

# Naložbeni mozaik

december 2012

## POGLED 2013

Nadaljevanje negotovosti na razvitih trgih,  
privlačna vrednotenja v državah v razvoju

Delniški trgi  
Obvezniški trgi



## **Uredniški odbor**

odgovorni urednik:

**Uroš Vek**, upravljavec premoženja, 02/229 1999, [uros.vek@infond.si](mailto:uros.vek@infond.si)

člana:

**Aleš Šoba, CFA**, upravljavec – analitik, 02/229 1686, [ales.soba@infond.si](mailto:ales.soba@infond.si)

**mag. Jure Dubravica**, direktor sektorja upravljanja naložb, 02/229 2782, [jure.dubravica@infond.si](mailto:jure.dubravica@infond.si)

## **Avtorji člankov**

**mag. Barbara Gačnik**, namestnica direktorja sektorja upravljanja naložb, 02/229 2786,  
[barbara.gacnik@infond.si](mailto:barbara.gacnik@infond.si)

**Aleš Šoba, CFA**, upravljavec – analitik. 02/229 1686, [ales.soba@infond.si](mailto:ales.soba@infond.si)

**Uroš Vek**, upravljavec naložb, 02/229 1999, [uros.vek@infond.si](mailto:uros.vek@infond.si)

**mag. Rene Redžič**, upravljavec naložb, 02/229 2764, [rene.redzic@infond.si](mailto:rene.redzic@infond.si)

# Povzetek

Tako kot je mozaik sestavljen iz posameznih delov, je tudi Naložbeni mozaik le del analiz, ki smo jih pripravili za vas z namenom, da vam predstavimo naš pogled na kapitalske trge. Tokratni izvod je usmerjen v leto 2013. Ob izteku letošnjega leta poskušamo odgovoriti na vprašanje, kaj pričakovati v tem, ki je pred nami, na delniških in obvezniških trgih. Pri iskanju odgovorov na to vprašanje smo se najprej lotili makroekonomske analize sveta. Osredotočili smo se na Združene države Amerike, Evropo in trge v razvoju. Makroekonomske ugotovitve in pričakovanja za posamezne države oz. regije smo nato primerjali s stanjem na delniških trgih. Naša pričakovanja za posamezne države oz. regije smo strnili v poglavjih, namenjenih vrednotenju delniških trgov, kjer nas zanima, ali lahko govorimo o precenjenosti, podcenjenosti ali poštenem vrednotenju delniških trgov. Dotaknili smo se tudi obvezniških trgov. Dogajanje preteklih mesecev je v veliki meri začrtalo pot obveznicam v letu, ki je pred nami. Pripravili smo splošen pregled stanja na trgih in se osredotočili na razlike med državnimi in podjetniškimi obveznicami.

Sledi kratek povzetek posameznih ugotovitev.

- **ZDA** - Na gospodarstvo ZDA pozitivno vplivajo okrevanje nepremičninskega trga, zmanjšanje zadolženosti ameriških gospodinjstev in razpoložljivost kreditov. ZDA uspešno zaključuje proces razdolževanja privatnega sektorja, medtem ko je največje tveganje javni dolg in s tem povezan dogovor o fiskalnem prepadu. Naš osnovni scenarij je, da bo sklenjen kompromis, ki bo zmerna pot med varčevanjem in rastjo. Ostali makroekonomski kazalniki izkazujejo pozitiven trend in kažejo znake nadaljnega okrevanja. Na drugi strani o kakšni podcenjenosti delniškega trga ne moremo govoriti, temveč so delnice pošteno vrednotene. Rast ameriškega delniškega trga pričakujemo zaradi realokacije premoženja iz obveznic v delnice, saj je premija za tveganja na zgodovinsko visokih nivojih.
- **EVROPA** - Države evroobmočja so se z željo izogniti se grškemu scenariju lotile politike varčevanja, kar pa je privedlo do nove recesije in poslabšanja kazalnikov zadolženosti. Kljub veliki kritiki trenutne politike Nemčije, tudi s strani IMF, se kažejo prvi znaki potrebne prilagoditve, saj smo priča izboljšani konkurenčnosti perifernih držav. Na drugi strani se kazalniki zadolženosti še naprej slabšajo in sodeč po trendih, bo še kar nekaj evropskih držav potrebovalo prestrukturiranje dolga. Ključna bo vloga ECB, ki je v letu 2012 z napovedanim programom preprečila najhujši scenarij. S tem je kupila čas, potreben za nadaljevanje reform. Evropski razvoj dogodkov gre po scenariju 'dva koraka naprej in eden nazaj'. To pričakujemo tudi v letu 2013. Vrednotenja delnic sicer niso visoka, kar ponuja zavarovanje pred pretiranimi padci.
- **EM<sup>1</sup>** - Razvijajoče se države izkazujejo pozitivno makroekonomsko okolje, medtem ko so vrednotenja relativno ugodna oz. so nekateri trgi podcenjeni. Kitajska v več pogledih doživlja prelomne čase. Sprememba vodstva, usmeritev gospodarstva iz izvozno usmerjenega v gospodarstvo, ki v večji meri sloni na domačem povpraševanju. Zadnje objave ključnih indikatorjev nakazujejo, da gospodarstvo proti koncu leta dobiva nov zagon, ki ga bo neslo v 2013. V okviru razvijajočih se držav je potrebno izpostaviti mejne oz. 'Frontier' trge, ki imajo hkrati pozitiven izgled na makroekonomskem področju in so ugodno vrednoteni, to so predvsem Indonezija, Filipini in Čile.



mag. Jure  
Dubravica

Pričakujemo  
realokacijo  
premoženja v  
delnice

Prvi znaki  
odprave  
naravnotežja  
dajejo upanje

Pozitivni makro  
izgled in  
ugodna  
vrednotenja

<sup>1</sup> Emerging Markets

Zanimive  
podjetniške  
obveznice  
naložbenega  
razreda

- OBVEZNICE** - Negotovost na dolžniških trgih kljub najavam ukrepov centralnih bank ostaja, še zlasti v evroobmočju, kjer trgi pričakujejo odločitev španske oblasti o morebitnem sprejemu mednarodne pomoči, prav tako pa še ni političnega konsenza o nadaljnji pomoči Grčiji. Predvidena gospodarska dinamika v letu 2013, trenutna zgodovinsko nizka zahtevana donosnost državnih obveznic razvitih držav in trend zniževanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah napotujejo na to, da pred nami ne bo tako uspešno obdobje na dolžniških trgih. Občutljivost držav evroobmočja na zunanje vplive se povečuje, kar se lahko odrazi v višji zahtevani donosnosti na državne obveznice razvitih in še posebno perifernih držav. Na drugi strani so se evropske družbe dokaj uspešno prilagodile oteženim razmeram na trgu, zato je smotno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami, predvsem tistimi iz investicijskega razreda.

**Tabela 1: Hiter pogled po državah 2013 <sup>2</sup>**

	Makro slika <sup>3</sup>	Vrednotenje <sup>4</sup>
<b>Razviti trgi</b>		
ZDA	↑	=
Japonska	=	=
EU		
- Nemčija	=	=
- Francija	↓	↑
- Italija	↓	↑
- Španija	↓	=
- Velika Britanija	=	↑
<b>Razvijajoči se trgi</b>		
Kitajska	↑	↑
Indija	=	=
Rusija	=	↑
Brazilija	=	=
Indonezija	↑	↑
Filipini	↑	=
Čile	↑	↑

Vir: Infond.

<sup>2</sup> V Prilogi 1 so predstavljene projekcije gospodarske rasti po državah.

<sup>3</sup> Makro slika: pozitivna pričakovanja (↑), ne pričakujemo bistvenih sprememb (=), negativna pričakovanja (↓).

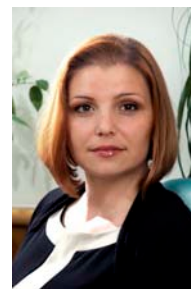
<sup>4</sup> Vrednotenje: delniški trg podcenjen (↑), delniški trg pošteno vrednoten (=), delniški trg precenjen (↓).

## POGLED 2013: Delniški trgi

### ZDA: Okrevanje na dobri poti, kratkoročno - negotovost

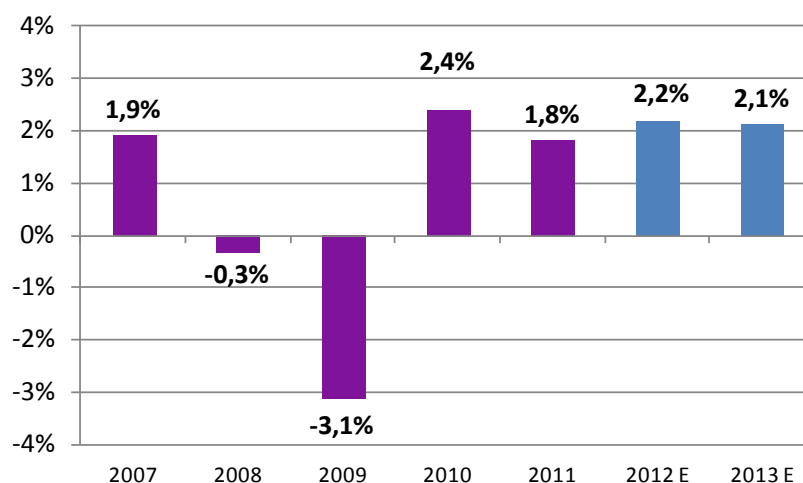
Na gospodarstvo ZDA pozitivno vpliva okrevanje nepremičninskega trga, zmanjšanje zadolženosti ameriških gospodinjstev in razpoložljivost kreditov. Negativen vpliv pa lahko imajo šibko povpraševanje na izvoznih trgih in fiskalna konsolidacija, o kateri se mora izreči kongres do konca tega leta.

Gospodarska rast je v tretjem kvartalu leta 2012 znašala 2,3 % na letni ravni, potem ko je rast drugega kvartala znašala 2,1 %. Po podatkih MDS<sup>5</sup> lahko v letu 2012 za ZDA pričakujemo zmerno gospodarsko rast v višini 2,2%, za leto 2013 pa 2,1%. Potrošnik je še vedno precej previden pri nakupih, pri investiranju so zadržana tudi podjetja, prav tako omejene pa so državne investicije.



mag. Barbara  
Gačnik

Slika 1: Gibanje ameriškega BDP-ja<sup>6</sup> po letih



Vir: Bloomberg, MDS

Inflacija v oktobru 2012 je znašala 2,2 % na letni ravni, je obvladljiva in blizu načrtovanih 2 %, kar FED-u<sup>7</sup> daje dovolj manevrskega prostora za ukrepe za spodbujanje gospodarstva. Primarni cilj FED-a je znižanje brezposelnosti in v ta namen je sprejel vrsto ukrepov, med drugim kvantitativno sproščanje, odkup hipotekarnih obveznic v višini 40 mrd USD mesečno, poleg tega pa bo zadržal nizko referenčno obrestno mero, vse dokler ne bo večjega zagona ameriškega gospodarstva.

Pričakovana  
zmerna rast

Inflacija  
obvladljiva

<sup>5</sup> Mednarodni denarni sklad

<sup>6</sup> Bruto domači proizvod

<sup>7</sup> Federal Reserve

## Fiskalna konsolidacija bo zahtevala kompromis

Po predsedniških volitvah, na katerih je ponoven mandat dobil predsednik Obama, ameriške politike čakata še dve zelo pomembni temi, fiskalni prepad<sup>8</sup> in odločitev o maksimalni višini zadolženosti države<sup>9</sup>. Fiskalni prepad pomeni spremembe, ki bodo sledile ob koncu leta 2012, ko se izteče zakon BCA<sup>10</sup>, ki je bil sprejet leta 2011. Konec tega leta torej potečejo oprostitve plačila davkov na plače, odpravljene bodo nekatere davčne olajšave za podjetja, dvignila se bo minimalna davčna stopnja, pričeli bi veljati tudi davki povezani z zdravstveno reformo PPACA<sup>11</sup>. Istočasno začnejo veljati varčevalni ukrepi, med drugimi znižanje proračuna za obrambo in zdravstveno zavarovanje Medicare, katerih cilj je zmanjšanje deficita. Tako bi se državna blagajna okrepila za dobrih 600 mrd USD.

**Tabela 2: Ekonomski učinki fiskalnega prepada na BDP in zaposlenost v ZDA v letih 2013 in 2014**

	Učinek na BDP v odstotnih točkah		Učinek na zaposlenost v odstotnih točkah
	-0,4	Zmanjšanje izdatkov za obrambo	-0,4
Fiskalni prepad	-0,4	Zmanjšanje izdatkov za Medicare	-0,4
ogroža rast		Znižanje oziroma odprava davčnih olajšav in dvig minimalne davčne stopnje	-1,8
	-1,4	Znižanje oziroma odprava davčnih olajšav za dohodke nad določenim pragom	-1,6
	-1,3	Dvig davka na plače, ki je breme delodajalca	-0,8
	-0,7		

Vir: Congressional Budget Office

Kompromis je edina možnost za uspeh

Politiki lahko izbirajo med tremi možnimi rešitvami tega problema. Prva je, da dovolijo, da se zgodi fiskalni prepad, kar ima lahko hude posledice za gospodarsko rast ZDA. Odbor za proračun<sup>12</sup> ocenjuje, da se zaradi tega BDP lahko zniža tudi do 4 odstotne točke, kar bi pomenilo, da se ZDA v letu 2013 vrnejo v recesijo. Obenem bi se za dobro odstotno točko povečala stopnja brezposelnosti, kar pomeni izgubo dveh milijonov delovnih mest. Trenutno gospodarsko stanje ne omogoča, da bi fiskalni prepad preživel brez šoka, in edini pozitiven razplet takšne odločitve bi bilo znižanje deficita za polovico. Druga možnost je, da obdržijo večino trenutnih olajšav, vendar s tem povečajo tveganje, da se znajdejo ob boku evropskim državam, ki imajo velike težave z dolgom. Zato je najbolj verjetno, da bodo ubrali srednjo pot, ki bo imela bolj zmeren vpliv tako na gospodarsko rast kot na zadolženost države.

Potrebni bodo kompromisi, njihovo sprejemanje pa dodatno otežuje trenutno politično okolje. Republikanci si prizadevajo ohraniti davčne olajšave in so pripravljeni znižati državne izdatke, demokrati pa želijo kombinirati zniževanje državnih izdatkov z dvigom nekaterih davkov, predvsem bogatim. Jasno je, da si obe strani želita izogniti fiskalnemu prepadu, težave pa lahko povzroči tudi nova sestava kongresa. Ta bo zaprisegel šele 3. januarja, torej po izteku veljavnosti BCA. Kongres sicer lahko sprejme zakonodajo tudi retrogradno, torej šele januarja. Preveč neznank o razpletu te zgodbe že terja davek. Napovedi gospodarske rasti za četrti kvartal se nižajo, saj gospodinjstva in podjetja potrošnja že prilagajajo morebitnim ostrejšim razmeram.

<sup>8</sup> Fiscal cliff

<sup>9</sup> Debt ceiling

<sup>10</sup> Budget Control Act

<sup>11</sup> Patient Protection and Affordable Care Act

<sup>12</sup> Congressional Budget Office

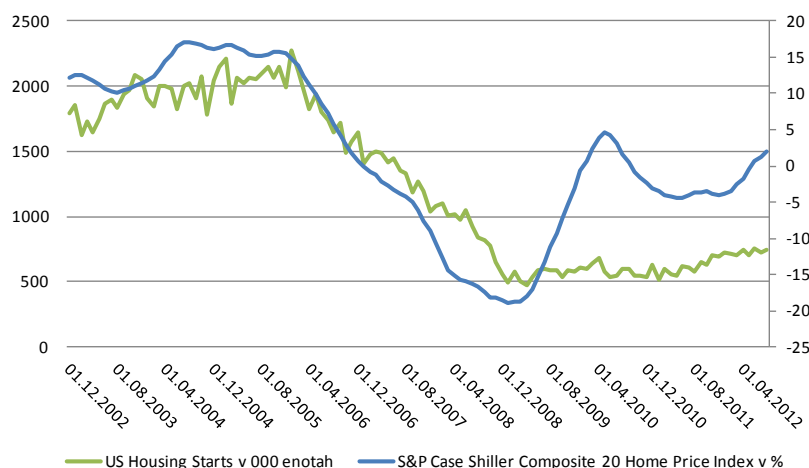
Največja zadolženost oziroma tako imenovan 'debt ceiling' se nanaša na višino sprejemljive zadolženosti ZDA, potrди pa jo kongres. Trenutno se javni dolg ZDA približuje maksimalnemu dovoljenemu zadolževanju, to znaša 16,394 trilijona USD, kar bo predvidoma doseženo v letu 2013, zato je pričakovati, da se bo stopnja zadolženosti ponovno dvignila.

## Trg nepremičnin se prebuja

Svetla točka na poti okrevanja ZDA je **trg nepremičnin**. Kot kaže, so cene nepremičnin letos dosegle dno, tudi zaradi zmanjšane ponudbe zaplenjenih nepremičnin, hkrati pa prodaja obstoječih domov v ZDA iz meseca v mesec raste. Število začetih gradenj domov<sup>13</sup> je oktobra zraslo na najvišji nivo v preteklih štirih letih. Znake oživljanja kaže tudi hipotekarno zadolževanje, vendar so ti še zelo skromni.

Gradnja domov na štiriletnem vrhu

**Slika 2: Okrevanje nepremičninskega trga**



Vir: Bloomberg

Trg zaposlovanja okreva počasi, stopnja brezposelnosti je konec oktobra znašala 7,9 %, je pa število odpuščanj pod zgodovinskim povprečjem, število novih delovnih mest pa se vztrajno povečuje.

Proces razdolževanja v ZDA ima več nians. Država je razdolževanje komajda pričela, sam postopek pa bo trajal več let. Prav nasprotno pa sta bančni in podjetniški sektor že zelo blizu konca razdolževanja. Konec tega postopka je morda še najtežje napovedati pri gospodinjstvih. Pritiski, kot so padajoče cene nepremičnin, so že popustili, dostopnost do posojil je višja in breme finančnih obveznosti je na relativno nizkem nivoju. Absolutna višina dolga pa je še vedno razmeroma visoka<sup>14</sup>.

Razdolževanje javnega sektorja šele na začetku

<sup>13</sup> Housing starts

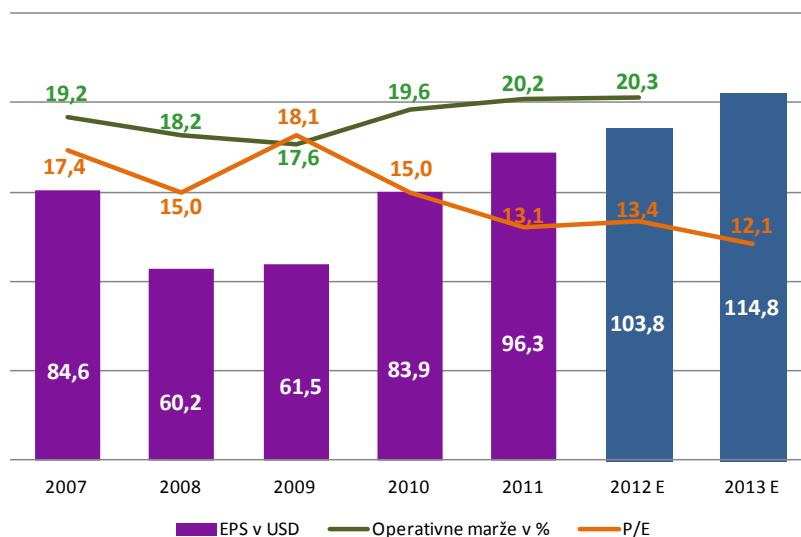
<sup>14</sup> Podrobneje je proces razdolževanja ZDA opisan v avgustovski izdaji Naložbenega mozaika

## Vrednotenje delniških trgov ZDA

Monetarni ukrepi  
podpirajo rast

Rast ameriških delniških trgov je vrednotenja, multiplikator dobička (P/E), premaknila nekoliko višje, pričakovanja glede dobičkov pa so praktično nespremenjena. Pozitiven razvoj je posledica vnovičnega kvantitativnega sproščanja FED-a, ukrepanja Evropske centralne banke in s tem zmanjšanja verjetnosti, da bi razpadla Evropska monetarna unija. Ta tveganja so se za nekaj časa umaknila v ozadje in s tem pozitivno vplivala na sentiment vlagateljev.

Slika 3: Gibanje povprečnega donosa na delnico, operativne marže in kazalnika P/E



Vir: Bloomberg

Marže so  
rekordno visoke

V tretjem četrtletju 2012 objave poslovnih rezultatov podjetij niso sledile trendu preteklih objav. Zaznati je bilo stagnacijo prihodkov, rast dobičkov je bila nižja, marže pa so dosegle rekordno visoke vrednosti. Za ameriški podjetji je namreč obdobje prestrukturiranja, ki je prineslo močno zniževanje stroškov. Bistvene rasti marž na tem področju ne moremo pričakovati. Ključno za nadaljnjo rast dobičkov bo gibanje prihodkov podjetij.

Za rast dobičkov  
bo ključna rast  
prihodkov

V tabeli 3 podajamo standarden pristop k ocenjevanju pričakovanih donosov, ki predpostavlja, da je cena delnic enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend, pri čemer je diskontna stopnja enaka netvegani obrestni meri in premiji za tveganje (ERP). Vidimo, da lahko, v skladu s trenutnim vrednotenjem in pričakovano rastjo, vlagatelji pričakujejo donose, ki so nižji od zgodovinskih povprečij, kljub temu pa zaradi izjemno nizkih obrestnih mer državnih obveznic ponujajo nadpovprečno premijo za tveganje<sup>15</sup>.

V primerjavi s prejšnjo številko Mozaika smo spremenili pričakovano rast dividend (g) s 5,6 % na 4,6 %. Razlog je v pričakovani nižji svetovni gospodarski rasti, ta pa bo vplivala na poslovanje ameriških podjetij.

<sup>15</sup> Tradicionalen dividendni model je podrobneje predstavljen v Prilogi 2, v Prilogi 3 pa so podrobneje predstavljeni rezultati analize.



V analizi smo uporabili pričakovan multiplikator dobička (E P/E) za 2012, saj je leto praktično končano. Ostale ključne predpostavke, kot sta delež izplačanih dividend v dobičku (div) in netvegana obrestna mera (r), so nespremenjene. Pričakovan donos ameriškega trga je dobrih 7 %, kar je pod zgodovinskimi povprečji, vendar je izrazito visoka premija za tveganje. To je posledica rekordno nizkega donosa desetletnih državnih obveznic.

Pričakovan donos delniških naložb dobrih 7 %

**Tabela 3: Pričakovana donosnost za ameriški trg**

na 15.11.2012	E P/E 2012	div	g	RF	E (TR) <sup>16</sup>	ERP
ZDA	13,8	32,6 %	4,6 %	1,63 %	<b>7,08 %</b>	5,45 %

Vir: Infond

<sup>16</sup> Izračuni pričakovane donosnosti so narejeni za posamezne delniške trge in ne predstavljajo pričakovane donosnosti skladov, ki jih upravlja Infond. Izračuni so narejeni na podlagi predpostavk, ki pa so lahko predmet sprememb. Dejanski donosi so tako lahko razlikujejo od prikazanih izračunov pričakovane donosnosti.



Aleš Šoba, CFA

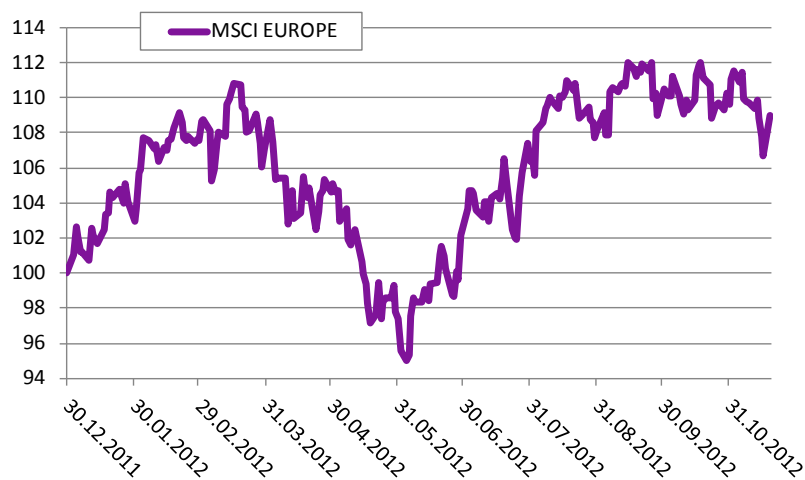
## Evropa: Dva koraka naprej, eden nazaj

Evropske delnice (MSCI Europe) so do začetka decembra pridobile več kot 10 %, kar ni slabo za leto, v katerem smo bili priča ponovni zaostritvi evropske dolžniške krize. Kriza se je od držav na periferiji (Grčija, Španija, Portugalska, Italija, Irska, Slovenija, Ciper) počasi pričela pomikati proti njenemu centru. Politika varčevanja je povzročila depresijo na periferiji in recesijo v središču evroobmočja. Cilj Nemčije, da se izvedejo strukturne reforme (predvsem prilagoditev stroškov dela), je privedel periferne države do roba, kar lahko družba še prenese.

Ključen dogodek, ki je spremenil razpoloženje, je bil govor guvernerja ECB<sup>17</sup> 26. julija, v katerem je zagotovil, da bo ECB naredila vse, da ohrani evro. To je podkrepil z novim program OMT<sup>18</sup>, s katerim se je ECB zavezala, da bo odkupovala obveznice držav v težavah po njihovi predhodni uradni prošnji za pomoč v zameno za sprejem reform. To je bil prelomen dogodek v zdaj že več kot tri leta trajajoči dolžniški krizi. Poseg ECB na sekundarnem trgu državnih obveznic bi državam omogočil uvedbo strukturnih reform, ki bodo povečale konkurenčnost držav. Čeprav so politiki že mnogokrat oznanili 'konec krize' je napredek počasen in vprašanje je, ali bo doktrina varčevanja prinesla okrevanje ali pa bo dokončno zlomila najšibkejše članice.

ECB bo odkupovala državne obveznice

Slika 4: Gibanje MSCI Europe v letu 2012



Vir: Bloomberg

<sup>17</sup> European Central Bank – Evropska centralna banka

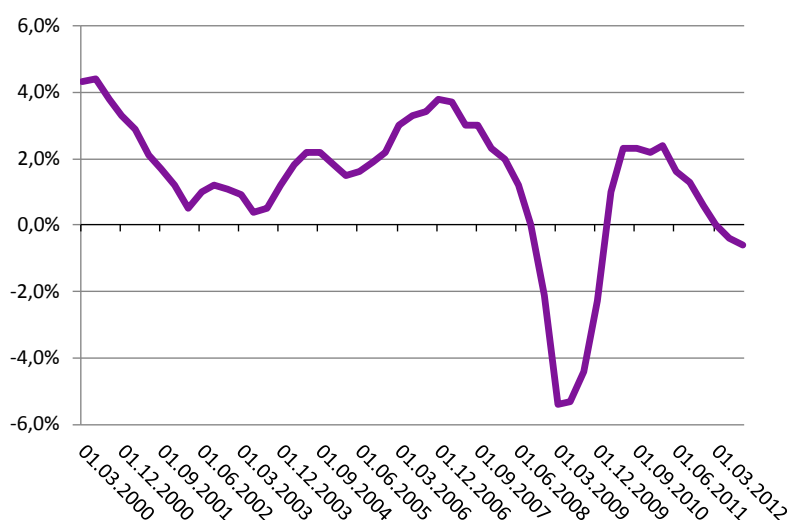
<sup>18</sup> Outright Monetary Transactions

## Vrnitev recesije

Evroobmočje je tudi uradno v novi recesiji, čeprav posebnega okrevanja (predvsem v perifernih državah) nismo občutili. Padec BDP evroobmočja je v tretjem četrtletju 2012 znašal -0,1 % (v primerjavi z lanskim tretjim četrtletjem za kar -0,6 %). Pri tem so znova v ospredju periferne države: Grčija: -7,2 % (na letni ravni), Portugalska (-3,4 %), Italija (-2,4 %) in Španija (-1,6 %). Tem so se pridružile Nizozemska: -1,4 % in Finska: -0,8 %. Francija se je krčenju BDP za las izognila: +0,1 %. Nemčija s 0,09 % ostaja gonilna sila.

Nemčija ostaja gonilna sila regije

**Slika 5: Sprememba BDP-ja evroobmočja v %**



Vir: Bloomberg

Glavni razlog za novo recesijo je politika varčevanja, ki jo uvajajo vse države v evroobmočju. Namen tega pristopa je zmanjšanje proračunskih primanjkljajev in javnega dolga v primerjavi z BDP. Varčevalni ukrepi so imeli nasproten učinek. Po teoriji (fiskalni multiplikator) naj bi zmanjšanje javnih izdatkov za 1 % znižalo BDP le za 0,5 %. Fiskalni multiplikator naj bi znašal okoli 0,5. V praksi se je zgodilo, da je bil med 0,9 in 1,7, kar je povzročilo večji upad BDP, kot se je pričakovalo. Problem je, da so se varčevanja lotile države, ki so trgovinsko močno povezane in zato fiskalne konsolidacije niso zmogle nadomestiti z večjim izvozom.

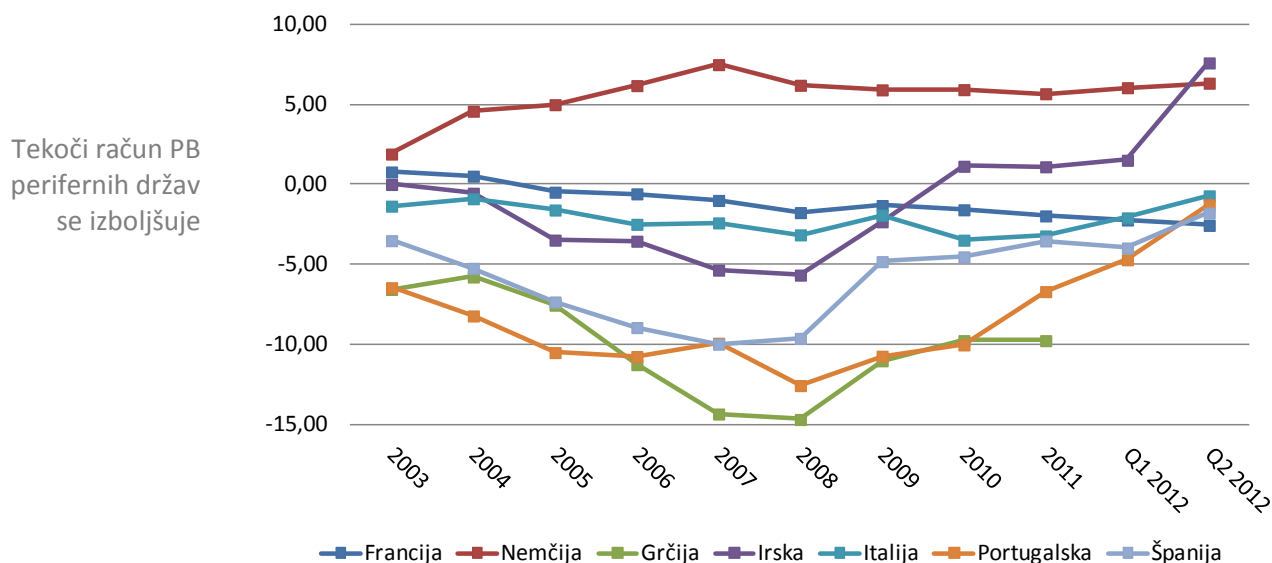
Izvoz ni nadomestil fiskalne konsolidacije

## Neravnotežja se odpravljajo

Evroobmočje se sooča z dvema velikima težavama. Prva je odprava neravnotežij (razlike v konkurenčnosti in trgovinski menjavi). Drugi velik problem je prevelik dolg, tako javni kot privatni. Prvi del težave se počasi odpravlja. Tako se bo Španiji letos zaradi večjega izvoza in manjšega uvoza ter globoke recesije, ki jo doživlja, zmanjšal tekoči račun na vsega negativnih 2,4 % BDP, kar je daleč od -10 % iz leta 2007. Podobno se dogaja tudi v ostalih perifernih državah, tako je Portugalska primanjkljaj tekočega računa zmanjšala z 12,6 % na 1,3 %. Grčija ima v zadnjih treh mesecih letošnjega leta presežek na tekočem računu. Na drugi strani se zaradi odsotnosti reform v Franciji njena konkurenčnost slabša. Primanjkljaj te države znaša že 2,5 %.

Evroobmočje ima dve ključni težavi

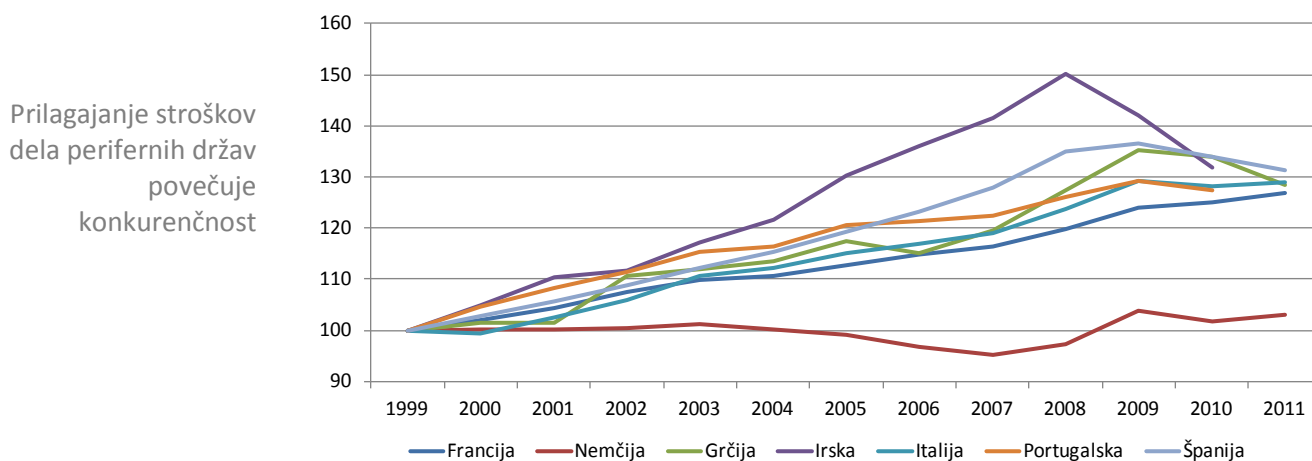
**Slika 6: Tekoči račun po državah v % BDP-ja**



Vir: OECD

Del prilagoditve se dogaja tudi na trgu dela. Stroški dela so se v perifernih državah od leta 1999 močno povečali v primerjavi z Nemčijo, ki je v tem času sprejela reformo dela. Tej rasti ni sledila produktivnost, kar vidimo v spodnji tabeli. Sedaj se je ta trend obrnil. Zaradi nižanja plač so države bolj konkurenčne. Temu znova ne sledi Francija.

**Slika 7: Stroški dela na enoto proizvoda v obdobju 1999 - 2011**



Vir: OECD

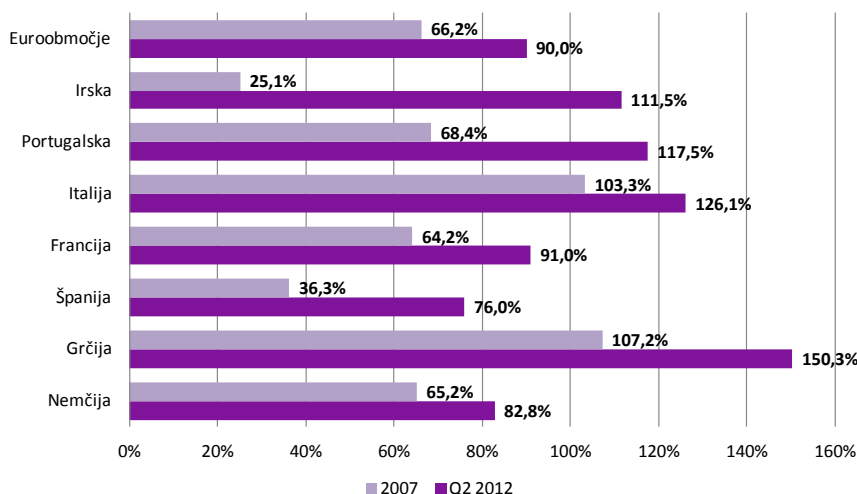
Čeprav je neravnovesij v mednarodni menjavi in konkurenčnosti manj, druga velika težava, preveliko breme dolga, ostaja ...

## Dolg se povečuje

Breme dolga se, kljub doktrini varčevanja, v vseh državah evroobmočja povečuje. Ob koncu drugega četrtletja 2012 je delež javnega dolga v evroobmočju znašal 90 %. Še konec leta 2007 je bil 65,2 %. Izjemen skok so doživele predvsem periferne države (Irska s 25,1 % na 111,5 %; Portugalska z 68,4 % na 117,5 %, Španija s 36,3 % na 76,0 %). To gibanje se ne bo ustavilo, saj zaradi pričakovanega padca BDP v letu 2013 in dodatnih proračunskih primanjkljajev v teh državah (Capital Economics v letu 2013 pričakuje naslednje proračunske primanjkljaje: Španija: 7,2 %; Irska: 8 %, Grčija: 4 %, Portugalska: 7 %) ter visokih obrestnih mer, ki presegajo nominalno gospodarsko rast, te države gredo po poti japonskega scenarija. Po vsej verjetnosti bosta Portugalska in Španija potrebovali prestrukturiranje dolga, saj imata poleg visokega javnega dolga enega največjih privatnih dolgov (podjetja in gospodinjstva) na svetu.

Breme dolga se povečuje

**Slika 8: Delež javnega dolga v BDP**



Vir: Eurostat

## Prelomni dogodki v 2013

Največje tveganje za Evropo v prihodnjem letu bo nedvomno znova vprašanje Grčije, saj ta čimprej potrebuje nov odpis dolga. Drug pomemben problem je Španija, ki bo verjetno dokaj zgodaj zaprosila za uradno pomoč ESM. Vedno večja težava pa postaja Francija, kjer je pričakovati poglobitev recesije in dodatno poslabšanje konkurenčnosti ter javnih financ.

Grčija ostaja glavni problem...

V Grčiji bo konec leta 2012, kljub delnemu prestrukturiranju dolga, javni dolg v primerjavi z BDP dosegel neverjetnih 170 %. Vrh naj bi dosegel leta 2014 pri 190 %, nato naj bi postopoma upadel na 144 % do leta 2020. To je daleč nad vzdržnimi ravnimi. Grčija bo potrebovala nov odpis dolga vsaj v višini 100 mrd EUR, da bo njen javni dolg dolgoročno vzdržan. Te izgube bodo nosile države posojilodajalke, čeprav so temu do zdaj nasprotovale. Menim, da je leto 2013 primeren čas, da se to zgodi, saj je Grčija z brutalno večletno recesijo, nižanjem plač in izboljšanjem konkurenčnosti dosegla viden napredek. Tako bo proračunski primanjkljaj v letu 2013 le še 4 % BDP, tekoči račun bo v presežku. Vprašanje je le, ali bo grško ljudstvo zdržalo še leto ali dve, ne da bi samo zahtevalo izstop države z območja evra. To ostaja eno največjih tveganj za dogajanje v letu 2013.

...potrebovala bo ponoven odpis dolga

Drugi problem je Španija

Drugi vroč kostanj je Španija. Zanj smo pričakovali, da bo uradno zaprosila za pomoč še v letu 2012, vendar se je odločila, da zanj zaprosi šele, ko jo bodo trgi v to prisilili. Glavni razlog za zastoj so nejasnosti o pogojih, ki jih bodo postavili državi, ki zaprosi za pomoč. Španija ima že sedaj najvišjo brezposelnost v Evropi in dodatni varčevalni ukrepi bi že tako katastrofalno stanje le še poglobili. Poleg tega ostaja vprašanje, kako nizke bodo obrestne mere za španske državne obveznice po posredovanju ECB. Če se ne bodo občutno znižale, potem ni smiselno, da država zaprosi za pomoč. Kot smo že omenili, bo Španija zaradi težav, s katerimi se sooča, potrebovala prestrukturiranje dolga, da se bo vrnila na pot okrevanja.

Francija ne izvaja reform konkurenčnosti

Vse večje tveganje postaja Francija, kjer nova vlada uresničuje populistične ukrepe (obdavčitev premožnih), ne pa reform za izboljšanje konkurenčnosti. Tako bo Francija letos imela primanjkljaj na tekočem računu v višini 2,5 %. Javni dolg je že presegel kritično mejo 90 % in se, sodeč po projekcijah ne bo ustavil. Težave Francije lahko pridejo v letu 2013 bolj v ospredje tudi na finančnih trgih.

Ukrepi ECB so le kupili čas evroobmočju, da lahko države izvedejo potrebne reforme, vendar to ne bo dovolj, saj breme previsokega dolga ostaja. Priča bomo ali prestrukturiranju dolga za več držav v prihodnje ali pa se bo povečala vloga ECB in bomo priča monetizaciji dolga, čemur pa nasprotujejo Nemčija in severnoevropske države. Zaradi teh konfliktov pričakujemo še eno težavno leto za evropsko gospodarstvo.

## Vrednotenje evropskih delniških trgov

Nizka vrednotenja so posledica nizke pričakovane gospodarske rasti

Evropske delnice so po več kazalnikih videti podcenjene v primerjavi z zgodovino. Velik del nizkih vrednotenj lahko razložimo z nižjo pričakovano rastjo gospodarstev in posledično dobičkov. Kljub temu ostajajo evropske delnice v primerjavi z državnimi obveznicami atraktivne, vendar predvsem zaradi zgodovinsko nizkih zahtevanih donosov državnih obveznic.

Tabela 4: Pomembnejši evropski indeksi

Indeks	Vrednost	Sprememba letos	Sprememba 3 leta	P/E	P/B	Dividendna donosnost
DAX	7241	22,8	27,9	14,3	1,4	3,6
CAC	3486	10,3	-6,5	12,1	1,2	4,0
FTSE 100	5785	3,8	10,2	14,8	1,7	4,0
IBEX	7880	-8,0	-32,8	23,5	1,1	6,5
FTSEMIB	15503	2,7	-31,1	np	0,7	3,8
MSCI Europe	93	9,6	9,9	17,0	1,5	3,9

Vir: Bloomberg

Evropske delnice trenutno kotirajo pri kazalniku P/B: 1,5, kar je 33 % pod povprečjem od leta 1995 (podatki za MSCI Europe). Tudi trenutna dividendna donosnost 3,9 % je daleč nad povprečjem (2,9 %). Na sliki 9 vidimo gibanje indeksa MSCI Europe in kazalnika P/B. Ob vrhuncu krize marca 2009 je kazalnik P/B padel celo do vrednosti 1,09, kar z današnjih nivojev pomeni padec v višini 27 %, vendar tega ne pričakujemo.

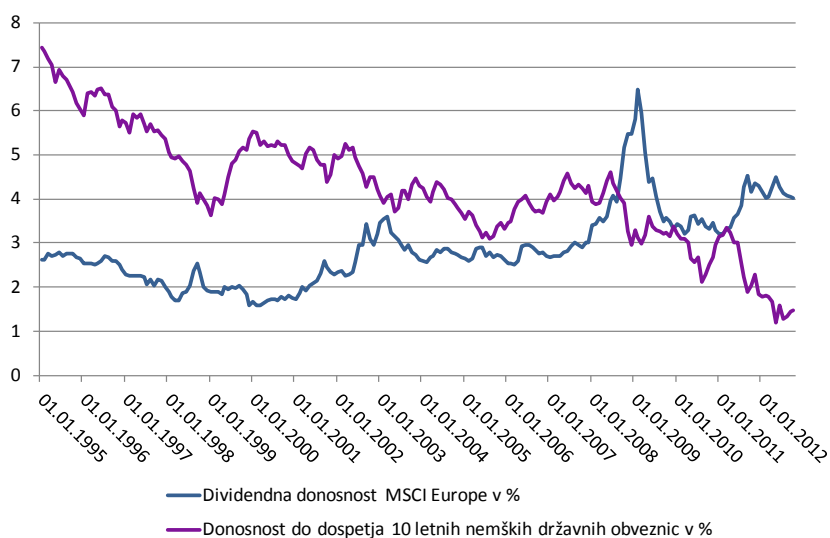
**Slika 9: Gibanje MSCI Europe in kazalnika P/B**



Vir: Bloomberg.

Tudi v primerjavi z obveznicami so delnice videti privlačne kot še nikoli. Dividendna donosnost evropskih delnic znaša 3,9 %, zahtevana donosnost nemških 10-letnih obveznic pa 1,46 %. Z našega vidika gre bolj za anomalijo na obvezniškem trgu in beg h kakovosti, zaradi česar imamo zgodovinsko nizke obrestne mere.

**Slika 10: Primerjava dividendne donosnosti MSCI Europe in 10-letnih nemških državnih obveznic**



Vir: Bloomberg

Delnice kotirajo pod povprečjem, dividendna donosnost nadpovprečna

Razkorak med dividendno donosnostjo in zahtevano donosnostjo 10-letnih obveznic nakazuje anomalijo obvezniškega trga

Pričakovani donosi nižji od zgodovinskih povprečij

Vidimo, da lahko, glede na trenutna vrednotenja in pričakovano rast, vlagatelji v evropske delnice pričakujejo donose, ki so nižji od zgodovinskih povprečij in znašajo med 7,19 % za Nemčijo in 8,27 % za Veliko Britanijo. Kljub temu zaradi izjemno nizkih obrestnih mer državnih obveznic delnice ponujajo nadpovprečno premijo za tveganje, ki se za izbrane evropske trge giblje med 4,97 % za Francijo in 6,46 % za Veliko Britanijo.

**Tabela 5: Pričakovane donosnosti za izbrane evropske delniške trge<sup>19</sup>**

na 15.11.2012	E P/E 2012	div	g	RF	E (TR) <sup>20</sup>	ERP
Velika Britanija	11,2	48,2%	3,8%	1,81%	<b>8,27%</b>	6,46%
Nemčija	10,4	42,3%	3,0%	1,39%	<b>7,19%</b>	5,80%
Francija	10,7	45,6%	2,7%	2,11%	<b>7,08%</b>	4,97%

Vir:Infond

Premija za tveganje (ERP) je nadpovprečna

Recesija evroobmočja, visoka negotovost zaradi Grčije in Španije ter politična nasprotja med članicami bodo poskrbeli, da bomo v letu 2013 spremljali obdobja optimizma, ko bo videti, da je dolžniška kriza za nami, sledilo pa bo obdobje pesimizma. Podoben scenarij smo že videli v preteklih treh letih in tudi v letu 2013 ne pričakujemo dokončne rešitve za to krizo. Na drugi strani vrednotenja niso visoka, kar ponuja zavarovanje pred pretiranimi padci.

Zaradi teh dejstev ostajamo naklonjeni podjetjem, ki večji del prihodkov ustvarijo zunaj Evrope, predvsem na trgih v razvoju in v ZDA, kjer so pričakovanja za gospodarsko rast v primerjavi z Evropo višja.

<sup>19</sup> V Prilogi 3 so podrobneje predstavljeni rezultati analize.

<sup>20</sup> Izračuni pričakovane donosnosti so narejeni za posamezne delniške trge in ne predstavljajo pričakovane donosnosti skladov, ki jih upravlja Infond. Izračuni so narejeni na podlagi predpostavk, ki pa so lahko predmet sprememb. Dejanski donosi so tako lahko razlikujejo od prikazanih izračunov pričakovane donosnosti.



## EM – države v razvoju: vlečni konji svetovnega gospodarstva

### Leto preloma daje Kitajski nov zagon

Leto 2012 je bilo za Kitajsko v več pogledih prelomno. V začetku leta so znižali ciljno gospodarsko rast z 8 % na 7,5 % in nakazali, da želijo preusmeriti izvozni gospodarski model proti večji vlogi potrošnje in enakomernejšemu razvoju. Novembra je zasedal nacionalni kongres komunistične partije in na tem zasedanju se tradicionalno enkrat v desetletju zamenja celotno politično vodstvo. Zamenjava vodstva poteka tako, da v komunistični partiji izvolijo 350-članski centralni komite. Temu sledi izvolitev ožjega vodstvenega organa, in sicer 25 predstavnikov v 'politbiro', ki določi najožji desetčlanski vodstveni organi, t.i. 'stalni komite'<sup>21</sup>. Predsednik Hu Jintao in premier Wen Jiabao se bosta umaknila in naredila prostor novima voditeljema, predsedniku Xi Jinpingu in premieru Li Keqiangju.

Kitajsko gospodarstvo, največje v regiji, se je spopadalo z ohlajanjem, v tretjem četrtletju je imelo 7,4 % rast na letni ravni. Glavni razlog za slabše gospodarske razmere so težave nepremičninskega sektorja in manjši izvoz zaradi nižjega povpraševanja razvitih držav. Premier Wen Jiabao je jasno naznanil, da država za oživitvev gospodarske rasti ne bo popustila pri ukrepih, ki jih je uvedla za ohladitev nepremičninskega sektorja. Osrednji cilj je namreč omogočiti srednjemu sloju večjo dostopnost do nepremičnin. Na drugi strani bodo sredstva usmerili v povečanje javnih izdatkov za razvoj infrastrukture. V septembru so objavili začetek investicijskih projektov v vrednosti 157 mrd USD, kar je okrog 2 % BDP-ja Kitajske. Projekti zajemajo izgradnjo 25 železniških prog in 13 avtocestnih odsekov ter več vodnih projektov.

Dejavnik, ki bo kratkoročno najpomembnejši za gospodarsko rast države, je dogajanje v nepremičninskem sektorju. Razlogi za rast te panoge v preteklem desetletju so bile nizke obrestne mere, rast dohodkov, lažji dostop do posojil in ogromen stimulacijski program kot odziv na zadnjo finančno krizo 2008, katere posledica je bila večja gradbena aktivnost, predvsem stanovanjska gradnja. Investicije v stanovanjsko gradnjo so leta 2011 dosegle vrh in znašale 8,5 % bruto domačega proizvoda. V preteklih 15 letih so zgradili 93 milijonov novih stanovanj, še 30 milijonov pa jih gradijo. Če uporabimo bivalne standarde zahodnega sveta, Kitajska s tem ne bo zadostila bivalnim potrebam svojih prebivalcev. Potrebe po novih stanovanjskih površinah se bodo nadaljevale zaradi dviga splošnega standarda, vse več migrantov v mestih in starosti nepremičnin.

Tveganje, ki izhaja iz tega sektorja, je opazila tudi kitajska oblast in začela uvajati administrativne ukrepe za težji dostop do bančnih posojil, ki zajemajo višjo lastno udeležbo in višje obrestne mere. Vsekakor je rast minulih let dolgoročno nevzdržna. Pričakujemo nadaljnjo manjšo vlogo gradbenega sektorja, vendar razsežnosti ne bodo dramatične. Ključen razlog je rast dohodkov, ki so v tem desetletju prehitevali rast cen nepremičnin. Povprečnemu Kitajcu so nepremičnine iz leta v leto postajale bolj dostopne.



Uroš Vek

Sprememba  
gospodarskega  
modela

Nepremičninski  
trg kratkoročno  
v ospredju

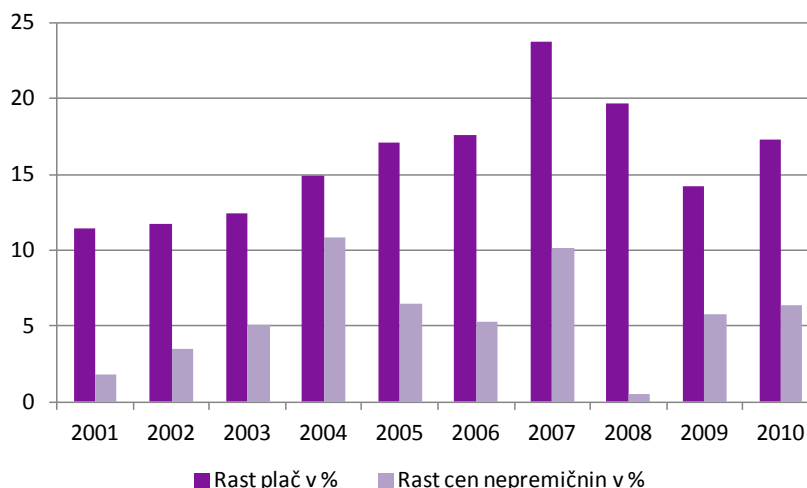
Povprečnemu  
Kitajcu so  
nepremičnine  
vse bolj  
dostopne

<sup>21</sup> Standing Committee

Zadnje objave  
indikatorjev  
vplivajo upanje

Najnovije objave nekaterih ključnih indikatorjev, kot so rast prodaje na drobno, industrijska proizvodnja in indeks nabavnih managerjev<sup>22</sup>, ki je prvič po 13 mesecih presejel mejo 50 točk, kažejo, da gospodarstvo dobiva ob koncu leta nov zagon. Mednarodni denarni sklad Kitajski napoveduje rast 7,8 % in 8,2 % v 2013, JP Morgan pa 7,6 % in 8,3 %.

**Slika 11: Rast cen nepremičnin in plač na Kitajskem po letih v %**



Vir: Bloomberg

### Potencial Indije ujet v politični paralizi

Indija skuša  
povrniti  
kredibilnost

V očeh mednarodnih vlagateljev Indija že dalj časa izgublja kredibilnost predvsem zaradi nižje gospodarske rasti od napovedane, visoke inflacije, paralize političnega sistema in neodobravanja tujega kapitala. Makro-ekonomski kazalniki države se vztrajno slabšajo, gospodarska rast pada, inflacija se ohranja na visokih nivojih, neposredne tuje investicije ne izkazujejo rasti. V drugem četrletju je Indija imela gospodarsko rast 5,5 %, kar je nekoliko bolje od prvega četrletja. Nizka rast je posledica padca v storitvenem sektorju, ki je beležil zgolj 4 % dvig, lani v enakem obdobju pa 13,8 %. Investicije prav tako niso prispevale k rasti, edini dejavnik rasti je bilo močno domače povpraševanje. Opaziti je trend padanja rasti realnega BDP-ja Indije že od začetka leta 2010. Gospodarska rast je bila okrog 10 %, inflacija pa med 6 in 8 %. Sedaj je situacija drugačna, gospodarska rast se zmanjšuje, na drugi strani pa inflacija raste in trenutno znaša okrog 10 % oz. zadnja objava v oktobra je bila 9,14 %.

Odziv vlade na vse slabše podatke je bil pozitiven. Odločili so se za uvedbo ukrepov, da bi ponovno pridobili zaupanje mednarodnih kapitalskih trgov. Po dolgem času so znižali subvencioniranje goriva, da bi preprečili povečevanje proračunskega primanjkljaja, ta je lani dosegel 7,2 % BDP-ja. Napovedali so obsežen program prodaje državnega premoženja in odprli pot za tuje lastništvo v sektorjih letalstva (tuji lastniki do 49 %) in prodaje na drobno (tuji lastniki do 51 %). Neposredni fiskalni učinek teh ukrepov bo majhen, vendar potrjuje, da gre država v pravo smer. Aktivnosti vlade kaže razumeti v luči ohranitve bonitetne ocene, ki ima 'negativen izgled' in po Standard&Poor's znaša BBB-.

<sup>22</sup> Indeks PMI z vrednostjo nad 50 signalizira rast, vrednost pod 50 pa krčenje proizvodnega sektorja.

Kljub prihodu novega finančnega ministra Palaniappana Chidambarama je na mednarodnih trgih določena skepsa glede implementacije sprejetih zakonov. Ti ukrepi bodo vplivali na dolgoročno konkurenčnost Indije, med kratkoročnimi izzivi pa ostajajo posodobitev zastarele infrastrukture, velikega birokratskega sistema in sprejetje dveh ključnih reform, reforme trga dela in nepremičninske reforme. Indiji je uspelo preusmeriti tok negativnih informacij in poslali so jasen signal mednarodnim finančnim trgov, da so pripravljeni na reforme, ter tako vlili nov optimizem.

## Indonezija in Filipini - novi svetli zvezdi Azije

Gospodarstva jugovzhodne Azije so bila bolj odporna na probleme zahodnega sveta in Kitajske, predvsem Indonezija in Filipini. **Indonezija** hitreje usmerja gospodarstvo k povečevanju vloge domače potrošnje in zmanjšanju odvisnosti od izvoza. V tretjem četrtletju je gospodarstvo zrastle za 6,2 % na medletni ravni, medtem ko inflacija ostaja pri skoraj 5 %. MDS za 2012 napoveduje rast 6 % in za leto 2013 6,3 %. Ključna za rast je bila višja potrošnja, ta znaša 65 % BDP-ja v državi z 240 milijoni prebivalcev.

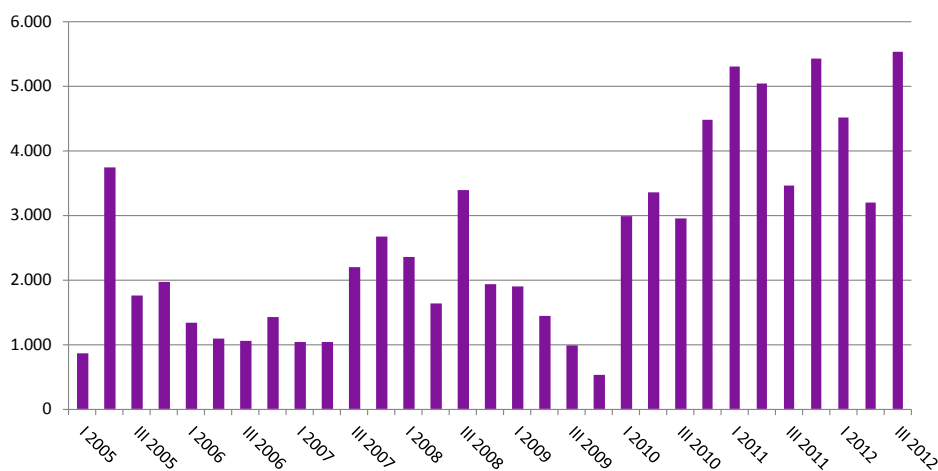
Vlagatelji so med azijsko krizo v letih 1997 - 98 doživeli velik šok in izgubili veliko zaupanja, saj je valuta v nekaj mesecih izgubila več kot 80 % vrednosti. Petnajst let kasneje je vse drugače. Predsednik Susilo Bambang Yudhoyono (SBY) je odgovoren za korenite družbene spremembe in je tisti, ki je državo popeljal v novo gospodarsko obdobje. V Indoneziji so dvignili gospodarsko rast in stopnjo investicij na več kot 30 % BDP-ja ter znižali dolg. Zunanji dolg je v desetih letih padel s 140 % na 30 %, javni dolg pa na 25 % z 80 %. Dodaten korak h krepitvi makroekonomskega okolja je bil dvig bonitetne ocene. Decembra 2011 je bonitetna agencija Fitch in januarja še Moody's Indonezijo uvrstila v investicijski razred. To je skupina držav, ki uživa relativno visoko zaupanje bonitetnih agencij.

Centralna banka ohranja ključno obrestno mero pri 5,75 %. Največje tveganje v Indoneziji je pregrevanje gospodarstva, kar bi lahko ogrozilo stabilnost domače valute. V minulem četrtletju so izkazovali rekorden deficit v tekočem delu plačilne bilance, predvsem zaradi nižjih cen izvoznih surovin in višjega uvoza. Ta deficit zrcali hitrejše usmerjanje gospodarstva v potrošnjo. Na drugi strani mednarodna podjetja nadaljujejo velike investicije, v zadnjem četrtletju so znašale 5,9 mrd USD, elektronsko-zabavna industrija pa v prihodnjih letih napoveduje investicije v obsegu 15 mrd USD (npr. Foxxcon itd.).

Indonezija  
ponovno  
uvrščena v  
investicijski  
razred

Investicije v  
velikem obsegu

**Slika 12: Neposredne tuje investicije v mio USD v Indoneziji**



Vir: Bloomberg

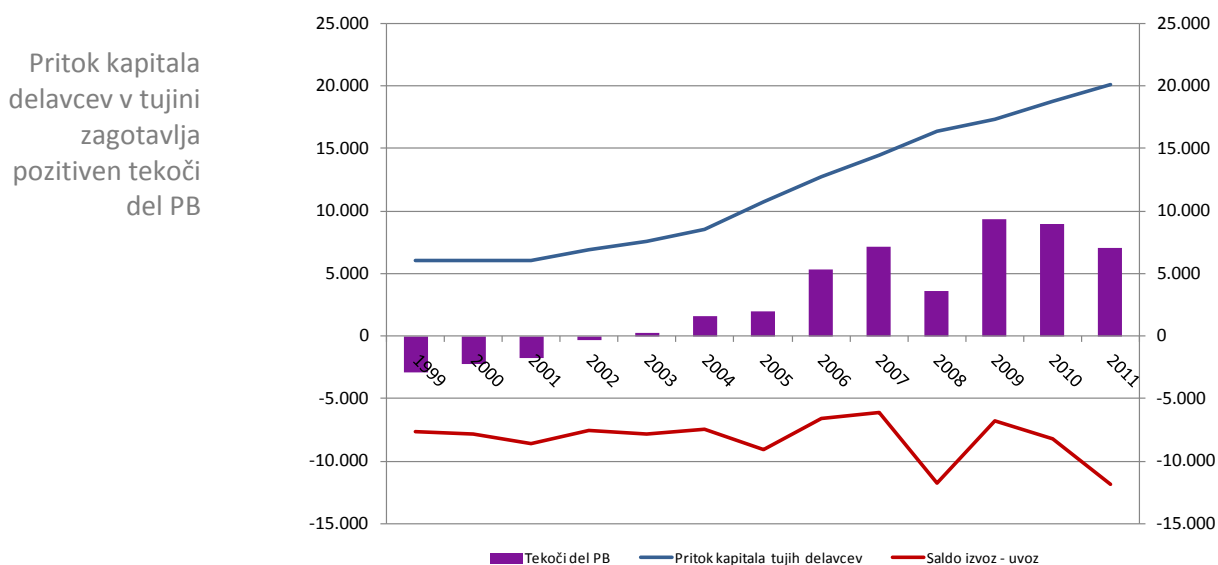
Filipinski delavci v tujini so pomemben gospodarski faktor

Med pomembnejša gospodarstva jugovzhodne Azije, ki imajo velik potencial in kjer pričakujemo pozitiven dolgoročni razvoj, sodijo tudi **Filipini**. Srednje- in dolgoročno država izkazuje velike možnosti za rast in lahko dohiti razvitejše države v regiji, kot sta Singapur in Malezija. Ključna stebra napredka sta ogromen priliv denarja filipinskih delavcev na delu v tujini (t.i. 'remittance') in velik porast 'outsourcinga' v poslovno-operacijskih dejavnostih.

Delavci v tujini, teh je po nekaterih ocenah okrog 12 milijonov, so lani v domovino nakazali dobrih 20 mrd USD, v prvih osmih mesecih letos pa je priliv znašal 13,7 mrd USD. Pomembnost pritoka tega kapitala se kaže v gospodarski rasti, predvsem zaradi višje potrošnje, v investicijah in nižjem tveganju plačilno bilančnih kriz. Druga prednost je, da je pritek tega kapitala relativno odporen na slabše gospodarske razmere. V svetovni finančni krizi iz let 2008 - 09 se je namreč izkazalo, da so na globalni ravni ti prilivi padli zgolj za 5 %. V spodnji sliki je jasno prikazano, da je tekoči del plačilne bilance pozitiven zgolj zaradi visokih prilivov delavcev v tujini.

Pomemben del gospodarstva postaja dejavnost poslovno-operacijskega 'outsourcinga' oz. zunanje izvajanje. Filipini so prehiteli Indijo in postali prva destinacija, kjer mednarodne korporacije odpirajo klicne centre. Celotni industriji je lani uspelo ustvariti 11 mrd USD prihodkov in zaposluje 640.000 ljudi. Združenje zunanjih izvajalcev BPAP<sup>23</sup> napoveduje, da bodo leta 2016 dosegli 25 mrd USD prihodkov in zaposlovali 1,3 milijona ljudi.

**Slika 13: Gibanje pritoka kapitala, tekočega dela plačilne bilance (PB) in blagovne menjave Filipinov v milijonih USD**



Vir: Filipinska centralna banka

<sup>23</sup> Business Processing Association of the Philippines

## Mehika in Brazilija v pričakovanju reform in investicij

V skupino držav z dobrimi gospodarskim podatki uvrščamo tudi **Mehiko**, ki izkazuje izjemno odpornost na mednarodne šoke. V tem letu je bila večina pozornosti usmerjena v precej izenačene predsedniške volitve, na katerih je na koncu zmagal Enrique Pena Nieto. Stranka PRI<sup>24</sup>, katere kandidat je zmagal, je prišla na oblast prvič po dvanajstih letih, prej pa je bila 71 let neprekinjeno vladajoča stranka. Bistvenih sprememb v ekonomski politiki ni pričakovati. Izboljšanje konkurenčnosti gospodarstva zahteva, da vlada sprejme tri ključne reforme. Davčna reforma DDV-ja naj bi zajela več proizvodov in zato razširila davčno bazo. Spremembe na trgu dela bi morale prinesiti večjo fleksibilnost. Privatizacija naftnega in plinskega monopola bo najtrši oreh, saj zahteva dvotretjinsko oz. ustavno večino. Državno lastništvo te panoge je zapisano v ustavi. V prihodnjem letu bo pomembno vlogo imela centralna banka in bo ključno obrestno mero ohranila pri 4,5 % vsaj do prvega četrtertletja 2013.

Nadaljevanje  
ekonomske  
politike in  
sprejemanje  
reform

Najmočnejše gospodarstvo Latinske Amerike, **Brazilija**, je drugo polovico leta začelo bolj dinamično, v prvi polovici pa je bilo opaziti nekaj letargičnosti. Bruto domači proizvod je v drugem četrtertletju zrastle za zgolj 0,4 % v primerjavi s prvim, na medletni ravni pa za 0,5 %. Razlogi so bili nižji izvoz, padec investicij in potrošnje. Podatki za rast v tretjem četrtertletju še niso objavljeni, vendar nekateri vodilni indikatorji<sup>25</sup> centralne banke kažejo boljšo sliko. V minulih mesecih je bilo opaziti rast potrošnje in zmanjševanje brezposelnosti, ta je v septembru znašala 5,4 %.

Nova  
predsednica –  
velika  
pričakovanja

Nova predsednica Dilma Rousseff je avgusta objavila program vlade na področju investicij v infrastrukturo. Ta predvideva, da bo država povabila privatni sektor (neke vrste javno zasebno partnerstvo) k investiranju v gradnjo 7500 kilometrov cest in 10.000 kilometrov železnic. Vrednost projektov je ocenjena na 66 mrd USD oz. 0,5 % BDP-ja. Na drugi strani volilna obljuba o znižanju davkov še vedno ni v celoti izpolnjena. Znižanju davkov na plače v nekaterih izvoznih sektorjih bi lahko sledilo znižanje v celotnem gospodarstvu. Brazilija si takšen manever lahko privoščiti, saj proračun 2012 predvideva deficit pod 3 %, kar pomeni, da ohranja fiskalno disciplino.

## Vrednotenje delniških naložb držav v razvoju

Rast delniških indeksov držav v razvoju zaostaja za razvitimi trgi že od konca leta 2010. Temu primerno so se prilagodila vrednotenja, ki razkrivajo, da ti trgi kotirajo pri določenem diskontu. Slika 14 prikazuje relativno razmerje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (P/B) razvitih in razvijajočih se trgov. Za primerjavo smo uporabili primerjalni indeks razvitih trgov MSCI World<sup>26</sup> in razvijajočih se MSCI EM<sup>27</sup>. Razvijajoči se trgi so večino časa kotirali s premijo, ki je dosegla maksimalno 15 %. Od konca leta 2010 je sledil popravek oz. nižja rast in relativna vrednotenja so padla pod nivoje razvitih trgov. Trenutno razvijajoči se trgi kotirajo z 10 % diskontom in dosegajo nivoje iz leta 2006.

Delniški tečaji  
EM zaostajajo  
od leta 2010

Dodatno podporo razvijajočim se trgov nudi višja dividendna donosnost. V desetih letih so razvijajoči se trgi imeli višjo dividendno donosnost. Ta je konec 2011 znašala 3,03 % in pri razvitih trgih 2,93 %.

<sup>24</sup> Institutional Revolutionary Party

<sup>25</sup> Leading indicators

<sup>26</sup> MSCI World Indeks – delniški indeks razvitih držav.

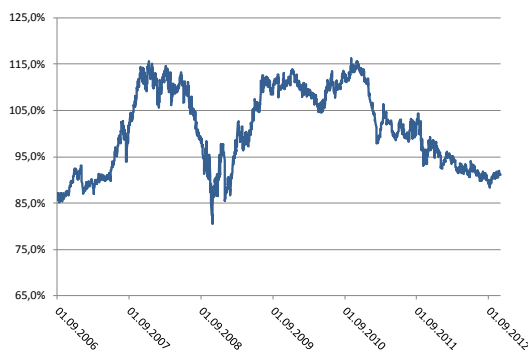
<sup>27</sup> MSCI Emerging Markets Index – delniški indeks razvijajočih držav

Delnice kotirajo z 10 % diskontom

Pomemben kazalnik trdnosti oz. vzdržnosti dividend v prihodnje je delež letnega dobička, ki ga družbe namenijo za izplačilo dividend<sup>28</sup>. Podjetja razvijajočih se držav so leta 2011 izplačale 57 % dobička, podjetja v razvitem svetu pa 67 %. To pomeni, da imajo družbe z območja EM na eni strani višjo dividendo in hkrati več prostora za nadaljnjo vzdržnost oz. celo rast dividend.

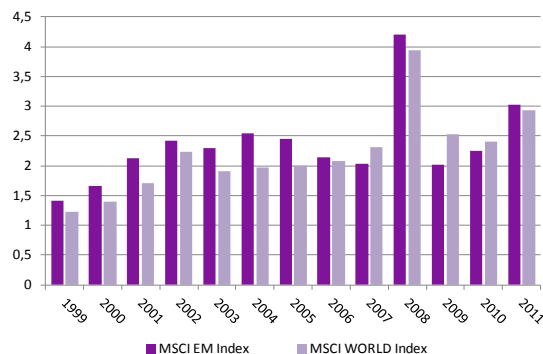
Dividende presegajo tiste na razvitih trgih

Slika 14: Razmerje P/B



Vir obeh slik: Bloomberg

Slika 15: Dividendna donosnost



V tabeli 6 so prikazani rezultati analize pričakovanih donosov za izbrane delniške trge razvijajočih se držav. V primerjavi s prejšnjo številko Mozaika ni bistvenih sprememb ključnih predpostavk. Spremembe so v netvegani obrestni meri (r), saj so države v razvoju zabeležile padanje zahtevane donosnosti desetletnih državnih obveznic držav v razvoju. Te so se od 30. 6. 2012 v povprečju znižale s 3,6 % pod 3 %. V analizi smo uporabili pričakovan multiplikator dobička (E P/E) za 2012, saj je leto praktično končano. Posledično je nastalo nekaj manjših sprememb v pričakovani donosnosti nekaterih trgov. Pričakovani donosi držav v razvoju (MSCI EM) so še vedno blizu 11 %, premija za tveganje (ERP) pa je zrastle nad 8 %. Zdaj je na zgodovinsko visokih nivojih zaradi zgodovinsko nizkih zahtevanih donosov desetletnih državnih obveznic.

Pričakovani donosi so nadpovprečni

Tabela 6: Pričakovane donosnosti za izbrane delniške trge držav v razvoju<sup>29</sup>

na 15.11.2012	E P/E 2012	div	g	RF	E (TR) <sup>30</sup>	ERP
<b>BRIC</b>						
Kitajska	9,6	31,5%	8,0%	3,00%	<b>11,54%</b>	8,54%
Indija	15,0	21,5%	10,0%	4,00%	<b>11,58%</b>	7,58%
Rusija	5,5	15,0%	6,0%	2,96%	<b>8,89%</b>	5,93%
Brazilija	16,0	38,4%	6,0%	2,51%	<b>8,54%</b>	6,03%
<b>Frontier</b>						
Indonezija	15,9	42,0%	9,0%	2,92%	<b>11,88%</b>	8,96%
Filipini	17,3	50,0%	7,0%	2,16%	<b>10,09%</b>	7,93%
Čile	18,1	42,6%	7,0%	2,10%	<b>9,52%</b>	7,42%
<b>Razvijajoči se trgi (MSCI EM Index)</b>	<b>11,3</b>	<b>30,6%</b>	<b>8,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>10,92%</b>	<b>8,17%</b>

Vir: Infond

<sup>28</sup> Payout Ratio

<sup>29</sup> V Prilogi 3 so podrobneje predstavljeni rezultati analize.

<sup>30</sup> Izračuni pričakovane donosnosti so narejeni za posamezne delniške trge in ne predstavljajo pričakovane donosnosti skladov, ki jih upravlja Infond. Izračuni so narejeni na podlagi predpostavk, ki pa so lahko predmet sprememb. Dejanski donosi so tako lahko razlikujejo od prikazanih izračunov pričakovane donosnosti.

## POGLED 2013: Obvezniški trgi

Ob zaostitvi dolžniške krize v preteklih mesecih postaja jasno, da bo morala Evropska centralna banka (ECB) spet poseči na trg državnega dolga. Svet ECB je tako avgusta napovedal možnost vnovične intervencije, v začetku septembra pa predstavil ukrepe, ki jih bo ECB izvajala na sekundarnem finančnem trgu. Tako bo ECB kupovala obveznice zadolženih držav z ročnostjo od enega do treh let, brez omejitev vrednosti nakupa, pri čemer sta predpogoja uresničevanje danih reformnih in varčevalnih zavez držav ter to, da se države v primeru pomoči najprej obrnejo na stalni mehanizem za stabilnost evra<sup>31</sup>. Nadalje je bilo sredi septembra dvodnevno zasedanje Odbora za odprti trg<sup>32</sup>, kjer so predstavniki ameriškega FED-a sprejeli nov ukrep ekspanzivne monetarne politike, znan kot kvantitativno sproščanje QE3<sup>33</sup>, tokrat v obliki odkupa hipotekarnih obveznic različnih ročnosti. Na mesečni ravni bo FED za tovrstne nakupe namenil 40 mrd USD, ukrep pa bo časovno vezan na predvideno izboljšanje razmer na trgu dela v ZDA do sredine leta 2015.

Negotovost na finančnih trgih kljub najavam ukrepov centralnih bank ostaja, še zlasti v evroobmočju, kjer trgi čakajo na odločitev španske oblasti o morebitnem sprejemu mednarodne pomoči. Čeprav se je vlada premiera Rajoya distancirala od omenjene ideje, ekonomske razmere v državi napotujejo na sprejetje pomoči. Nadalje kaže omeniti septembra objavljene rezultate stresnega testa španskih bank, ki je pokazal, da bi španske banke za dokapitalizacijo potrebovale 59 mrd EUR. Po objavi rezultatov stresnega testa je bonitetna agencija Moody's podala še svoje mnenje in oceno, da bi kapitalske potrebe španskih bank lahko dosegle dvakratnik predvidenega zneska. Nasprotno od pričakovanj je Moody's obdržal bonitetno oceno Španije pri Baa3 in tako vsaj kratkoročno pomiril trge. Kljub temu lahko v letu 2013 pričakujemo dodatno znižanje bonitetne ocene Španije, to bi njen dolg potisnilo v območje ne-investicijskega razreda. Posledično se Španija ne bo zmožna več sama financirati na trgu.

V začetku oktobra je bila v Luksemburgu ustanovna seja ESM, ki je nasledil začasni mehanizem EFSF<sup>34</sup>. Državam, ki bodo zaprosile za pomoč, bo pomagal na več načinov - s posojili, s kupovanjem obveznic zadolženih držav na primarnem in sekundarnem trgu državnih dolžniških vrednostnih papirjev ter z dokapitalizacijo bank s posojili vladam članicam evroobmočja. ESM bo imel sicer enak status kot druge mednarodne finančne ustanove, denimo MDS. Sklad ESM ima trenutno 700 mrd EUR kapitala, ki je razdeljen na vplačane delnice in delnice na vpoklic, ter 500 mrd EUR posojilne zmožnosti.

Omenjeni dogodki ohranjajo razmeroma stabilne razmere na finančnih trgih, vendar ekonomisti opozarjajo, da so tudi za ECB vse večji izziv recesijske grožnje in upadanje kreditiranja zasebnega sektorja s strani bank. Evrska obrestna mera je pri 0,75 % že zdaj tako nizka, da njeno nadaljnje znižanje ne bi imelo velikega učinka na obseg kreditiranja bank, s tem pa na porabo oziroma investicije. Tako ostaja osnovna skrb ECB predvsem ponovna oživitev posojilne aktivnosti bank. Pri tem bi lahko uporabila podobne ukrepe kot Bank of England, ki omogoča bankam, ki se vključijo v njeno posojilno shemo<sup>35</sup>, dostop do ugodnih virov financiranja, ki jih nato te zaradi izpolnjevanja določenih zavez plasirajo nazaj v gospodarstvo v obliki kreditiranja zasebnega sektorja.



mag. Rene  
Redžič

Moody's ohranil bonitetno oceno Španije

Oktobra začel poslovati ESM

Ključna skrb ECB je oživitev posojilne aktivnosti

<sup>31</sup> European Stability Mechanism

<sup>32</sup> Federal Open Market Committee

<sup>33</sup> Quantitative easing

<sup>34</sup> European Financial Stability Facility

<sup>35</sup> Funding for Lending Scheme

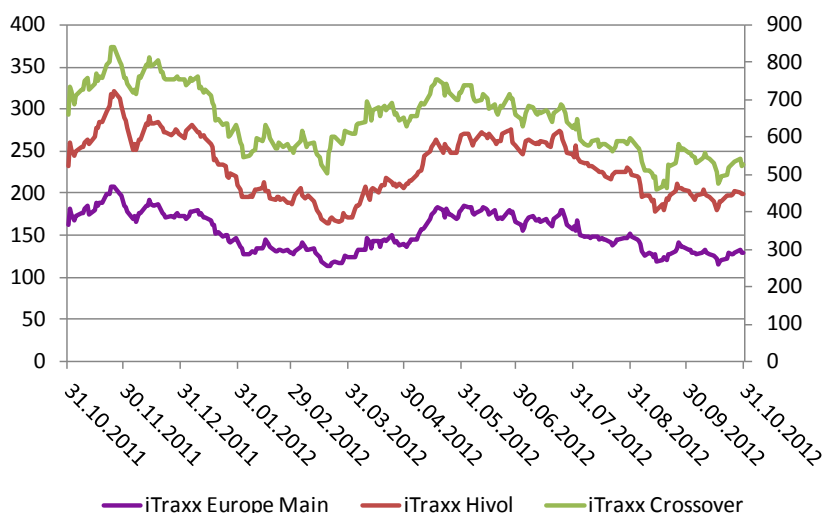


## Zniževanje kreditnih razmikov

Pričakovana gospodarska aktivnost v evroobmočju v letu 2013, trenutna zgodovinsko nizka zahtevana donosnost državnih obveznic razvitih držav in zniževanje kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah kažejo na to, da pred nami ne bo tako uspešno obdobje na dolžniških trgih. Slika 16 prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS<sup>36</sup>) kot najbolj razširjene in uveljavljene oblike kreditnih derivatov. Primerjalni indeks iTraxx Europe Main predstavlja gibanje CDS-ov na primeru 125 evropskih družb z investicijsko oceno, iTraxx Hivol gibanje CDS-ov 30 družb iz indeksa iTraxx Europe Main z najvišjimi kreditnimi razmiki, iTraxx Crossover pa gibanje CDS-ov 30 evropskih družb ne-investicijskega razreda. Opazno je zniževanje kreditnih razmikov tako pri družbah z investicijsko oceno kot pri evropskih družbah ne-investicijskega razreda.

Pred nami ne bo tako uspešno obdobje na dolžniških trgih

**Slika 16: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja**



Vir: Bloomberg 2012

Investitorji sprejemajo višje tveganje

Če se dotaknemo še evropskega finančnega sektorja, lahko ugotovimo, da je bil trend zniževanja kreditnih razmikov v tem sektorju še toliko bolj izrazit, kar velja tako za navaden dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sen) kot za podrejeni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sub). V tem obdobju se je znižal tudi kreditni razmik med navadnim in podrejenim dolgom (slika 17), saj so investitorji v iskanju bolj donosnih naložb sprejemali višje tveganje, kakršno prinaša podrejeni dolg.

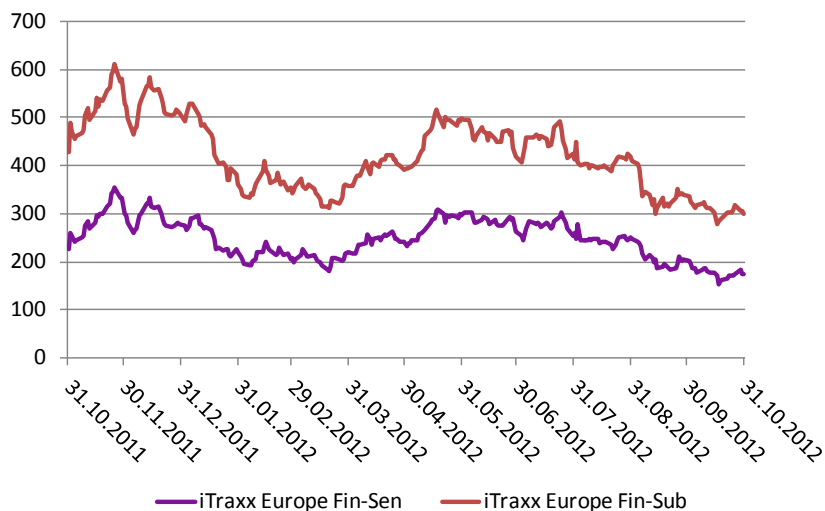
Stopnja neplačil na zgodovinsko nizkih ravneh

Pogled na stopnjo neplačil obveznosti izdajateljev obveznic ne-investicijskega razreda pokaže, da stopnja neplačil ostaja na zgodovinsko nizkih ravneh - blizu 3 %. Obrestno breme za družbe, ki tovrstne obveznice izdajajo, se je v primerjavi z letom 2010 precej znižalo. To pomeni pozitiven signal, ki krepi zaupanje investitorjev na dolžniških trgih, a je potrebno opozoriti na ponovno rast stopnje neplačil. Globalno se je stopnja neplačil obveznosti v tretjem kvartalu 2012 v primerjavi s tretjim kvartalom 2011 zvišala z 1,8 % na 3 %. Podoben trend je mogoče zaznati tako pri evropskih kot ameriških izdajateljih dolga.

<sup>36</sup> Credit default swap

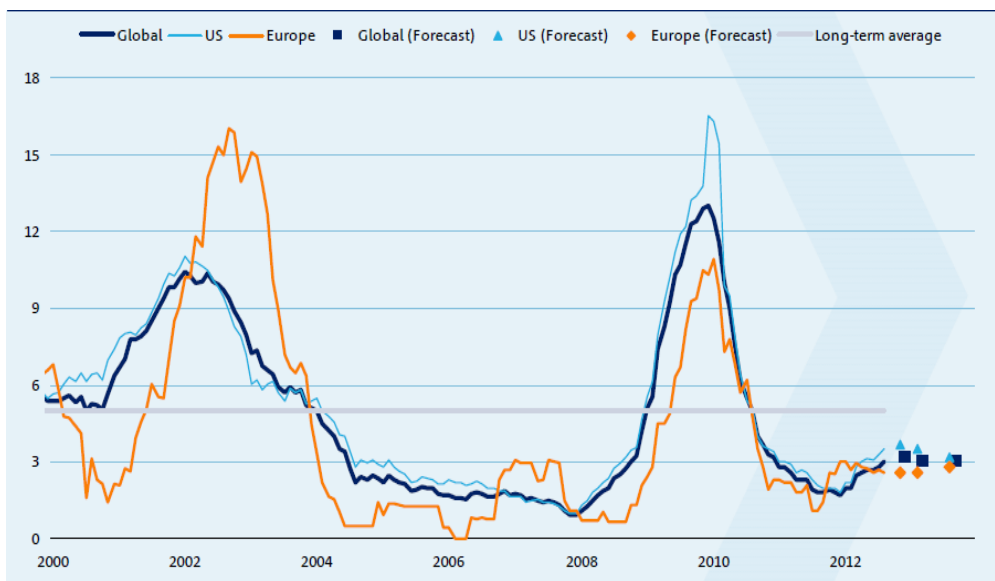


**Slika 17: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja**



Vir: Bloomberg 2012

**Slika 18: Gibanje stopnje neplačil obveznosti**



Vir: Moody's, BayernLB Research 2012

Bonitetna agencija Moody's je predstavila napoved gibanja stopnje neplačil obveznosti v letu 2013. Meni, da bo globalna stopnja neplačil ostala na podobni ravni kot v letu 2012, torej blizu 3 %. Pri ameriških izdajateljih se stopnja neplačil ne bo bistveno spremenila, znižala pa naj bi se stopnja neplačil obveznosti pri evropskih izdajateljih iz ne-investicijskega razreda.

V primeru poslabšanja gospodarskih razmer se lahko stopnja neplačil naglo zviša

Pri omenjeni napovedi svetujemo previdnost, saj ne upošteva pričakovanj investitorjev na dolžniških trgih, ki so pomemben kazalnik prihodnjega gibanja stopnje neplačil obveznosti. Če kreditni razmiki ponovno pričejo naraščati, temu praviloma z zamikom nekaj kvartalov sledi stopnja neplačil obveznosti. Empirična povezava med makroekonomskimi indikatorji (denimo indeksom nabavnih managerjev) in stopnjo neplačil dolga nadalje kaže na to, da se lahko ob poslabšanju makroekonomskega okolja, čemur smo trenutno priča v evroobmočju, stopnja neplačil obveznosti naglo zviša.

## Državne vs. podjetniške obveznice

---

V nadaljevanju se bomo dotaknili obeh temeljnih skupin obveznic, povezanih z vrsto izdajatelja, torej podjetniških in državnih obveznic. Po podatkih družbe Markit delež dolga izdajateljev v težavah (zanje obstajajo tehnični indikatorji, kot sta cena izdane obveznice in razmik donosnosti) na evropskem trgu obveznic ne-investicijskega razreda znaša skoraj 15 %. Med tovrstnimi izdajatelji z dobrimi 60 % prevladujejo izdajatelji iz perifernih držav. Najvišje tveganje neizplačil obveznosti nosijo izdajatelji iz panog finance, telekomunikacije in trajne potrošne dobrine (potrošniške storitve in mediji).

Smotrno je znižati izpostavljenost do perifernih držav

Pretekla rast na dolžniških trgih povzročila, da so se kreditni razmiki pri državnih in podjetniških obveznicah precej znižali, to še zlasti velja za obveznice izdajateljev iz perifernih držav (Španija, Italija). Zaradi slabšanja makroekonomskega okolja v evroobmočju je mogoče ponovno povečevanje kreditnih razmikov, posledično pa naraščanje zahtevane donosnosti pri obveznicah ne-investicijskega razreda. Zaradi systemskega tveganja je smotrno znižati izpostavljenost do državnih in podjetniških obveznic iz perifernih držav (izjema je Irska), še zlasti do izdajateljev dolga, katerih poslovanje je povezano pretežno z lokalnim okoljem. Najvišje tveganje tako nosijo izdajatelji iz panog finance in telekomunikacije, najmanjše pa tisti iz panog industrija ter materiali in surovine.

Občutljivost držav evroobmočja na zunanje vplive se povečuje

Pogled na preteklo dogajanje na dolžniških trgih pokaže, da so se med letoma 2010 in 2012, torej med dolžniško krizo, podjetniške obveznice investicijskega razreda odrezale bolje od državnih obveznic ter obveznic finančnih institucij. Razloge moramo iskati v težavah evropskega bančnega sistema in naraščajočem javnem dolgu držav članic evroobmočja. Občutljivost držav evroobmočja na zunanje vplive se povečuje, kar se lahko odrazi v višji zahtevani donosnosti na državne obveznice tako razvitih kot perifernih držav. To še zlasti velja za prve, saj so njihove zahtevane donosnosti na zgodovinsko nizkih ravneh (Tabela 7).

**Tabela 7: Pregled zahtevanih donosnosti 10-letnih državnih obveznic**

Država	Donos do dospelja 10-Y obveznice v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Švica	0,48	-23
Nemčija	1,46	-44
Velika Britanija	1,85	-13
Francija	2,24	-100
Italija	4,96	-196
Španija	5,62	+51
ZDA	1,69	-19
Japonska	0,78	-20
Kitajska	3,59	+14
Indija	8,22	-18
Rusija	7,44	-111
Brazilija	8,99	-232
Indonezija	5,71	-40
Filipini	5,11	-39
Čile	5,46	+25

Vir: Bloomberg 2012

\* donos do dospelja obveznic v lokalnih valutih z dne 31.10.2012;

\*\* sprememba glede na začetek leta 2012

Medtem ko je evropski finančni sektor v procesu razdolževanja, so se evropske družbe vse od začetka finančne krize leta 2008 soočale z oteženimi razmerami na trgu in so se temu tudi dokaj uspešno prilagodile. Verjetnost, da bi se kriza ponovila v takšnem obsegu, kot se je leta 2008, ni velika, zato je smotno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami investicijskega razreda. Pri tem bi izpostavili panogi industrija ter nafta in plin, saj tam ne pričakujemo večjih pritiskov na znižanje bonitetnih ocen izdajateljev dolga. Previdnost je potrebna pri izdajateljih iz avtomobilske industrije in panoge telekomunikacij (Tabela 8). Pri prvih zaradi nizke zahtevane donosnosti teh obveznic in cikličnosti poslovanja družb, pri drugih pa zaradi izpostavljenosti do perifernih držav. Med izdajatelji dolga v panogi finance bi omenili bolj kakovostne skandinavske, britanske in švicarske banke.

Naložbena priložnost so podjetniške obveznice investicijskega razreda panog industrija ter nafta in plin

**Tabela 8: iBoxx panožni indeksi - investicijski razred**

Panoga	Povprečen donos do dospelja v % (31.10.2012)	Povprečen kupon v % (31.10.2012)	Razmik v bazičnih točkah*
Zdravstvo	1,49	4,60	78
Avtomobilska industrija	1,63	4,14	124
IT	2,09	5,61	180
Materiali in surovine	2,19	4,75	144
Nafta in plin	2,24	4,53	145
Industrijsko blago in storitve	2,53	4,64	179
Telekomunikacije	2,70	4,87	173
Javne storitve	2,71	4,88	170
Finance	2,90	4,46	221

Vir: Markit

\*ASW (ang. 'Asset Swap Spread')-zamenjava kupona s fiksno OM za kupon z variabilno OM (Libor)

# Projekcije rasti BDP

Tabela 9: Realna rast BDP-ja

	Povprečje 94-03	2012P	2013P
<b>Svetovno gospod.</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>
ZDA	3,3	2,2	2,1
Kanada	3,5	1,9	2
Japonska	0,9	2,2	1,2
EMU	2,2	-0,4	0,2
- Nemčija	1,5	0,9	0,9
- Francija	2,2	0,1	0,4
- Italija	1,7	-2,3	-0,7
- Španija	3,6	-1,5	-1,3
Velika Britanija	3,5	-0,4	1,1
<b>Kitajska</b>	<b>9,4</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>
Indija	6	4,9	6
Rusija	0,7	3,7	3,8
Brazilija	2,5	1,5	4
Indonezija	3,1	6	6,3
Filipini	3,8	4,8	4,8
Čile	4,6	5	4,4
<b>Razviti trgi</b>	<b>2,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
<b>Razvijajoči se trgi</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>

P - projekcije

Vir: Mednarodni denarni sklad

## Tradicionalni dividendni model

Obstaja več načinov, kako lahko pridemo do ocene pričakovanih donosov za delnice, vsi pa vsebujejo predpostavke za prihodnost. Uporabili bomo standarden pristop k ocenjevanju, ki predpostavlja, da je cena delnic enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend, kjer je diskontna stopnja enaka netvegani obrestni meri in premiji za tveganje (ERP). Če predpostavljamo, da so ključni parametri konstantni, lahko izrazimo sedanjo vrednost z naslednjo enačbo:

$$\frac{P}{E} = \frac{div * (1 + g)}{r + ERP - g}$$

kjer je:

- P/E – razmerje cena/dobiček za preteklih 12 mesecev
- div – delež izplačanih dividend v dobičku
- r – netvegana obrestna mera
- ERP – premija za tveganje
- g – pričakovana rast dobičkov

Seveda parametri div, r in g niso konstantni v realnem svetu tako, da moramo uporabiti predpostavke, kakšne bodo te vrednosti povprečno v prihodnje, medtem ko lahko podatek P/E dobimo s trga kapitala.

**Delež izplačanih dividend v dobičku – div:** Uporabili smo mediano zadnjih petih let, ki je zelo blizu tudi deležu, ki so ga posamezni indeksi dosegli v zadnjem letu. Naredili smo le dva popravka za prihodnost (Rusija, Filipini), saj je bil pri prvem delež nerealno nizek, pri drugem pa visok.

**Netvegana obrestna mera – r:** za netvegano obrestno mero smo uporabili zahtevano donosnost desetletnih državnih obveznic v lokalni valuti (razviti trgi). Za razvijajoče se trge (BRIC, Frontier) smo uporabili zahtevano donosnost za državne obveznice, izdane v USD.

**Rast dividend – g:** to je ključna predpostavka, ki najpomembneje vpliva na pričakovano donosnost. Obstaja več metod, kako bi lahko napovedali rast dobičkov in dividend (zgodovinsko povprečje, fundamentalni pristop: ROE (1-div) ter makro pogled). Odločili smo se za makro pristop, ki temelji na tem, da bodo dobički rasli enako hitro, kot bo znašala gospodarska rast. Za razvite trge smo uporabili napovedi IMF (realna rast plus pričakovana inflacija). Tukaj bi lahko uporabili argument, da bo rast dobičkov v prihodnje nižja od rasti gospodarstva, saj so profitne marže in donosnost na kapital na zgodovinskih ravneh, na drugi strani pa podjetja niso omejena le na domače gospodarstvo, ampak velik del dobičkov ustvarijo na tujih trgih (predvsem EM), kar pomeni, da bi lahko napovedano rast dvignili. Zaradi teh nasprotujočih si argumentov smo se odločili pustiti napovedano rast dobičkov in dividend enako napovedani nominalni gospodarski rasti. Pri razvijajočih se trgih pa moramo poleg nominalne gospodarske rasti upoštevati še apreciacijo/depreciacijo valut, ki v večini primerov pozitivno vpliva na pričakovano rast dobičkov. Kljub temu so v primerjavi z IMF naše napovedi konzervativne, predvsem z vidika, da se bo delež dobičkov v BDP v prihodnje zmanjševal v korist višjih dohodkov zaposlenih. Uporaba drugih dveh pristopov bi dala mnogo višje napovedi rasti dobičkov kot makro pristop.

# Pričakovani donosi delniških trgov

Tabela 10: Pričakovani donosi za izbrane delniške trge na dan 15.11.2012

na 15.11.2012	E P/E 2012	div	g	RF	E (TR) <sup>37</sup>	ERP
<b>Razviti trgi</b>						
ZDA	13,8	32,60%	4,60%	1,63%	<b>7,08%</b>	5,45%
Velika Britanija	11,2	48,20%	3,80%	1,81%	<b>8,27%</b>	6,46%
Nemčija	10,4	42,30%	3,00%	1,39%	<b>7,19%</b>	5,80%
Francija	10,7	45,60%	2,70%	2,11%	<b>7,08%</b>	4,97%
Japonska	16,8	30,80%	1,30%	0,72%	<b>3,16%</b>	2,44%
<b>BRIC</b>						
Kitajska	9,6	31,50%	8,00%	3,00%	<b>11,54%</b>	8,54%
Indija	15	21,50%	10,00%	4,00%	<b>11,58%</b>	7,58%
Rusija	5,5	15,00%	6,00%	2,96%	<b>8,89%</b>	5,93%
Brazilija	16	38,40%	6,00%	2,51%	<b>8,54%</b>	6,03%
<b>Frontier</b>						
Indonezija	15,9	42,00%	9,00%	2,92%	<b>11,88%</b>	8,96%
Filipini	17,3	50,00%	7,00%	2,16%	<b>10,09%</b>	7,93%
Čile	18,1	42,60%	7,00%	2,10%	<b>9,52%</b>	7,42%
<b>Razviti trgi</b>						
<b>(MSCI World Index)</b>	<b>13,2</b>	<b>39,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>1,50%</b>	<b>7,07%</b>	<b>5,54%</b>
<b>Razvijajoči se trgi</b>						
<b>(MSCI EM Index)</b>	<b>11,3</b>	<b>30,60%</b>	<b>8,00%</b>	<b>2,80%</b>	<b>10,92%</b>	<b>8,17%</b>

Vir: Infond

<sup>37</sup> Izračuni pričakovane donosnosti so narejeni za posamezne delniške trge in ne predstavljajo pričakovane donosnosti skladov, ki jih upravlja Infond. Izračuni so narejeni na podlagi predpostavk, ki pa so lahko predmet sprememb. Dejanski donosi so tako lahko razlikujejo od prikazanih izračunov pričakovane donosnosti.

**Kazalo tabel:**

Tabela 1: Hiter pogled po državah 2013 .....	2
Tabela 2: Ekonomski učinki fiskalnega prepada na BDP in zaposlenost v ZDA v letih 2013 in 2014 .....	4
Tabela 3: Pričakovani donosi za ameriški trg .....	7
Tabela 4: Pomembnejši evropski indeksi .....	12
Tabela 5: Pričakovani donosi za izbrane evropske delniške trge .....	14
Tabela 6: Pričakovani donosi za izbrane delniške trge držav v razvoju.....	20
Tabela 7: Pregled zahtevanih donosnosti 10-letnih državnih obveznic .....	25
Tabela 8: iBoxx panožni indeksi - investicijski razred.....	25
Tabela 9: Realna rast BDP-ja .....	26
Tabela 10: Pričakovani donosi za izbrane delniške trge na dan 15.11.2012.....	28

**Kazalo slik:**

Slika 1: Gibanje ameriškega BDP-ja po letih .....	3
Slika 2: Okrevanje nepremičninskega trga .....	5
Slika 3: Gibanje povprečnega donosa na delnico, operativne marže in kazalnika P/E .....	6
Slika 4: Gibanje MSCI Europe v letu 2012.....	8
Slika 5: Sprememba BDP-ja evroobmočja v %.....	9
Slika 6: Tekoči račun po državah v % BDP-ja .....	10
Slika 7: Stroški dela na enoto proizvoda v obdobju 1999 - 2011 .....	10
Slika 8: Delež javnega dolga v BDP .....	11
Slika 9: Gibanje MSCI Europe in kazalnika P/B .....	13
Slika 10: Primerjava dividendne donosnosti MSCI Europe in 10 letnih nemških državnih obveznic....	13
Slika 11: Rast cen nepremičnin in plač na Kitajskem po letih v %.....	16
Slika 12: Neposredne tuje investicije v mio USD v Indoneziji.....	17
Slika 13: Gibanje pritoka kapitala, tekočega dela PB in blagovne menjave Filipinov v mio USD .....	18
Slika 14: Razmerje P/B razviti in razvijajoči se trgi .....	20
Slika 15: Dividendna donosnost razviti in razvijajoči se trgi.....	20
Slika 16: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na prim. evropskih družb nefinančnega sektorja.....	22
Slika 17: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb finančnega sektorja.....	23
Slika 18: Gibanje stopnje neplačil obveznosti .....	23



KBM Infond, družba za upravljanje, d.o.o. - Skupina Nove KBM  
Vita Kraigherja 5  
2000 Maribor

Telefon: 02/229 2080  
Telefaks: 02/229 2796  
Brezplačna tel. št. 080 22 42  
[www.infond.si](http://www.infond.si)  
[info@infond.si](mailto:info@infond.si)