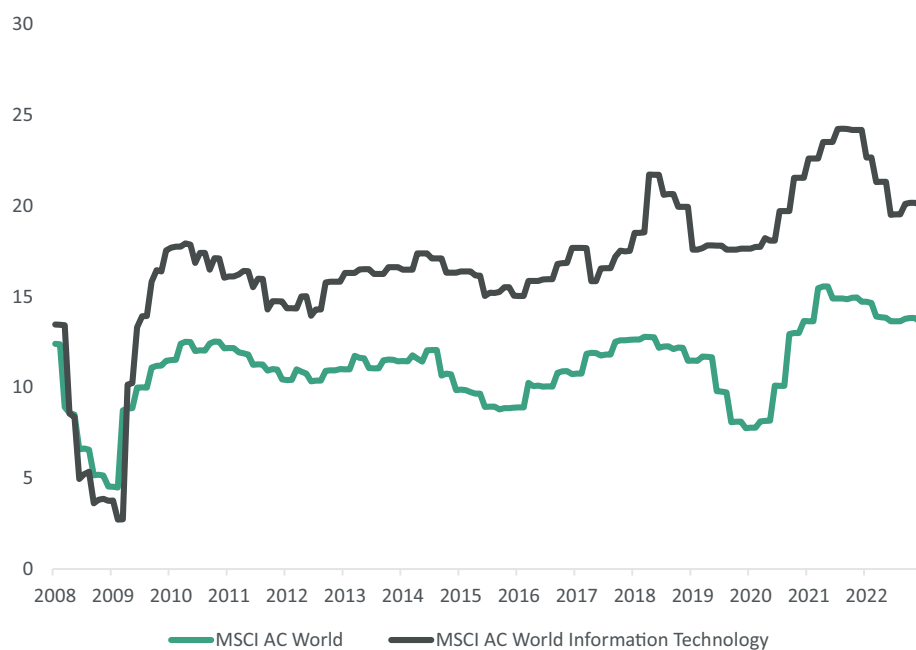
omenjenih podjetij. Če bo razvoj umetne inteligence skladen s pričakovanji, bo ta podjetjem prinesla velike prihranke prek hitrega pospeševanja avtomatizacije izvajanja nalog, to pa bo prek nižjih stroškov pozitivno vplivalo na produktivnost in marže podjetij.

Slika 22: Rast EPS sektorja IT (MXWDOIT) in indeksa MSCI razvitih trgov (MXWD), v indeksnih točkah



Vir: Bloomberg 2023

Slika 23: Donos na kapital sektorja IT (MXWDOIT) in indeksa MSCI razvitih trgov (MXWD), v %



Vir: Bloomberg 2023

So delnice tehnoloških podjetij precenjene?

Številni vlagatelji so pesimistični glede prihodnjega gibanja cen delnic tehnoloških podjetij po tako veliki rasti v tem letu, ob tem se omenja primerjava s tehnološkim balonom konca preteklega stoletja. Baloni na finančnih trgih so se resda pogosto oblikovali skupaj z razvojem novih tehnologij. Investitorji v takih okoljih pravilno napovedo nadpovprečno rast prihodkov in dobičkov v prihodnosti. Težava pa lahko nastane, če trgi pretiravajo v svojem optimizmu in vrednotenja zaradi tega pomaknejo v ekstrem. Pod vprašaj se postavlja vzdržnost tako visoke stopnje rasti poslovanja manjšega števila podjetij, ki so vodilna v tem segmentu.

Res je, da so vrednotenja IT-sektorja visoka, če primerjamo zgodovinske kazalnike. Na drugi strani pa imamo globalni delniški indeks MSCI, katerega vrednotenja ostajajo blizu zgodovinskih povprečij. Glavni razlog tako visokega vrednotenja IT-sektorja je majhno število zgodnjih zmagovalcev, ki jih pogosto omenjamo na čelu področja umetne inteligence. Kljub temu ostajajo ta vodilna podjetja na bistveno nižjih ravneh vrednotenij v primerjavi z največjimi podjetji v drugih obdobjih v preteklosti.

Kljub temu ostajajo ta vodilna podjetja na bistveno nižjih ravneh vrednotenij v primerjavi z največjimi podjetji v drugih obdobjih v preteklosti.

Preglednica 5: Vrednotenja vodilnih tehnoloških podjetij v ZDA danes (veličastnih sedem) v primerjavi s tehnološkim balonom konec prejšnjega stoletja

ZDA				
	Velikost		Vrednotenje (24 m E P/E)	Vrednotenje (24 m E EV/prodaja)
	Tržni delež	Tržna kapitalizacija (v milijardah USD)		
Veličastnih sedem				
Apple	7,9 %	2962	26,4	7,1
Microsoft	6,5 %	2442	25,1	8,8
Alphabet	4,2 %	1598	18,3	2,0
Amazon	3,8 %	1425	34,2	2,2
Nvidia	3,2 %	1198	26,6	14,1
Tesla	2,1 %	778	41,7	5,0
Meta Platforms	1,7 %	659	15,8	4,0
Skupaj	29,3%	11062	24,9	4,4
Tehnološki balon				
Microsoft	4,5 %	581	53,2	19,2
Cisco Systems	4,2 %	543	101,7	17,5
Intel	3,6 %	465	42,1	11,5
Oracle	1,9 %	245	84,6	19,0
IBM	1,7 %	218	23,5	2,3
Lucent	1,6 %	206	37,9	4,1
Nortel Networks	1,5 %	199	86,4	6,4
Skupaj	19,0%	2457	52,0	8,2

Vir: Bloomberg 2023

Vse kaže, da trenutno še ne moremo govoriti o balonu v IT-sektorju. Vodilna podjetja imajo robustne poslovne modele, z visokimi stopnjami rasti prihodkov in nadpovprečnimi profitnimi maržami. Razen razlik v vrednotenju vodilnih podjetij je ključna razlika med zdajšnjim stanjem in tehnološkim balonom v

tem, da imajo trenutna vodilna podjetja na področju umetne inteligence že izredno donosno poslovanje, ki ustvarja velik prosti denarni tok. Pozitivno je tudi to, da so zdajšnja vodilna podjetja sposobna veliko investirati v razvoj, in to kljub višjim obrestnim meram. Zdaj imajo v ZDA največja IT- podjetja kar 4 %

Ključna razlika med zdajšnjim stanjem in tehnološkim balonom je v tem, da imajo trenutna vodilna podjetja na področju umetne inteligence že izredno donosno poslovanje, ki ustvarja velik prosti denarni tok.

denarja gleda na svojo tržno kapitalizacijo, v obdobju tehnološkega balona so imela le 2 % denarja. Razmerje med dolgom in kapitalom je približno enako. Nekaj mirnosti trenutnim lastnikom tehnoloških podjetij gotovo daje podatek, da je zdajšnji donos na lastniški kapital (ROE) kar 44 % v primerjavi z 28 % v času tehnološkega balona. Podobna slika je pri neto profitni marži, ki zdaj znaša 25 % in je občutno nad 16 % izpred 25 let.

Zanimiva je tudi primerjava velikih tehnoloških podjetij (veličastnih sedem) z ameriškim delniškim indeksom S&P500 brez vpliva velikih tehnoloških podjetij. Prva so za več kot trikrat preseгла splošni indeks, merjeno s kazalnikom povprečne rasti prodaje, ter imajo dvakrat višjo neto profitno maržo. Visoka stopnja investiranja in mrežni učinek bosta najverjetneje omogočila tem podjetjem, da izkoristijo prihodnje potenciale rasti, z malo verjetnosti, da bi jih ogrozila konkurenca.

Preglednica 6: Poslovanje vodilnih tehnoloških podjetij v ZDA danes (veličastnih sedem) v primerjavi s tehnološkim balonom konec prejšnjega stoletja

	Tržni delež (%)	Ključni podatki poslovanja			
		Denar kot % tržne kapitalizacije	Neto dolg/lastniški kapital	Donosnost lastniškega kapitala (ROE)	Marža čistega dobička
Veličastnih sedem					
Apple	7,9 %	1,6 %	-0,3	137 %	25 %
Microsoft	6,5 %	3,8 %	-0,3	30 %	35 %
Alphabet	4,2 %	3,9 %	-0,4	24 %	24 %
Amazon	3,8 %	8,3 %	-0,1	13 %	5 %
Nvidia	3,2 %	3,4 %	-0,5	62 %	46 %
Tesla	2,1 %	4,4 %	-0,4	21 %	12 %
Meta Platforms	1,7 %	4,8 %	-0,3	22 %	28 %
Skupaj	29,3 %	4,3 %	-0,3	44 %	25 %
Tehnološki balon					
Microsoft	4,5 %	3,0 %	-0,6	35 %	39 %
Cisco Systems	4,2 %	0,9 %	-0,2	22 %	17 %
Intel	3,6 %	7,7 %	-0,3	26 %	25 %
Oracle	1,9 %	0,8 %	-0,6	39 %	15 %
IBM	1,7 %	2,7 %	1,1	39 %	9 %
Lucent	1,6 %	0,9 %	0,4	36 %	9 %
Nortel Networks	1,5 %	1,1 %	0	-1 %	-1 %
Skupaj	19,0 %	2,4 %	0,0	28 %	16 %

Vir: Bloomberg 2023

Na mestu je vprašanje, kje v ciklu se nahajamo. Glede na vrednotenja ključnih podjetij, ki so visoka, a ne pretirana, smo verjetno še vedno v prvi od štirih faz tipičnega vala nove tehnologije. Če to drži, potem nas v drugem valu čakajo pojav novih podjetij v tem segmentu in še občutno višja vrednotenja. Seveda obstaja tveganje, da trenutno

navdušenje pripelje do balona ali do točke, ko bodo omenjena podjetja pretirano zrasla glede na svoj prihodnji potencial za rast. Za zdaj pa še nismo v tej fazi.

Glede na vrednotenja ključnih podjetij, ki so visoka, a ne pretirana, smo verjetno še vedno v prvi od štirih faz tipičnega vala nove tehnologije.

Geopolitika: Tajvan – sprostitvev napetosti

Geopolitika je uporaben pristop k razmišljanju o vladnih in gospodarskih politikah, katere zgodovina sega v obdobje pred prvo svetovno vojno. Nedvomno je geopolitika močno povezana z geografsko komponento, s katero se presoja geografski in politični pomen geografskih območij in regij, kjer se srečujejo in križajo interesi dveh ali več držav. Po drugi strani pa ne more biti izključno geografska, ampak nastane kot posledica navzkrižja in nesoglasja političnih, gospodarskih in vojaških interesov različnih držav na nekem geografskem območju. Med obema svetovnjima vojnama je geopolitika pridobila pomen, pri čemer so številni raziskovalci in politiki preučevali vpliv geografskih dejavnikov na mednarodno politiko. Ena izmed najbolj znanih geopolitičnih napetosti v zgodovini je bila tako imenovana hladna vojna, ki je trajala od

konca druge svetovne vojne leta 1945 do razpada Sovjetske zveze leta 1991. Hladna vojna je bilo stanje politične in vojaške napetosti med ZDA in njihovimi zaveznicami v Natu na eni strani ter Sovjetsko zvezo in njenimi satelitskimi državami na drugi strani. Konflikt je bil zaznamovan z ideološko, politično in ekonomsko konkurenco ter grožnjo jedrske vojne, s tem da se supersilni nista nikoli neposredno vojaško spopadli, ampak sta tekmovali prek vojn »pooblaščenec«, vohunjenja, jedrske oborožitvene tekme in ideologije. Svet je bil razdeljen na zahodni blok, ki so ga vodile ZDA, in vzhodni blok, ki ga je vodila Sovjetska zveza. Napetost in rivalstvo med tema dvema blokoma sta imela globok vpliv na globalno politiko, gospodarstvo in varnost v drugi polovici 20. stoletja.



Uroš Selič

Multipolarni svet

Z razpadom Sovjetske zveze je svet začel živeti v tako imenovani enopolarnosti. ZDA so postale edina svetovna sila, njihova premoč je bila tako velika, interesi vseh drugih pa tako šibki, kot v zgodovini še nismo videli. Je pa bilo vprašanje časa, kdaj se bo začel ponovno vzpostavljati multipolarni svet. Današnji svet se spreminja tako v smislu notranje politike, z večjo polarizacijo, kot v smislu geopolitike. S hitrim razvojem in vzponom Kitajske v preteklih dveh desetletjih ter ponovno krepitvijo Rusije smo pričali vse bolj napetim odnosom med velesilami in novim zametkom hladne vojne.

V odnosu med vladajočo velesilami in izzivalci prestola ne gre brez napetosti. In v tem letu, v

katerem je ameriški predsednik Joe Biden kitajskega predsednika Ši Džinpinga označil za diktatorja, je odnos med ZDA in Kitajsko padel na najnižjo raven od leta 1972. Takrat je kitajski voditelj Mao Zedong po 25 letih molka pozdravil ameriškega predsednika Richarda Nixona v Pekingu in začel se je proces normalizacije.

Kljub vsemu še ne moremo govoriti, da sta velesili že v hladni vojni. Odločitev o tem, ali se bosta državi zapletli v hladno vojno, je v njunih rokah, njune predstave in predpostavke bodo oblikovale resničnost odnosa. Pravilno ravnanje bi lahko spodbudilo globalno stabilnost, medtem ko bi napačen pristop lahko potisnil svet v nekaj veliko hujšega od

In v tem letu, v katerem je ameriški predsednik Joe Biden kitajskega predsednika Ši Džinpinga označil za diktatorja, je odnos med ZDA in Kitajsko padel na najnižjo raven od leta 1972.

hladne vojne. ZDA in Kitajska kot prvo in drugo največje gospodarstvo na svetu in z največjimi vojaškimi proračuni so namreč gospodarsko preveč medsebojno prepletene in s tem »obsojene« na kombinacijo tekmovanja in sodelovanja.

Temeljna razlika med današnjo Kitajsko in Sovjetsko zvezo je v tem, da Peking ne želi strmoglaviti demokratičnih režimov ali vsiliti svojega političnega modela drugim (s kritično izjemo Tajvana, ki ga šteje za svoje ozemlje). Je pa pod predsednikom Ši Džinpingom Kitajska postala še bolj avtoritarna kot prej, in namesto da bi se naprej držala koncepta »reform in odpiranja«, se je usmerila v državni kapitalizem. Svoj model upravičuje kot primeren za kitajske »nacionalne razmere«. Komunistična partija Kitajske, največja stranka na svetu, izvaja politični nadzor, omejuje politične svoboščine in ima monopol nad oblastjo, poleg tega pa omejuje verske dejavnosti in zatira drugače misleče. Išče spoštovanje in občudovanje lastnega sistema, nasprotuje zunanjim kritikam in želi oblikovati globalni red v korist svojih interesov. Vendar pa kapitalizma ali obstoja

drugih demokracij ne vidi kot nasprotje lastnemu obstoju. Skratka, Kitajska trenutno ne pomeni eksistencialne grožnje ZDA. Pravzaprav so bile obsežne vezi Kitajske z ZDA in drugimi demokracijami od začetka njene politike »reform in odpiranja« temeljne za njen vzpon in veliko izboljšanje kakovosti življenja njenih prebivalcev v zadnjih treh desetletjih.

Kitajska tudi ne namerava izpodriniti ZDA kot prevladujoče vojaške sile na svetu in v bližnji prihodnosti verjetno ne bo izzvala resnega svetovnega vojaškega spopada, vendar vodi čedalje agresivnejšo zunanjo politiko. Prizadeva si tudi za vojaško premoč in nadzor nad Vzhodnokitajskim in Južnokitajskim morjem ter vse bolj se ji mudi, da bi uveljavila svoje zahteve po priključitvi Tajvana.

Kitajska je obsežna država z velikim številom prebivalcev, a kljub temu, geografsko gledano, delno zaprta z gorami, puščavami in po drugi strani odprta z dolgim nizom otokov, ki so predaleč, da bi jih neposredno nadzorovala, vendar dovolj blizu, da ima omejen dostop do odprtega morja.

Slika 24: Kitajska in geografsko omejevanje s strani tujih držav.



Vir: BCA Research, 2023

Tajvan ima ključno geostrateško lego

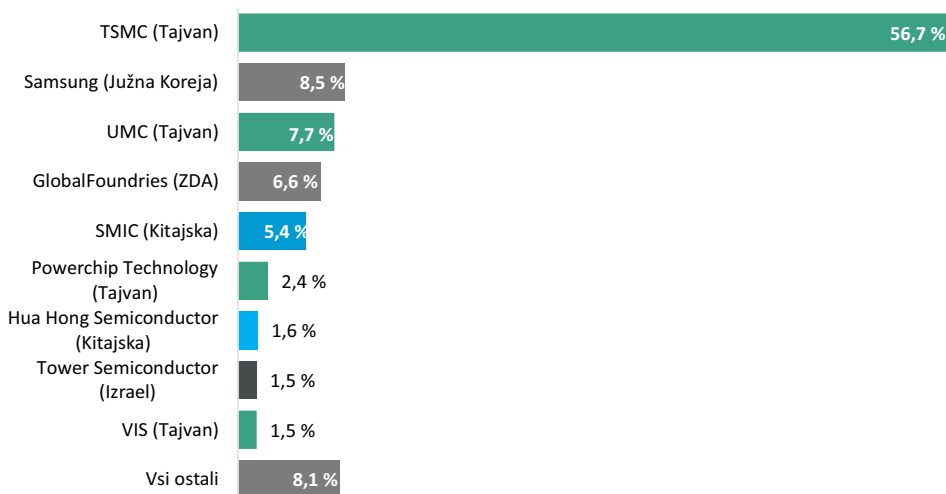
Tajvan leži na kritičnem vozlišču znotraj prve otoške verige, kjer je zasidrana mreža zaveznic in partneric ZDA. Veriga se razteza od japonskega otočja navzdol proti Filipinom in nadalje v Južnokitajsko morje ter je ključna za varnost v regiji in obrambo vitalnih ameriških interesov v indijsko-pacifiškem prostoru. Strateška vrednost Tajvana, pa čeprav ga uradno še vedno priznava le peščica tujih držav, ne more biti prezrta. Prav nasprotno, njegova geostrateška lega določa, da bo njegova usoda močno vplivala na ravnotežje moči v regiji. Če Kitajska prevzame nadzor nad Tajvanom, bi lahko omejila operacije ameriške vojske v regiji in s tem zmanjšala njeno sposobnost za obrambo azijskih zaveznic. Prav tako bi za ZDA bilo veliko težje vzdrževati ravnotežje moči v indijsko-pacifiški regiji ali preprečiti kitajski poskus regionalne prevlade. Če ZDA ne bi ukrepale ob kitajski agresiji proti Tajvanu in bi si Kitajska uspešno prisvojila otok, bi imeli Kitajsko le 70 milj od japonskega ozemlja in 120 milj od Filipinov. Zavezniki bi lahko začeli resno dvomiti o sposobnosti in zavezanosti ZDA, da jih lahko učinkovito in suvereno ubranijo pred nadaljnjimi strateškimi potezami Kitajske. Ob izgubi zaupanja bi zavezniki razmišljali o prilagajanju novemu gospodarju regije ali pa bi se okrepili z

razvojem lastnih vojaških zmogljivosti, vključno z možnostjo razvoja jedrskega orožja. Katerakoli od teh možnosti bi privedla do zmanjšanja vpliva ZDA na tem prostoru, s čimer bi se povečali tako regionalna kot globalna nestabilnost.

Kitajski napad na Tajvan, ne glede na izid ali odločitev ZDA, bi sprožil globalno gospodarsko depresijo in povzročil ogromno škodo svetovnemu gospodarstvu. Tajvanske družbe proizvedejo skoraj 70 % svetovne proizvodnje polprevodnikov in približno 90 % najnaprednejših čipov. Če svet izgubi proizvodne zmogljivosti Tajvana, jih v kratkem času ne more nadomestiti nobeno podobno podjetje na svetu. S kitajsko blokado ali napadom bi proizvodnja in dostava polprevodnikov obstali, kar bi povzročilo pomanjkanje skoraj vseh tehnoloških izdelkov, od pametnih telefonov do računalnikov in avtomobilov. To bi privedlo do zmanjšanja ali celo ustavitve proizvodnje v podjetjih različnih panog. To je tudi eden ključnih razlogov, da so v ZDA ponovno obudili proizvodnjo polprevodnikov in s tem zmanjšali odvisnost od tujih virov, zaščitili nacionalne interese in utrdili tehnološko vodstvo v vedno bolj konkurenčnem globalnem okolju.

Če Kitajska prevzame nadzor nad Tajvanom, bi lahko omejila operacije ameriške vojske v regiji in s tem zmanjšala njeno sposobnost za obrambo azijskih zaveznic.

Slika 25: Tajvanska podjetja prevladujejo na svetovnem trgu polprevodnikov pod vodstvom podjetja TSMC



Vir: Bloomberg 2023

Zdi se, da so možnosti za zmago kandidata stranke KMT na predsedniških volitvah precej obetavne in ob takšnem razpletu nas čaka novo, bolj sproščeno obdobje dialoga med ožino, vsaj za naslednja štiri leta.

Tajvanske volitve 2024

Politično je Tajvan ena izmed redkih uspešnih demokratičnih držav v Aziji in po nekaterih merilih najbolj svobodna družba v regiji. Njihov odprti politični sistem kitajskim državljanom kaže, da obstaja tudi alternativna pot razvoja za njihovo družbo. Pripojitev Tajvana na silo bi v najslabšem primeru ugasnila demokracijo na Tajvanu in za 24 milijonov prebivalcev bi se človekove pravice močno omejile. V tej luči bodo še posebej zanimive bližajoče se predsedniške volitve, ki se bodo odvijale v začetku prihodnjega leta, saj bo njihov izid določil prihodnost Tajvana v odnosih s Kitajsko.

Za ta položaj se bodo spopadli trije kandidati z različnimi ozadji in pristopi. Kandidat Demokratske progresivne stranke (DPP), trenutno vladajoče stranke, podpredsednik William Lai Ching-te in močan zagovornik neodvisnosti Tajvana je že doživel hladen tuš. Njegova stranka je na lokalnih volitvah doživela zgodovinski poraz. Medtem je kandidat stranke Kuomintang (KMT) Hou Yu-ih, nekdanji pripadnik policije, ki je tradicionalno naklonjena povezavam s Pekingom, dosegel pomemben napredek. Tretji kandidat Ko Wen pa prihaja iz nedavno ustanovljene Tajvanske ljudske stranke (TPP). Kot kažejo zadnje ankete, se bo tekma odločala med prvima dvema kandidatom, možnosti za zmago pa so razdeljene 50/50.

Gospodarski vidik bi lahko imel ključno vlogo pri izboru kandidatov. Kljub uspešnemu delovanju gospodarstva, ki večinoma sloni na izvozu, se je slika v zadnjem obdobju poslabšala, saj bo letošnja gospodarska rast Tajvana, najpočasnejša v zadnjih osmih letih. Inflacija in brezposelnost, ki sta blizu najvišje ravni od leta 2013, upadanje plač in dohodkov gospodinjev ter dolgotrajna vladavina DPP med volivci vse bolj ustvarjajo občutek, da je čas za spremembe. Zdi se, da so možnosti za zmago kandidata stranke KMT na predsedniških volitvah precej obetavne in ob

takšnem razpletu nas čaka novo, bolj sproščeno obdobje dialoga med ožino, vsaj za naslednja štiri leta. A tudi če se KMT vrne na oblast, še vedno obstaja velika verjetnost konflikta na dolgi rok, saj velika večina Tajvancev noče izgubiti svoje svobode in varnosti.

Navkljub pešanju in upočasnitvi kitajskega gospodarstva v letošnjem letu kitajska vlada ni hitela in ni poskrbela za obsežne gospodarske spodbude. Eden od razlogov za zamudo bi lahko bil, da kitajska vlada trenutni vladajoči stranki DPP na volitvah ni hotela pomagati z zagonom gospodarske aktivnosti. Upočasnitev globalnega in domačega gospodarstva je največje tveganje za DPP, na drugi strani pa omogoča KMT, da se povzpne na oblast. Če bi Kitajska močneje spodbujala gospodarstvo že poleti, kot so pričakovali nekateri opazovalci trga, bi DPP zagotovila okrepanje gospodarstva ravno v času, ko bi se volivci odpravljali na volišča. To bi bilo v nasprotju z dolgoročnimi strateškimi interesi Kitajske. Vseeno, katera stranka bo zmagala na volitvah, Kitajska bo vztrajala, da Tajvan ne sme sodelovati z ZDA pri sabotiranju kitajskega tehnološkega napredka, gospodarske produktivnosti in strateške varnosti. Rezultat volitev bo odločil, ali se bodo napetosti povečevale ali zmanjševale, ob ponovni izvolitvi trenutno vladajoče DPP pa bi se verjetno ponovno okrepila gospodarska in psihološka vojna proti Tajvanu.

(Ne)zeleni prehod: trnova pot do podnebne nevtralnosti

V obupnem iskanju podnebnega preboja in inovacij

Vlagatelji v zelene delnice bi najraje pozabili na katastrofalne donose, ki jih dosegajo, odkar se je konec leta 2020 razpočil balon obnovljivih virov energije in čistih tehnologij. Od takrat so namreč delnice družb iz panoge čista energija v evrih strmoglavile za 40 %, svetovne delnice pa so pridobile 30 % vrednosti. Podobne brutalne razprodaje so se nadaljevale tudi v letošnjem letu, v katerem so zelene tematske naložbe z naskokom največji poraženci na borzah, saj so svetovne delnice v povprečju pridobile 16 %, solarne naložbe pa so upadle za 36 %, vetrne naložbe za 11 %, litijeve delnice za

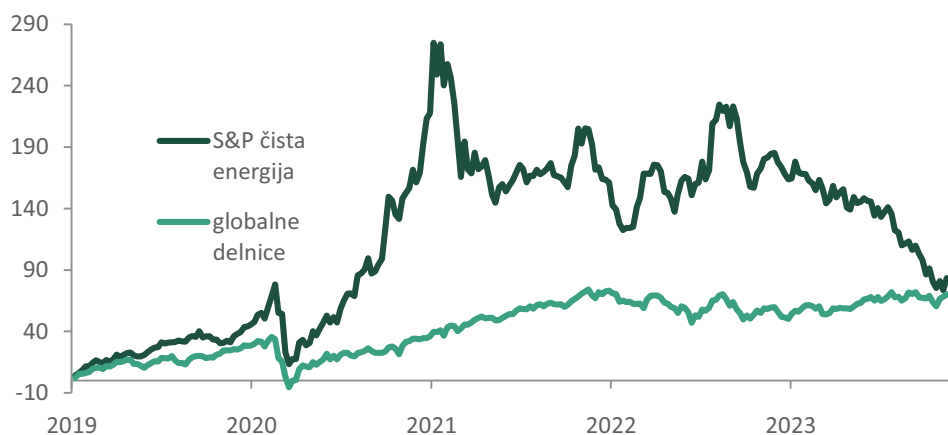
19 %, baterijske tehnologije za 24 % in z vodikom povezane družbe kar za 45 %.

Tečajji trajnostnih tematskih naložb so se resda sesedli kot hišica iz kart, vendar to ne pomeni, da je prišlo do kapitulacije v boju proti podnebnim spremembam. V tem specifičnem primeru imamo namreč opravka s skupino visoko tveganih zelenih delniških družb, ki si enostavno še vedno niso opomogle od zgodovinskega poka premoženjskega balona in nepričakovanega šoka, ki je povezan z rekordnimi dvigi obrestnih mer.



Damjan Kovačič

Slika 26: Primerjava donosov indeksa S&P čista energija in globalnih delnic



Vir: Bloomberg 2023

Prvi korak na poti k ozdravitvi našega zelenega planeta je pravilna diagnoza stanja in odločna strateška vizija, ki zahteva največjo mobilizacijo kapitala in virov v zgodovini človeštva. Na žalost v zadnjih letih ni bilo nobenega večjega preboja na področju podnebja, temveč se še vedno ukvarjamo z nerazumevanjem ekstremne narave in globine podnebne krize.

A tudi največjim skeptikom počasi že zmanjkuje argumentov ob tem, kako pogoste, obsežne in uničujoče so podnebne spremembe v obliki ekstremnih vremenskih pojavov, ki se odvijajo pred našimi očmi in zaradi katerih je v skrajnem scenariju na kocki celo obstoj naše civilizacije.

Tečajji trajnostnih tematskih naložb so se sesedli kot hišica iz kart.

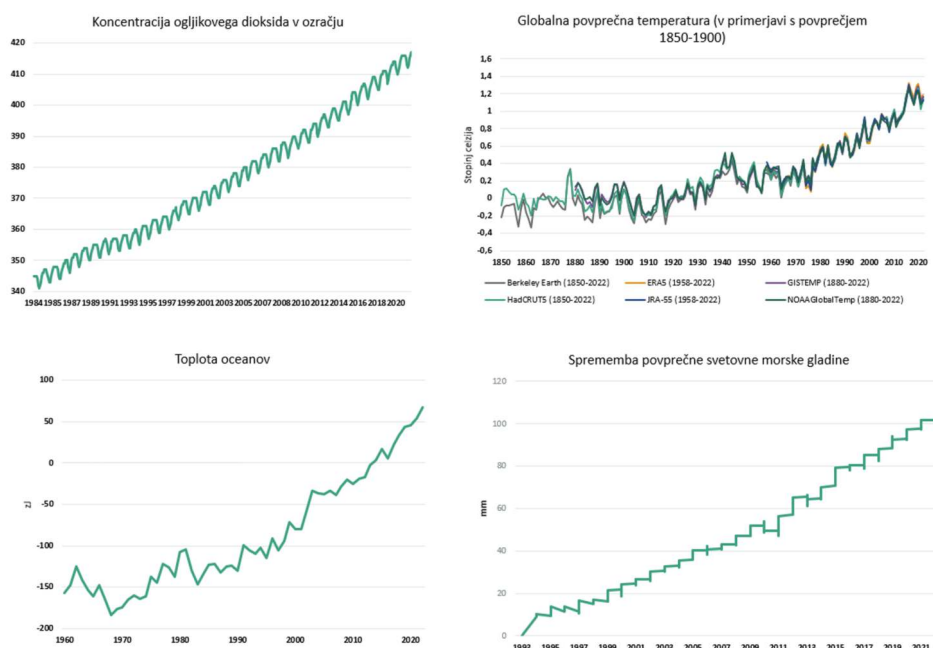
Kakšni so danes diagnoza zdravja zelenega planeta ter rezultati naporov pri zmanjševanju podnebnih sprememb in prilagajanja nanje?

Svetovna meteorološka organizacija (WMO) uporablja seznam sedmih glavnih podnebnih kazalnikov, ki temeljijo na 54 bistvenih klimatskih spremenljivkah Globalnega sistema opazovanja klime (GCOS), to so: površinska

temperatura, vsebnost toplote v oceanu, atmosferski ogljikov dioksid (CO₂), zakisljevanje oceanov, gladina morja, površina ledenikov ter obseg ledu na Arktiki in Antarktiki.

Slika 27: Glavni podnebni kazalniki

Stanje našega planeta je kritično.



Vir: JJK GitHub 2023

Diagnostične preiskave nedvomno opozarjajo, da je zdravstveno stanje našega pacienta kritično in da ga je treba zaradi ogroženega življenja z napotnico nujno takoj prepeljati na urgenco, tam pa se bodo morali z njim več desetletij ukvarjati najbolj genialni zdravniki, ki bodo imeli na voljo neomejene tehnične, finančne in druge vire.

Po podatkih WMO obstaja več kot 99-odstotna verjetnost, da bo leto 2023 najtoplejše v zgodovini, s povprečnimi

temperaturami, ki so bile do konca oktobra za 1,4 stopinje Celzija višje od predindustrijskega obdobja. Raven ogljikovega dioksida je za 50 % višja kot v predindustrijskem obdobju. Za pacienta je slaba novica, da je obsojen na življenje z naraščajočo vročino, ki ji zaradi dolge obstojnosti ogljikovega dioksida v ozračju ni videti konca. Zaradi nadaljevanja segrevanja oceanov in taljenja ledenikov se morska gladina v zadnjem desetletju dviguje dvakrat hitreje kot v prvem desetletju satelitskih meritev med letoma 1993 in 2002.

Največji obseg morskega ledu na Antarktiki je bil letos za neverjetnih milijon kvadratnih kilometrov manjši od prejšnjega negativnega rekorda, kar pomeni, da se je led skrčil za več, kot znaša površina Francije in Nemčije. Na žalost se nam po podnebno katastrofalnem letu 2023 tudi v prihajajočem letu ne obeta nič dobrega, saj prihaja zloglasni vremenski pojav El Niño, ki bi lahko še bolj navil vročinski termostat.

Tako na finančnih trgih kot pri spopadu s podnebnimi spremembami je najpomembnejša intelektualna odkritost. Kot pravi izjemni upravljavec premoženja Li Lu, je bistvo intelektualne odkritosti v poznavanju tega, kar že vemo, prepoznavanju tega, česar še ne vemo, razumevanju tega, kar ni bistveno, ter v zavedanju, da vedno obstaja možnost, da ne vemo, kaj je tisto, česar še ne vemo.

Če ne bomo intelektualno pošteni, nimamo kot človeštvo nobene možnosti, da se

izognemo neštetim pastem na poti do visokotelečnega cilja – omejitve dviga temperature na 1,5 stopinje in podnebne nevtralnosti do leta 2050. Temu cilju naj bi se po agendi COP28 približali s trikratnim povečanjem pridobivanja energije iz obnovljivih virov in podvojitvijo energetske učinkovitosti do leta 2030.

Pri misiji reševanja planeta se moramo zavedati, da samo zmanjševanje emisij toplogrednih plinov ni edini in zveličavni ukrep. Še zdaleč ne gre samo za obnovljive vire, razogljičenje družbe in elektromobilnost. Tu želimo opozoriti na pogosto spregledane in zapostavljene glavne vire in ukrepe proti segrevanju ozračja, kar je posledica pomanjkanja politične volje in intelektualne poštenosti. Pri tem imamo v mislih odgovornost za prihodnost planeta, ki je v naših rokah in se začne na krožniku, pri odnosu do živali in ekosistemov.

ABC emisijske matematike ali kje smo na poti doseganja ciljev pariškega sporazuma?

Glede na to, da so emisije toplogrednih plinov (TGP) široko prepoznane kot glavni povzročitelji segrevanja ozračja in podnebnih sprememb, je najpomembnejša enačba v procesu razogljičenja naslednja matematična identiteta: $TGP = BDP/P \times P \times \text{energija}/BDP \times TPG/\text{energija}$, kjer TGP predstavlja skupne emisije toplogrednih plinov, BDP je svetovni bruto domači proizvod, P je svetovno prebivalstvo, energija pa celotna količina porabljene energije (vir: Robeco Triple Power Play).

Zmanjšanje skupnih emisij toplogrednih plinov mora zato matematično izhajati iz enega od štirih virov na desni strani identitete. Večina držav na svetu se premika v smeri družbe blaginje in je na razvojni stopnji, kjer ne moremo pričakovati, da bi se emisije TGP lahko

zmanjšale zaradi znatnega in trajnega upada življenjskega standarda ali zmanjšanja števila prebivalcev. To pomeni, da moramo postati bolj energetske učinkoviti (energija/BDP) in čim hitreje preiti na čistejše vire energije z manjšim deležem TGP (TGP/energija).

Ob pozitivnih trendih, povezanih z rastjo BDP na prebivalca (+160 %), energetske učinkovitostjo, kjer danes za en dolar BDP potrebujemo za skoraj 40 % manj energije, in ogljično učinkovitostjo energije, kjer smo izpuste ogljika pri proizvodnji električne energije zmanjšali za razmeroma skromnih 21 %, nas najbolj skrbi, da so se izpusti TGP v obdobju od 1965 do 2021 povečali za več kot 200 % na rekordnih 34 gigaton ekvivalenta ogljikovega dioksida.

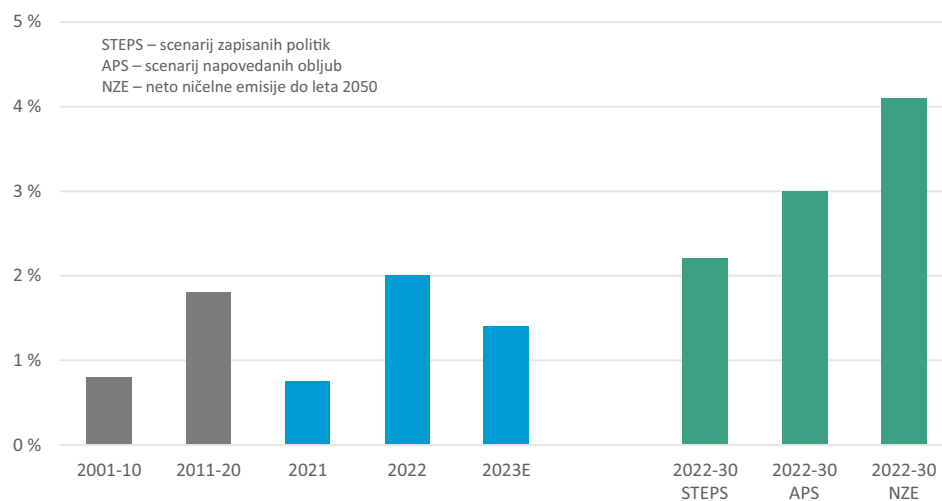
Za ustavitev naraščanja emisij je edina možnost radikalno zmanjšanje ogljičnega odtisa.

Zgoraj navedeni trendi gibanja osnovnih spremenljivk v podnebni enačbi pomenijo, da je ob pričakovani nadaljnji rasti prebivalstva in gospodarstva za ustavitev naraščanja emisij edina možnost radikalno zmanjšanje ogljičnega odtisa, ki kljub naporom v preteklih letih niti približno ni bilo zadostno.

Če smo vsaj malo samokritični, lahko mirne duše zatrdimo, da se toliko opevana zelena energetska tranzicija s postopnim, vendar vedno bolj agresivnim opuščanjem fosilnih goriv navkljub več tisočmilijardnim investicijam niti ni dobro začela.

Energetska učinkovitost (energija/BDP) je bila eden izmed osrednjih poudarkov na zasedanju COP28, z ambicioznim ciljem, da bi v svetu do leta 2030 podvojili napredek pri letnem izboljšanju energetske učinkovitosti. Po podatkih Mednarodne agencije za energijo (IEA) je namreč stopnja izboljšanja energetske učinkovitosti v letu 2023 upadla z 2 % na le 1,3 %, celo pod dolgoročno trendno vrednost. Z drugimi besedami to pomeni, da smo po tem kriteriju svetlobna leta oddaljeni od resničnega preboja z letnimi stopnjami okoli 4 %, ki bi bile potrebne za to, da do leta 2050 dosežemo ničelne neto emisije TGP oziroma podnebno nevtralnosti.

Slika 28: Napredek pri letnem izboljšanju energetske učinkovitosti



Vir: International Energy Agency

Podnebni skeptiki se privoščljivo nasmihaajo ob dejstvu, da je bilo v zadnjih 15 letih z vložki v obnovljive vire energije povezanih pet tisoč milijard dolarjev neposrednih investicij in pet tisoč milijard dolarjev posrednih stroškov, delež rabe fosilnih goriv pa je v tem času zelo skromno upadel s 86 % na 82 %, delež fosilnih goriv v proizvodnji električne energije pa z 68 % na 62 %. Kurjenje lesa, ki je najstarejši energetski vir, v svetu še vedno prispeva trikrat več energije kot obnovljivi viri. Zeleni prehod je težaven, počasen in presneto drag, zato je najlažje vreči puško v koruzo in se vdati v usodo.

Obnovljivi viri, predvsem vetrna energija, so v zadnjih dveh letih pod posebnim drobnogledom zaradi podražitev, ki so posledica dražjih vhodnih surovin in prekoračitve stroškov, ki so poglavitni krivci za okoli 40-odstotne podražitve pridobivanja električne energije iz vetra ter velike finančne izgube vodilnih proizvajalcev vetrnih tehnologij.

V zadnjem desetletju je predvsem fotovoltaika dosegla izjemen preskok in postala velika zgodba o uspehu z 10-kratnim globalnim povečanjem proizvodnje, ki naj bi po scenariju

STEPS po podnebnem modelu IEA zrasla s približno 640 gigavatov leta 2022 na več kot 1.200 gigavatov v srednjeročnem obdobju do 2030. Scenarij STEPS je projekcija prihodnosti, izhajajoča iz politik in ukrepov, ki so jih uradno napovedale ali sprejele vlade po svetu. Po scenariju podnebne nevtralnosti (Net Zero) bi do leta 2030 potrebovali dodatnih 800 gigavatov zmogljivosti fotovoltaike, s čimer bi zmanjšali izpuste v za 30 %. Največja slabost fotovoltaike so seveda razmeroma nizki izkoristki s samo okoli 40-odstotno stopnjo izkoriščenosti sončnih celic.

V letu 2023 bodo vlaganja v proizvodnjo elektrike iz sončne energije s 380 milijardami dolarjev prvič preseгла vlaganja v črpanje in proizvodnjo nafte. Velikanska večina teh vlaganj prihaja iz Kitajske, ki proizvede 80 % vseh sončnih panelov, še bolj izrazita pa je njena prevlada v celotni oskrbovalni verigi, kjer dosega celo 85-odstotni tržni delež.

Za primerjavo energetskega izkoristka investicij ter ugotavljanje, kako stroškovno učinkoviti in konkurenčni so posamezni viri energije, v energetiki uporabljajo ključna kazalnika povprečni strošek električne energije (Levelized Cost of Electricity, LCOE) in energetska donos na naložbo (Energy Return on Investment, EROI).

V nasprotju s splošnim prepričanjem so obnovljivi viri, tudi če ne upoštevamo pozitivnih vplivov na okolje, ki znašajo okoli 100 dolarjev na tono ogljikovega dioksida, že danes stroškovno učinkoviti in ekonomsko konkurenčni v primerjavi s fosilnimi gorivi, kjer imamo že desetletja zgrajeno vso potrebno infrastrukturo. Še več, glede na LCOE pa tudi EROI je po nekaterih najnovejših študijah uporaba obnovljivih virov celo bistveno bolj rentabilna od fosilnih goriv. Poglejmo podrobnosti.

LCOE je standardizirani način za primerjanje stroškov različnih virov energije oziroma metrika, ki se uporablja za oceno povprečnih stroškov proizvodnje električne energije iz določenega vira energije v celotnem življenjskem ciklu elektrarne ali energetskega projekta. Izražena je kot strošek na enoto proizvedene električne energije, običajno v dolarjih na megavatno uro, in, kar je bistveno, ne vključuje morebitnih negativnih vplivov na okolje. V preglednici 7 sta navedeni primerjava LCOE za različne energetske vire in ocena za potrebno znižanje stroškov pridobivanja, če želimo do leta 2050 doseči podnebno nevtralnost. Po tem modelu IEA bi denimo morali v EU do 2050 znižati LCOE za jedrsko energijo s 160 na 125, za fotovoltaike s 65 na 30 in za vetrne elektrarne s 60 na 50 dolarjev za megavatno uro. To bo vse prej kot enostavno, če ne bo prišlo do tehnoloških prebojev in inovacij in če se bomo znašli v okolju pomanjkanja materialov za zeleni energetska prehod.

V letu 2023 bodo vlaganja v proizvodnjo elektrike iz sončne energije s 380 milijardami dolarjev prvič preseгла vlaganja v črpanje in proizvodnjo nafte.

Preglednica 7: Stroški pridobivanja električne energije za dosego podnebne nevtralnosti do 2050

	Kapitalski stroški (USD/kW)			Faktor zmogljivosti (%)			Gorivo, CO2 ter obratovanje in vzdrževanje (USD/MWh)			Izravnani stroški električne energije (USD/MWh)		
	2022	2030	2050	2022	2030	2050	2022	2030	2050	2022	2030	2050
ZDA												
Jedrska energija	5.000	4.800	4.500	90	90	85	30	30	30	105	105	105
Premog	2.100	2.100	2.100	30	/	/	90	155	220	185	/	/
Plin	1.000	1.000	1.000	50	25	/	70	85	110	95	135	/
Sončna energija	1.120	640	440	21	22	23	10	10	10	50	30	25
Veter na kopnem	1.220	1.140	1.070	42	43	44	10	10	10	30	30	25
Veter na morju	4.060	2.360	1.640	42	46	49	35	20	15	120	65	45
Evropa												
Jedrska energija	6.600	5.100	4.500	70	75	65	335	35	35	160	130	125
Premog	2.000	2.000	2.000	25	/	/	140	185	250	235	/	/
Plin	1.000	1.000	1.000	25	10	/	165	125	150	215	240	/
Sončna energija	990	580	410	14	14	14	10	10	10	65	40	30
Veter na kopnem	1.750	1.640	1.550	29	30	30	20	15	15	60	55	50
Veter na morju	3.420	2.140	1.500	50	56	59	15	10	5	75	45	30
Kitajska												
Jedrska energija	2.800	2.800	2.500	85	80	75	25	25	25	65	65	65
Premog	800	800	800	55	/	/	70	120	180	90	/	/
Plin	560	560	560	45	35	/	110	125	145	120	140	/
Sončna energija	720	410	280	13	13	14	10	10	5	50	30	20
Veter na kopnem	1.100	1.030	960	26	27	28	10	10	10	45	40	35
Veter na morju	2.820	1.760	1.220	32	39	43	25	15	10	100	55	35

Vir: International Energy Agency

Eden najpogosteje uporabljenih argumentov v prid fosilnim gorivom in jedrski energiji je njihov višji EROI. Gre za merilo, ki se uporablja v energetiki ter je običajno izraženo kot razmerje med izhodno in vloženo energijo. Če je denimo EROI za neki vir 10 : 1, to pomeni, da je ta vir proizvedel 10-krat več energije, kot je bilo vložene v procesu pridobivanja.

V zadnjem desetletju je analiza EROI postala še posebej priljubljena, vendar je bilo zaradi nedoslednih metodologij težko najti življenjsko ustrezne primerjave med tehnologijami. V tem prispevku se sklicujemo na metaštudijo *Energy Return on Investment of Major Energy Carriers*, kjer so se avtorji Murphy et al. lotili natančne primerjave EROI med fosilnimi gorivi in drugimi tehnologijami. Avtorji zagovarjajo pristop točke končne uporabe EROI namesto točke pridobivanja, saj neupoštevanje stroškov pri predelavi in prenosu fosilnih goriv

drastično zniža njihov EROI. Njihove analize EROI upoštevajo vse energetske vložke od točke pridobivanja do končnega uporabnika. Glavni rezultati te študije kažejo, da imajo sončna energija, veter in hidroenergija EROI višji od 10, medtem ko se EROI za fosilna goriva znatno razlikuje, zlasti za nafto in druga tekoča goriva, pri katerih je končni energetski donos precej nižji od 10.

Zemeljski plin ima pri viru izjemen EROI nad 100, a ta na poti do končnega uporabnika upade na 8, pri plinu iz naftnih skrilavcev denimo EROI upade z 80 na samo 5, podobno pa je tudi z nafto, kjer so tipični upadi EROI s 30 na okoli 8. Med trdnimi gorivi pri premogu EROI upade s 70 na 9, les ima neposredno pri viru EROI nad 30, vendar nato denimo pri lesnih peletih zaradi energetske intenzivne predelave za končnega uporabnika upade celo pod 2.

Omenjena metaštudija, ki temelji na 113 znanstvenih prispevkih, v svojih sklepih, v nasprotju z globoko zakoreninjenim konvencionalnim prepričanjem, ugotavlja, da so glavni obnovljivi viri (vodna energija, veter in sonce) tudi po končni pretvorbi v električno energijo bistveno bolj učinkoviti kot fosilna goriva, njihovi EROI pa so višji kot 10, kar pomeni, da vračajo družbi 90 % proizvedene energije.

Avtorji študije pričakujejo, da se bo kakovost nafte, plina in premoga v prihodnosti še naprej zniževala, kar bo dodatno znižalo fosilni EROI. Po drugi strani pa se bodo s tehnološkim napredkom pri izkoriščanju obnovljive energije, ki je v preteklem desetletju v povprečju dosegal 10 % na leto, ustrezni EROI v prihodnosti še naprej zviševali.

Mit ali resnica: nimamo dovolj kritičnih materialov za zeleni prehod?

Gre za podobno temo kot vrh v proizvodnji surove nafte (Peak Oil), ki je bil v ospredju pozornosti pred 20 leti. Tudi sam sem bil nekaj časa goreč zagovornik tega koncepta, ki je temeljil na popolnoma korektnih predpostavkah, ki so jih utemeljili najboljši naftni geologi takratnega časa. Na koncu se je seveda izkazalo, da niso mogli predvideti pojava nafte iz skrilavcev, ki je postavila na glavo razmerja v svetu energije. Zgodilo se je nekaj popolnoma nepričakovanega, česar seveda ni mogel predvideti še tako dober in sofisticiran model. Podobno kot se lahko zgodi danes z obnovljivimi viri ali denimo s prebojnimi inovacijami v »čudežni«
fuzijski tehnologiji, za katero znanstveniki že več kot pol stoletja v šali pravijo, da bo na voljo »čez 20 let v prihodnosti«.

Kdo ve, morda pa bo uporaba umetne inteligence pospešila zeleni prehod ali pa se bo odvil črni scenarij popolne nevihte zaradi velikega povpraševanja po kritičnih materialih in surovinah v kombinaciji z aktualnim pomanjkanjem investicij in geološkega izčrpanja omejenih naravnih virov.

Osebnostno ne verjamem v katastrofične scenarije, po katerih bi bilo pomanjkanje kritičnih materialov usodno za zeleni prehod, vendar pa se sočasno bojim, da se bomo v naslednjem desetletju težko izognili večji krizi in podra-

žitvam zelenih materialov, ki so v ospredju prehoda v dobo elektrike in obnovljivih virov.

Podobnega mnenja so analitiki Goldman Sachsa, ki opažajo veliko vrzel med ponudbo materialov zelenega prehoda in povpraševanjem po njih, saj naj bi do leta 2030 povpraševanje preseгло fizično ponudbo za 20 % pri bakru, 21 % pri kobaltu, 11 % pri litiju, 4 % pri niklju in 9 % pri aluminiju. Tudi ne-poznavalcem je jasno, da so zelene tehnologije bistveno bolj surovinsko intenzivne kot fosilna goriva. Vetrne elektrarne na morju zahtevajo 14-krat več materialov, fotovoltaika pa šestkrat več kot plinske elektrarne. Električna vozila potrebujejo danes šestkrat več zelenih kovin in drugih materialov kot motorji na notranje izgorevanje.

V nasprotju s preostalimi členi dobavne verige, kot so proizvodnja avtomobilov, baterij in predelave materialov, je od odkritja do začetka proizvodnje novega rudnika bakra potrebnih celo več kot 15 let, zato je danes pomanjkanje investicij v nova nahajališča verjetno najbolj ozko grlo zelenega prehoda. Tako Goldman Sachs kot Wood Mackenzie ocenjujeta, da bo vrzel do leta 2030 znašala več kot 200 milijard dolarjev, kar pomeni, da so trenutno načrtovana vlaganja za več kot polovico manjša od potrebnih.

Bo ravno aluminij imel ključno vlogo pri energetskem prehodu, saj bo moral zaradi pričakovanega pomanjkanja najverjetneje nadomestiti baker v veliki večini končnih aplikacij.

Poglavje zase so upadajoče vsebnosti kovin v rudah ključnih surovin, ki z uporabo današnjih tehnologij pomenijo eksponentno rast denarnih stroškov izkopa. Zaradi vsega navedenega bodo potrebne bistveno višje cene kritičnih materialov, od katerih so nekatere danes absurdno nizke, denimo cena aluminija, ene od ključnih kovin prehoda, kjer je pri ceni 2.100 dolarjev za tono nerentabilnih več kot 60 % svetovnih zmogljivosti.

Pri tem je zanimivo, da bo ravno aluminij imel ključno vlogo pri energetskega prehodu, saj bo moral zaradi pričakovanega pomanjkanja najverjetneje nadomestiti baker v veliki večini

končnih aplikacij. Nadomestitev bakra z aluminijem sicer ni idealna rešitev, vendar pa je za 60 % primerov uporabe tehnološko izvedljiva in ustrezna komplementarna rešitev. Poenostavljeno gledano ima aluminij za 40 % slabšo električno prevodnost, zaradi česar morajo biti žice za četrtno debelejše, vendar pa je njegova prednost ta, da je za polovico lažji in polovico cenejši od bakra. Proizvodnja aluminija je sicer v tem trenutku energetske trikrat bolj potratna kot pri bakru, vendar pa bo ob prehodu na obnovljive vire energije aluminij v seštevku boljši za okolje ter zdravje ljudi in ekosistemov.

Spregledana vloga krožnega gospodarstva

Prehoda v nizkoogljično družbo si ne moremo zamišljati brez učinkovitega krožnega gospodarstva, kjer so tri glavne rešitve: 1) tehnološke spremembe, ki zmanjšujejo povpraševanje, 2) podaljšanje življenjske dobe izdelkov in 3) recikliranje materialov. Po podatkih študije *Just Economics in Chatham House* je bilo samo 4 % javne porabe in 3 % podjetniških naložb (800 milijard dolarjev) usmerjenih v krožne gospodarske modele, ki bi lahko po nekaterih ocenah prinesli za od 2,9 bilijona (McKinsey) do celo 4,5 bilijona

dolarjev (UNEP, Accenture) ekonomske koristi. Kako kritično pomembne so učinkovite strategije ravnanja z viri, priča ocena, da bi lahko na ta način do leta 2050 prihranili skoraj tretjino letne porabe bakra, s čimer bi popolnoma zapolnili pričakovani primanjkljaj in ohranili ceno bakra na trenutnih ravneh. Vse to so ambicije, ki jih je mogoče zagovarjati in spodbujati z raznimi akcijskimi načrti, vendar pa so tako radikalni prihranki v praksi vse prej kot preprosti.

Na lestvici najbolj prodajanih vozil na Kitajskem prvih pet mest zasedajo električna vozila in hibridi.

Kitajska – od besed k dejanjem

Kitajska presenetljivo postaja najmočnejši člen v dobavnih verigah za izkoriščanje obnovljivih virov energije in središče zelenega prehoda. Velesila je zaslužna za skoraj polovico vseh vetrnih in sončnih instalacij ter več kot polovico prodaje električnih vozil. V letošnjem letu bo skoraj 40 % prodanih novih vozil bodisi popolnoma električnih (26 %) bodisi priključnih hibridov. Skoraj neverjeten je podatek, da na lestvici najbolj prodajanih vozil na Kitajskem prvih pet mest zasedajo električna vozila in hibridi, ki dosegajo 40-odstotne stopnje rasti.

Kdo pravi, da kupci na razvitih trgih niso lačni električnih vozil? Zakaj se električni avtomobili ne bi mogli prodajati kot vroče žemljice? Največji proizvajalec električnih vozil na svetu, kitajski BYD, je pred nekaj tedni na avstralskem trgu ponudil svoj mali avtomobil BYD seagull za okoli 10.000 dolarjev. Deset tisoč vozil je bilo razgrabljenih v manj kot 24 urah ...

Kitajska skupna nameščena zmogljivost fotovoltaike je oktobra dosegla 536 gigavatov, kar je 47 % več kot pred letom dni, zmogljivost njihovih vetrnih elektrarn pa se je povečala za

15 %, na 404 gigavate. Kitajci so zelo nadarjeni in uspešni pri načrtovanju megalomanskih infrastrukturnih projektov. V letu 2023 bodo z okoli 300 gigavati inštaliranih sončnih in vetrnih elektrarn podvojili svoje zmogljivosti pridobivanja električne energije iz obnovljivih virov, nekateri poznavalci pa celo napovedujejo, da jim bo že do konca leta 2026 uspelo povečati zmogljivosti fotovoltaike na kar 1000 gigavatov, kar pomeni skoraj pet let hitreje od postavljenih ciljev. Mimogrede, za to, da bi dosegli cilje pariškega podnebne

dogovora potrebujemo globalno okoli 11.000 gigavatov nameščenih solarnih zmogljivosti, kar pomeni, da bodo imeli Kitajci v praksi kmalu dovolj proizvodnih zmogljivosti, da v resnici »rešijo svet«.

Morebitna vojaška invazija na Tajvan bi prinesla geopolitično katastrofo zgodovinskih razsežnosti, sočasno pa bi zaradi več kot 80-odstotnega tržnega deleža Tajvana v verigi obnovljivih virov verjetno za več desetletij ustavila sanje o zelenem prehodu.



Tomaz Arih

Zgodovina (in prihodnost) recesij

Svetovno gospodarstvo pluje v razburkano morje. Imamo vojne, cene energije in hrane so šle v nebo in povzročile rekordno inflacijo, centralne banke pa so višale obrestne mere najhitreje v zadnjih 40 letih. Zato ne preseneča, da je bila beseda »recesija« ena najbolj pogosto uporabljenih na trgih v zadnjem letu dni. Obstaja več vrst pojmovanja recesije, ampak klasična definicija recesije je dve zaporedni četrtletji negativne rasti (negativna rast BDP). Različne organizacije v različnih državah sicer uporabljajo bolj celovit pristop. Upoštevajo dejavnike, kot je trajanje upočasnjevanja gospodarske rasti, skupaj s ključnimi

spremenljivkami, kot so razmere na trgu dela, rast dohodka, prodaja na drobno in industrijska proizvodnja. Načeloma imajo recesije različne vzroke ter prihajajo v različnih oblikah in velikostih. Nekatere so v različnih državah in obdobjih precej pogoste, na primer ostrejša monetarna politika ali sesutje špekulativnih premoženjskih balonov. Druge so bolj edinstvene, kot sta pandemija ali naravna nesreča. Zgodovinsko so nekatere recesije tudi posledica vojn in geopolitičnih šokov, čeprav se pogostost teh vse bolj zmanjšuje.

Ne preseneča, da je bila beseda »recesija« ena najbolj pogosto uporabljenih na trgih v zadnjem letu dni.

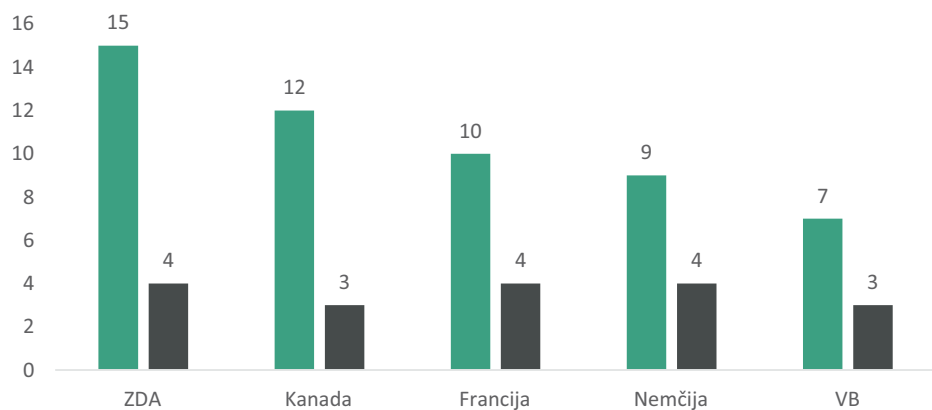
Pogostost recesij

Pogostost recesij razkriva, da so ZDA v zadnjem stoletju imele »kulturo vzponov in padcev« z največ recesijami med državami. Vendar pa ne smemo zanemariti, da so ZDA v istem obdobju doživele tudi večjo rast produktivnosti, zato recesije same po sebi niso nujno slaba stvar za gospodarsko rast, saj zaradi težnje odstranjevanja presežkov in »mehurčkov« iz prejšnjih ciklov pripeljejo do bolj učinkovite razporeditve virov.

Zgodovina kaže, da so bile recesije pred sredino 19. stoletja zelo pogoste. Gospodarstvo je bilo večinoma odvisno od kmetijstva

in zato zelo občutljivo za vremenske spremembe in bolezni, ki so napadale pridelek. To obdobje je bilo tudi obdobje pogostih vojn, ki so motile trgovinsko in gospodarsko dejavnost, zlasti v 18. stoletju. Prav tako je pomembno opozoriti, da sta bili pred industrijsko revolucijo gospodarska rast in produktivnost praktično statični. Zato, matematično gledano, če ni bilo gospodarske rasti, je naravno nihanje rasti (ne glede na vrsto šoka) vodilo v pogostejša obdobja negativne rasti in s tem recesijo.

Slika 29: Število recesij po letu 1929 in po letu 1982



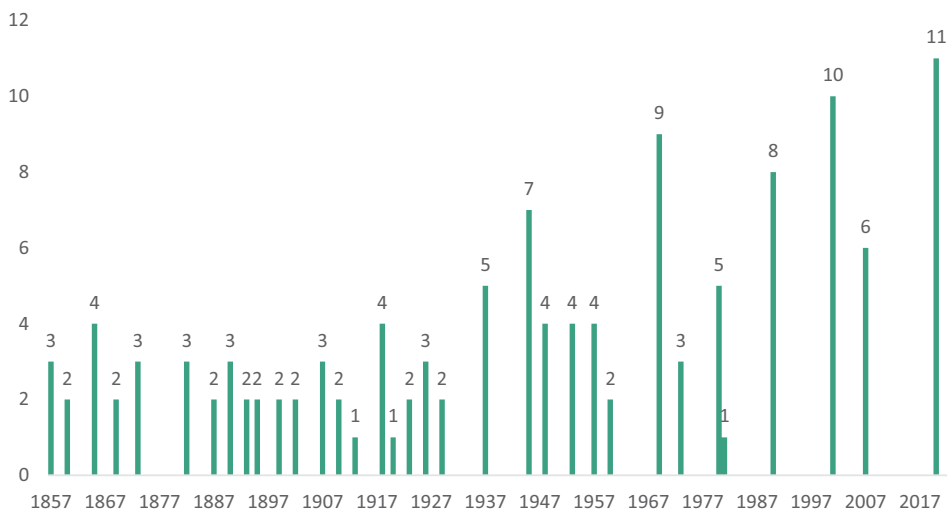
Vir: Deutsche Bank 2023

V zadnjih 40 letih smo bili v večini sveta priča »le« štirim recesijam, med temi pa sta bili dve najhujši po davnem letu 1930, in sicer svetovna finančna kriza in pandemija covid-19. Toda če se ozremo v vzvratno ogledalo in pogledamo še dlje v zgodovino,

postane jasno, da je trenutna izkušnja dolgih obdobjev ekspanzije (gospodarske rasti) zgodovinsko nenavadna. To jasno kaže podatek, da je do leta 1960 obstajalo samo eno obdobje gospodarske rasti, ki je trajalo več kot pet let.

Trenutna izkušnja dolgih obdobjev ekspanzije (gospodarske rasti) je zgodovinsko nenavadna.

Slika 30: Trajanje gospodarske rasti v ZDA v letih



Vir: NBER 2023

Zakaj postajajo poslovni cikli vse daljši?

Po drugi svetovni vojni so se poslovni cikli po vsem svetu podaljšali. Dejansko je najdaljše obdobje brez recesije značilno za Francijo, ki tri desetletja po drugi svetovni vojni ni doživela negativne gospodarske rasti, dokler je nista sredi 70. let prizadeli naftna kriza in inflacija. V Franciji to obdobje imenujejo »Les Trente Glorieuses« (trideset slavnih let). Francija pri tem ni bila osamljena, saj je Nemčija po drugi svetovni vojni doživela 20-letno obdobje brez recesije, Velika Britanija pa 26 let nepretrgane gospodarske rasti.

Več dejavnikov leži za tem premikom k daljšim poslovnim ciklom. Delno gre za to, da so se gospodarstva diverzificirala in niso omejena zgolj na kmetijstvo in da so velike vojne postale

veliko manj pogoste, zato se gospodarstva lažje izognejo katastrofalnim motnjam. V zadnjih desetletjih se je zgodil tudi filozofski premik. Družba recesije zdaj ne obravnava več kot »katastrofo«, temveč kot zadevo, ki jo je treba preprečiti. Po letu 1970 je začela politika ukrepati z vedno bolj agresivnimi intervencijami z izrecnim ciljem omilitve in skrajšanja recesij, ki smo jih doživeli. Leta 2008 so vlade ustvarile proračunske primanjkljaje, ki so presegle vse rekorde, leta 2022 pa smo nato videli še večje količine finančnih spodbud med pandemijo covid-19.

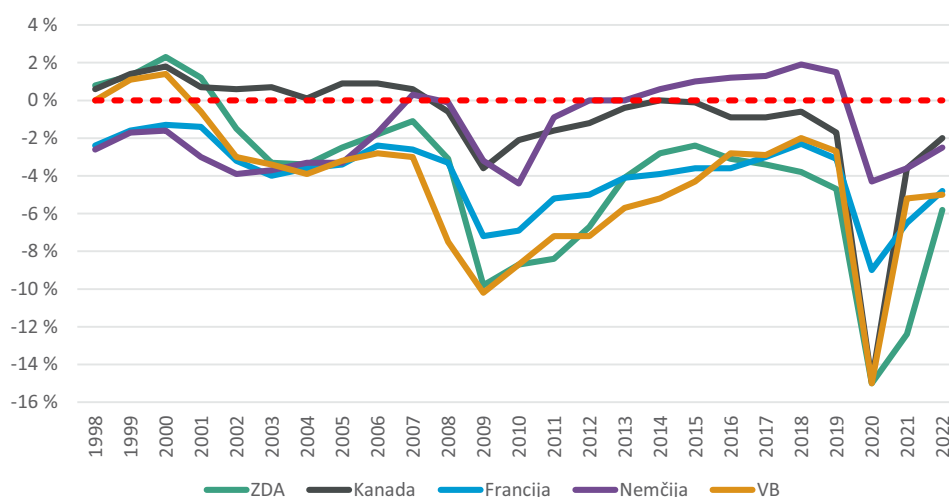
Tako je proračunski primanjkljaj v zadnjih 50 letih v primerjavi s preteklimi stoletji, ko je primanjkljaj nastajal le v času vojn ali v

ekstremnih situacijah, postal novo široko uporabljano »orodje« moderne politike, kar je pomagalo podaljšati cikle dlje, kot bi sicer trajali. Zato ni naključje, da so bila zadnja štiri obdobja gospodarske rasti v ZDA med šestimi najdaljšimi od skupno 34 obdobj rasti v ZDA od leta 1854, prav tako ni nič nenavadnega, da:

- tako ZDA kot Velika Britanija nista imeli proračunskega presežka že več kot dve desetletji,
- v Franciji ni bilo proračunskega presežka od leta 1974,
- v Italiji ni bilo proračunskega presežka od leta 1925.

Tako ZDA kot Velika Britanija nista imeli proračunskega presežka že več kot dve desetletji.

Slika 31: Proračunski saldo držav od leta 1998



Vir: Trading Economics 2023

Kaj napoveduje recesije?

Dogodki, kot so vojne, pandemije, bankroti pomembnih institucij, izguba služb in povišana brezposelnost, upad BDP, lahko pripeljejo do recesije. Pri napovedovanju recesij pa se lahko opiramo na ugotovitve, da se načeloma v roku treh let (predvsem zaradi zamika delovanja monetarne politike) pred recesijo pojavijo naslednji kazalniki:

- centralna banka dvigne obrestno mero za več kot 1,5% v obdobju 12 mesecev,
- centralna banka dvigne obrestno mero za več kot 2,5% v obdobju 24 mesecev,
- kratkoročne obrestne mere postanejo višje kot dolgoročne obrestne mere – inverzna krivulja donosnosti,
- inflacija se poviša za več kot 3% v obdobju 24 mesecev.

Poleg tega lahko v roku dveh let pred recesijo:

- cena nafte zraste za več kot 25% v obdobju 12 mesecev,
- cena nafte zraste za več kot 50% v obdobju 24 mesecev,
- proračunski primanjkljaj države se zmanjša za več kot 1% v obdobju 12 mesecev,
- proračunski primanjkljaj države se zmanjša za več kot 2% v obdobju 24 mesecev.

Preglednica 8: Pogostost recesije, ko so izpolnjeni določeni kriteriji, v %

Kriteriji:	CB	CB	+ Cena nafte	Cena nafte	PP	- PP	- Inflacija	Inflacija	Inverzna krivulja donosnosti	
	+1,5 %	2,5 %	+25 %	+50 %	1 %	2 %	+3 %	+5 %		
Obdobje (m):	12	24	12	24	12	24	24	24	36	
Začetno leto, št. ciklov	Država									
1857, 34	ZDA	79,4%	64,7%	69,7%	42,2%	26,5%	5,9%	73,5%	58,8%	82,4%
1929, 12	Kanada	54,5%	45,5%	58,3%	33,3%	33,3%	8,3%	66,7%	50,0%	63,6%
1921, 13	Francija	53,8%	30,8%	92,3%	61,5%	46,2%	30,8%	69,2%	53,8%	61,5%
1925, 11	Nemčija	63,6%	45,5%	72,7%	54,5%	45,5%	27,3%	63,6%	27,3%	45,5%
1841, 21	VB	66,7%	52,4%	81,3%	43,8%	19,0%	14,3%	76,2%	57,1%	90,5%

Opomba:

PP- proračunski primanjkljaj

Vir: Deutsche Bank 2023

Večino recesij v ZDA je predhodno spremljala strožja denarna politika, saj je 79 % vseh recesij (27 od 34) v zadnjih 170 letih videlo dvig referenčne obrestne mere centralne banke za

vsaj 1,5 % v obdobju 12 mesecev pred recesijo. Dober napovednik recesije je tudi inverzna krivulja donosnosti, ki se je v ZDA tri leta pred recesijo pojavila v 82 % primerov.

Prihodnost recesij

Čeprav so recesije v zadnjem času veliko bolj redke kot nekoč, obstaja več razlogov, da v prihodnjih desetletjih spet postanejo pogostejše, kot smo bili navajeni. V ospredju so trije razlogi:

1. Višja inflacija v prihodnjih letih bo omejila manevrski prostor centralnih bank.
2. Vse večje zatekanje k proračunskemu primanjkljaju in vse višje vrednosti kazalnika dolga glede na BDP bodo glede na trenutno visoke obrestne mere povzročali težavo v

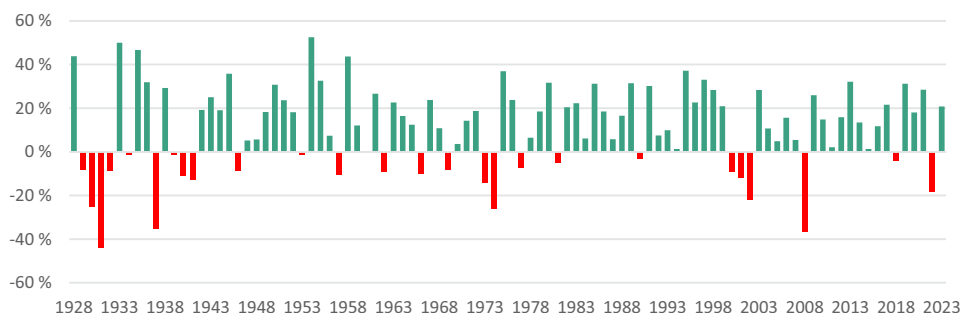
povezavi s servisiranjem dolga (višje obrestne mere pomenijo višje obresti).

3. V zadnjih 40 letih smo bili statistično srečni, kako malo šokov (recesij) se je zgodilo.

Ne glede na vse pa časi, kakršnim smo bili priča v preteklih letih, in tudi recesije prinašajo priložnosti. Slednje dokazujejo letni donosi indeksa S&P 500, ki kažejo, da so finančni trgi v ZDA kar 70 % časa obarvani zeleno. Z drugimi besedami: »Bodite pogumni, ko so vsi drugi prestrašeni.«

Ne glede na vse pa časi, kakršnim smo bili priča v preteklih letih, in tudi recesije prinašajo priložnosti.

Slika 32: Letni donosi indeksa S&P 500



Vir: Damodaran 2023



mag. Barbara Gačnik

Do leta 2035 bo prekomerno težka ali debela več kot polovica svetovnega prebivalstva (51 %).

Nova zdravila za hujšanje so sodobna zlata mrzlica

Debelost je med najpogostejšimi zdravstvenimi težavami na svetu, vendar medicina, razen kirurgije, dolga leta ni imela veliko učinkovitih pristopov za njeno zdravljenje. Zdaj zdravila za hujšanje postajajo novodobna zlata mrzlica ter sprožajo različne odzive podjetij, tudi zunaj

sektorja zdravstva. Nad novim zdravilom je bilo nazadnje čutiti toliko navdušenja, ko je bila leta 1998 odobrena Viagra. Polnemu razcvetu trenutno oviro postavljajo cena zdravil, neenakomerno zavarovalno kritje in nedoločen čas jemanja, da se prepreči ponovno pridobivanje teže.

Definicija debelosti

Debelost se lahko opredeli kot nenormalno ali pretirano kopičenje maščobe, ki pomeni tveganje za telesno in duševno zdravje ter povzroča obremenitve za produktivnost in zdravstvene sisteme. Svetovna zdravstvena organizacija (WHO) debelost opredeljuje s pomočjo indeksa telesne mase ali ITM z naslednjimi razdelitvami za odrasle: prekomerna telesna teža – ITM ≥ 25 , debelost – ITM ≥ 30 in huda debelost – ITM ≥ 35 . Indeks je precej preprost za izračun, ni pa idealen, saj pri teži ne loči med maščobami in mišicami. Tako se lahko na primer zgodi, da bi mišičast atlet po tej formuli veljal za debelega. Zgodovinsko gledano je bila debelost predmet razprave o tem, ali gre za kronično bolezen ali izbiro življenjskega sloga. Študije so sčasoma pokazale neposreden hormonski vpliv na debelost, kar je privedlo do priznanja debelosti kot kronične bolezni pri Ameriški zdravniški zvezi (AMA) leta 2013.

Povečanje pojavnosti debelosti je skrb zbujajoče. Po podatkih Svetovne zdravstvene organizacije se je razširjenost debelosti po svetu od leta 1975 skoraj potrojila. Glede na trenutne trende pri Svetovnem atlasu debelosti pričakujejo, da bo do leta 2035 prekomerno težka ali debela več kot polovica svetovnega prebivalstva (51 %), leta 2020 je bil

ta delež 38 %. Posledično opazamo trend naraščanja smrtnosti, povezane z debelostjo. Debelost ali prekomerna telesna teža je peti vodilni dejavnik tveganja za smrt in je kot primarni vzrok smrti kriva za približno tri milijone smrti odraslih po svetu na leto. Poleg tega je debelost povezana z več kot 200 možnimi zdravstvenimi zapleti, med katerimi so sladkorna bolezen tipa 2, srčno-žilne bolezni in nekatere oblike raka, pa tudi s težavami v duševnem zdravju ter znižanjem kakovosti življenja. Debelost povzroča tudi pomembno ekonomsko breme. Center za nadzor bolezni (CDC) ocenjuje, da so v letu 2019 stroški zdravstvene oskrbe, povezane z debelostjo, v ZDA znašali približno 173 milijard dolarjev.

Kako delujejo zdravila proti debelosti in katera so na voljo?

Zdravila za zdravljenje debelosti posnemajo hormon GLP-1, ki se sprosti po obroku in deluje v možganih, tako da zmanjša apetit in poveča občutek sitosti. Hkrati spodbujajo trebušno slinavko, da po obroku sprosti inzulin, kar znižuje raven sladkorja v krvi. Trenutno so v ZDA za zdravljenje debelosti odobrena tri

zdravila, ki se injicirajo: Saxenda in Wegovy, obe iz podjetja Novo Nordisk, ter Zepbound iz podjetja Eli Lilly & Co. Zdravniki so predpisovali tudi zdravila, ki imata enako učinkovino in sta odobreni le za zdravljenje diabetesa, to sta Ozempic (Novo Nordisk) in Mounjaro (Eli Lilly).

Kako učinkovita so zdravila za hujšanje in kakšna so tveganja?

Zgodnje različice zdravil, ki posnemajo GLP-1, so povzročile le zmerno izgubo teže pri ljudeh s sladkorno boleznijo. Saxenda, odobrena leta 2014, je pokazala izgubo približno 5 % telesne teže. Novejši zdravili Wegovy in Zepbound pomagata pacientom izgubiti med 15 in 21 % telesne teže. Učinkovitost je precejšnja v primerjavi z bariatrično operacijo želodca, ki

privede do 30-odstotne izgube telesne teže, vendar se šteje za tvegano in ima višje stroške. Na drugi strani pa se je izkazalo, da bolniki, ki prenehajo jemati Wegovy, večino izgubljene teže znova pridobijo. To je pomanjkljivost skoraj vseh metod zdravljenja debelosti: ljudje, ki hujšajo, po hujšanju v petih letih pridobijo več kot 80 % izgubljene teže, včasih še več.

Preglednica 9: Zdravila za zdravljenje debelosti

Ime zdravila	Proizvajalec	Faza
Zepbound (tirzepatid)	Eli Lilly	Odobreno 2023
Wegovy (semaglutid)	Novo Nordisk	Odobreno 2021
Saxenda (liraglutid)	Novo Nordisk	Odobreno 2014
peroralni semaglutid	Novo Nordisk	III. faza raziskav
benaglutid	Shanghai Benemae	III. faza raziskav
mazdutid	Eli Lilly, Innovent	III. faza raziskav
CagriSema	Novo Nordisk	III. faza raziskav
AMG 133 (protitelesa)	Amgen	II. faza raziskav
MBL949	Novartis	II. faza raziskav

Vir: Bloomberg 2023

Zdravila te kategorije se že skoraj 20 let uporabljajo za zdravljenje diabetesa, zato je njihov varnostni profil relativno dobro znan. Vendar nove metode zdravljenja niso bile preučevane pri bolnikih, ki jih morajo jemati dolgoročno, da ne bi znova pridobili izgubljene teže. Večina znanih stranskih učinkov ni resnih, so pa lahko neprijetni. Med 25 in 45 % bolnikov

je poročalo o slabosti, driski, bruhanju ali zaprtju. V varnostnih informacijah teh zdravil je navedeno potencialno tveganje za ščitnični rak, ljudem z družinsko anamnezo določenih resnih stanj se jemanje odsvetuje. Bolniki lahko doživijo tudi vnetje trebušne slinavke ali poškodbe ledvic. Vključeno je tudi opozorilo glede samomorilnega vedenja in razmišljanja.

Kako verjetno je, da bodo zdravstvene zavarovalnice pokrile stroške zdravila?

Največji izziv je cena zdravila, zavarovalnice za zdaj niso naklonjene kritju tega stroška.

Za paciente je trenutno največji izziv cena zdravila. Wegovy v ZDA stane približno 1.400 dolarjev na mesec, Zepbound dobrih 1.000 dolarjev, strošek pa večinoma nosijo bolniki. Na starem kontinentu so cene omenjenih zdravil zaradi drugačnih zdravstvenih sistemov nekoliko nižje, kljub temu pa bremenijo žep pacienta. Medicare³ krije preglede, povezane z debelostjo, vedenjsko svetovanje in bariatrično kirurgijo, njegov del D pa izrecno prepoveduje kritje zdravil za hujšanje. Del D je bil z zakonom sprejet leta 2003, ko je bila debelost obravnavana kot kozmetična težava, ki jo je mogoče rešiti s spremembami življenjskega sloga, takrat odobrena zdravila proti debelosti pa so bila umaknjena s trga zaradi varnostnih pomislekov. Ovira za sprejetje zakonodaje, ki bi vključevala kritje za omenjena zdravila, so skrbi glede stroškov za program Medicare, čeprav bi na ta način morda znižali stroške zdravstvene oskrbe pri kroničnih boleznih, kot sta diabetes in hipertenzija. Nekatere ocene kažejo, da je v ZDA debelih vsaj 19 % oseb nad 65 let. Če 10 % upravičencev, ki so diagnosticirani kot debeli, prejme zdravilo Wegovy za hujšanje, to za Medicare pomeni približno devet milijard dolarjev novih stroškov (ocena upošteva popuste na ceno in čas uporabe 32 tednov). Za kontekst, to bi pomenilo 9 % predvidenih stroškov Medicara za vsa zdravila v okviru programa D v letu 2023. Ocena sicer ne upošteva morebitnih izravnanih stroškov zaradi zmanjšanja pojava drugih kroničnih bolezni.

Če bi bil predlog zakonodaje o kritju zdravil za hujšanje zaradi debelosti (Treat and Reduce Obesity Act 2023, TROA), ki je bil predstavljen poleti, sprejet, bi bilo zdravilo Wegovy že leta 2027 podvrženo vladnemu nadzoru cen. Po Zakonu o znižanju inflacije (IRA) bi bilo zdravilo

Ozempic, ki vsebuje enako učinkovino kot Rybelsus in Wegovy – semaglutid, za namene pogajanj obravnavano enako, čeprav imajo ta zdravila ločene predpisane uporabnosti. Ozempic je FDA, ameriška uprava za hrano in zdravila, odobrila decembra 2017, kar pomeni, da bi lahko bil uvrščen na listo za pogajanja leta 2025 s pričakovanimi popusti v višini vsaj 25 %, ki bi začeli veljati leta 2027. Pred letom 2025 je torej malo verjetno, da bi zdravstvene zavarovalnice v ZDA krile stroške teh zdravil.

Nedavna objava kongresnega proračunskega urada (CBO) kaže, da še vedno obstajajo vrzeli v raziskavah o zdravstvenih koristih razširjenega dostopa do zdravil proti debelosti prek programa Medicare, kar zmanjšuje verjetnost, da bi kongres kmalu odpravil trenutno prepoved kritja. Politična podpora predlogu ostaja, vendar zaradi strahu pred bistvenim dvigom stroškov za program Medicare in drugih izzivov v fiskalnem okolju ni napredka pri potrjevanju predloga.

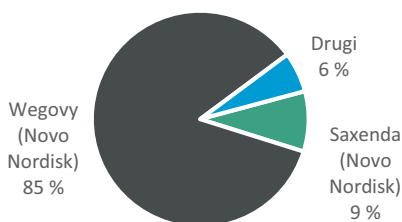
Bitka za prevlado na trgu

Prodaja zdravil za zdravljenje debelosti je robustna in je letos dosegla že šest milijard dolarjev na letni ravni. Po ocenah Goldman Sachs Group Inc. bi se lahko do leta 2030 globalno povzpela na več kot 100 milijard dolarjev. Za primerjavo povejmo, da so leta 2022 globalni izdatki za zdravila proti rakavim obolenjem znašali 196 milijard dolarjev. V oceno trga je všteto samo zdravljenje kronične debelosti, brez zdravljenja diabetesa tipa 2.

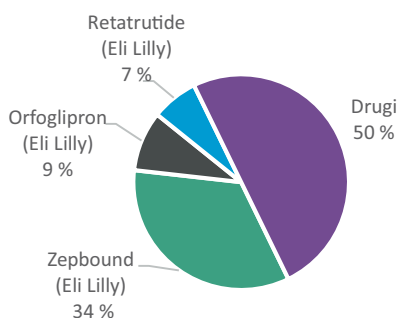
Pričakovati je, da bodo sčasoma razvita tudi zdravila za ljudi, ki si bodo želeli izgubiti težo zgolj iz kozmetičnih razlogov, kar potencial trga samo še razširi. Boj za tržni delež bo neusmiljen, konkurenca že brusi kopja in zaznavamo prve pritiske. Eli Lilly namerava za Zepbound v ZDA zaračunati več kot 20 % manj kot Novo Nordisk za Wegovy, torej približno 1.060 dolarjev na mesec. Novo Nordisk na to odgovarja s popusti za Wegovy.

Slika 33: Goldman Sachs ocenjuje, da bo trg zdravil za hujšanje do leta 2030 zrasel na 100 milijard USD

Maj 2023 - prihodki približno 6 mrd USD
(na letni ravni)



2030 - Ocenjena vrednost trga 100 mrd USD



Potencialna velikost trga je zelo privlačna za konkurenco.

Vir: Goldman Sachs Global Investment Research, 2023

Goldman Sachs ocenjuje, da bo s časom zaradi boljšega kliničnega profila zdravila Zepbound levji tržni delež trga zavzela družba Eli Lilly, k temu pa naj bi pripomogla tudi njihova

peroralna različica orfoglipron ter retatrutid, ki je v III. fazi testiranja pokazal največji odstotek izgube teže doslej.

So lahko nova zdravila za hujšanje izziv tudi za druge panoge?

Delnice zdravstva so v primerjavi z drugimi sektorji v S&P 500 po donosu na samem repu in imajo najslabšo donosnost v zadnjih 25 letih, saj vlagatelje skrbi, da bi nova generacija zdravil za hujšanje lahko vplivala na dobičke preostalih podjetij v zdravstvu. Proizvajalci medicinskih pripomočkov so bili še posebej močno prizadeti, saj se špekulira, da bo

obsedenost z zdravili za hujšanje izboljšala splošno zdravje milijonov Američanov, posledično pa ne bodo potrebovali toliko medicinskih pripomočkov. Omenimo lahko primer proizvajalcev naprav za merjenje glukoze v krvi Insulet Corp. in Dexcom Inc., ki sta na najnižji točki konca oktobra izgubila 50 oziroma 20 % svoje vrednosti, merjeno v evrih.

Zdravila proti debelosti so sprožila disrupcijo tudi zunaj sektorja zdravstva.

Nasprotno pa se je gibal vrednost podjetij Eli Lilly in Novo Nordisk, ki sta v enakem obdobju pridobili več kot 50 oziroma 40 %. Pretirano pesimističnega razpoloženja niso pomirili niti odlični četrletni rezultati omenjenih družb.

Žrtev pa niso samo nekatera podjetja iz zdravstvenega sektorja, temveč tudi sektor osnovnih potrošnih dobrin. Ameriški trgovec Walmart je bil eden prvih, ki je opozoril, da nova generacija zdravil za hujšanje spodbuja manjšo

potrošnjo hrane, predvsem prigrizkov in piva, kar je sprožilo upad vrednosti delnic proizvajalcev omenjenih dobrin (Diageo, Pepsi, Lindt ...). Zdravila proti debelosti lahko postanejo katalizator prehoda potrošnje na bolj zdravo prehrano. Zaradi vpliva na apetit so posebej na udaru živila, ki imajo visoke stopnje maščob, soli in sladkorja, ter alkohol in tobak. Pozornost vlagateljev je preusmerjena k proizvajalcem bolj zdrave prehrane, kot je Danone.

Prelomna študija SELECT

Preliminarni rezultati študije, ki je preučevala učinke semaglutida na pojavnost srčnih bolezni in možgansko kap pri bolnikih s prekomerno telesno težo ali debelostjo, so bili objavljeni letos avgusta. Zdravilo Wegovy glede na rezultate dokazano zmanjšuje tveganje za srčni infarkt in možgansko kap za 20 %, ti izsledki pa so se nemudoma pokazali v skoku delnice Novo Nordisk za dobrih 17 %, zrasle pa so tudi delnice Eli Lilly, za dobrih 15 %. Nad delnice nekaterih proizvajalcev medicinske opreme pa so se zgrnili črni oblaki.

Sredi novembra so na letnem srečanju Ameriškega kardiološkega združenja predstavili podrobnejše podatke štiri leta trajajoče raziskave SELECT, kar je pripomoglo k temu, da se je razkadilo nekaj megle negotovosti, ki je ves ta čas visela nad sektorjem medicinske opreme. Kardiologi so bili nad izsledki navdušeni, še posebej, ker so se koristi zdravila začele kazati v prvih mesecih jemanja zdravila Wegovy, še preden so ljudje dosegli občutno manjšo težo.

Tudi vlagatelji so bili pozorni na podrobnosti, kot je vpliv zdravila na zmanjšanje števila kirurških in drugih medicinskih posegov. Statistično pomembno 21-odstotno zmanjšanje pogostosti kirurških in drugih medicinskih posegov pri bolnikih, ki so jemali

semaglutid, v primerjavi s placebom je ključen sekundarni rezultat. Nakazuje na možen vpliv na posege na dolgi rok, njihovo število bi se lahko zmanjševalo hitreje, kot je bilo pričakovano – ne preveč dober obet za proizvajalce kirurške opreme. Vpliv na srčno-žilne dogodke (srčna in možganska kap) je bil poznan že prej in pričakovan, zato ni povzročil dodatnega negativnega odziva. Ob tem 28-odstotno zmanjšanje tveganja pojava infarkta sicer ni dobra novica za proizvajalce vaskularnih stentov in srčnih črpalk (Medtronic, Abbott, Boston Scientific), vpliv zdravila pri preprečevanju smrti zaradi teh dogodkov pa statistično ni bil pomemben in je ponudil nekaj olajšanja. Prej omenjene delnice so znova pridobile nekaj izgubljenih odstotkov vrednosti. Največja korist zdravila je bila dokazana pri sladkornih bolnikih, kar je bilo že predhodno pričakovano. Delnice proizvajalcev sistemov za nepretrgano merjenje ravni glukoze (Insulet, Dexcom) so se potopile že prej, negativno razpoloženje pa bo pri njih vztrajalo še nekaj časa.

Že tako slabo razpoloženje pri delnicah proizvajalcev medicinske opreme so dodatno poslabšali še rezultati študije FLOW, ki je ocenjevala učinek semaglutida na napredovanje ledvične okvare pri ljudeh s sladkorno boleznijo tipa 2 in kronično ledvično

boleznijo. Študija je bila zaradi uspešnosti predčasno ustavljena, preliminarni rezultati preizkusa (podrobnosti še niso objavljene) so pokazali 22-odstotno izboljšanje kronične ledvične bolezni. Po objavi so delnice družb proizvajalcev opreme za obravnavo ledvičnih

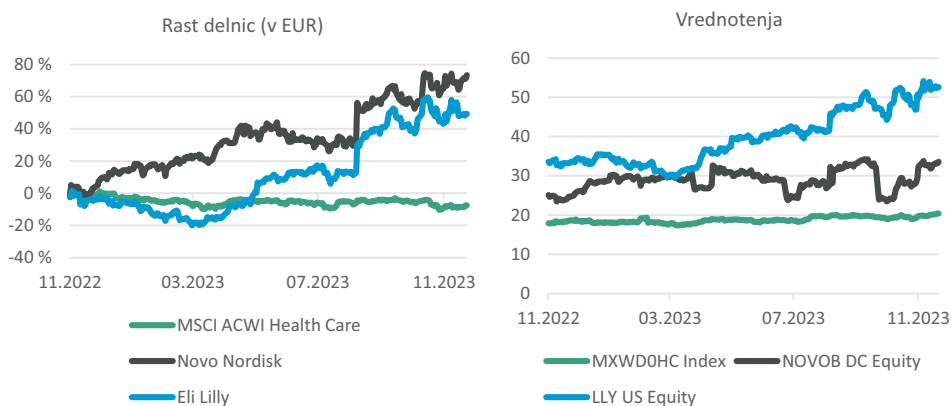
bolnikov DaVita in Fresenius Medical doživele brutalen upad. Samo v enem dnevu sta družbi izgubili 18 oziroma 24 % svoje vrednosti. Pesimizem brez primere in le čas bo pokazal, ali ne gre za pretiravanje.

Koliko obetov je zajetih v vrednotenjih glavnih akterjev?

Delnice podjetij Eli Lilly in Novo Nordisk po donosnosti letos močno presegajo svoje konkurente. Do 30. 11. 2023 so zrasle za 59 oziroma 51 %, medtem ko so delnice globalnega indeksa zdravstva MSCI ACWI Healthcare zabeležile upad za 4 %. Rast je predvsem posledica naraščajočega optimizma glede priložnosti obeh podjetij na področju kroničnega upravljanja telesne teže. Klinični podatki raziskav zdravil, ki so še v II. oziroma III.

fazi razvoja, so se izkazali za pozitiven katalizator za obe podjetji, vplivali pa so tako na ocene vrednosti prihodnjih prihodkov od zdravil za hujšanje kot tudi proti diabetesu. Opaznejši premik v pričakovanih vlagateljev je bilo zaznati tudi po objavi študije SELECT, napovedi tako upoštevajo najboljši možni scenarij, to je razširitev uporabe še na druga terapevtska področja in uvrstitev zdravil za hujšanje na listo zdravstvenih zavarovalnic.

Slika 34: Gibanje posameznih delnic in vrednotenij v primerjavi z indeksom MSCI ACWI Healthcare



Vir: Bloomberg 2023

Vrednotenja so bogata in zajemajo močno optimistične predpostavke o prihodkih in napovedi rasti, kljub temu da obstaja veliko neznank glede prihodnjega razvoja in odkritij novih zdravil (v kliničnih fazah razvoja je več kot 50 zdravil), vključno z dolgotrajnostjo uporabe, kakovostjo izgube teže in njeno vzdržnostjo, dobavo, posledicami trenutnega preverjanja varnosti in vključenosti v pogajanja po trenutno veljavnem Zakonu o znižanju

inflacije. Pri tako visokih vrednotenjih je prostora za napake zelo malo.

Uspeh zdravil za hujšanje je sprožil razcvet raziskav. Po podatkih Bloomberg Intelligence je trenutno v kliničnem razvoju več kot 50 zdravil za zdravljenje debelosti iz približno 40 podjetij. V prihodnje se bo velika pozornost namenjala vprašanju, ali zdravila poleg izgube maščobe povzročajo tudi izgubo mišične

Vrednotenja puščajo malo prostora za napake.

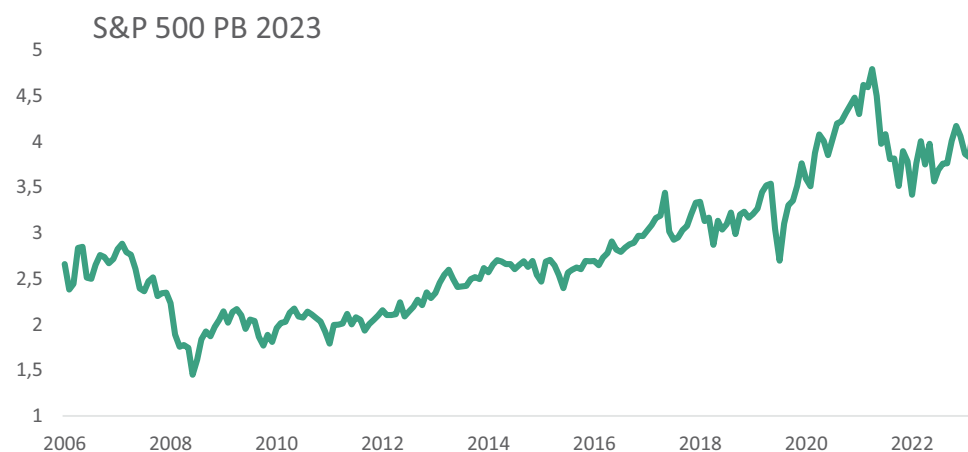
mase. Velikana Novo Nordisk in Eli Lilly sta strateško dobro pozicionirana za kratkoročno prevlado na trgu, pridružiti pa so se jima pripravljene še Amgen, Boehringer Ingelheim in drugi. Konkurenca bo iskala vstop na ta trg tudi prek strateških prevzemov in združitvev, da bi pridobila ključna sredstva in specializirano znanje. Prednost bodo imela zdravila z novimi

mehanizmi delovanja, morda z manjšimi učinki, poudarek bo na praktičnosti uporabe za paciente (dnevno peroralno uživanje v primerjavi s tedenskim injiciranjem) in dolgotrajnosti uporabe, predvsem pa na dolgoročni vzdržnosti izgubljene teže ter kakovosti izgube teže, torej izgubi maščob namesto izgube mišic.

Kazalniki in referenčni grafi

Delnice

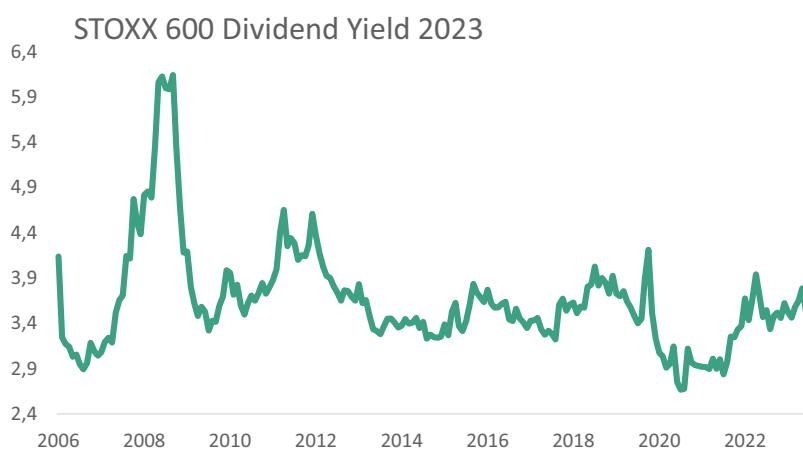
ZDA



Vir: Bloomberg 2023

Delnice

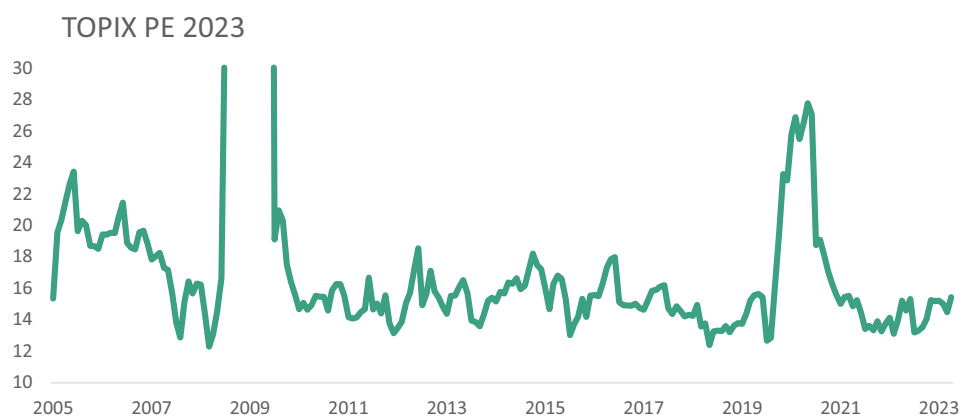
Evropa



Vir: Bloomberg 2023

Delnice

Japonska



Vir: Bloomberg 2023

Delnice

Države v razvoju

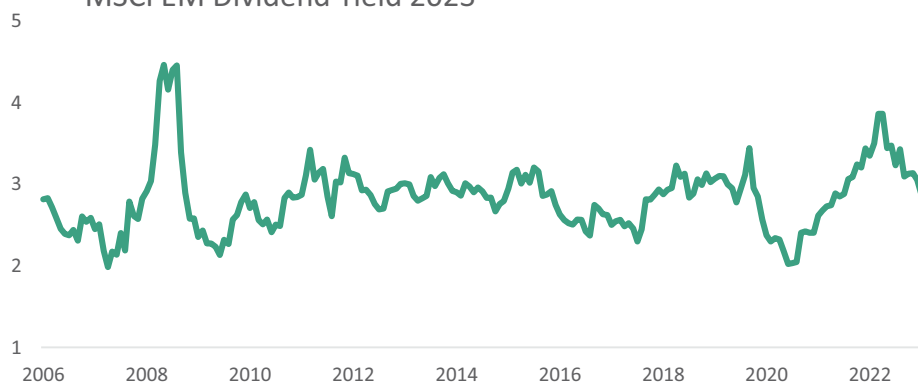
MSCI EM PE 2023



MSCI EM PB 2023



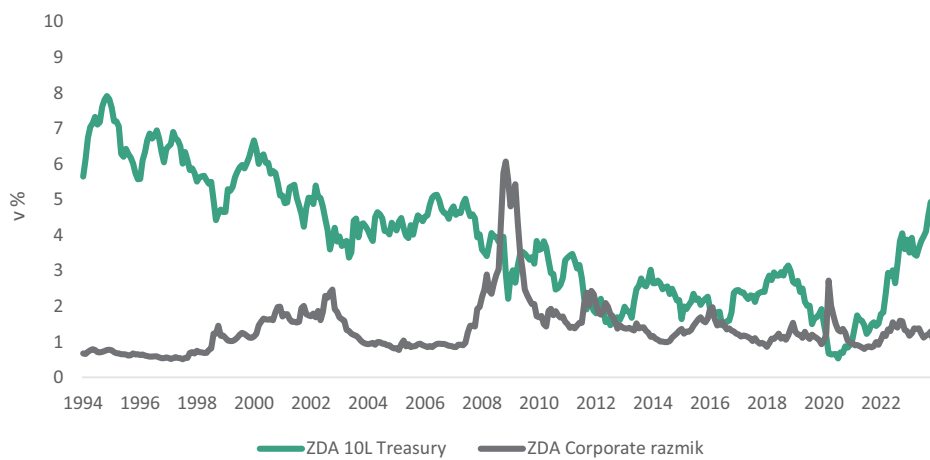
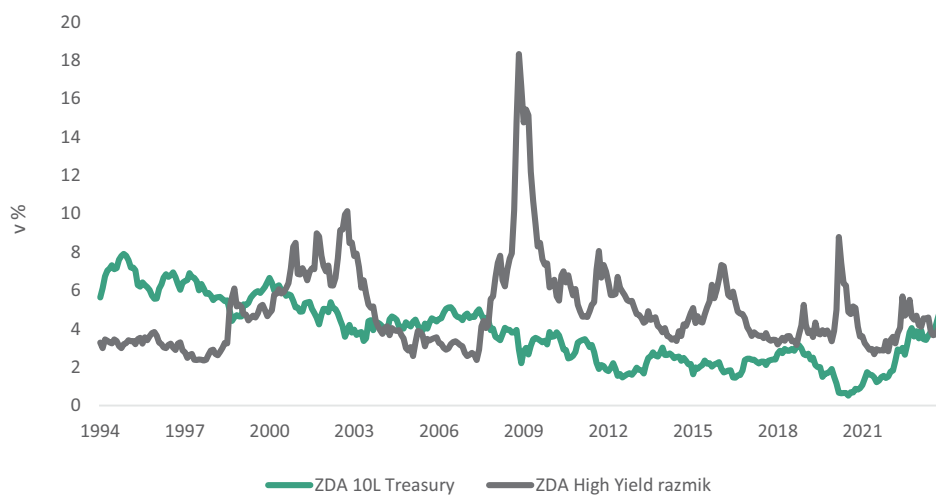
MSCI EM Dividend Yield 2023



Vir: Bloomberg 2023

Obveznice

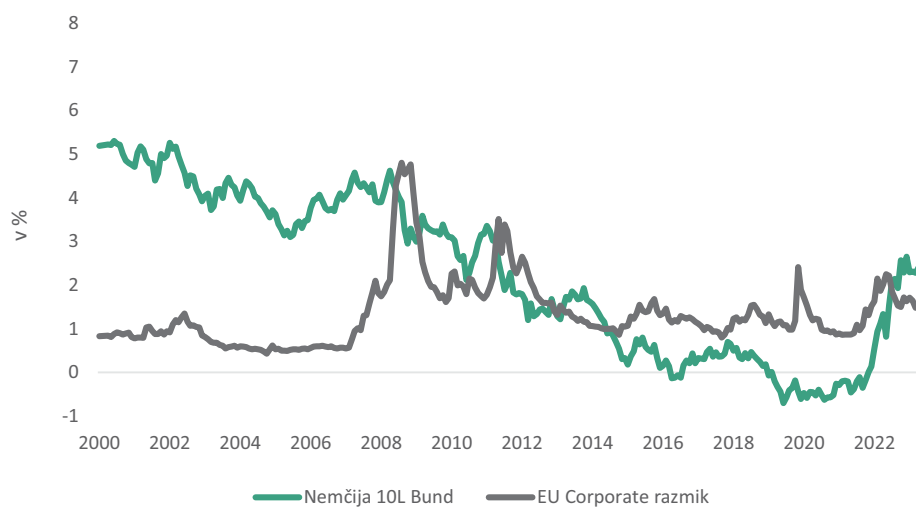
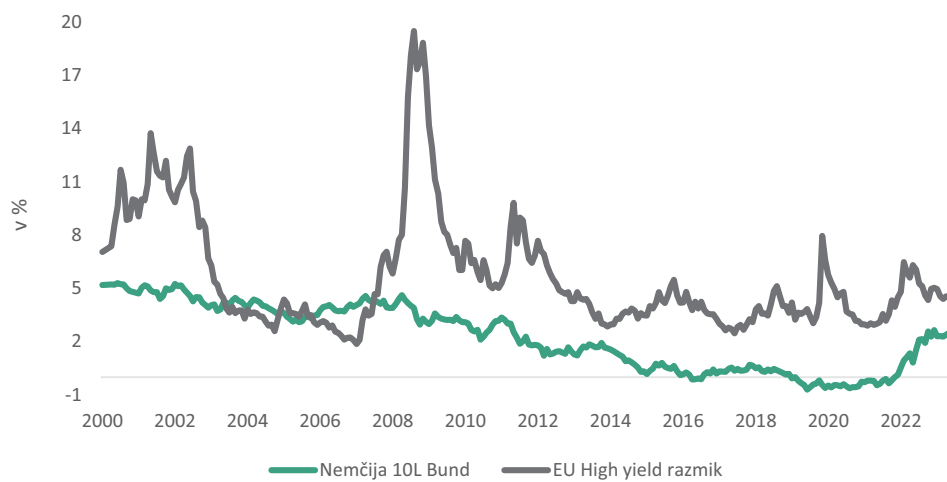
ZDA



Vir: Bloomberg 2023

Obveznice

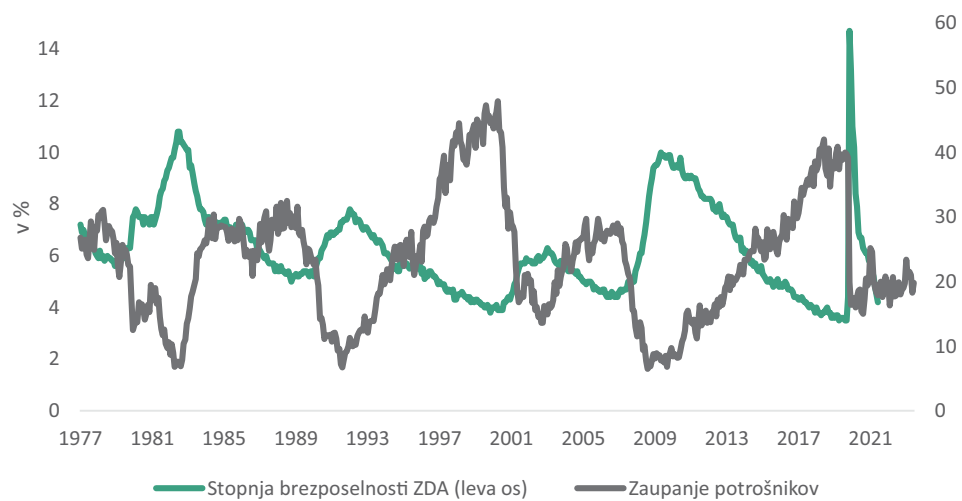
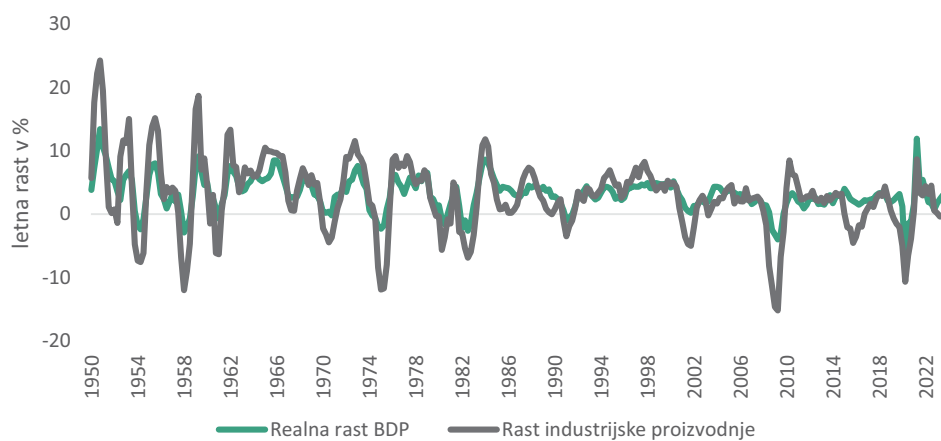
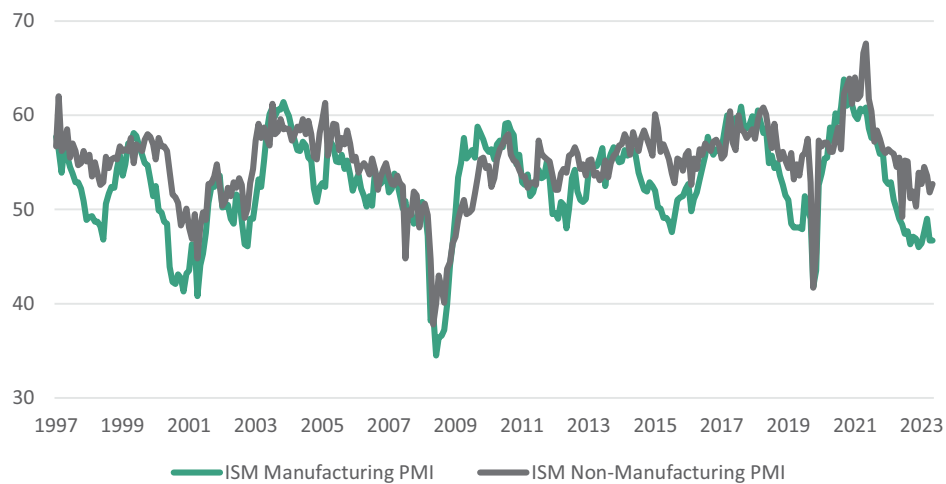
Evropa



Vir: Bloomberg 2023

Ekonomija

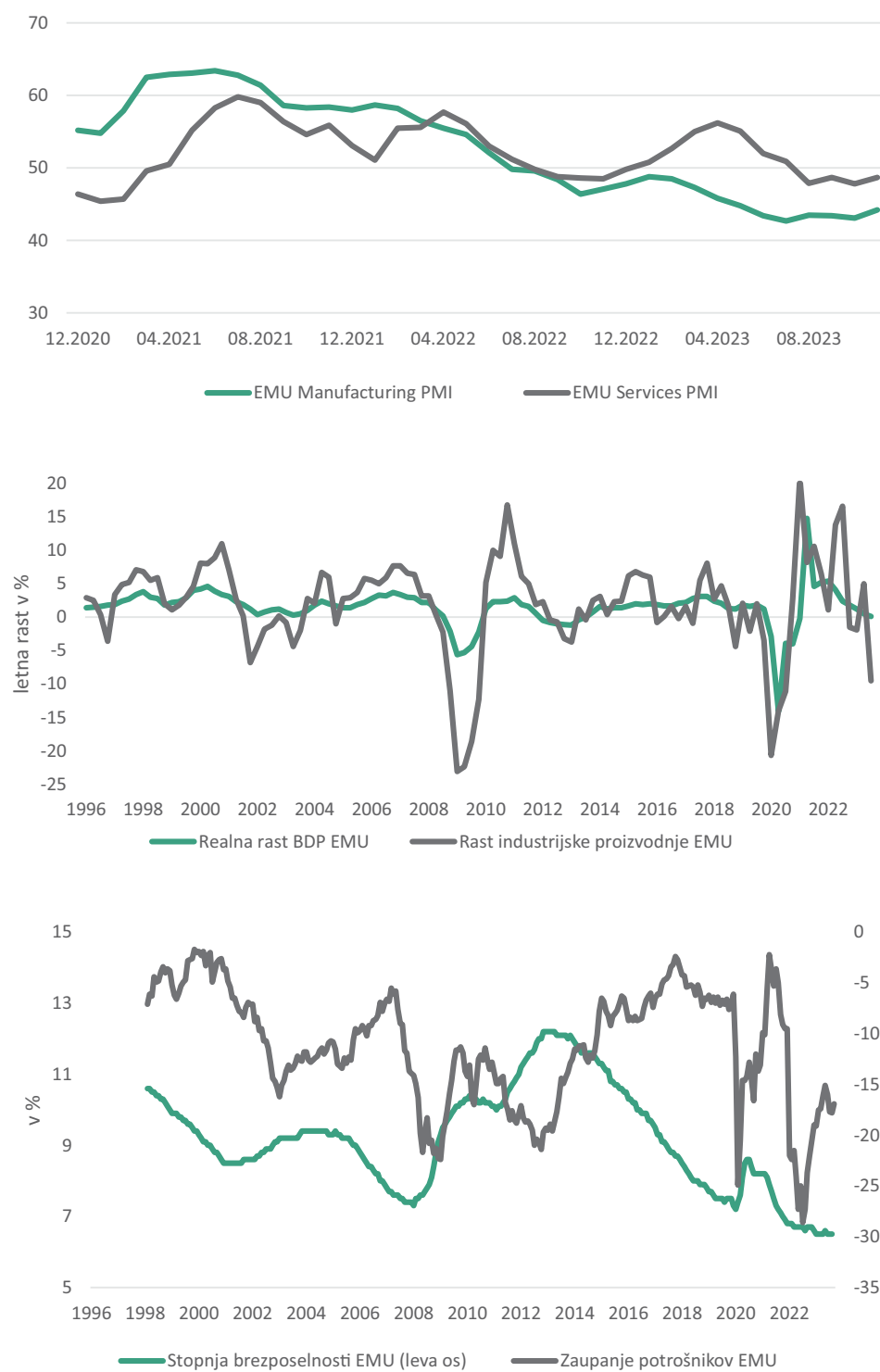
ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2023

Ekonomija

EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2023

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 Eve Lovše 7
SI-2000 Maribor
www.infond.si
02 229 74 40