

POGLED 2014

Gospodarska rast se krepi in delnice ostajajo najbolj zanimiv naložbeni razred



Naložbeni **mozaik**

Naložbeni**mozaik**

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Uroš Vek,
upravljavec premoženja,
02/229 1999, uros.vek@infond.si

ČLANA:

Aleš Šoba, CFA,
upravljavec – analitik,
02/229 1686, ales.soba@infond.si

mag. Jure Dubravica,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 2782, jure.dubravica@infond.si

AVTORJA ČLANKOV

Uroš Vek,
upravljavec premoženja,
02/229 1999, uros.vek@infond.si

Aleš Šoba, CFA,
upravljavec – analitik,
02/229 1686, ales.soba@infond.si

mag. Jure Dubravica,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 2782, jure.dubravica@infond.si

mag. Barbara Gačnik,
namestnica direktorja sektorja naložb,
02/229 2786, barbara.gacnik@infond.si

mag. Rene Redžič,
upravljavec premoženja,
02/229 2764, rene.redzic@infond.si

Marko Tomanič,
upravljavec premoženja,
02/229 2770, marko.tomanic@infond.si

Uroš Selič,
upravljavec – analitik,
analitik, 02/229 1647, uros.selic@infond.si

Damjan Kovačič,
upravljavec – analitik,
02/229 1685, damjan.kovacic@infond.si

Aleš Grbić,
upravljavec – analitik,
02/229 1687, ales.grbic@infond.si

VSEBINA

- 3** Povzetek
- 5** Delniški trgi po regijah
 - 5 - ZDA (Uroš Vek)
 - 12 - Evropa (Aleš Šoba, CFA)
 - 20 - Japonska (Uroš Vek)
 - 24 - EM – države v razvoju (mag. Jure Dubravica)
- 34** Delniški trgi po sektorjih
 - 34 - Energetika (Uroš Selič)
 - 36 - Surovine in predelovalna industrija (Damjan Kovačič)
 - 38 - Industrija (Marko Tomanič)
 - 40 - Trajne potrošne dobrine (Aleš Šoba)
 - 42 - Osnovne potrošne dobrine (Aleš Grbić)
 - 44 - Zdravstvo (mag. Barbara Gačnik)
 - 46 - Finančne storitve (Damjan Kovačič)
 - 48 - Informacijska tehnologija (Aleš Grbić)
 - 50 - Telekomunikacije (mag. Barbara Gačnik)
 - 52 - Javna oskrba (Uroš Selič)
- 54** Obvezniški trgi (mag. Rene Redžič)

Povzetek

Delniški naložbeni razred ohranja atraktivnost v primerjavi z obvezniškimi naložbami. Pričakujemo lahko nadaljevanje trenda rasti donosnosti obveznic kot posledice zmanjšanja odkupa vrednostnih papirjev s strani ameriške centralne banke (Fed). Počasi bo prišlo do normalizacije monetarne politike in višje svetovne gospodarske rasti, kar bo pozitivno vplivalo na rast dobičkonosnosti podjetij in podprlo delniške trge. Relativna primerjava delniških in obvezniških naložb razkriva, da so delnice še vedno podcenjene. Gibanje pribitka za kapitalsko tveganje, kar pomeni pričakovan preseženi donos delnic nad netvegano naložbo, dosega razmeroma visoke nivoje. Razlog je predvsem v zgodovinsko nizkih obrestnih merah in po našem mnenju v precenjenosti državnih obveznic.

V okviru delniških naložb menimo, da sta najbolj privlačni regiji Evropa in EM – države v razvoju. V Evropi imamo kombinacijo ugodnih vrednotenj in izboljšanja gospodarske rasti, relativno gledano, pa so države v razvoju podcenjene. V vrednotenjih je do 25 % razkoraka v primerjavi z razvitimi državami.

• **ZDA** – gospodarstvo nadaljuje okrevanje in bo v letu 2014 doseglo višje stopnje rasti predvsem zaradi manjšega obsega fiskalne konsolidacije. Na področju monetarne politike se napovedujejo spremembe, tako v sami vsebini kot na predsedniškem mestu. Fed bo predvidoma marca prihodnje leto začel delati prve korake v smeri manjšega odkupa vrednostnih papirjev. Politike nizkih obrestnih mer s tem še ne bo hitro konec, saj bodo te tudi po odpravi ukrepa kvantitativnega sproščanja še lep čas na

zgodovinsko nizkih nivojih. Rast ameriških delniških tečajev v preteklih petih letih je vrednotenja potisnila nad dolgoročno povprečje, vendar so delnice v primerjavi z ameriški državnimi obveznicami še vedno atraktivnejše.

• **EVROPA** – doživlja počasno gospodarsko okrevanje prvič po šestih četrtletjih negativne rasti. Ob nadaljevanju ekspanzivne monetarne politike pričakujemo nadaljnjo gospodarsko rast v 2014. Višja gospodarska rast tako obeta višje dobičke. Dobičkonosnost evropskih podjetij je na cikličnem dnu v primerjavi z ameriški konkurenti in hkrati pod dolgoročnim povprečjem. Na drugi strani vrednotenja evropskih podjetij ostajajo nizka tako v absolutnem kot relativnem smislu.

• **JAPONSKA** – premier Shinzo Abe želi izboljšati gospodarstvo s kombinacijo ukrepov ekspanzivne monetarne in fiskalne politike ter s strukturnimi reformami. Njihova ključna cilja sta depreciacija jena in letna inflacija okrog 2 %. Rezultati so že vidni v depreciaciji jena in rasti inflacije. Preporod japonskega kapitalskega trga vrednotenj delnic ni bistveno spremenil, predvsem ker so rasti tečajem sledili dobički podjetij. V preteklih 21 letih je bilo šest primerov, ko je Nikkei v pol leta zrastel za več kot 30 %. Kasneje se je izkazalo, da je bilo to zgolj napačno upanje. Da tokrat ne bo tako, bo treba izvesti strukturne reforme in pospešiti ekspanzivno monetarno politiko.

• **EM – DRŽAVE V RAZVOJU** – skupna značilnost večine držav je nižja gospodarska rast, kot smo je bili vajeni v preteklosti. Vrednotenja na delniških trgih

Delnice v primerjavi z ameriški državnimi obveznicami še vedno atraktivnejše

Delnice še vedno podcenjene

Najbolj privlačni regiji Evropa in EM – države v razvoju

V preteklih 21 letih je bilo šest primerov

Delnice družb iz držav v razvoju so v primerjavi z delnicami družb iz razvitih držav cenejše

Najbolj zanimiva sektorja energija in IT

Najvišje vrednoteni defenzivni sektorji

Naložbene priložnosti vidimo predvsem pri podjetniških obveznicah evropskih izdajateljev in izdajateljev iz razvijajočih se držav

so pod večletnimi povprečji. Delnice družb iz držav v razvoju so v primerjavi z delnicami družb iz razvitih držav cenejše. Skupno tveganje za te trge je prav tako močno povezano in izhaja iz postopnega zmanjševanja odkupa državnih obveznic s strani ameriške centralne banke.

• **DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH** – do sredine novembra so bili v letu 2013 najuspešnejši sektorji trajne potrošne dobrine, zdravstvo in industrija. Prva dva sta dosegla donos okrog 30 %, medtem ko tretji skoraj 25 %, merjeno v evrih. Najslabše se je odrezal sektor surovin, ki je beležil celo negativno donosnost. Z vidika vrednotenja sta najbolj zanimiva sektorja energija in IT, kjer je pričakovani PE za 2014 okrog 12. Na drugi strani so najvišje vrednoteni defenzivni sektorji, predvsem sektor potrošnih dobrin in zdravstva.

• **OBVEZNICE** - z ukrepi ekspanzivne monetarne politike je Evropska centralna banka (ECB) naredila korak naprej pri reševanju dolžniške krize. Deloma je k temu prispevalo izboljšano makroekonomsko

okolje v Evropi, ki se je v tretjem četrtletju vrnila na pot gospodarskega okrevanja. Sicer pa bosta usodo dolžniških trgov tudi v letu 2014 krojili ameriška centralna banka (Fed) in ECB. Pričakujemo lahko, da bo Fed pričel v letu 2014 postopoma zmanjševati obseg odkupov hipotekarnih in državnih obveznic (t.i. program kvantitativnega sproščanja). Čeprav v letu 2014 nobena izmed omenjenih centralnih bank še ne predvideva dviga kratkoročnih obrestnih mer, lahko pri srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih merah pričakujemo njihovo postopno zviševanje, posledično tudi zviševanje zahtevane donosnosti obveznic, še zlasti državnih obveznic razvitih držav daljše ročnosti ter obveznic podjetij naložbenega razreda z visoko bonitetno oceno, ki delujejo v nekaterih necikličnih panogah. Torej obveznic, katerih zahtevane donosnosti so se ob iskanju varnosti s strani investorjev v zadnjih nekaj letih znižale na zgodovinsko nizke ravni. Naložbene priložnosti vidimo predvsem pri podjetniških obveznicah evropskih izdajateljev in izdajateljev iz razvijajočih se držav.

Tabela 1: Hiter POGLED 2014 po državah

	Makro slika ¹	Vrednotenje ²
Razviti trgi		
ZDA	↑	=
Japonska	=	=
EU	↑	↑
- Nemčija	↑	=
- Francija	=	=
- Italija	=	↑
- Španija	↑	↑
- Velika Britanija	↑	↑
EM - Razvijajoči se trgi		
- Kitajska	=	↑
- Indija	↓	=
- Rusija	=	↑
- Brazilija	=	=
- EM – Ex BRIC	↑	↑

Vir: Infond.

¹ Makro slika: pozitivna pričakovanja (↑), ne pričakujemo bistvenih sprememb (=), negativna pričakovanja (↓).

² Vrednotenje: delniški trg podcenjen (↓), delniški trg pošteno vrednoten (=), delniški trg precenjen (↑).

Delniški trgi po regijah

ZDA: lažji del okrevanja pri koncu

V letu 2014 pričakujemo višjo gospodarsko rast, in sicer med 2,5 do 3 %. Razloge kaže iskati predvsem v manjši potrebi po fiskalni konsolidaciji, nadaljnem okrevanju realnega sektorja in izboljšanju razmer na izvoznih trgih.

Rekordne vrednosti ameriških delniških trgov so vrednotenja dvignile nekoliko nad dolgoročno povprečja in v primerjavi z

ostalimi svetovnimi ameriški delniški trgi v prihodnjem letu izkazujejo večja tveganja. Podjetja beležijo rekordno poslovanje in izboljšajo ga lahko samo z rastjo prihodkov, operativno pa so dosegla zgodovinski maksimum. V primerjavi z obveznicami so delniške naložbe še vedno atraktivnejše. Iz gibanja pribitka za kapitalsko tveganje (ERP³) izhaja, da so delnice v primerjavi z obveznicam podcenjene.



Uroš Vek

Konsolidacija javnih financ in politika zavirali rast

Gospodarstvo ZDA je v tretjem četrtletju 2013 beležilo rast BDP 1,6 % na medletni ravni, kar je sicer nižje od lanske visoke, 3,1% rasti, vendar je spričo močnega »vetra v prsi« relativno ugoden rezultat. Ključni razlog za nižjo gospodarsko rast izvira iz fiskalne konsolidacije ameriškega proračuna. Po pozitivnih makro-ekonomskih gibanjih v prvem polletju je v bilo v drugi polovici leta v ospredju vprašanje morebitnega zmanjšanja odkupa državnih obveznic s strani centralne banke Fed⁴ in problem

političnega usklajevanja o zgornji meji zadolževanja.

Državni proračun bo leto 2013 predvidoma sklenil z deficitom pod 4 %, leta 2009 je bil še 10 % BDP-ja. Trend konsolidacije javnih financ traja že tri leta. Spodnji graf predstavlja prispevek javne potrošnje k rasti: vse od sredine leta 2012 upada in naj bi negativno prispevala k rasti v višini ene o.t. Na drugi strani je prispevek privatnega sektorja skoraj dve o.t.

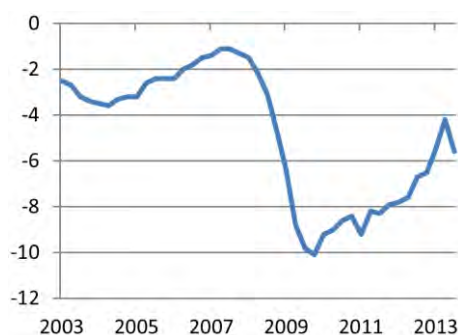
Trend konsolidacije javnih financ

Slika 1: Prispevek javnega in privatnega sektorja k rasti BDP ZDA



Vir: Barclays 2013

Slika 2: Gibanje primanjkljaja/presežka ameriškega proračuna v % BDP na medletni ravni



Vir: Bloomberg 2013

³ EPR - presežen donos delnic nad netvegano naložbo, v našem primeru ameriške državne obveznice.

⁴ Federal Reserve.

Zaradi pomanjkanja finančnih virov delala omejeno

V drugem polletju je dolgotrajno dogovarjanje ameriških politikov o zgornji meji zadolžitve na kapitalskih trgih povzročilo nekaj negotovosti. Vlada je januarja 2013 sprejela zakon⁵, ki je dvignil zgornjo mejo zadolžitve ZDA s 16,4 na zgolj 16,7 trilijona \$. Ponovno se je pojavil problem zadolžitve, to pa je sprožilo merjenje moči demokratov in republikancev v začetku oktobra. Zvezna vlada je zaradi pomanjkanja finančnih virov delala omejeno. 800.000 tisoč zaposlenih je bilo

do 17. oktobra na prisilnem brezplačnem dopustu. Dogovor je bil ponovno polovičen, saj se jim je uspelo dogovoriti za financiranje zvezne vlade do 15. januarja 2014 in neupoštevanje zgornje meje zadolževanja do 7. februarja 2014. V vmesnem času naj bi oba domova ameriškega parlamenta pripravila trajno rešitev. V letu 2014 lahko torej pričakujemo ponovno debato in posledično dodatno politično tveganje za kapitalske trge.

Fed presenetil, vendar zgolj prestavil

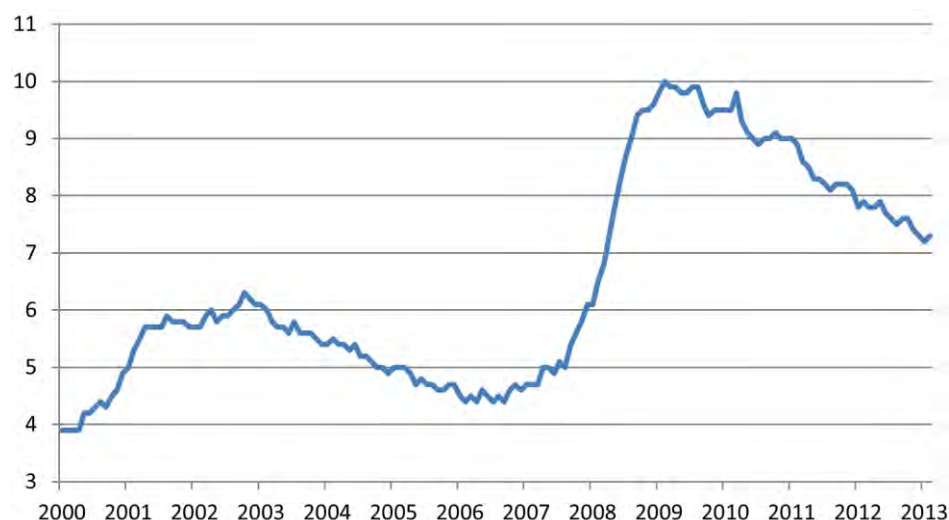
Fed v javni komunikaciji trge pripravljaj

Septembrska odločitev Odbora za operacije na odprtem trgu (FOMC⁶), da ne zmanjša odkupa ameriških hipotekarnih in državnih obveznic s trenutnih 85 milijard \$ na mesečni ravni, je kapitalske trge presenetila. Fed je več mesecev v javni komunikaciji trge pripravljaj na morebitno zmanjšanje ekspanzivne monetarne politike, a se to ni zgodilo. Pojasnilo je bilo, da podatki niso dovolj potrjevali stabilne gospodarske rasti. Predsednik uprave Feda Ben Bernanke je v govoru po zasedanju dejal, da vse več indikatorjev kaže na močno in stabilnejše okrevanje gospodarstva, vendar bo odbor počakal na dodatne dokaze, preden bo ukrepal.

Ameriška centralna banka si prizadeva doseči dva enakovredna dolgoročna cilja, in sicer polno zaposlenost ter »stabilne« cene⁷. Kot »stabilne« cene razume inflacijo na letni ravni 2 %, polno zaposlenost pa trenutno ocenjuje pri stopnji brezposelnosti med 5,2 do 6 %. V komunikaciji z javnostjo v preteklih mesecih je bilo poudarjeno, da dviga kratkoročnih obrestnih mer ne bo, dokler ne bo stopnja brezposelnost pod 6,5 %. Pričakovanja so, da naj bi nizke obrestne mere ostale na sedanjih nivojih vsaj do konca 2015.

Nizke obrestne mere ostale na sedanjih nivojih vsaj do konca 2015

Slika 3: Stopnja brezposelnosti v ZDA v %



Vir: Bloomberg 2013.

⁵ American Taxpayer Relief Act of 2012.

⁶ Federal Open Market Committee – ključni organ odločanja Federal Reserve.

⁷ http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.

Kapitalski trgi pozorno spremljajo predsedniško roščado Feda, ki se bo zgodila v začetku leta 2014. Najverjetnejša kandidatka za enega najvplivnejših položajev na svetu in definitivno najvplivnejšega v finančnem svetu je Janet Yellen. Bila bi prva ženska v stoletni zgodovini na čelu Feda. Ta ameriška ekonomistka je v karieri zasedala že mnoge pomembne položaje. Bila je predsednica centralne banke San Francisca, članica Odbora ekonomskih svetovalcev Beli hiši v času predsedovanja Billa Clintona, profesorica na Univerzi v Kaliforniji ter nazadnje članica Odbora Feda. Njeno imenovanje bi pomenilo nadaljevanje monetarne politike Bena Bernankeja.

Ne glede na izbiro kandidata bo največji zgodovinski izziv ameriške monetarne politike, kdaj in kako umakniti »lahek« denar ter kako komunicirati dvig ključne obrestne mere, ne da bi se hkrati poslabšalo gospodarsko okolje. Ključna ekonomista Feda (William English in David Wilcox), ki svetujeta FOMC, sta pred kratkim izdala članka, iz katerih je mogoče razbrati razmišljanje in prihodnjo usmeritev centralne banke. Članka sta kompleksna, vendar bi lahko ugotovitve strnili v tri sklope⁸:

- zmanjšanje odkupa vrednostnih papirjev ni ključna debata centralne banke in je postalo drugorazredno vprašanje. Zgolj vprašanje časa je, kdaj se bo začelo in končalo (govorimo o mesecih). To pomeni, da je Fed končal rast bilančne vsote in je tako njena velikost predvidljiva. Fed se sedaj ukvarja z ukrepom dviga ključne obrestne mere.

- menita, da optimalna monetarna politika čim dlje ohranja nizke kratkoročne obrestne mere. Prvi dvig obrestnih mer naj bi se zavlekel v leto 2017, kar je dobro leto kasneje kot trenutno pričakujejo trgi. Problem Feda je, kako prepričati trge, da bodo obrestne mere dejansko ohranili na nizkih nivojih, kljub inflaciji nad 2 % in padanju brezposelnosti. V članku so nakazali, da bi lahko postavili nov cilj monetarne politike, in sicer padec stopnje brezposelnosti na 5,5 %. To je za eno o.t. nižje od trenutnega cilja.

- pomembna ugotovitev ekonomistov je, da ponudbena ekonomika, ki je bila ključna zasnova ameriške ekonomske politike v preteklih desetletjih, v trenutnih razmerah ne daje pravih rešitev. Potencialni output je od krize padel za 7 %, predvsem zaradi padca stopnje rasti produktivnosti. Wilcox meni, da večina izgube potencialnega outputa izvira iz pomanjkanja povpraševanja. V članku navaja, da bi se nizke stopnje kapitalskih investicij povzpelle, če bi se povpraševanje povečalo. Poudarja, da povpraševanje kreira ponudbo, kar je prav nasprotno od preteklega razmišljanja ameriških ekonomistov vse od Friedmana naprej.

V prihodnjih letih bo sprejemanje teh odločitev pomembno vplivalo na kapitalske trge. To se kaže že pri zmanjšanju odkupa obveznic, saj bo zamenjava na vrhu centralne banke pripeljala do tega, da bo najverjetneje odkup manjši šele marca 2014. Spodaj je predstavljena projekcija, ki so jo pripravili pri Capital Economics (CE⁹) in predvideva, da se bodo odkupi vrednostnih papirjev s strani Feda v celoti končali jeseni 2014.

Janet Yellen

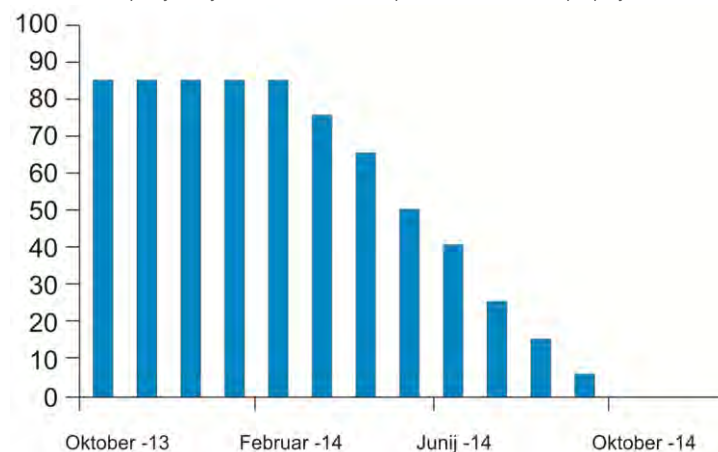
Čim dlje nizke kratkoročne obrestne mere

Ponudbena ekonomika v trenutnih razmerah ne daje pravih rešitev

Kdaj in kako umakniti »lahek« denar

Zmanjšanje odkupa vrednostnih papirjev ni ključna debata

Slika 4: CE projekcija mesečnih odkupov vrednostnih papirjev Feda v mrd \$



Vir: Capital Economics 2013.

⁸Vir: Financial Times - <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/11/07/what-fed-economists-are-telling-the-fomc/>

⁹Capital Economics - neodvisno svetovalno podjetje, ki se ukvarja z ekonomskimi raziskavami.

Okrevanje realnega sektorja se nadaljuje

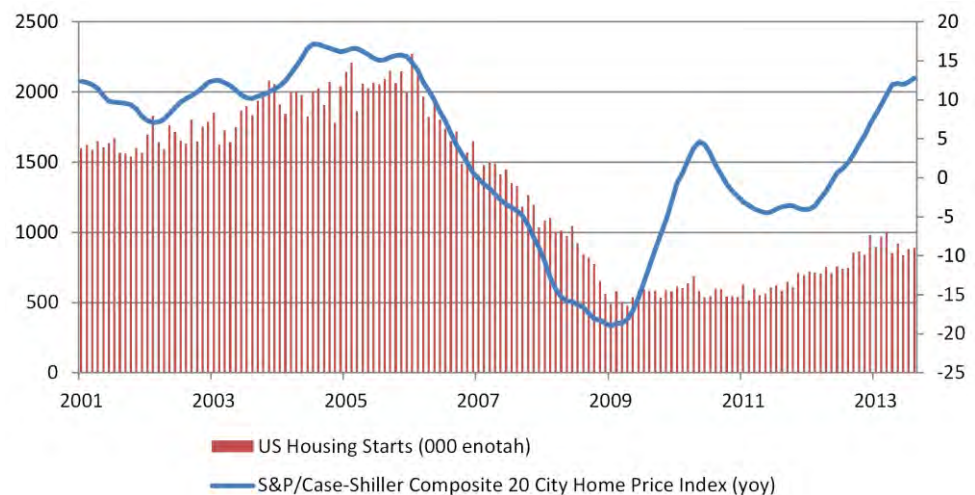
Napovedi za 2014
so spodbudne

Okrevanje
nepremičninskega sektorja
in močnejše tuje
povpraševanje

Fiskalna konsolidacija, politično pregovarjanje in dvig dolgoročnih obrestnih mer z 1,63 % v maju na 2,9 % v septembru niso bistveno škodili ameriškemu gospodarstvu. Napovedi za 2014 so spodbudne, saj se pričakuje gospodarska rast okrog 2,5 % in leto kasneje 3 %¹⁰. Razlogi so v manjšem vplivu fiskalne konsolidacije na rast, saj bo znižanje deficita pod 4 % v 2013 pozitivno presenetilo in s tem zmanjšalo potrebo po ostrejših javnih rezih. Na fiskalnem področju je ameriška administracija opravila večji del naloge in izpeljala pomembne in pozitivne korake.

Ključna dejavnika rasti v prihodnje bosta nadaljnje okrevanje nepremičninskega sektorja in močnejše tuje povpraševanje. Gibanje cen ameriških nepremičnin raste vse od 2008 in je avgusta letos na letni ravni znašalo skoraj 13 %. V marcu je začetek gradenj v ZDA dosegel vrh, in sicer nad milijon enot na mesečni ravni. Tako visoko število začetih gradenj je bilo doseženo prvič v preteklih petih letih.

Slika 5: Ameriški nepremičninski sektor



Vir: Bloomberg 2013.

Trenutno obsegajo
izkoriščene kapacitete
dobrih 78 %

Pozitivni segment ameriškega gospodarstva je industrijska proizvodnja, kjer ključni indikatorji kažejo na nadaljnjo rast. ISM Manufacturing indeks, ki je t.i. »forward leading indicator« oz. indikator prihodnjega dogajanja v segmentu industrije, je bil konec septembra 56,2. Vrednost nad 50 pomeni rast industrijskega sektorja. Na drugi strani proizvodne kapacitete

ameriškega gospodarstva še niso dosegle nivojev pred krizo 2008. Trenutno obsegajo izkoriščene kapacitete dobrih 78 %, pred krizo so bile nad 80 %. Tveganja inflacijskih pritiskov, ki bi izhajali iz proizvodnega sektorja, za zdaj ni.

Slika 6:

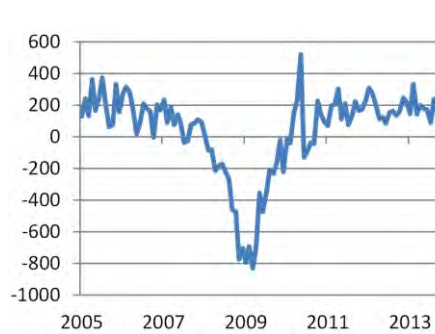
Gibanje indeksa ISM Manufacturing



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 7:

Gibanje zaposlenosti v ZDA v 000



Vir: Bloomberg 2013.

Pred nami je obdobje kombinacije zmerne gospodarske rasti in zaposlenosti, a hkrati padanja stopnje brezposelnosti. T.i. »baby boom« generacija se namreč upokojuje in zato je potreben manjši dvig zaposlenosti za nižanje stopnje brezposelnosti. Predvideva se, da mesečno zaposlovanje med 75 in 100 tisoč ljudi ohranja trenutne

nivoje. Ta čas znaša mesečno zaposlovanje v neemetijskih sektorjih okrog 150 tisoč oseb. Število, ki presega 100 tisoč zaposlenih na mesečni ravni, prispeva k nižji stopnji brezposelnosti. Zaradi zmanjšanja ponudbe delovne sile bo rast potencialnega BDP-ja v prihodnje manjša.

Kombinacije zmerne gospodarske rasti in zaposlenosti, a hkrati padanja stopnje brezposelnosti

Vrednotenja delniškega trga

Za vlagatelje v ameriške delniške naložbe je bilo leto 2013 nadpovprečno donosno. Dow Jones in indeks S&P 500 sta beležila nove zgodovinske vrhove. Razloge kaže iskati v izboljšanju gospodarske aktivnosti ZDA, ekspanzivni monetarni politiki Fed, izboljšanju razmer v Evropi in višji naklonjenosti vlagateljev tveganim naložbam.

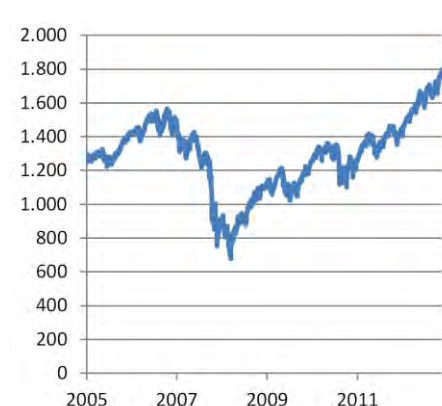
Primerjava gibanja dividendne donosnosti indeksa S&P 500 in 10-letnih obveznic ZDA pokaže, da se je slednja prvič v preteklih nekaj letih povzpela nad dividendno.

Dotaknila se je meje 3 %, medtem ko je dividendna donosnost ostala okrog 2 %. Ta premik odseva večjo naklonjenost vlagateljev tveganim naložbam, predvsem delnicam. Gibanje denarnega toka investicijskih skladov nas vodi k enakim ugotovitvam. Na podlagi podatkov EPFR Global so globalni obvezniški skladi v tretjem četrtletju imeli rekordno visoke neto odlive, in sicer 61,5 mrd \$. Od tega se je 66 % vseh odlivov nanašalo na ameriške obvezniške sklade. Na drugi strani so globalni delniški investicijski skladi beležili 73 mrd \$ neto prilivov.

Nadpovprečno donosno

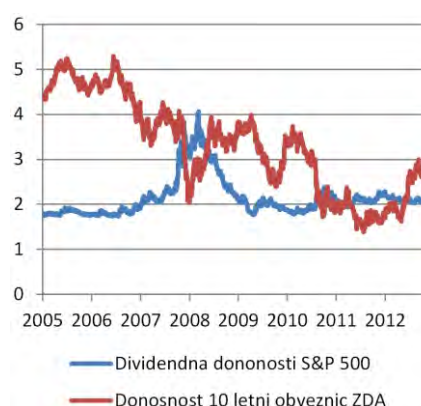
Naklonjenost vlagateljev tveganim naložbam

Slika 8: Gibanje indeksa S&P 500



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 9: Dividenda donosnosti S&P 500



Vir: Bloomberg 2013.

Poslovni rezultati ameriških podjetij so rekordni

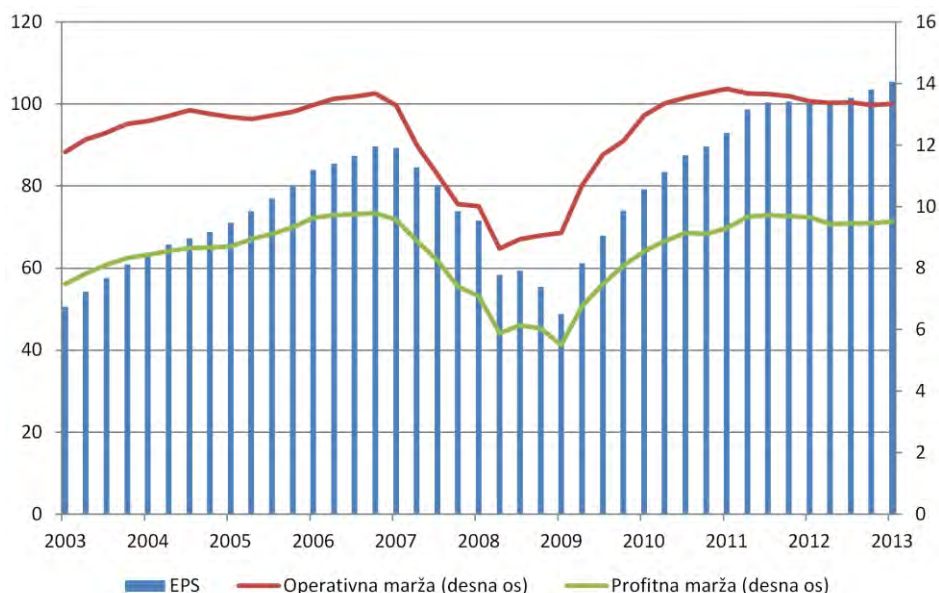
Obstajata dve skupini

Bližje konservativnejši skupini

Poslovni rezultati ameriških podjetij so rekordni, vendar so rasti dobičkov in prihodkov nižje kot v predhodnih četrletjih. Marže, tako operativne kot profitne, dosegajo zgornje nivoje preteklih desetih let. Povprečna operativna marža je trenutno 94 bps¹¹ in profitna marža 52 bps nad desetletnim povprečjem. O gibanju marž ameriških podjetij v prihodnje teče polemika. Obstajata dve skupini, ena zagovarja ohranitev in nadaljnjo rast marž, druga (konzervativnejša) pa napoveduje padanje marž. V prvi skupini so predvsem

tisti, ki so bolj optimistični in menijo, da lahko zaradi nizke inflacije in negativnega trenda gibanja cen surovin pričakujemo vsaj ohranitev marž na trenutnih nivojih. Druga skupina pa meni, da se bodo marže vrstile na dolgoročno povprečje, kar pomeni zmanjšanje dobičkov. Po našem mnenju v prihodnjem letu ni pričakovati bistvenih rasti marž. Zaradi tega smo bližje konservativnejši skupini. V rasti prihodkov vidimo možnosti za izboljšanje dobičkonosnosti podjetij.

Slika 10: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeks S&P 500



Vir: Bloomberg 2013.

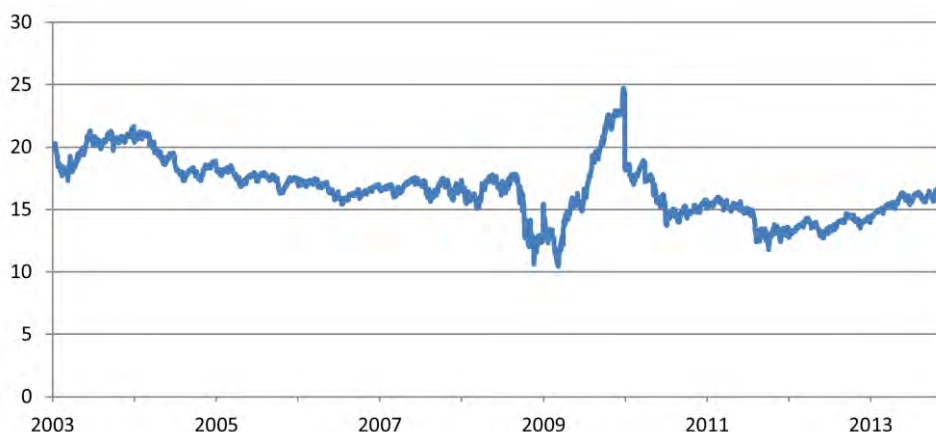
Vrednotenja dvignilo nekoliko nad dolgoročno povprečja

Rekordne vrednosti delniških trgov so vrednotenja premaknile na višje nivoje. Multiplikator dobička (PE) za indeks S&P 500 se je novembra gibal okrog 17, dolgoročno povprečje pa je pri 16. Ameriški v primerjavi z ostalimi svetovnimi delniškimi trgi v prihodnjem letu izkazuje večja tveganja. Za seboj ima petletno obdobje rasti tečajev, kar je vrednotenja dvignilo

nekoliko nad dolgoročno povprečja. Podjetja beležijo rekordno poslovanje, in to lahko izboljšajo samo z rastjo prihodkov, operativno pa so dosegla zgodovinski maksimum. Leta 2014 se bo zgodil tudi preobrat v monetarni politiki, sicer bodo to prvi koraki, vendar bodo s tem ameriške delnice zgubile nekaj podpore, kar je bila doslej njihova prednost.

¹¹ Bps – basis points – bazičnih točk – 1/100 procenta.

Slika 11: Gibanje kazalnika multiplikatorja dobička (PE)



Vir: Bloomberg 2013.

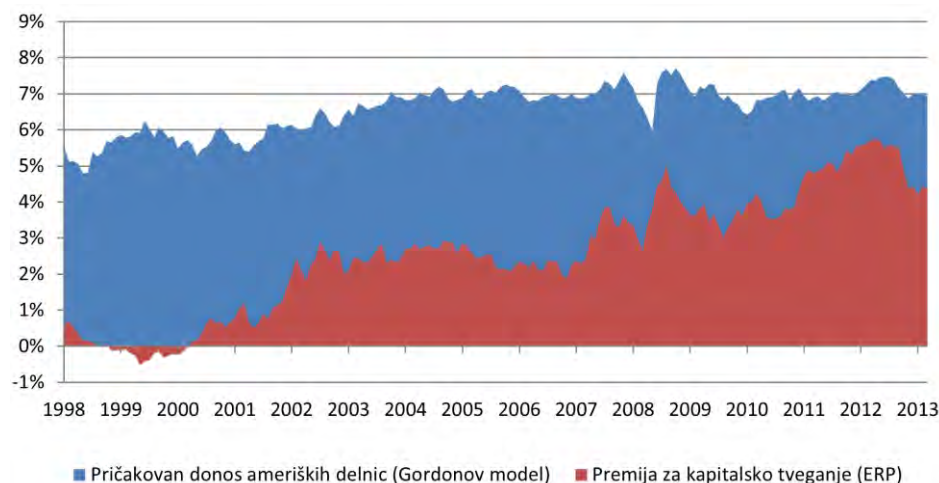
V primerjavi z obveznicami so delniške naložbe še vedno atraktivnejše. Iz spodnje slike, kjer je prikazano gibanje pribitka za kapitalno tveganje (ERP¹²), izhaja, da so delnice v primerjavi z obveznicami podcenjene. V 2013 se je pribitek (ERP) znižal, predvsem zaradi rasti delniških

tečajev in donosnosti ameriških državnih obveznic. Kljub temu je ERP še vedno višji, kot je bil kadarkoli pred svetovno finančno krizo leta 2008. Razlog za tako veliko premijo za tveganje so zgodovinsko nizke obrestne mere in po našem mnenju precenjenost ameriških državnih obveznic.

Delnice v primerjavi z obveznicami podcenjene

$$\text{ERP} = \text{dividendna donosnost} * (1 + \text{dolgoročna rast}) + \text{dolgoročna rast} - \text{RF}$$

Slika 12: Gibanje pribitka za kapitalno tveganje (ERP)



Vir: Bloomberg 2013.

¹² ERP - preseženi donos delnic nad netvegano naložbo, v našem primeru ameriške državne obveznice.



Aleš Šoba
CFA

Gospodarsko okrevanje

Evropa: delnice ostajajo zanimive

Evropske delnice so v letu 2013 nadaljevale vzpon. Do 15. novembra je indeks MSCI Europe pridobil 15 %. Pri pogledu v letu 2014 in ocenjevanju potenciala za evropske delnice izhajamo iz treh osrednjih predpostavk, na podlagi katerih menimo, da kljub izjemnemu letu 2013 evropske delnice ostajajo ena bolj, če ne najbolj zanimivih regij za vlagatelje v letu 2014:

- gospodarsko okrevanje: po šestih četrtletjih negativne rasti smo priča počasnemu okrevanju evropskega gospodarstva. Ob nadaljevanju ekspanzivne monetarne politike tako pričakujemo, da bo gospodarska rast v letih 2014 in 2015 pozitivna, to bo

prispevalo k rasti dobičkov evropskih podjetij in zmanjšanju negotovosti.

- atraktivna vrednotenja: evropske delnice ostajajo nizko vrednotene, tako v absolutnem (v primerjavi z lastno zgodovino) kot relativnem smislu (v primerjavi z ameriškimi delnicami in še posebno v primerjavi z obveznicami).

- dobičkonosnost evropskih podjetij je na cikličnem dnu: profitna marža evropskih podjetij je v primerjavi z ameriškimi konkurenti na cikličnem dnu in pod dolgoročnim povprečjem, kar ob višji gospodarski rasti obeta višjo rast dobičkov v letu 2014.

Slika 13: Gibanje MSCI Europe v letu 2013



Vir: Bloomberg 2013.

Atraktivna vrednotenja

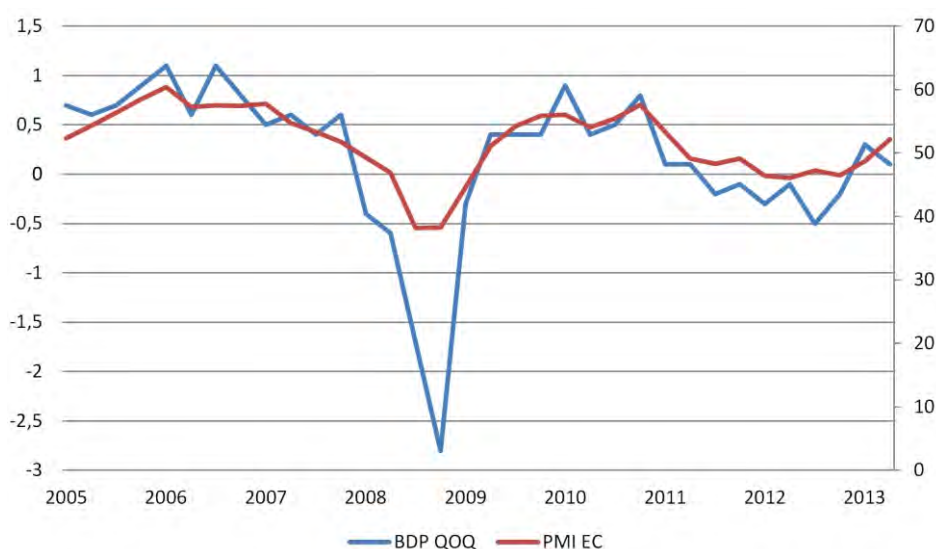
Dobičkonosnost evropskih podjetij je na cikličnem dnu

Gospodarsko okrevanje: najbolj boleč trenutek v tem gospodarskem ciklu je za nami

Eden izmed najpomembnejših argumentov, zakaj pričakujemo nadaljnjo rast evropskih delnic, je gospodarsko okrevanje evroobmočja. To je v drugem četrtletju 2013 po šestih zaporednih četrtletjih negativne rasti izplavalo iz recesije in zabeležilo rast v višini 0,3 %. Poleg višjega izvoza in investicij je bila

znova pozitivna potrošnja gospodinjstev (prvič po sedmih četrtletjih). Okrevanje se bo po vsej verjetnosti nadaljevalo tudi v prihodnjih četrtletjih, na kar kažejo kazalniki aktivnosti nabavnih menedžerjev - PMI¹³. Podobna pričakovanja ima Evropska komisija, saj v letu 2014 pričakuje rast v višini 1,1 % in v letu 2015 1,7 %.

Slika 14: Sprememba BDP-ja (četrtletja) in gibanje indeksa nabavnih menedžerjev (PMI)



Vir: Bloomberg 2013.

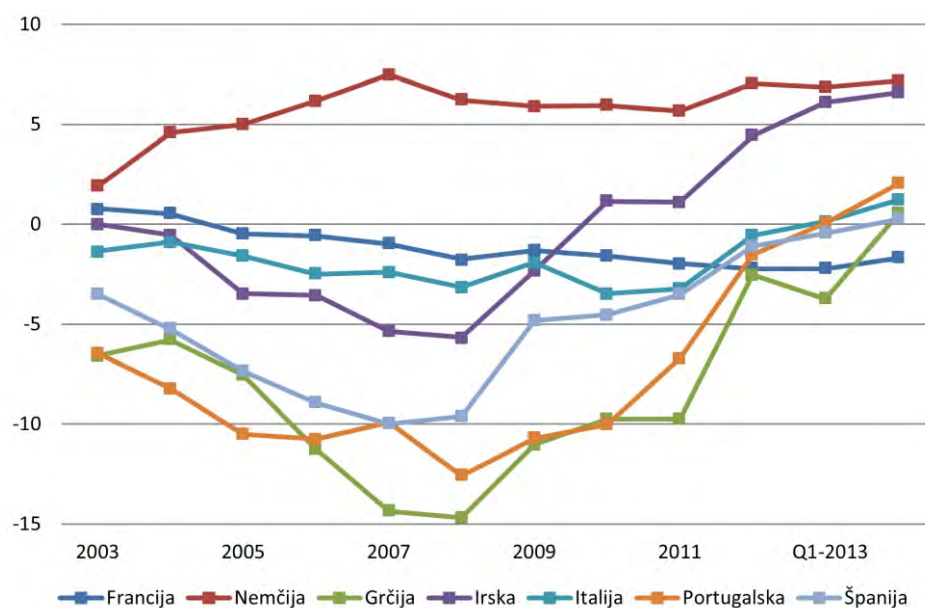
Čeprav gre za statistično končanje recesije, je poleg pozitivne gospodarske rasti mogoče zaznati izboljšanje konkurenčnosti držav v periferiji. Če so še pred krizo imele periferne države velik primanjkljaj na tekočem računu, se je zgodba v letu 2013 spremenila. Tako je imela Španija v drugem

četrtletju 2013 po zaslugi višjega izvoza in nižjega uvoza prvič presežek na tekočem računu v višini 0,26 % BDP. Še leta 2007 je imela primanjkljaj – 10,0 %. Podoben preobrat so doživele Portugalska (+2,04 %), Italija (+1,21 %), Irska (+6,57 %) in celo Grčija (+0,51 %).

Zaznati izboljšanje konkurenčnosti držav v periferiji

¹³ Purchasing Manager Index – indeks nabavnih menedžerjev.

Slika 15: Tekoči račun kot % BDP-ja



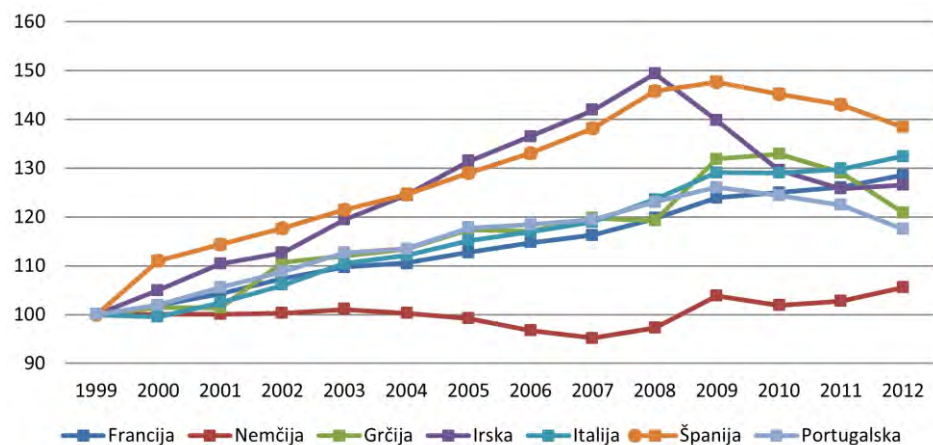
Vir: Bloomberg 2013.

Nadaljuje prilagoditev z nižanjem plač

Na trgu dela se nadaljuje prilagoditev z nižanjem plač. Visoka brezposelnost v perifernih državah je povzročila nižanje stroškov dela na enoto proizvoda. Kot

vidimo v spodnjem grafu, se prilagoditev nadaljuje v letu 2013 in posledica je večja konkurenčnost držav.

Slika 16: Stroški dela na enoto proizvoda



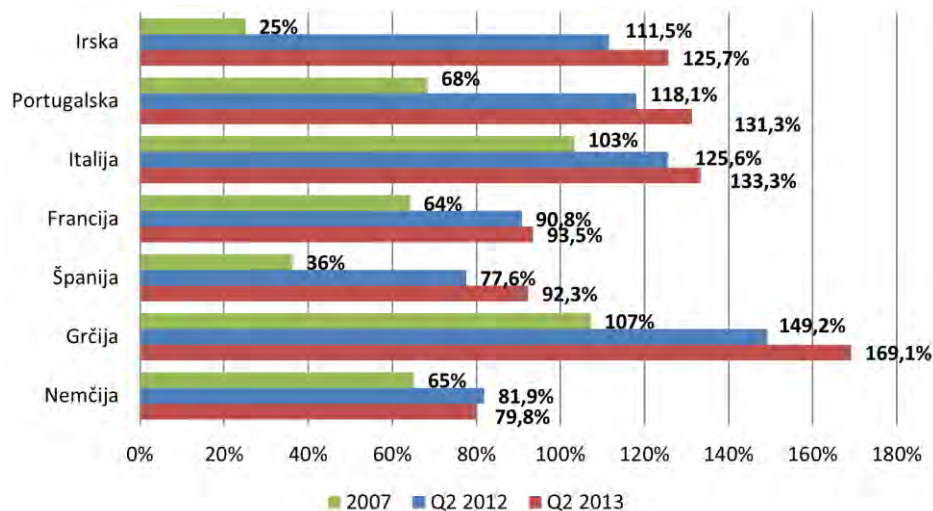
Vir: Bloomberg 2013.

Ostaja zadolženost držav v evroobmočju dolgoročno prevelika

Na drugi strani ostaja zadolženost držav v evroobmočju dolgoročno prevelika, zato v prihodnje ne izključujemo nadaljnega prestrukturiranja dolga. Kot vidimo iz

spodnje slike, se je, razen Nemčije, zadolženost opazovanih držav močno povečala.

Slika 17: Delež javnega dolga v BDP-ju

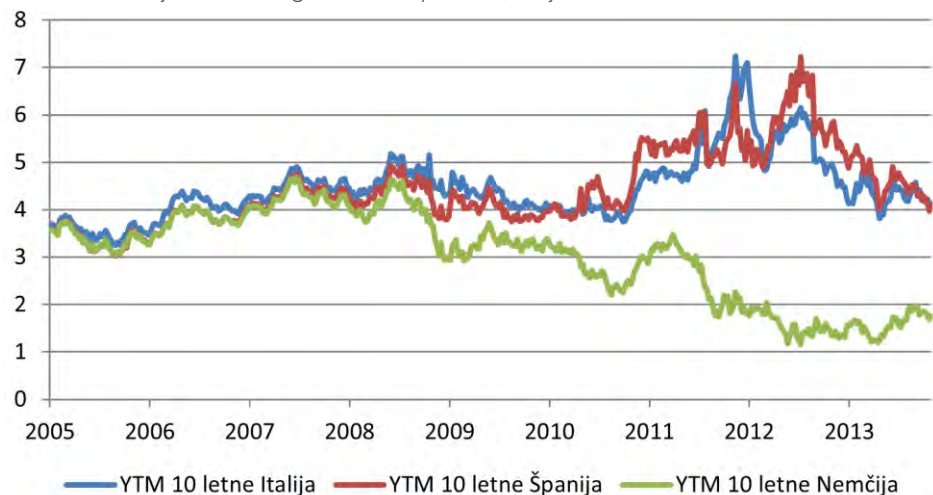


Vir: Bloomberg 2013.

Evropska centralna banka (ECB) je v preteklih dveh letih s svojimi ukrepi in napovedmi ukrepov močno zmanjšala negotovost na evropskih finančnih trgih. Predvsem z napovedjo LTRO¹⁴ decembra 2011 in OMT¹⁵ programa v letu 2012 je sklenila (za zdaj) debato o razpadu

evroobmočja in močno pocenila zadolževanje perifernih držav, kar daje upanje o vzdržnosti dolga omenjenih držav. Spodnji graf kaže močan upad zahtevanih donosov za španske in italijanske državne obveznice.

Slika 18: Gibanje zahtevanega donosa španskih, italijanskih in nemških državnih obveznic



Vir: Bloomberg 2013.

Vendar spričo pričakovanega skromnega okrevanja evroobmočja in nizke inflacije (0,7 % v oktobru) ostaja zahteva po še agresivnejših ukrepih ECB. Tako je ta na svojem rednem zasedanju novembra znižala ključne obrestne mere z 0,5 % na

0,25 %. V prihodnje lahko pričakujemo, da bo zaradi deflacijskih pritiskov in skromnega okrevanja politika ECB ostala izjemno ekspanzivna, kar daje možnost za znižanje kapitalskega pribitka in prevrednotenje delnic navzgor.

Ostaja zahteva po še agresivnejših ukrepih ECB

¹⁴ Long term refinancing operation.

¹⁵ Outright Monetary Transactions.

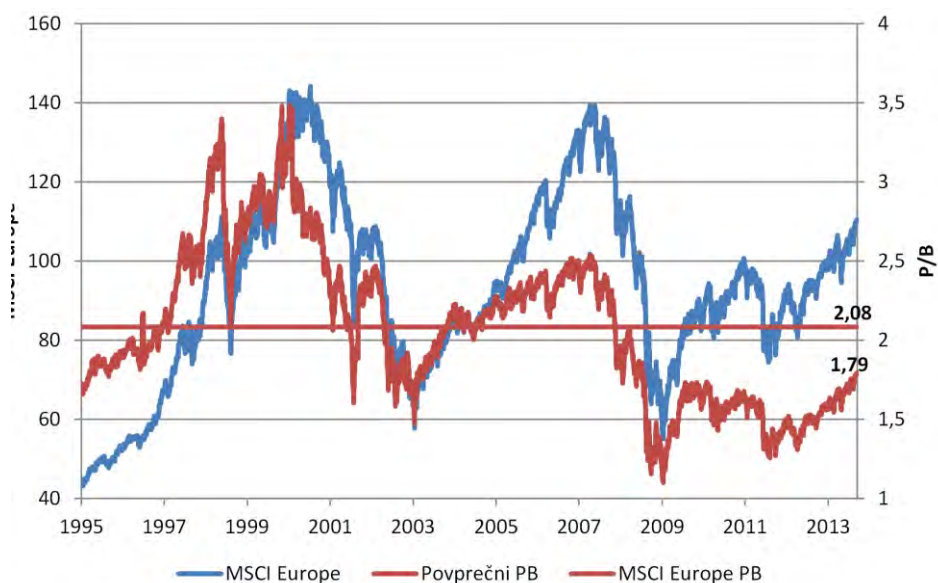
Vrednotenja ostajajo zanimiva

Trenutna vrednotenja so atraktivna

Evropske delnice so v letu 2013 dosegle visoko rast, in to čeprav so dobički evropskih podjetij nižji kot pred letom dni. Rast je posledica večjega zaupanja v evropsko gospodarstvo in sposobnosti podjetij za doseganje višjih dobičkov v prihodnjih letih. Tako je skupna rast posledica višjih vrednotenj evropskih podjetij. Kljub temu še naprej menimo, da vrednotenja ostajajo močna točka evropskih delnic v absolutnem smislu (zmerni pričakovani prihodnji donosi), še posebno pa v relativnem smislu (v primerjavi z ostalimi regijam, predvsem z ZDA, in z obveznicami).

Spodaj je prikazano gibanje indeksa MSCI Europe in multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB¹⁶). Z 1,54 ob koncu leta 2012 je poskočil na 1,79 ob koncu oktobra 2013. In čeprav so evropske delnice dražje kot pred letom dni, so v primerjavi z lastno zgodovino še vedno pod povprečjem od leta 1995, saj znaša povprečni PB 2,08, ob prejšnjih dveh vrhovih v letih 2000 in 2007 pa je ta kazalnik presegel oz. dosegel celo 3,5 (2000) in 2,5 (2007). Rast delnic je tako upravičena, saj so kotirale na izredno nizkih nivojih.

Slika 19: Gibanje indeksa MSCI Europe in multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB)

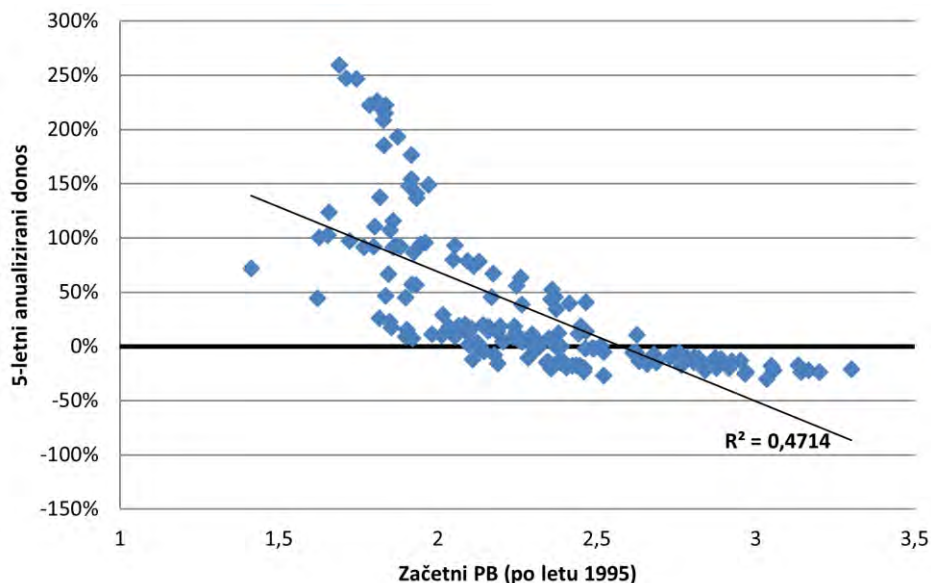


Vir: Bloomberg 2013.

Trenutna vrednotenja kažejo, da bodo prihodnji donosi nadpovprečni, če je zgodovina naše vodilo. Preverili smo, kakšni so bili v preteklosti petletni donosi, če so bila začetna vrednotenja takšna, kot so danes. Če je bil kazalnik PB okrog 1,8, je znašal povprečen petletni analizirani donos dobrih 13 %, delnice so se v

naslednjih petih letih v povprečju skoraj podvojile. Zanimivo je, da so evropske delnice vedno imele pozitiven petletni donos, če so bile na začetku opazovanega obdobja tako nizko vrednotene. Na spodnjem grafu vidimo (uporabljeni so mesečni podatki) vse petletne donose ob različnih začetnih PB.

Slika 20: Realizirani petletni donosi ob različnih PB-jih



Vir: Bloomberg 2013.

Če primerjamo evropske delnice z ameriškimi, vidimo, da evropske kotirajo s 30 % diskontom. V preteklosti je bil to dober trenutek za nakup, saj so evropske delnice v naslednjih letih presegle donos

ameriških. Podobno je bilo leta 2003, ko je znašal diskont 40 %, v naslednjih štirih letih pa so evropske delnice močno presegle donos ameriških.

Evropske delnice kotirajo s 30 % diskontom na ameriške delnice

Slika 21: Relativno gibanje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) MSCI Europe in S&P 500



Vir: Bloomberg 2013.

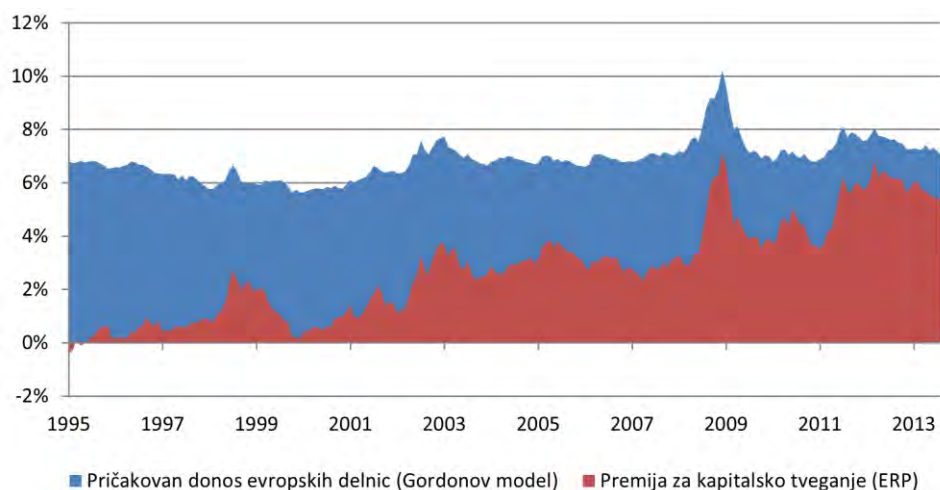
Premija za kapitalno tveganje ostaja visoka

Če so evropske delnice videti zmerno vrednotene kot samostojna naložba, so v primerjavi z državnimi obveznicami videti izrazito podcenjene. Spodaj je prikaz gibanja pribitka za kapitalno tveganje, kar pomeni pričakovan preseženi donos delnic nad netvegano naložbo, v našem primeru so to nemške državne obveznice. Konec oktobra 2013 je znašal pribitek 5,37 %, kar

je višje, kot je bil kadarkoli pred letom 2008. Razlogi za tako veliko premijo za tveganje so zgodovinsko nizke obrestne mere in po našem mnenju precenjenost državnih obveznic. ERP smo dobili s primerjavo pričakovanega donosa evropskih delnic (Gordonov dividendni model) in zahtevanega donosa 10-letnih nemških državnih obveznic:

$$\text{ERP} = \text{dividendna donosnost} * (1 + \text{dolgoročna rast}) + \text{dolgoročna rast} - \text{RF}$$

Slika 22: Gibanje pribitka za kapitalno tveganje (ERP)



Vir: Bloomberg 2013.

Evropske delnice imajo podporo v vrednotenjih, tako v absolutnem kot

relativnem pogledu, v primerjavi z ameriškimi delnicami in obveznicami.

Dobičkonosnost evropskih podjetij je dosegla dno

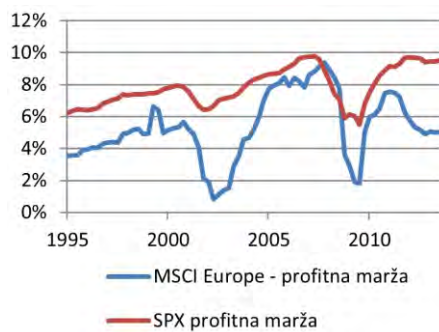
Zadnji in eden izmed osrednjih argumentov za nadaljnjo rast evropskih delnic je nizka dobičkonosnost podjetij, kar pomeni, da je ogromno prostora za njeno izboljšanje in za višjo rast dobičkov. Na spodnjem grafu vidimo, da je v tem ciklu dobičkonosnost evropskih podjetij močno zaostala za dobičkonosnostjo ameriških. Če so profitne marže ameriških podjetij na zgodovinsko najvišjih ravneh, so evropske podpovprečne. Ob gospodarskem okrevanju in odmiku evropskih držav od varčevanja, lahko upravičeno pričakujemo,

da se bo razkorak dobičkonosnosti med ameriški in evropski podjetji v prihodnjem letu zmanjšal, kar pomeni višjo rast dobičkov evropskih podjetij.

Dober kazalec v preteklosti je bila sprememba kazalnika zaupanja v gospodarstvo, ki ga objavlja Evropska komisija. Njegova rast je za okrog šest mesecev prehitela rast dobičkov. Sodeč po najnovjših podatkih, ki kažejo, da se optimizem povečuje, lahko pričakujemo pospešeno rast dobička evropskih podjetij.

Slika 23:

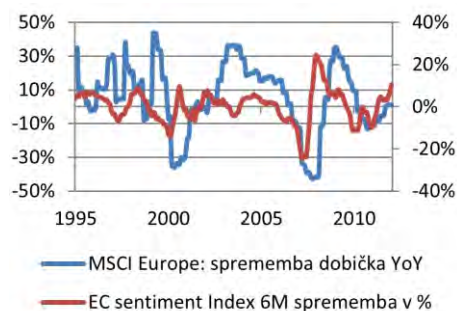
Primerjava gibanja dobičkonosnosti evropskih in ameriških podjetij



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 24:

Sprememba dobičkov MSCI Europe (leva os) in EC Sentiment Index (desna os)



Vir: Bloomberg 2013.



Uroš Vek

**Preobrat v smeri
keynesianske
ekonomske politike**

**Jen izgubil več
kot 20 % vrednosti**

**Višja dobičkonosnost
japonskih podjetij**

**Konsolidacija
javnih financ**

Japonska: v znamenju »abenomike«

V japonski gospodarski politiki se je leta 2013 zgodil pomemben preobrat v smeri keynesianske ekonomske politike. Premier Shinzo Abe želi izboljšati gospodarstvo s kombinacijo ukrepov ekspanzivne mone-

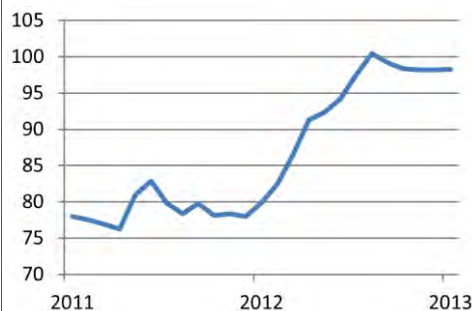
tarne in fiskalne politike ter s strukturnimi reformami. Ključna cilja teh ukrepov sta deprecijacija jena in letna inflacija okrog 2%.

Prvi učinki pozitivni

Rezultati »abenomike« so za zdaj spodbudni. V prvih treh četrtletjih je bila rast BDP-ja okrog 0,8 %, desetletna povprečna četrtletna rast pa je znašala okoli 0,2 %. Zraven tega se približujejo zastavljenim ciljem, in sicer deprecijaciji jena in inflaciji v višini 2 % na letni ravni. Jen je v primerjavi z

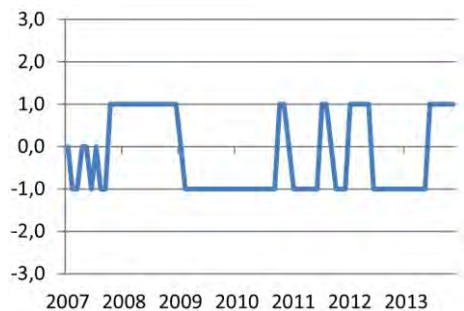
ameriškim dolarjem v enem letu izgubil več kot 20 % vrednosti. Preobrat se zgodil tudi pri gibanju cen. Japonsko gospodarstvo se je izvilo iz primeža deflacije, ki je bila prisotna še konec leta 2012. V oktobru je inflacija na medletni ravni znašala 1,1 %.

Slika 25: Valutni križ USDJPY



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 26: Gibanje inflacije na medletni ravni



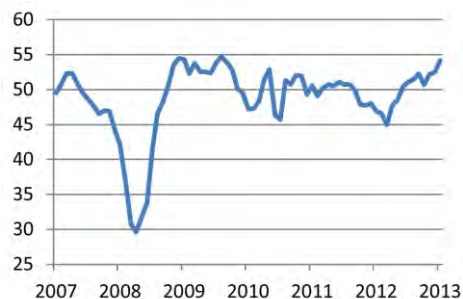
Vir: Bloomberg 2013.

Ostali segmenti gospodarstva prav tako kažejo znake izboljšanja. Industrijska proizvodnja raste, indeks nakupnih menedžerjev je trdno nad 50 in signalizira rast proizvodnje. Višja dobičkonosnost japonskih podjetij, ki je posledica deprecijacije jena, je prispevala k boljši izrabi proizvodnih kapacitet. Zato lahko v prihodnje pričakujemo večje investicije privatnega sektorja. Trg delovne sile tri četrtletja zapored izkazuje rast. Število brezposelnih bi se lahko do konca leta spustilo pod nivoje iz leta 1997, ko je bilo okrog 2,3 milijona.

Strukturne reforme predvidevajo zvišanje davka na potrošnjo (DDV), in sicer s 5 na 10 %, v dveh fazah. Prvi dvig bo aprila 2014, drugi konec leta. Rast potrošnje se bo do

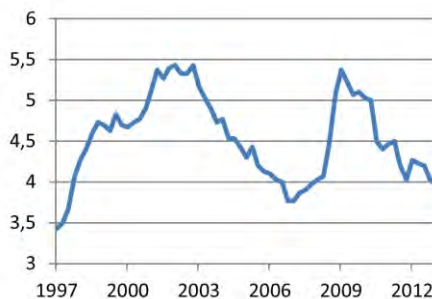
dviga DDV-ja nadaljevala, druga polovica leta 2014 pa bo bistveno bolj zahtevna. Ključna negotovost v japonskem gospodarstvu je konsolidacija javnih financ, saj bo letošnji primanjkljaj znašal okrog 10 % BDP-ja. Mednarodni denarni sklad v nedavnih raziskavah predvideva, da bo Japonska morala v prihodnjem desetletju izvesti strukturno reformo javnih financ v višini 11 % BDP-ja. Dvig DDV-ja naj bi zadoščal zgolj za četrtno zahtevane konsolidacije, zmanjšanje socialnih prejemkov, ki jih je predlagala vlada, pa za dodatno četrtno. Preostalih 5,5 % ostaja velik problem japonskih javnih financ, saj za to trenutno ni konkretnih rešitev.

Slika 27: Nomura/Japan PMI



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 28: Nomura/Japan PMI



Vir: Bloomberg 2013.

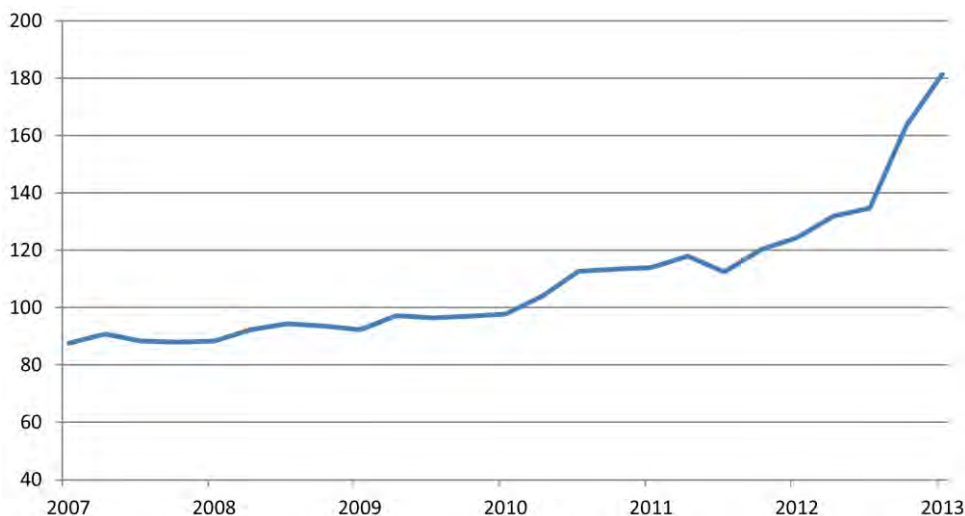
Novi predsednik, nova politika

Haruhiko Kuroda, novi predsednik japonske centralne banke (BOJ), je na začetku leta napovedal nov program kvantitativnega sproščanja monetarne politike v višini 1,4 trilijona \$. S tem sledi »abonomiki«, politiki, ki jo je začrtal predsednik vlade. Na mesečni ravni BOJ odkupuje 73 mrd \$ državnih dolžniških

vrednostnih papirjev, da bi spodbudili povpraševanje, dvignili cene in plače. V ta namen so v prihodnjih letih pripravljene podvojiti primarni denar¹⁷. Iz spodnje slike je razvidno, da je obseg primarnega denarja na Japonskem zrastel na 180 trilijonov jenov, kar pomeni dvig za 80 % v zadnjih šestih letih.

73 mrd \$ državnih dolžniških vrednostnih papirjev

Slika 29: Povprečno gibanje primarnega denarja na Japonskem v trilijonih jenov



Vir: Bloomberg 2013.

Uspeh ekonomske politike, ki jo vodita tako vlada kot centralna banka, zahteva nadaljevanje rasti rekordnih dobičkov izvoznega sektorja, ki bi se kasneje pretvorili v višje plače. Posledično bi to stimuliralo potrošnjo in povzročilo dvig inflacije ter tako izničilo negativni vpliv fiskalne konsolidacije z dvigom DDV-ja. Ta strategija zahteva nadaljevanje depreci-

acije jena. Za zdaj ekonomski politiki uspeva, saj je dvignila inflacijo in znižala brezposelnost ter tako prekinila deflacijsko spiralo. BOJ bo za nadaljevanje depreciacije jena in dosego cilja 2 % inflacije v prihodnjem letu morala pospešiti oz. povečati kvantitativno sproščanje ter tako povečati odkup vrednostnih papirjev.

Zahteva nadaljevanje depreciacije jena

¹⁷ Primarni denar - gotovina v obtoku + rezerve poslovnih bank pri centralni banki.

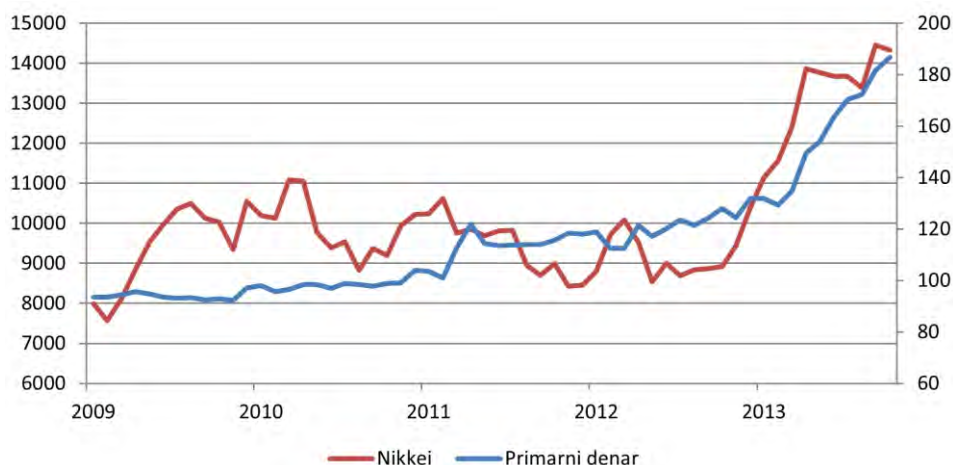
Vrednotenja delniškega trga

Japonski delniški trg je doživel preporod

Japonski delniški trg je v letu 2013 letel na krilih »abenomike«. V obdobju med februarjem in majem 2013 so japonske delnice močno rastle, a od konca julija bistvenih premikov navzgor ni bilo opaziti.

Japonski delniški trg je doživel preporod. Spodnji graf prikazuje močno povezavo med gibanjem denarne mase v obtoku in indeksom Nikkei.

Slika 30: Primerjava gibanja delniškega indeksa Nikkei in denarne masa v obtoku



Vir: Bloomberg 2013.

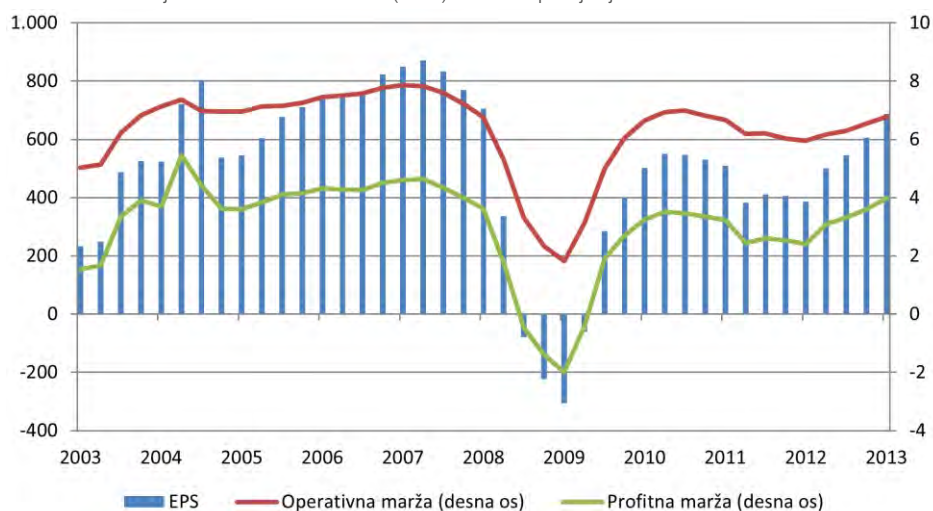
Japonski delniški trg od velikega poka balona v 90-ih letih prejšnjega stoletja vlagateljem ni nudil pomembnejših investicijskih priložnosti za donose. »Abenomika« pa je jim dala ponovno upanje, da se bo Japonska izvila iz primeža deflacijske spirale.

dobička na delnico (EPS) v jenih je na medletni ravni znašala visokih 78 %. Profitna marža se je od 10-letnega povprečja povzpela za eno o.t., in sicer na skoraj 4 %. Na drugi strani prihodki niso beležili tako visoke rasti, ta je znašala zgolj 6,8 %. Prav tako je operativna marža sicer nad 10-letnim povprečjem, vendar večjega skoka ni bilo opaziti.

»Abenomika« pa je jim dala ponovno upanje

Poslovni rezultati podjetij v 2013 so bili v prvih devetih mesecih občutno boljši. Rast

Slika 31: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa Nikkei



Vir: Bloomberg 2013.

Japonsko gospodarstvo je izvezno naravnano, kar se zrcali tudi v sestavi delniškega indeksa Nikkei. Občutna deprecijacija jena je leta 2013 odločilno

prispevala k rasti dobičkonosnosti podjetij. Jen je v primerjavi z evrom depreciral za dobrih 30 %, v primerjavi z dolarjem pa za 26 %.

Občutna deprecijacija jena je leta 2013 odločilno prispevala k rasti dobičkonosnosti podjetij

Slika 32: Valutni križ EURJPY in USDJPY



Vir: Bloomberg 2013.

Vrednotenja japonskih delnic niso dosegla bistveno višjih nivojev, predvsem ker se je rast delniških tečajev gibala podobno kot rast dobičkov. Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) je pri povprečju zadnjih osem let, in sicer 1,5. O precenjenosti ne moremo govoriti, vsekakor pa lahko

rečemo, da so vrednotenja japonskega trga, merjeno z multiplikatorjem PE, bistveno višja od vrednotenj ameriškega trga. Multiplikator dobička (PE) za japonski delniški indeks Nikkei je novembra znašal okrog 22, medtem ko za S&P 500 17.

PB je pri povprečju zadnjih osem let

Slika 33: Gibanje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indeksa Nikkei



Vir: Bloomberg 2013.

V preteklih 21 letih je bilo šest primerov, ko je Nikkei v pol leta zrastle za več kot 30 %. Kasneje se je izkazalo, da je bilo to zgolj napačno upanje. Ali bo v sedmo uspelo in se bo trend rasti nadaljeval v prihodnjem letu, je v veliki meri odvisno od nadaljevanja deprecijacije jena. Če bo tako, bo sledilo nadaljevanje rasti dobičkonosnosti japon-

skih podjetij in s tem rasti delniških tečajev. Vendar je v povezavi z abenomiko nekaj negotovosti glede učinkovanja kombinacij ukrepov na gospodarstvo in pripravljenosti politikov sprejeti odločitve in jih ne zgolj najaviti. Če deprecijacije ne bo, japonski delniški trg ni pretirano zanimiv.

V preteklih 21 letih je bilo šest primerov, ko je Nikkei v pol leta zrastle za več kot 30 %



mag. Jure Dubravica

Nižja gospodarska rast, kot smo je bili vajeni v preteklih letih

EM – države v razvoju: atraktivna vrednotenja

Skupne značilnosti držav v razvoju lahko povzamemo v nekaj stavkih. Nižja gospodarska rast, kot smo je bili vajeni v preteklih letih. Vrednotenja na delniških trgih so pod večletnimi povprečji. Delnice družb iz držav v razvoju so v primerjavi z

delnicami družb iz razvitih držav cenejše. Skupno tveganje za te trge je povezano s posledicami postopnega umika programa odkupovanja obveznic s strani ameriške centralne banke.

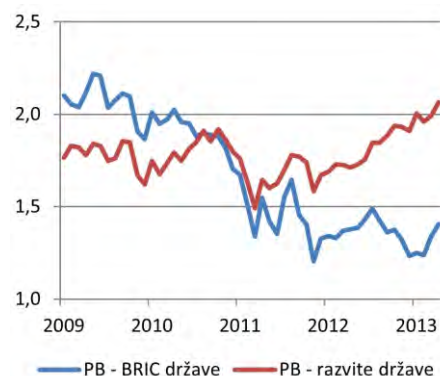
BRIC

Gospodarstva BRIC se ubadajo z nižjo gospodarsko rastjo. Težave držav so pretežno strukturne narave in tudi obdobje, ki je pred nami, bo zaznamovano z nižjo rastjo. Ponekod je problem še visoka inflacija, ki je pod drobnogledom centralnih bank. Z napovedjo zmanjševanja odkupov obveznic s strani ameriške centralne banke v letu 2013 se je pokazala šibkost posameznih lokalnih valut.

Trgi kapitala so se na nižje rasti gospodarstev prilagodili. Prave rasti delnic ni že od leta 2010. Delnice kotirajo pod dolgoročnimi lastnimi povprečji. Tako je PB 1,4, večletna mediana je 1,6. PE je 9,8, mediana zadnjih let pa 10,3. Dividendna donosnost znaša 3,1 %, v preteklosti je ta bila v povprečju 2,7 %. Cenejše so tudi v primerjavi z delnicami družb z razvitih trgov.

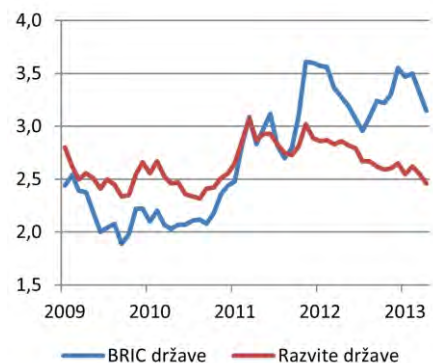
Delnice kotirajo pod dolgoročnimi lastnimi povprečji

Slika 34: Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) delnic iz BRIC držav (MSCI BRIC) in razvitih držav (MSCI World)



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 35: Dividendna donosnost BRIC držav (MSCI BRIC) in razvitih držav (MSCI World)



Vir: Bloomberg 2013.

Kitajska

Postopno padanje gospodarske rasti Kitajske se nadaljuje. Na podlagi podatkov o rasti tretjega kvartala lahko pričakujemo, da bo letos dosežena napoved vlade o minimalno 7,5% gospodarski rasti. To je sicer več, kot dosejajo druga velika gospodarstva, a najnižje za državo od leta 1990 (npr. povprečje zadnjih 10 let je 10,5 %). Nižjo gospodarsko rast pričakujemo tudi za prihodnja leta. Pričakovano rast za leto 2014 je večina analitskih hiš v zadnjih mesecih leta popravila navzdol (IMF 7,3 %;

Svetovna banka 7,5 %; Capital Economics 7,0 %; Citi 7,1 %; Barclays 7,1 %). Po besedah kitajskega predsednika Xi Jinpinga je ta do leta 2020 lahko v povprečju 7 %. Ne bo presenetljivo, če bo tudi nižja. Poleg tega je predsednik javno že večkrat poudaril, da je Kitajska pripravljena žrtvovati tempo rasti za reforme, ki jih nujno potrebuje. Za zdaj gre za kontrolirano drsenje gospodarstva in kot kaže, se scenarij t.i. trdega pristanka ne bo uresničil.

Tabela 2: Kitajski BDP in inflacija

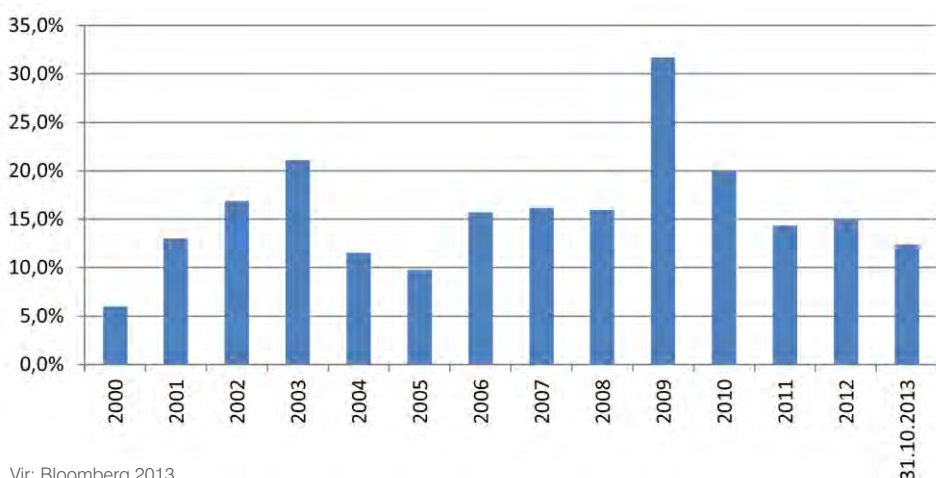
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
BDP	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,6	7,3
Inflacija	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,7	3,0

Vir: Mednarodni denarni sklad 2013.

Eden ključnih gospodarsko-političnih dogodkov v letu 2013 je bilo novembrsko srečanje voditeljev v Pekingu, t.i. tretji plenem, na katerem so obravnavali pomembne reforme in začrtali usmeritev države za prihodnjih pet let. Kitajska krmari med uvajanjem sprememb za boljšo, stabilno prihodnost in aktualno gospodarsko rastjo, ki zagotavlja mir v državi. Pretnja stabilnosti gospodarstva je kreditiranje, ki raste vsaj enkrat hitreje kot gospodarstvo. Če se bo ta rast nadaljevala z istim tempom, bi lahko nastala resna finančna kriza. Ker tudi sama centralna banka javno opozarja na ta problem, lahko

pričakujemo, da se bo v letu 2014 upočasnila rast zadolževanja in posledično tudi investicij. Spregledati ne moremo niti t.i. vzporednega bančnega sistema oz. bančništva v senci. To kreditira mala in srednje velika podjetja, ki jih večje, državne banke ignorirajo. Po ocenah Deutsche Bank znaša ta segment bančništva ca. 40 % BDP Kitajske. Dodatna težava je, da te kredite »zapakirajo« v finančne produkte in jih nato prodajajo donosa željnim investitorjem, kar spominja na ameriške ABS (»asset based securities«) pred izbruhom finančne krize.

Slika 36: Letna rast kreditne aktivnosti kitajskih finančnih institucij



Vir: Bloomberg 2013.

Eden pomembnejših ciljev kitajske politike ostaja krepitev domačega potrošnika in s tem preoblikovanje ekonomskega modela države iz izvoznega in investicijsko usmerjenega v model, v katerem bo potrošnik gonilna sila gospodarstva. Tako želijo zmanjšati občutljivost gospodarstva za zunanje ekonomske šoke in hkrati izkoristiti moč lastne populacije. Še vedno je prisotna izjemna urbanizacija. Trenutno živi v mestih že več kot polovica

prebivalstva. Število raste letno s stopnjo okrog 1,3 %, kar pomeni, da se vsako leto v mesta preseli okoli 17 milijonov ljudi. To krepi trg stanovanjskih nepremičnin. Podpora ima tudi v rasti plač, ta je bila v preteklem desetletju hitrejša od rasti cen nepremičnin. V tem pogledu so slednje postale bolj dostopne. Še naprej se krepi srednji razred, po ocenah hiše Ernst & Young že presega 150 milijonov ljudi in bi v prihodnjem desetletju lahko dosegel število

Krepitev domačega potrošnika

Še vedno je prisotna izjemna urbanizacija

500 milijonov. Z rastjo srednjega razreda, na kar se osredotoča kitajska politika, raste osebna potrošnja. Zanj za prihodnja leta pričakujejo povprečno letno rast v višini 7,3 % (Capital Economics), kar je sicer nekoliko nižje kot pretekla leta. Podobne napovedi o rasti najdemo tudi na drugih področjih. Kot primer navedimo še uporabo interneta. Samo v prvi polovici leta 2013 se je število uporabnikov povečalo za 27 milijonov, večina preko mobilnih naprav. V letu 2013 bo število preseglo 600 milijonov, v letu 2014 bo uporabnikov okrog 650 milijonov. Število se bo povečevalo tudi prihodnja leta, vendar nekoliko počasneje.

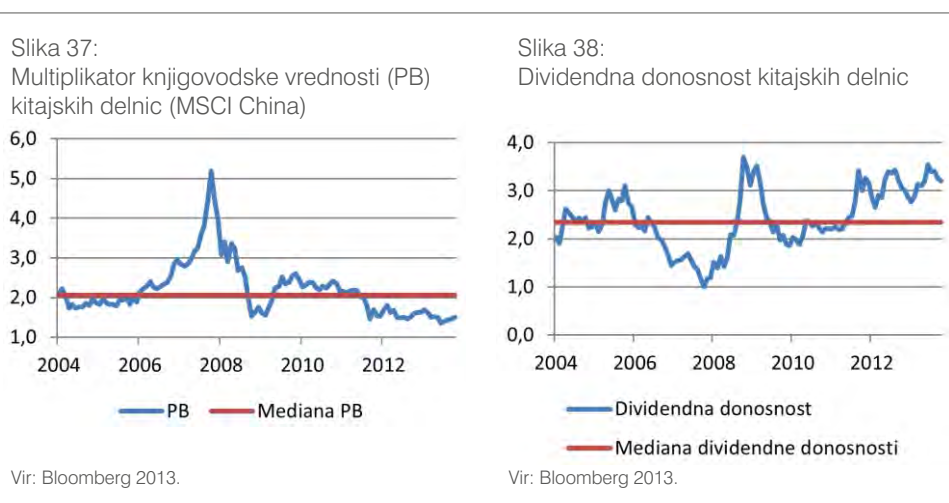
Naložbene priložnosti za prihodnje obdobje je vsekakor smiselno iskati na področjih, ki imajo neposreden stik s kitajskim potrošnikom. V letu 2013 je bil prav sektor informacijske tehnologije eden najuspešnejših. Zanimiv je tudi za prihodnja leta. Izogibati se je smiselno preveč zadolženim podjetjem, predvsem zaradi morebitnih težav pri refinanciranju dolga. Previdnost ne bo odveč pri naložbah v finančni sektor.

Vrednotenja delniškega trga

Privlačnost z vidika vrednotenja kitajskih delnic se je konec leta 2013 še povečala. Strukturne težave in posledično upočasnjevanje kitajskega gospodarstva odpirajo priložnosti na delniških trgih. Vrednotenja so v območju najnižjih nivojev v zadnjih 10-ih letih. Pri tem smo primerjali zgodovinske vrednosti in mediano relativnih kazalnikov, kot so PE, PB, in dividendno donosnost z današnjimi vrednostmi. V vseh primerih dobimo

podobno sliko. Mediana PE za zadnjih 10 let znaša 13,3, danes je okrog 9,8. Mediana kazalnika PB je 2,1, danes je 1,5. Dividendna donosnost je 3,2 %, v zadnjih 10-ih letih pa je bila v povprečju 2,3 %. Pričakovanja nižje gospodarske rasti so delno že zajeta v borznih tečajih delnic in če ne bo nepričakovanih šokov v gospodarstvu, imajo delnice kitajskih družb vse možnosti za rast v letu 2014.

Vrednotenja so v območju najnižjih nivojev v zadnjih 10-ih letih



Indija

Indija se nikakor ne more izviti iz primeža najhujše krize po letu 1991. Potem ko so mnogi napovedovali izbruh krize na Kitajskem, se je ta zgodil v Indiji. Pestita jo visok primanjkljaj tekočega računa (okrog 5 % BDP) in fiskalni deficit, ki mu v absolutnem merilu ni para na svetu. Inflacija, ki je posledica fiskalnih in monetarnih stimulacijskih ukrepov zoper finančno krizo leta 2008, je najvišja v skupini BRIC in znaša okrog 10 %. Največji prispevek pomeni prav rast cene hrane, kar potiska Indijce v še večjo lakoto in revščino. Monetarna politika ostaja restriktivna z visokimi obrestnimi merami, ki upočasnjujejo investicije in potrošnjo ter posledično gospodarsko rast. Gospodarska rast v fiskalnem letu 2013 (gre za koledarsko leto od aprila 2013 do marca 2014) bo po projekcijah IMF-a okrog 3,75 % oz. Svetovne banke 4,7 %. Nekaj izboljšanja, optimizma lahko pričakujemo v fiskalnem letu 2014, ko napovedujejo približno 5 % rast. Tako nizke rasti Indija ni

imela že več kot desetletje. Povprečna rast od leta 2002 do 2012 je bila okrog 8 % letno, danes pa je skoraj polovico nižja.

Trenutna situacija v Indiji močno spominja na stagflacijo, ko imamo visoko inflacijo in padec gospodarske rasti. Septembra so imenovali novega guvernerja centralne banke Raghurama Rajana, ta je jasno signaliziral, da se bo osredotočil na zagotavljanje stabilnosti cen. To je prvi korak na poti k stabilizaciji okolja in dvigu gospodarske rasti. Ključno obrestno mero je novi guverner že na prvem zasedanju centralne banke dvignil za 25 bazičnih točk na 7,5 %. V naslednjih mesecih bomo videli še kakšen dvig obrestne mere. V prihodnjem letu lahko tako pričakujemo postopen padec rasti cen, visoke obrestne mere in nizko gospodarsko rast. Pomemben dogodek za Indijce v letu 2014 bodo tudi parlamentarne volitve, te trenutno nekoliko otežujejo uresničevanje potrebnih reform.

Nekaj izboljšanja, optimizma lahko pričakujemo v fiskalnem letu 2014, ko napovedujejo približno 5 % rast

Trenutna situacija v Indiji močno spominja na stagflacijo

Tabela 3: Indijski BDP in inflacija

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
BDP	9,3	9,3	9,8	3,9	8,5	10,5	6,3	3,2	3,8	5,1
Inflacija	4,4	6,7	6,2	9,1	12,4	10,4	8,4	10,4	10,9	8,9

Vir: Mednarodni denarni sklad 2013.

Zaradi vsega omenjenega je indijska rupija ena najbolj ranljivih valut med državami v razvoju. V šoku, ki se je na borzah držav v razvoju zgodil maja, ko je Ben Bernanke iz ameriške centralne banke začel govoriti o

postopnem zmanjševanju odkupa obveznic, je rupija v primerjavi z ameriškim dolarjem do avgusta izgubila več kot 20 % vednosti.

Slika 39: Tečaj indijske rupije v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2013.

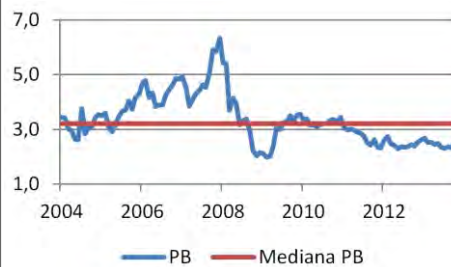
Stabilizacija gospodarstva bi zagotovo spodbudila rast tečajev delnic v letu 2014

Vrednotenja delniškega trga

Čeprav se je Indija ponovno znašla sredi krize in da se je izkazalo, da je valuta izredno občutljiva na odločitve ameriških centralnih bančnikov, je podcenjenost trga nižja, kot velja za kitajske delnice. Še vedno so tečajji oz. vrednotenja pod 10-letnim

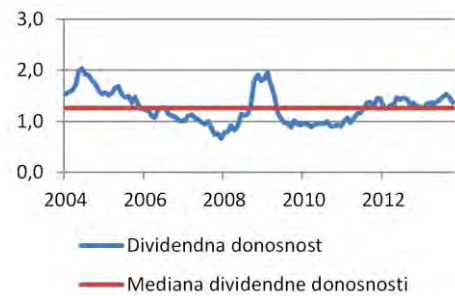
povprečjem oz. enaki povprečju. Stabilizacija gospodarstva bi zagotovo spodbudila rast tečajev delnic v letu 2014, vendar moramo pri tem upoštevati tveganja indijskega gospodarstva.

Slika 40: Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic (MSCI India)



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 41: Dividendna donosnost indijskih delnic (MSCI India)



Vir: Bloomberg 2013.

Brazilija

Ciljni pas inflacije, ki ga je opredelila centralna banka, je med 2,5 % in 6,5 %

Brazilsko gospodarstvo končuje že tretje leto nizke rasti. Za leto 2013 lahko po napovedih Mednarodnega denarnega sklada (IMF) pričakujemo 2,5 % rast, enaka so pričakovanja za leto 2014. Prisotni so močni inflacijski pritiski, letna rast cen je okrog 6 %, kar je na zgornjih mejah vzdržnega. Zato centralna banka že od aprila postopno dviguje ključno obrestno

mero - SELIC. V začetku leta 2013 je ta bila 7,25 %, konec oktobra že 9,50 %. Ciljni pas inflacije, ki ga je opredelila centralna banka, je med 2,5 % in 6,5 %. Centralna banka je odločena, da zniža inflacijo na bolj vzdržno raven, nekje proti sredini ciljnega pasu. Pričakujemo, da bo ključna obrestna mera visoka tudi v letu 2014 oz. vsaj v večjem delu leta.

Slika 42: Obrestna mera brazilske centralne banke (SELIC) v letu 2013



Vir: Bloomberg 2013.

Kljub upočasnjevanju gospodarske rasti ima Brazilija še vedno eno nižjih stopenj brezposelnosti v svoji zgodovini, ta znaša 5,4 %, ter postopno rast minimalne in povprečne plače. Oboje je omogočilo leta brezglavega zadolževanja potrošnikov, kar se kaže v porastu stroškov gospodinjstev. Povprečen strošek odplačevanja dolga gospodinjstev je zrasel na okrog 20 % prihodkov, kar je višje kot v ZDA. Z visoko inflacijo na plečih pa ni nenavadno, da so leto 2013 zaznamovale tudi največje demonstracije v minulih dvajsetih letih. Te so sicer sprožile podražitve vozovnic za javni promet, vendar se za tem skriva globlje nezadovoljstvo Brazilcev do delovanja države.

Najpomembnejša trgovska partnerja Brazilije sta še vedno Kitajska in ZDA. Brazilci so največji svetovni izvozniki soje in soka iz oranž. Najpomembnejši pa je izvoz surovin, predvsem železove rude. Trenutno so cene nižje, kot smo jih bili navajeni v preteklih letih. Zaznati je zmanjšanje gospodarske aktivnosti Kitajske in drugih držav regije v razvoju. Padec vrednosti

brazilskega reala v letu 2013 je nekoliko izboljšal mednarodno konkurenčnost države.

Osrednji dogodek leta 2014 bo svetovno prvenstvo v nogometu. To bo drugič v zgodovini države (prvič leta 1950) in prvič v Latinski Ameriki po letu 1978, ko je svetovno prvenstvo gostila Argentina. Evforija bo nepopisna, saj velja nogomet za najpopularnejši šport v Latinski Ameriki. Pričakujejo, da bo prodanih 3,3 milijone vstopnic. Dogodek bo zaradi svetovne priljubljenosti pozitivno vplival na brazilsko ekonomijo, a kljub temu je slišati kar nekaj kritik o preobsežnih investicijah v stadione. Leta 2016 bodo sledile olimpijske igre, še en dogodek, ki bo Brazilijo za trenutek postavil v središče sveta. Poleg nogometnega prvenstva bo pozornost domače javnosti v letu 2014 usmerjena v predsedniške volitve v oktobru. Predsednica Dilma Rouseff se bo potegovala za drugi mandat, vendar so junijske demonstracije opozorilo, ki ga mora jemati resno.

Eno nižjih stopenj brezposelnosti v svoji zgodovini, ta znaša 5,4 %

Padec vrednosti brazilskega reala v letu 2013

Tabela 4: Brazilski BDP in inflacija

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
BDP	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,5	2,5
Inflacija	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,3	5,8

Vir: Mednarodni denarni sklad 2013.

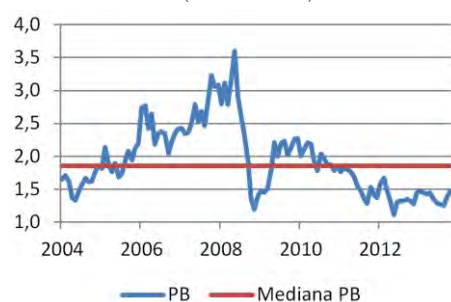
Vrednotenja delniškega trga

Brazilске delnice nikakor ne najdejo kompasu, ki bi pokazal smer rasti. Z vidika kazalnika PB lahko govorimo o podcenjenosti trga v primerjavi s preteklimi

vrednostmi. Kazalnik PB je na nivojih iz leta 2008/09. Pri preostalih relativnih kazalnikih je to manj vidno.

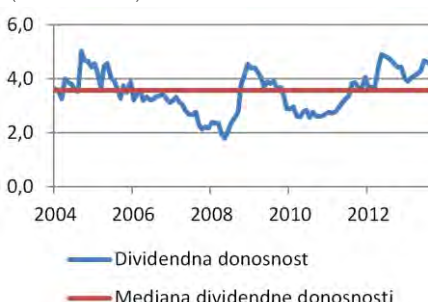
Kazalnik PB je na nivojih iz leta 2008/09

Slika 43: Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) brazilskih delnic (MSCI Brazil)



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 44: Dividendna donosnost brazilskih delnic (MSCI Brazil)



Vir: Bloomberg 2013.

Rusija

Model gospodarske rasti države bo v prihodnjih letih težko vzdržal

Kot celotna regija BRIC se niti Rusija ne more izogniti padanju gospodarske rasti. Popravki navzdol se vrstijo že vse leto in po predvidevanjih Mednarodnega denarnega sklada (IMF) lahko za leto 2013 dosežejo 1,5 % rast, v letu 2014 3,0%. Gospodarska rast se upočasnjuje predvsem zaradi razvoja dogodkov na trgu surovin, te so namreč jedro ruskega izvoza. Model gospodarske rasti države, ki je v preteklosti temeljil na rastočih cenah surovin in zapolnjevanju prostih kapacitet, bo v prihodnjih letih težko vzdržal. Poleg tega se

Rusi soočajo s prenizkimi domačimi investicijami in z upadanjem povpraševanja, inflacija pa je trmasto visoka. V letu 2013 bo ta okrog 6,7 %, za leto 2014 pa pričakujemo 5,7% rast cen. Vlada je pod pritiskom pretekle gospodarske rasti, ki je do krize leta 2008 znašala v povprečju 7 %. Če bi v želji po lovljenju rasti prišlo do ponovnih stimulacij s strani države, bi se lahko inflacijski pritisk še povečal in zamajal stabilnost gospodarstva.

Tabela 5: Ruski BDP in inflacija

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
BDP	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,5	3,0
Inflacija	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,7	5,7

Vir: Mednarodni denarni sklad 2013.

Tudi ruski finančni sistem ni brez tveganja. Banke in gospodinjstva že čutijo posledice pretekle prehitre rasti zadolževanja. Povprečen strošek servisiranja dolga kot dela prihodka gospodinjstva je zrasel na okrog 20 %, kar precej obremenjuje gospodinjstvi proračun. To je delež, ki ga dosegajo tudi brazilski gospodinjstva in je nad tem, kar plačujejo za dolg ameriške družine. Veliko je kratkoročnega kreditiranja, hkrati so zrasle obrestne mere. Bančni sistem deluje v okolju, kjer je rast kreditov preseгла rast depozitov.

Nižjo pričakovano gospodarsko rast je vlada že upoštevala pri oblikovanju proračuna za leto 2014, saj so predvideli za 3,5 % manj prihodkov. Tako so že zamrznili plače vojski in manj denarja bo tudi za pokojninske sklade. Napetosti se v državi, kjer nizko rast pričakujejo še za prihodnja leta, lahko povečajo. Glavna težava ruske

ekonomije je še vedno prevelika odvisnost od energentov. Prihodki proračuna so v več kot polovičnem deležu povezani s prihodki iz prodaje nafte in plina. Nizke cene energentov, predvsem zemeljskega plina, pri katerem so ZDA v preteklem obdobju nekoliko spremenile pravila igre, ne vplivajo dobro na ruski državni proračun in posledično na stabilnost ruske vlade. Vsakršno nasprotovanje ruske politike ameriški, kar smo v letu 2013 večkrat opazili, je treba razumeti tudi skozi to prizmo.

Rusija je še ena država iz regije BRIC, ki bo v letu 2014 gostila svetovni športni dogodek. Zimske olimpijske igre v Sočiju bodo v začetku leta pritegnile pozornost svetovne javnosti in Rusija se bo v vsakem pogledu želela predstaviti kot svetovna velesila.

Vrednotenja delniškega trga

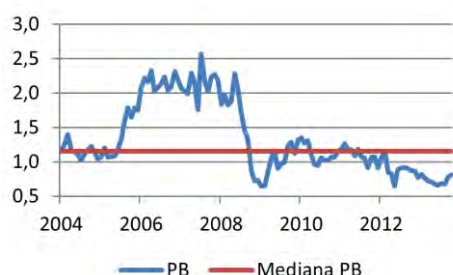
Značilnost ruskega delniškega trga so nizka relativna vrednotenja delnic. Deloma je to zaradi politične negotovosti in nezaupanja do Rusije, deloma zaradi gospodarskega položaja države in prihodnjih pričakovanj, ki so pod tem, kar je Rusija dosegala v preteklosti. Kazalnik PE je najnižji med vsemi trgi v razvoju. Trenutno

je njegova vrednost pod 5. Mediana zadnjih 10 let je 8,3. Kazalnik PB znaša okrog 0,9, v preteklosti pa je v povprečju dosegal 1,2. Nizki tečajji so, zgodovinsko gledano, izboljšali tudi dividendno donosnost, ta trenutno znaša že 3,4 %, v preteklosti pa je bila okrog 1,8 %.

Kazalnik PE je najnižji med vsemi trgi v razvoju

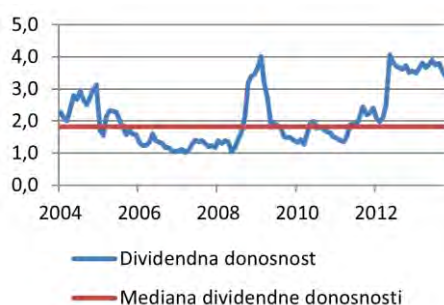
Trenutno je njegova vrednost pod 5

Slika 45:
Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB)
ruskih delnic (MSCI Russia)



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 46:
Dividendna donosnost ruskih delnic
(MSCI Russia)



Vir: Bloomberg 2013.

Države v razvoju (Ex – BRIC)

Nasprotno od držav BRIC, kjer se dogajajo strukturne upočasnitve gospodarstev posameznih držav, je slika v drugih državah v razvoju nekoliko boljša. Sicer tudi tu drži splošna ugotovitev o nekoliko nižji povprečni gospodarski rasti, kot smo je bili vajeni v preteklih letih, a ta ni v tolikšni meri strukturne narave in ne velja za vse države.

Države v razvoju so največji šok na delniških trgih doživele po odločitvi ameriške centralne banke o postopnem

zniževanju programa odkupa obveznic. Delniški indeksi so po govoru guvernerja ameriške centralne banke izgubili 10 % in več odstotkov vrednosti. Podobno je bilo z valutami. Do konca leta, ko so sprejeli odločitev o zamiku zmanjšanja odkupa obveznic, se je na trge vrnilo nekaj optimizma. V zraku pa ostaja tveganje, povezano z odločitvijo ameriške centralne banke o prihodnji monetarni politiki, čemur se ne bomo mogli izogniti v letu 2014.

Slika 47:
Tečaj indonezijske rupije v primerjavi



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 48: Tečaj turške lire v primerjavi
z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2013.

Latinska Amerika

Latinska Amerika bo leta 2014 gospodarsko najpočasneje rastoča regija v razvoju. Pričakovanja o prihodnji gospodarski rasti za posamezne države so

različna. Pričakovanja za Mehiko, ki je drugo najmočnejše gospodarstvo regije, so pozitivna. Gospodarska rast za leto 2013 bo okrog 1,8 % in za leto 2014 3,0 %.

Gospodarska rast za leto 2013 bo okrog 1,8 % in za leto 2014 3,0 %

Dvig proizvodnje nafte v letu 2013 je prispeval k višji gospodarski rasti zalivskih držav

Gospodarska rast azijskih držav bo v letu 2014 v povprečju najvišja izmed vseh regij držav v razvoju

Osrednji del Afrike dosega najvišjo gospodarsko rast na kontinentu

Okrevanje razvitih držav evroobmočja je odločilno za gospodarstva razvijajočih se držav Evrope

Postopno okrevanje bo posledica rasti proizvodnje, to podpirajo rast povpraševanja s strani ZDA, rast javne potrošnje in pozitivni rezultati preteklih reform. Po drugi strani za Čile pričakujejo rahel padec gospodarske rasti. Ta bi lahko v letu 2014 znašala med 4,0% in 4,5%. Veliko vlogo ima pri tem dogajanje na trgu surovin, predvsem je pomembna cena bakra. Čile je s približno tretjinskim deležem namreč največji proizvajalec bakra na svetu. Podobna pričakovanja veljajo za Peru. Največje padce gospodarske rasti pričakujejo v Argentini in Venezueli, ti, kot kaže, gresta svojo politično in gospodarsko pot. Inflacija je v regiji, razen ponovno Argentine in Venezuele, večinoma pod nadzorom. Spričo pričakovanj o postopnem globalnem monetarnem zategovanju v letu 2014 je Latinska Amerika dokaj dobro pozicionirana. Zunanji dolg je na nižjih nivojih kot v prejšnjih desetletjih, poleg tega je večini držav v zadnjih letih uspelo ustvariti zajetne devizne rezerve.

Azija

Gospodarska rast azijskih držav bo v letu 2014 v povprečju najvišja izmed vseh regij držav v razvoju. Podporo bo imela v še vedno nekoliko ohlapnejši monetarni politiki in postopni rasti globalnega povpraševanja. Gospodarska rast skupine južnoazijskih držav (ASEAN) bo po pričakovanjih IMF v letu 2013 padla na 5,0% (v letu 2012 je bila 6,2%), v letu 2014 pa lahko pričakujemo ponovno rast v višini 5,4%. V primerjavi z zgodovinskimi podatki za regijo inflacija ostaja v povprečju nizka, vendar s tendenco rasti. Pričakovano postopno zmanjševanje programa odkupa obveznic s strani ameriške centralne banke bo povzročilo nekaj napetosti na trgih kapitala. Še najbolj je na udaru Indonezija, ki ima velik primanjkljaj na tekočem računu. Indonezijska centralna banka je v preteklih mesecih že večkrat dvignila obrestno mero in bo prisiljena tako ravnati še naprej.

Evropa

Okrevanje razvitih držav evroobmočja je odločilno za gospodarstva razvijajočih se

držav Evrope. Največ koristi imajo tista, ki so pretežno izvozno orientirana in so bližje evropskemu centru. Gospodarska rast tega dela Evrope bo po predvidevanju IMF v letu 2013 2,3% (leta 2012 je bila 1,4%), za leto 2014 so pričakovanja o 2,7% rasti. Večina držav bo v letu 2014 imela višjo gospodarsko rast. Upočasnilo se bo, poleg Rusije, le še turško gospodarstvo. Inflacijski pritiski v regiji bodo postopoma pričeli popuščati. S krepitvijo centralne Evrope raste izvoz, kar bo ugodno vplivalo na trg delovne sile. Večina držav se namreč sooča z visoko, več kot 10% brezposelnostjo.

Bližnji vzhod in Afrika

Dvig proizvodnje nafte v letu 2013 je prispeval k višji gospodarski rasti zalivskih držav. Nafta je še vedno tista, ki napaja gospodarstva teh držav. Zato so te ranljive na morebiten padec cene nafte. Gospodarska rast Savdske Arabije in Združenih arabskih emiratov bo v letu 2013 okrog 4,0%, v letu 2014 pa okoli 3,5%.

Egipt je območje, kjer se razmere nikakor ne umirijo. Država je iz ene revolucije prešla v drugo. V takšnem okolju gospodarstvo, v katerem je turizem ena najpomembnejših dejavnosti, s težavo deluje in Egipt bo po gospodarski rasti ena najslabših držav na severu Afrike. Na drugi strani pa bi vsakršno okrevanje evropskih držav Maroku, Tuniziji in Alžiriji prineslo rast gospodarstva. Te države so z Evropo povezane predvsem preko turizma, trgovine, investicij in delovne sile. Razvoj regije ogrožajo morebitna politična destabilizacija in visok primanjkljaj tekočega računa ter fiskalni deficit.

Osrednji del Afrike dosega najvišjo gospodarsko rast na kontinentu. Podpirajo jo neposredne tuje investicije in rast realnih plač. Slednje je posledica selitve delovne sile z manj produktivnih področij v bolj produktivne dele držav. Visoka inflacija (10% in več) se po trenutnih podatkih umirja, tako bo tudi v letu 2014. Hkrati je nizek javni dolg, to daje možnosti za dodatne investicije v infrastrukturo, kar bi tudi srednjeročno prispevalo k rasti gospodarstva.

Na jugu celine se Južnoafriška republika ubada z notranjimi spori. Volitve v letu 2014 vladi ne omogočajo uvedbe reform, s katerimi bi naredili trg delovne sile bolj prožen. Verjetno bo tako tudi po volitvah. V

letu 2013 lahko tako pričakujemo 3,0% gospodarsko rast, kar je skoraj pol manj kot v osrednjem delu kontinenta.

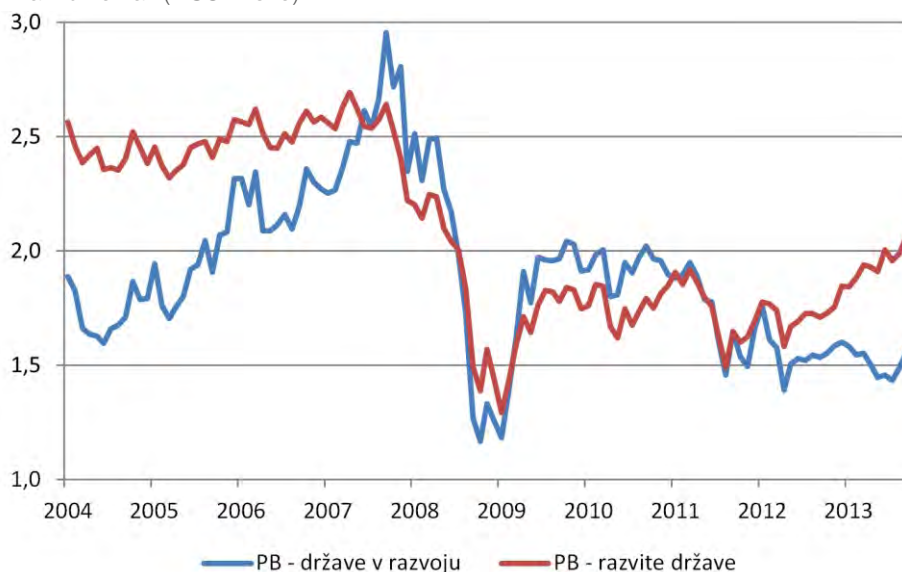
Vrednotenja delniških trgov držav v razvoju

Nivoji tečajev delnic v državah v razvoju so pod nivoji tečajev delnic družb iz razvitih držav. S tega vidika postajajo delnice družb iz držav v razvoju vse bolj atraktivne. Za primerjavo lahko uporabimo multiplikator knjigovodske vrednosti (PB), saj je manj volatilen kot multiplikator dobička (PE). Kazalnik PB držav v razvoju je bil konec novembra 1,6, kar je pod 10-letno mediano, ki znaša 1,9, oz. 15% pod večletnim lastnim

povprečjem. V primerjavi z razvitimi trgi, kjer je PB 2,1, kotirajo z dobrih 20% diskonta. Tako velike razlike ni bilo že od leta 2004. Manjša razlika je tudi v dividendni donosnosti, sredi novembra so delnice družb iz držav v razvoju kotirale z 2,6% povprečno dividendno donosnostjo, medtem ko je ta na razvitih trgih v povprečju 2,4%.

Nivoji tečajev delnic v državah v razvoju so pod nivoji tečajev delnic družb iz razvitih držav

Slika 49: Multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju (MSCI EM) in razvitih držav (MSCI World)



Vir: Bloomberg 2013.

Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Energetika

Tabela 6:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	63,4%
Evropa brez VB	16,7%
VB	9,0%
Japonska	0,8%
Razvita Azija	2,0%
EM	8,1%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 7:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	58,1%
Oil & Gas Exploration & Produc	21,0%
Oil & Gas Equipment & Services	9,8%
Oil & Gas Storage & Transporta	4,6%
Oil & Gas Refining & Marketing	3,7%
Oil & Gas Drilling	2,1%
Coal & Consumable Fuels	0,7%

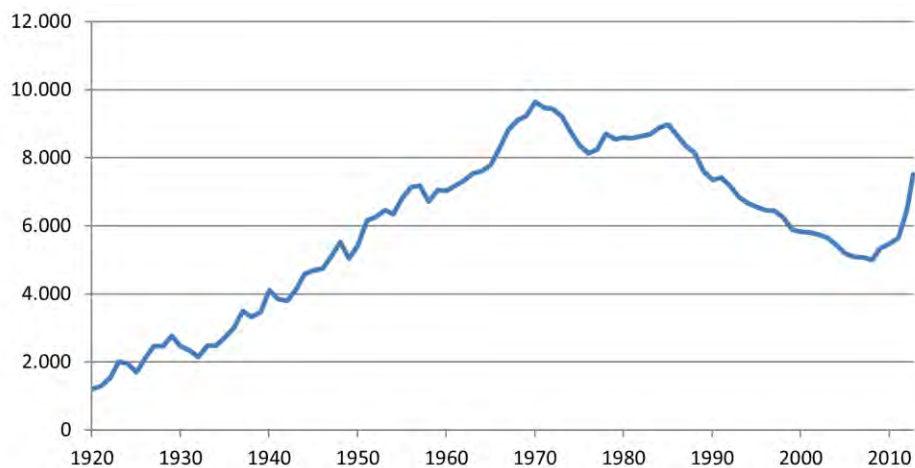
Vir: Bloomberg 2013.

Rast produkcije nafte

Po mnenju mednarodne agencije za energijo bi ZDA lahko postala leta 2015 največja proizvajalka črnega zlata. Samozadostnost, ki naj bi jo dosegli pet let kasneje, pa bi znižala geopolitično tveganje, ki je pomembna komponenta

cene nafte. V zadnjem letu je bila še posebno impresivna rast produkcije nafte: konec junija je znašala 7,2 milijona sodčkov, kar je milijon sodčkov več kot leto prej, rast produkcije zemeljskega plina pa se je nekoliko zaustavila.

Slika 50: Ameriška proizvodnja nafte v 1.000 sodčkah na dan



Vir: Bloomberg 2013.

Seliti tovarne nazaj v ZDA

Pomembno vlogo pri tem razvoju dogodkov je imela cena energentov. Cena nafte se je v zadnjem letu gibala med 90 in 105 \$ za sodček, kar je pomenilo večje ambicije po črpanju nafte. Cena zemeljskega plina pa je znašala med 3,5 in 4,5 \$ na MMBtu¹⁸ in je v primerjavi s preteklimi leti še vedno nizka. Zato so nekatera ameriška podjetja, ki so v

preteklosti zaradi nižanja stroškov proizvodnjo selila v azijske in latinskoameriške države, pričela seliti tovarne nazaj v ZDA. Zaradi te transportne poti se nizka cena zemeljskega plina ni prenesla na ostale kontinente. To se že pozna pri konkurenčnosti, na kar so opozorila nekatera večja evropska podjetja.

¹⁸ MMBtu – merska enota British thermal unit.

V prihodnjem letu ne pričakujemo večjih sprememb pri gibanju cen omenjenih energentov, saj kljub višji ponudbi raste povpraševanje predvsem držav v razvoju, kjer prehajajo na bolj potrošno naravnano gospodarstvo. Stopnje rasti povpraševanja v tej regiji ostajajo med 5 in 6 %. Največje tveganje pri gibanju cen je še zmeraj dogajanje na Bližnjem vzhodu, saj bi se ob morebitnem izbruhu nemirov nafta podražila.

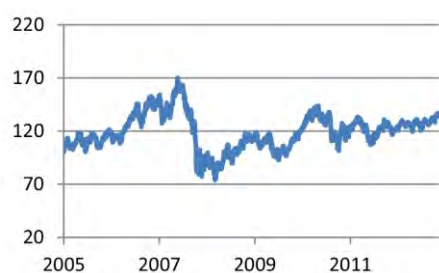
Trenutno energetska podjetja pri svojih projekcijah računajo ceno nafte pri 80 \$ za

sodček, kar je nižje od trenutne tržne cene in po našem mnenju preveč pesimistično. Vrednotenja podjetij so po več kazalnikih nizka, v primerjavi z ostalimi sektorji pa na najnižji nivojih v zadnjih 10 letih. Tečaji delnic večjih naftnih družb, razen nekaterih izjem, so se gibal slabše od splošnega trga. V prihodnjem letu pričakujemo, da se bo trend obrnil, saj so pričakovane rasti produkcije integriranih globalnih družb za leto 2014 prvič po štirih letih pozitivne. Največ pričakujemo od družb, ki so povezane z ameriško proizvodnjo nafte.

Vrednotenja podjetij so po več kazalnikih nizka

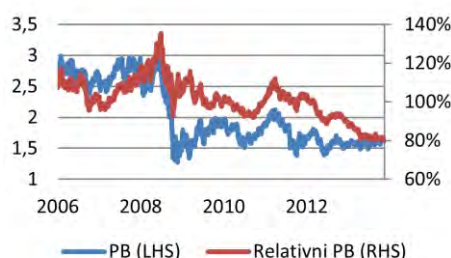
Gibanje sektorja

Slika 51:
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2013.

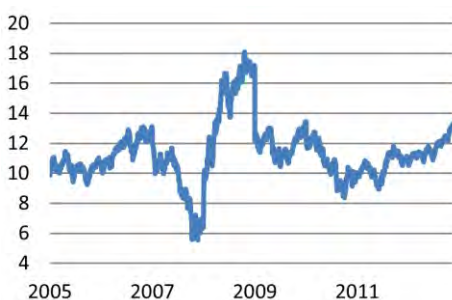
Slika 52:
Relativno gibanje S&P 1200 Energy in S&P 1200 v USD¹⁹



Vir: Bloomberg 2013.

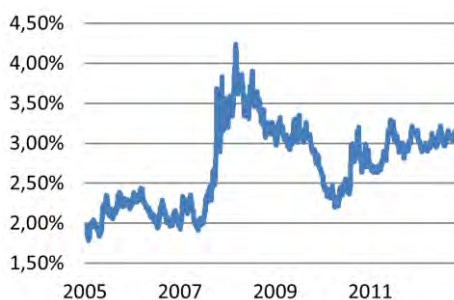
Vrednotenja sektorja

Slika 53:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 54:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E. EV/EBITDA
EXXON MOBIL CORP	UNITED STATES	13,9%	307.117	12,80	2,46	5,72
CHEVRON CORP	UNITED STATES	7,7%	170.745	10,48	1,59	4,41
BP PLC	BRITAIN	4,9%	108.888	10,38	1,14	4,37
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	NETHERLANDS	4,4%	97.524	9,59	1,21	4,28
SCHLUMBERGERLTD	UNITED STATES	4,1%	90.336	19,32	3,23	10,34
TOTAL SA	FRANCE	4,2%	91.742	9,09	1,40	4,01
CONOCOPHILLIPS	UNITED STATES	3,0%	66.295	12,46	1,76	4,72
ECOPETROL SA-SPONSORED ADR	COLOMBIA	2,9%	64.871	11,76	2,62	7,92
ROYAL DUTCH SHELL PLC-B SHS	NETHERLANDS	3,0%	65.486	10,01	1,27	4,28
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	UNITED STATES	2,6%	57.341	13,78	1,84	5,66

Vir: Bloomberg 2013.

¹⁹ LHS – leva os, RHS – desna os.



Damjan Kovačič

Surovinski sektor z naskokom na zadnjem mestu

Ob privlačnih dolgoročnih vrednotenjih

Ameriška plinska revolucija

Surovine in predelovalna industrija

Tabela 8:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	38,6%
Evropa brez VB	25,4%
VB	10,1%
Japonska	8,1%
Razvita Azija	10,2%
EM	7,6%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 9:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Metals & Mining	41,4%
Chemicals	48,4%
Construction Materials	4,6%
Containers & Packaging	3,1%
Paper & Forest Products	2,5%

Vir: Bloomberg 2013.

Surovinski sektor in delnice predelovalne industrije so v letu 2013 z naskokom na zadnjem mestu po donosih, saj je surovinski indeks \$CRB letos v evrih padel za 7 %, globalne surovinske delnice niso bistveno spremenile vrednosti, njihov relativni zaostanek pa znaša preko 20 odstotnih točk. Cene železove rude so sicer zdrsnile za 8 %, še večji padec je doletel baker in ostale industrijske kovine, ki so izgubile 14 %, zlato pa je izgubilo skoraj četrtno vrednosti. Delnice rudnikov zlata so na primer v minulih dveh letih izgubile več kot dve tretjini vrednosti, tako da so tečajji delnic na nivojih z začetka leta 2004, ko je bila cena zlata 400 USD/unčo, zlato pa kotira nekajkrat višje, pri okoli 1.250 USD na unčo.

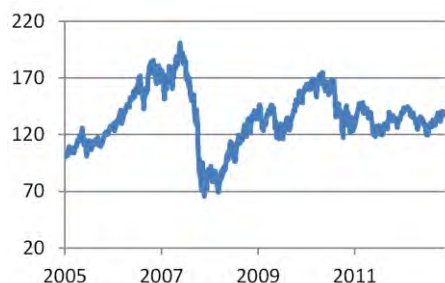
Med delnicami iz sektorja je še naprej osrednja tema »zgodba o dveh svetovih«, saj so v tem ciklu prevzele primat družbe iz kemijske industrije. Te imajo danes okoli 50% delež v globalnih surovinskih indeksih, delež rudarskih družb pa je padel s preko 60 na samo 40 %. Ameriška plinska revolucija je in bo radikalno spremenila pravila igre v globalni kemijski in predelovalni industriji. Na krilih poceni plina so zmagovalci panoge ameriški proizvajalci plastične embalaže in pakirnih materialov (+50 %). Po donosih jim sledijo izredno dobičkonosni proizvajalci osnovnih kemikalij in polimernih materialov (+40%), najbolj boleče izgube pa so utrpeli

proizvajalci naravnih in umetnih gnojil ter rudniki zlata, ti so izgubili tudi do polovico vrednosti.

Globalni upravljavci investicijskih skladov so zelo optimistični in pričakujejo okrepitev svetovne gospodarske rasti, a kljub temu so med ekonomsko občutljivimi sektorji izrazito podpovprečno izpostavljeni do surovinskega sektorja. Negativen odnos vlagateljev do surovinskega sektorja je skoraj tako pesimističen kot konec leta 2008 na vrhuncu zadnje finančne krize. Kombinacija šibkega dolarja in pozitivnega preobrata v dinamiki kitajskega povpraševanja je letos poleti sprožila velik odboj tečajev globalnih rudarskih delnic. Ob privlačnih dolgoročnih vrednotenjih investitorje v rudarske družbe očitno skrbi nekoliko manj ugodno strukturno razmerje med ponudbo in povpraševanjem pri večini industrijskih kovin in gnojil. Vendar so se največje rudarske družbe že pripravile na zaostrene razmere na trgu z zniževanjem in zamikom načrtovanih investicij v nove zmogljivosti in z odprodajo manj dobičkonosnih dejavnosti. Stava na rudarske družbe pomeni v tem trenutku posredno stavo na nadaljevanje stabilne gospodarske rasti na Kitajskem in v državah v razvoju.

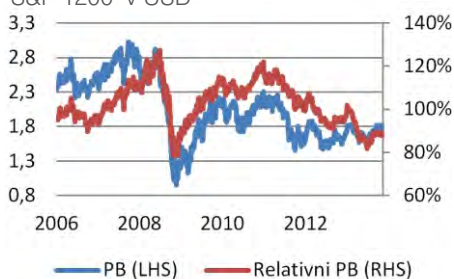
Gibanje sektorja

Slika 55:
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2013.

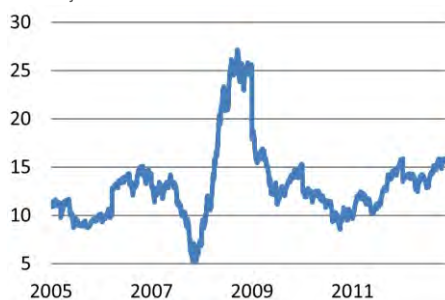
Slika 56:
Relativno gibanje S&P 1200 Material in S&P 1200 v USD²⁰



Vir: Bloomberg 2013.

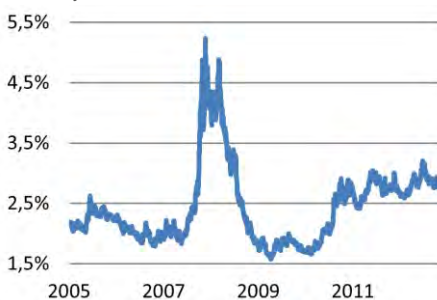
Vrednotenja sektorja

Slika 57:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 58:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BHP BILLITON LTD	AUSTRALIA	6,2%	82.653	13,45	2,69	6,77
BASF SE	GERMANY	4,8%	63.546	14,62	2,75	8,47
BHP BILLITON PLC	BRITAIN	3,6%	47.310	11,77	2,34	6,77
RIO TINTO PLC	BRITAIN	3,6%	47.709	10,46	2,14	6,91
MONSANTO CO	UNITED STATES	3,3%	43.066	21,11	4,68	11,77
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	UNITED STATES	3,2%	42.499	16,20	4,23	9,90
DOW CHEMICAL CO/THE	UNITED STATES	2,7%	35.970	17,51	2,44	8,42
GLENCORE XSTRATA PLC	SWITZERLAND	2,5%	32.881	18,03	1,40	10,48
AIR LIQUIDE SA	FRANCE	2,4%	31.522	19,36	3,16	9,93
SYNGENTA AG-REG	SWITZERLAND	2,1%	27.206	18,85	4,08	13,07

Vir: Bloomberg 2013.

²⁰ LHS – leva os, RHS – desna os.



Marko Tomanič

Vodilno vlogo ZDA

Slabši obeti pa so za dejavnosti (tovornega) transporta

Večji učinek na rast dobičkov

Industrija

Tabela 10:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	51,0%
Evropa brez GB	24,6%
GB	5,2%
Japonska	14,7%
Razvita Azija	1,8%
EM	2,7%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 11:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	73,0%
Transportation	19,7%
Commercial & Professional Serv	7,3%

Vir: Bloomberg 2013.

Sektor industrije je na globalni ravni do sredine novembra 2013 zrastle za slabih 25 %, merjeno v evrih, in presegel globalni indeks za 5 odstotnih točk. Od začetka leta 2013 je po doseženih donosih med vsemi gospodarskimi panogami zasedel tretje mesto. Po regionalni porazdelitvi imajo po donosnosti vodilno vlogo ZDA, slabše pa so se odrezali donosi v razvijajočih se gospodarstvih. Po pričakovanjih bodo ZDA tudi v prihodnje močan akter, saj je sektor dobro pozicioniran v trenutno razmeroma stabilni (rastoči) fazi gospodarskega cikla.

Vrednotenje panoge je blizu poštene vrednosti, saj je 10 % nad 8-letnim absolutnim povprečjem in dober odstotek nad 8-letnim relativnim povprečjem. Kot rezultat tega pričakujemo manjšo ekspanzijo mnogokratnikov v prihodnosti in večji učinek na rast dobičkov, podkrepljenih s pričakovano rastjo komercialne gradbene aktivnosti, stabilizacijo v Evropi in zadostno alokacijo kapitala, spodbujenega na osnovi zgodovinsko močnih bilanc stanj sektorja. Brez vidnejše pomoči končnih trgov bodo podjetja primorana uporabljati pristop nadzora nad lastno usodo, s čimer bodo dosegala nadaljnje ustvarjanje vrednosti, tudi z dezinvestiranjem nepotrebne premoženja in potencialnimi prevzemi.

Na drugih ključnih končnih trgih pričakujemo nadaljevanje poslabšanja globalnih kapitalskih investicij v sektorju rudarstva; relativno stabilni (odporni) dobički letalskih prevoznikov ter nadaljevanje rastočega trenda letalskega prometa pa zagotavljajo dobro podporno ozadje za družbe, ki delujejo v dejavnosti proizvodnje letal in letalske opreme (aerospace). Slabši obeti pa so za dejavnosti (tovornega) transporta, saj blagovni tokovi ne bodo tako močni kot splošni gospodarski kazalci.

Gibanje sektorja

Slika 59:

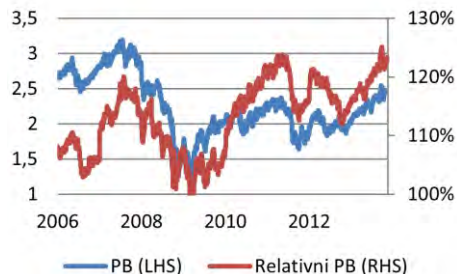
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 60:

Relativno gibanje S&P 1200 Industrial in S&P 1200 v USD²¹



Vir: Bloomberg 2013.

Vrednotenja sektorja

Slika 61:

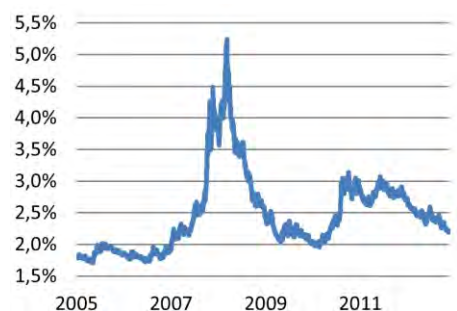
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 62:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
GENERAL ELECTRIC CO	UNITED STATES	8,0%	203.074	16,56	2,23	10,05
SIEMENS AG-REG	GERMANY	2,9%	74.435	14,28	2,89	9,38
UNITED TECHNOLOGIES CORP	UNITED STATES	2,9%	74.262	17,77	3,51	10,91
BOEING CO/THE	UNITED STATES	2,9%	74.288	20,67	11,26	10,96
3M CO	UNITED STATES	2,6%	64.714	19,35	4,91	11,02
UNION PACIFIC CORP	UNITED STATES	2,1%	53.704	16,87	3,51	8,78
UNITED PARCEL SERVICE-CL B	UNITED STATES	2,1%	53.318	21,12	25,64	10,77
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	UNITED STATES	2,0%	50.985	17,75	4,61	10,18
CATERPILLAR INC	UNITED STATES	1,5%	38.902	15,12	2,91	7,25
ABB LTD-REG	SWITZERLAND	1,6%	39.820	17,01	3,29	9,94

Vir: Bloomberg 2013.

²¹ LHS – leva os, RHS – desna os.



Aleš Šoba
CFA

Med manj zanimivimi z vidika pričra-kovanega donosa / tveganja

Še najbolj zanimiv segment proizvajalcev avtomobilov

Uspevala podjetja, ki so najbolje izkoristila spletno prodajo

Trajne potrošne dobrine

Tabela 12:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	57,0%
Evropa brez VB	18,4%
VB	7,0%
Japonska	13,6%
Razvita Azija	0,2%
EM	3,8%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 13:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	26,1%
Consumer Durables & Apparel	14,2%
Consumer Services	12,3%
Media	20,8%
Retailing	26,6%

Vir: Bloomberg 2013.

Sektor trajnih potrošnih dobrin je v letu 2013 pridobil slabih 30 % v evrih in krepko presegel donos trga, ta je višji, okrog 20 %. To je nadaljevanje trenda preteklih petih let, ki je povzročil, da delnice tega sektorja kotirajo višje (merjeno z multiplikatorjem knjigovodske vrednosti – PB), kot so ob zadnjem vrhu v letu 2007. Trenutni PB znaša 2,8, leta 2007 pa je bil 2,55. Tudi v primerjavi s trgov je sektor močno prevrednoten navzgor in kotira s skoraj 40 % premijo, čeprav je bil pred krizo nižje ovrednoten. Četudi visoka vrednotenja nujno ne pomenijo, da bodo delnice iz tega sektorja zaostale za trgov, je ta panoga nedvomno med manj zanimivimi z vidika pričra-kovanega donosa / tveganja.

Zanimivo je, da se je zgodila takšna rast v okolju skromne gospodarske rasti v ZDA in recesije v Evropi ter še vedno nizke rasti potrošnje gospodinjstev v ZDA, kjer so letošnja višja davčna bremena oklestila razpoložljiv dohodek ameriškega potrošnika. Tako se je še poglobil trend, ko uspevajo podjetja, ki opravljajo storitve za premožne, večina ostalega prebivalstva pa se je zatekla k trgovcem, kjer je v ospredju nizka cena. Poleg nadaljevanja tega trenda pričakujemo, da bodo še naprej uspevala podjetja, ki so najbolje izkoristila spletno prodajo. Trenutno znaša globalna spletna prodaja 585 mrd USD, kar pomeni le 4 % celotne maloprodaje. Pričakovanja so, da bo spletna prodaja v prihodnjih petih letih rastla povprečno 15 % na leto.

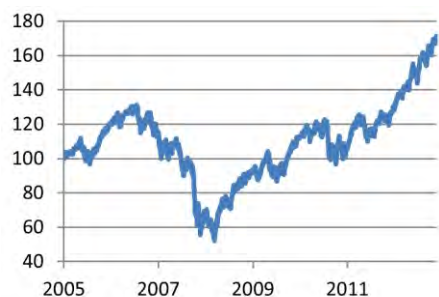
Kje torej vidimo priložnosti v sektorju, ki na prvi pogled ni videti zanimiv? Po našem mnenju bodo zmagovalci podjetja, ki bodo še naprej izkoriščala prej omenjene trende, poleg tega pa se je smiselno odločati za delnice podjetij, ki imajo konkurenčno prednost predvsem v močni blagovni znamki, ekonomiji obsega in v moči prenašanja višjih cen na potrošnika.

Med posameznimi podsektorji je, čeprav podjetja večinoma nimajo zgoraj navedenih lastnosti, še najbolj zanimiv segment proizvajalcev avtomobilov, tako z vidika vrednotenja kot poslovanja. Poleg visoke rasti prodaje avtomobilov v ZDA in na trgih v razvoju se je letos stabilizirala prodaja v Evropi, dosegla je 20-letno dno. Večje zaupanje evropskih potrošnikov nakazuje rast z nizkih nivojev. V oktobru 2013 je bila globalna prodaja višja za 9,3 %, poleg Kitajske (+24 %) so bile višje še ZDA (+11 %) in Evropa (+5 %). Ob pozitivnem poslovanju pa ima avtomobilski panoga 30 % nižje vrednotenje kot trg in ob nadaljnjem pričakovanju svetovnega gospodarskega okrevanja pomeni enega bolj zanimivih podsektorjev.

Visoka vrednotenja, močan moment in malo nakupnih priložnosti. To je popotnica za 2014, kjer bodo še najbolj zanimivi avtomobilski podsektor in vodilna podjetja, ki so v ospredju trendov, kot so spletna prodaja in nizke cene za še vedno šibkega potrošnika.

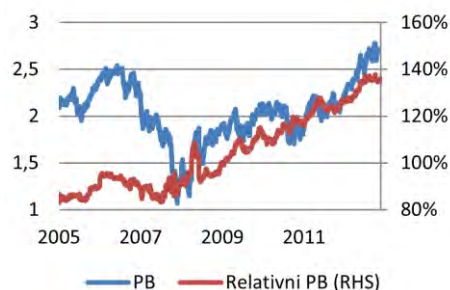
Gibanje sektorja

Slika 63:
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2013.

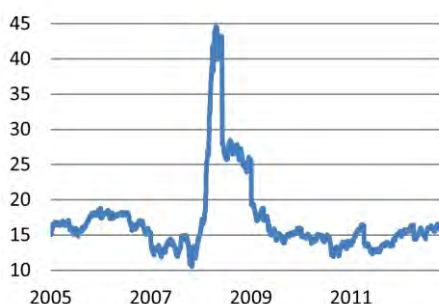
Slika 64:
Relativno gibanje S&P 1200 CD in S&P 1200 v USD²²



Vir: Bloomberg 2013.

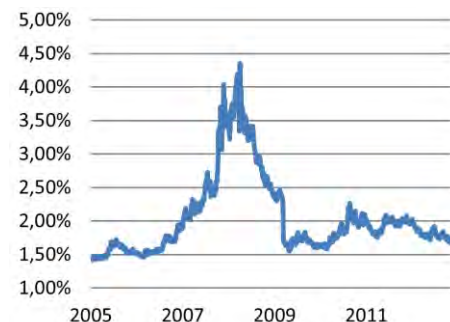
Vrednotenja sektorja

Slika 65:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 66:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E/EV/EBITDA
TOYOTA MOTOR CORP	JAPAN	5,0%	124.925	10,88	1,49	10,06
AMAZON.COM INC	UNITED STATES	4,0%	100.365	148,83	18,39	32,23
WALT DISNEY CO/THE	UNITED STATES	3,3%	83.255	17,54	2,74	10,25
HOME DEPOT INC	UNITED STATES	3,4%	84.959	21,60	8,10	11,66
COMCAST CORP-CLASS A	UNITED STATES	3,0%	74.579	19,02	2,50	7,76
MCDONALD'S CORP	UNITED STATES	2,9%	71.993	17,63	6,43	10,54
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	GERMANY	2,3%	58.284	11,71	1,56	9,25
FORD MOTOR CO	UNITED STATES	1,9%	47.928	10,12	3,28	4,86
HONDA MOTOR CO LTD	JAPAN	2,0%	49.770	12,01	1,35	8,79
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	SWEDEN	1,8%	44.707	26,00	11,55	16,65

Vir: Bloomberg 2013.

²² LHS – leva os, RHS – desna os.



Aleš Grbić

Najbolje se je odrezal podsektor hrane in trgovine

V zgodovini so imele družbe, ki proizvajajo osnovne potrošne dobrine, večjo pogajalsko moč od trgovcev

Kar pa ne velja za produkte, namenjene osebni negi in zdravju

Stvari so najbolj jasne v tobačni industriji

Osnovne potrošne dobrine

Tabela 14:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	49,7%
Evropa brez VB	22,4%
VB	13,5%
Japonska	4,9%
Razvita Azija	2,6%
EM	6,9%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 15:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food Beverage & Tobacco	62,3%
Household & Personal Products	16,4%
Food & Staples Retailing	21,3%

Vir: Bloomberg 2013.

V letošnjem letu je globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin s 17 % v evrih dosegel podpovprečne donose. Najbolje se je odrezal podsektor hrane in trgovine na drobno s 38 % v evrih. Znotraj njega so največ pridobile delnice družb Safeway 79 %, Metro 72 % in Japan Tobacco s 49 % v evrih. Vrednotenje sektorja osnovnih potrošnih dobrin je po kazalcih v zadnjih osmih letih relativno ugodno.

Družbe, ki proizvajajo osnovne potrošne dobrine, in trgovci na drobno živijo v nekakšni simbiozi. Kljub temu vsaka izmed teh skupin vedno poizkuša doseči čim boljše marže iz poslovanja, in to kljub ostrejšemu konkurenčnemu boju v vsakem izmed podsektorjev. Proizvajalci osnovnih potrošnih dobrin potrebujejo distribucijske kanale in prodajni prostor, ki ga imajo trgovci. Na drugi strani so trgovci odvisni od dobrih blagovnih znamk, ki privabljajo potrošnika v trgovine. V zgodovini so imele družbe, ki proizvajajo osnovne potrošne dobrine, večjo pogajalsko moč od trgovcev. To izhaja predvsem iz njihove velikosti in močnega portfelja blagovnih znamk. Na drugi strani so trgovci pridobili nekaj moči, predvsem s konsolidacijo v podsektorju in s povišanim obsegom direktnega trženja.

Kdo je zmagovalec, je odvisno od podsektorja. Stvari so najbolj jasne v tobačni industriji, ki je najbolj skoncentrirana. Za njo sta značilna visok donos na investirani kapital in izredno

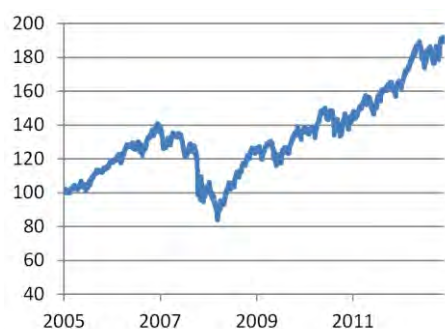
visoka moč vodilnih blagovnih znamk. Tobačne družbe imajo v boju s trgovci največjo pogajalsko moč izmed vseh podsektorjev osnovnih potrošnih dobrin. Na drugi strani so proizvajalci pakirane hrane v najslabšem položaju v primerjavi s trgovci. Prav tako imajo trgovci prevlado nad proizvajalci hrane. Tukaj ni večjih stroškov prehoda na nov produkt, hkrati imajo potrošniki možnost izbire med različnimi blagovnimi znamkami v vsaki kategoriji. Za močne blagovne znamke je značilna manjša »elastičnost« potrošnikov.

Proizvajalci osnovnih potrošnih dobrin se ne borijo le s trgovci, ampak tudi z nizkocenovnimi konkurenčnimi produkti. Proizvajalci slednjih jih izdelujejo bodisi pod svojo ali pod trgovčevu blagovno znamko. Za potrošnike so ti produkti privlačni zaradi ugodne cene, za trgovce pa so zanimivi zaradi visoke marže. S temi produkti niso enakovredno prodrli v vse podsektorje. Cena vodi potrošnike pri nakupu produktov za vsak dan, kar pa ne velja za produkte, namenjene osebni negi in zdravju. Zato jih lahko proizvajalci lažje prodajajo s premijo trgovcem.

Gibanje sektorja

Slika 67:

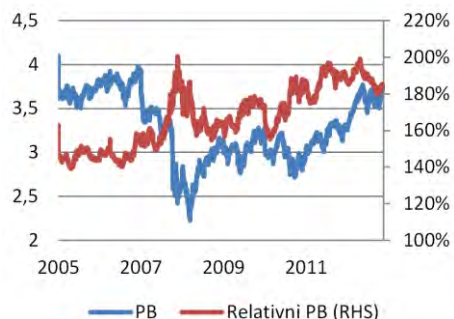
Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 68:

Relativno gibanje S&P 1200 CS in S&P 1200 v USD²³

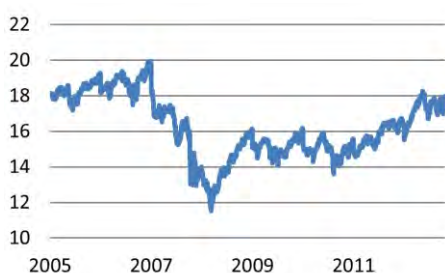


Vir: Bloomberg 2013.

Vrednotenja sektorja

Slika 69:

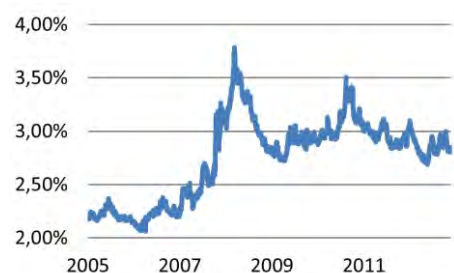
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 70:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NESTLE SA-REG	SWITZERLAND	7,2%	175.909	19,51	3,51	13,69
PROCTER & GAMBLE CO/THE	UNITED STATES	7,0%	169.144	19,66	3,42	12,90
ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	BELGIUM	5,1%	123.405	21,87	3,51	12,64
COCA-COLA CO/THE	UNITED STATES	4,9%	117.960	19,20	5,52	14,29
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	UNITED STATES	4,2%	101.799	16,92	-	11,68
PEPSICO INC	UNITED STATES	4,0%	96.396	19,72	5,89	11,79
WAL-MART STORES INC	UNITED STATES	3,9%	93.921	15,34	3,63	8,45
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	BRITAIN	3,1%	75.926	15,44	9,22	11,93
DIAGEO PLC	BRITAIN	2,5%	60.109	18,44	7,16	14,74
CVS CAREMARK CORP	UNITED STATES	2,4%	57.212	16,51	2,04	8,75

Vir: Bloomberg 2013.

²³ LHS – leva os, RHS – desna os.



mag. Barbara Gačnik

Še naprej presega vsa pričakovanja

Ključnega pomena sposobnost razvijanja novih zdravil

Podsektor z najbolj bikovsko rastjo letos

Najbolj občutljiv za gibanje ekonomskega cikla

Zdravstvo

Tabela 16:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	62,7%
Evropa brez VB	26,6%
VB	5,7%
Japonska	3,8%
Razvita Azija	1,2%
EM	0,0%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 17:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	22,9%
Pharmaceuticals, Biotechnology	77,1%

Vir: Bloomberg 2013.

Zdravstvo še naprej presega vsa pričakovanja. Do sredine novembra je indeks S&P Global 1200 Healthcare porasel za okrog 30 %, merjeno v evrih, in spada med tri najbolj donosne sektorje. Delnice so večinoma pošteno ovrednotene, priložnosti pa se kljub temu še ponujajo. Dolgoročno bo na rast prihodkov vplivalo staranje prebivalstva v razvitem svetu in večanje razpoložljivega dohodka na prebivalca na razvijajočih se trgih, omejuje pa jih lahko proračunska varčevanje držav, ki so v neugodnem fiskalnem položaju.

Patentni prepad je vrh dosegel v letu 2012. Proizvajalci originalnih zdravil so izpad prihodka zaradi poteka patentov nadomeščali z registracijo novih zdravil in s prevzemi. V letih od 2013 do 2015 potečejo patenti zdravilom, ki jih je težje posnemati, zato bi moral pritisk generične konkurence nekoliko popustiti. FDA je skrajšala nekatere postopke za pridobivanje dovoljenj za trženje zdravil, kar bistveno zniža stroške in čas vrnitve investicije v raziskave in razvoj zdravil. S ciljem dvigniti nivo dobičkonosnosti, s povezovanjem na področju trženja in raziskav veliki farmacevti dosegajo precejšnje sinergije. Nižjo rast prihodka na razvitih trgih so farmacevti nadomeščali s povečevanjem prodaje na razvijajočih se trgih. Povpraševanje po zdravilih in produktih je še posebno hitro naraščalo na Kitajskem, ki postaja tretji najpo-membnejši farmacevtski trg. Ta trend se lahko zaradi nižje gospodarske rasti in preiskav, povezanih s podkupovanjem, srednjeročno nekoliko umiri. Pričakovati je

tudi, da se bo huda cenovna konkurenca, še posebno pri razpisih za zdravila, nadaljevala; okolje je ostrejšo v Evropi kot v ZDA, saj je Evropa načelno bistveno bolj naklonjena uporabi generičnih zdravil. Zaradi varčevalnih ukrepov uporabo generikov spodbujajo tudi na drugih trgih, zato bo za prihodnjo rast prihodkov od originatorjev ključnega pomena sposobnost razvijanja novih zdravil.

Biotehnologija je podsektor z najbolj bikovsko rastjo letos, ameriški Nasdaq Biotechnology indeks je do sredine novembra zrasel že za dobrih 51 %, merjeno v EUR, indeks S&P Global 1200 pa za slabih 18 %. Vrednotenja biotehnoloških družb so vedno bila visoka, saj so investitorji »kupovali« obljubo prihodka v prihodnosti. Trenutno PE omenjenega indeksa znaša 168, kazalnik PB je 6,8, neprimerno več, kot znaša PB indeksa S&P Global 1200 pri 2. V cenah teh delnic je všteti veliko pozitivnih novic in previdnost ne bo odveč, vendar na biotehnologijo lahko pozitivno vpliva pospešen proces odobritve novih zdravil s strani FDA, neelastično in naraščajoče povpraševanje ter manj ostra konkurenca biosimilarjev²⁴, saj so postopki posnemanja precej bolj zapleteni kot pri sintetičnih zdravilih. Ne nazadnje, originatorji še vedno iščejo nadomestila za manjše prihodke zaradi poteka patentov, zato so biotehnologi še zmeraj prevzemno zanimivi.

Podsektor medicinske opreme je najbolj občutljiv za gibanje ekonomskega cikla. Letos je bilo že opaziti prve znake okrevanja podsektorja v ZDA, delnice so rasle bolj kot

²⁴ Biosimilarji so originalnim biološkim zdravilom podobna zdravila, katerih aktivne substance so pridobljene iz živih organizmov.

indeks S&P Global 1200 Healthcare, a Evropa v rasti še nekoliko zaostaja. Predvsem se je povečalo povpraševanje po ortopedski opremi in srčnih zaklopkah, nadaljnjo rast pa bodo podpirali tudi demografski trendi ter z višanjem zaposlovanja višji razpoložljiv dohodek.

Prihodnje leto prinaša največ negotovosti podsektorju medicinskih storitev. V ZDA bo uvedba borz zdravstvenega zavarovanja zaostрила konkurenco med zavarovalnicami, kar bo vplivalo na njihove marže, zato bo ekonomija obsega poslovanja dobila nov

pomen. Na novo bo sicer zavarovanih od 25 do 30 mio Američanov, vprašanje je le, po kakšni ceni. Več zavarovanih pomeni tudi več receptov, ki jih bodo obdelali grosisti in maloprodajna mreža lekarn. Zamenjevanje originalnih zdravil z generičnimi in poslovanje preko spleta blagodejno vpliva na njihove marže, te so na zgodovinskih nivojih. Pričakovati je tudi nadaljnjo konsolidacijo znotraj ponudnikov te vrste storitev, saj je velikost ključnega pomena pri pogajalskih izhodiščih s proizvajalci zdravil.

Prihodnje leto prinaša največ negotovosti

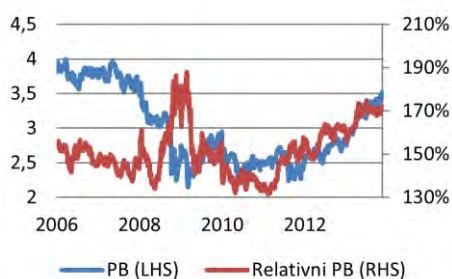
Gibanje sektorja

Slika 71:
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2013.

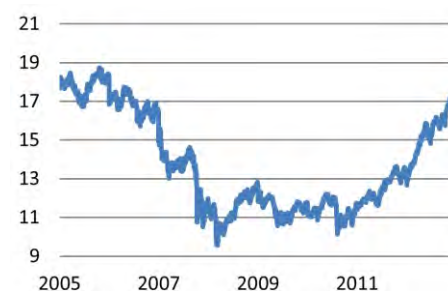
Slika 72:
Relativno gibanje S&P 1200 Health care in S&P 1200 v USD²⁵



Vir: Bloomberg 2013.

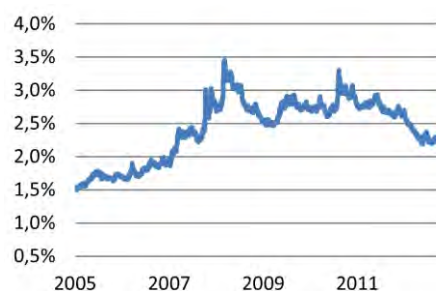
Vrednotenja sektorja

Slika 73:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 74:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	UNITED STATES	8,0%	196.963	17,19	3,81	10,89
PFIZER INC	UNITED STATES	6,2%	153.582	14,72	2,66	8,16
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	SWITZERLAND	5,9%	145.139	17,02	15,48	11,69
NOVARTIS AG-REG	SWITZERLAND	5,7%	140.654	15,24	2,65	13,34
MERCK & CO. INC.	UNITED STATES	4,2%	103.844	13,73	2,96	8,95
SANOFI	FRANCE	3,8%	94.186	15,48	1,87	10,41
GLAXOSMITHKLINE PLC	BRITAIN	3,6%	89.300	14,47	13,16	9,82
NOVO NORDISK A/S-B	DENMARK	3,1%	77.029	20,42	13,05	14,82
GILEAD SCIENCES INC	UNITED STATES	3,2%	77.676	34,76	9,72	22,38
BAYER AG-REG	GERMANY	3,1%	75.572	16,41	3,89	10,06

Vir: Bloomberg 2013.

²⁵ LHS – leva os, RHS – desna os.



Damjan Kovačič

Uspešno leto za globalni finančni sektor

Ameriške finančne družbe vzorčni model uspešno izvedene sanacije bančnega sistema

»Abenomike«

Leto 2014 prestrukturiranja in dokapitalizacije

Finančne storitve

Tabela 18:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	46,1%
Evropa brez VB	20,3%
VB	9,5%
Japonska	7,2%
Razvita Azija	9,1%
EM	7,8%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 19:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	44,2%
Diversified Financials	27,0%
Insurance	19,6%
Real Estate	9,2%

Vir: Bloomberg 2013.

Za nami je še eno izjemno uspešno leto za globalni finančni sektor, saj so delnice svetovnih bank, zavarovalnic, ponudnikov finančnih storitev in nepremičninskih investicijskih družb v evrih pridobile med 20 in 25 % vrednosti, oziroma imele za okoli četrtno višje donose kot preostale delnice. Po donosih med panogami in regijami so letos v ospredju ameriške zavarovalnice (+36 %), s trdim pristankom pa so razočarale finančne delnice držav v razvoju (-10%).

Ameriške finančne družbe so lahko vzorčni model uspešno izvedene sanacije bančnega sistema. Po petih letih od konca krize so že odplačale vso prejeto državno pomoč, ponovno izplačujejo dividende in prispevajo četrtno celotnega dobička ameriških podjetij. Po podatkih s stresnih testov ameriške centralne banke naj bi bile banke sposobne preživeti in ohraniti nad 5 % temeljnega kapitala celo ob tako ekstremnih šokih, kot so 8 % padec domačega BDP-ja, 50 % padec cen delnic, 21% padec cen nepremičnin in dvig stopnje brezposelnosti nad 12 %. V zadnjem četrletju se je umiril trend visoke, dvomestne rasti dobičkov, ki so izvirali predvsem iz hipotekarnega bančništva (refinanciranje hipotek) in sproščanja rezervacij zaradi izboljšanje kvalitete aktive ter rekordno nizkih odpisov slabih posojil. Na ameriškem trgu pričakujemo nadaljevanje pozitivnih trendov v industriji in na ključnem nepremičninskem trgu (letos 10-15% letna rast, hiter obrat zalog, dostopne cene, še vedno nizke hipotekarne obr. mere ...). Ocenjujemo, da bosta šibka investicijska dejavnost podjetij in krčenje državne porabe v letu 2014 najbolj zaviralna dejavnika, ki bosta

omejevala rast obsega kreditiranja in še naprej pritiskala na obrestne marže. Osnovni operativni parametri (rast posojil, čiste obrestne marže in provizije) bodo za ameriško finančno industrijo slabši kot v letu 2013, vendar v celoti še vedno nevtralni, kakršna so tudi trenutna fundamentalna vrednotenja, ki pri kazalniku P/E okoli 15 ne odstopajo od dolgoletnih povprečij.

V razviti Aziji so japonske bančne delnice tiste, ki bodo imele največjo korist od nadaljevanja Abejevih izredno ambicioznih gospodarskih reform v prvi polovici leta 2014. Agresivni program kvantitativnega sproščanja s strani japonske centralne banke, razvrednotenje jena in oživitve kapitalnih trgov se neposredno kažejo v visokih dobičkih očiščenega bančnega sektorja. Uprave bank, analitiki in investitorji so očitno močno podcenili pozitivni vpliv »abenomike« na dobičkonosnost japonskih bank in finančnih posrednikov. To kažejo zelo visoki, okoli dvajsetodstotni popravki letnih stopenj rasti dobičkov.

Leto 2014 bo za šibke evropske banke leto konca kreditnega krča in odločilno leto v bolečem procesu prestrukturiranja in dokapitalizacije. Rdeča nit evropskega finančnega sektorja bo načrtovano poenotenje bančnega nadzora pod okriljem ECB, izvedba pregleda bančne aktive bank in izdelava obremenitvenih testov, da bi znižali premijo za tveganje in povrnili zaupanje vlagateljev v finančni sistem. Podobno kot v ZDA bi lahko predvsem kapitalsko trdne francoske, skandinavske in švicarske banke sprostile del zadržanih rezervacij v obliki povišanih dividend in/ali odkupov lastnih delnic.

Finančne družbe iz držav v razvoju (še posebno v regiji BRIC) so v preteklih treh letih zaostale za celotnimi donosi ameriških bank za neverjetnih 60 odstotnih točk, zato so v cenah delnic zajeti že skoraj vsi negativni scenariji. Zaradi zgodovinsko nizkih kazalnikov P/E in P/B, nadpovprečno visokih donosov na kapital (ROE) in visokih

dividendnih donosov so te delnice privlačna dolgoročna naložba, tudi če v svoji makroekonomski projekciji ne predvidevamo močnejšega globalnega cikličnega okrevanja. Kot zanimive izpostavljamo predvsem delnice največjih kitajskih bank in zavarovalnic.

Zgodovinsko nizkih kazalnikov P/E in P/B

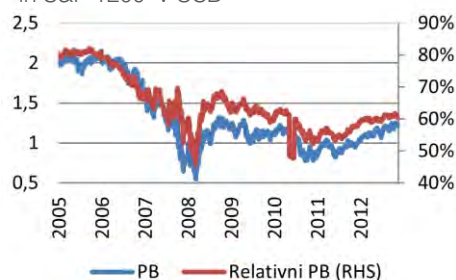
Gibanje sektorja

Slika 75:
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2013.

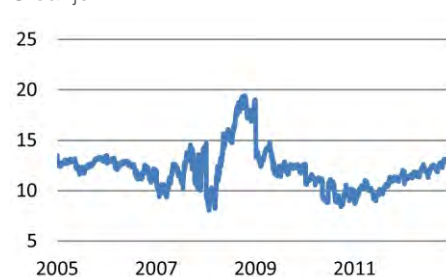
Slika 76:
Relativno gibanje S&P 1200 Financial in S&P 1200 v USD²⁶



Vir: Bloomberg 2013.

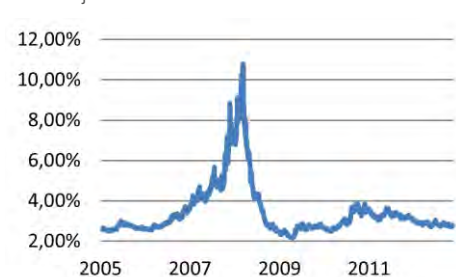
Vrednotenja sektorja

Slika 77:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 78:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB
WELLS FARGO & CO	UNITED STATES	3,6%	168.974	11,28	1,51
HSBC HOLDINGS PLC	BRITAIN	3,3%	154.957	11,85	1,17
JPMORGAN CHASE & CO	UNITED STATES	3,3%	151.540	11,55	1,06
BANK OF AMERICA CORP	UNITED STATES	2,5%	117.594	15,87	0,73
CITIGROUP INC	UNITED STATES	2,3%	108.580	10,69	0,78
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	UNITED STATES	2,0%	92.760	18,91	1,37
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUSTRALIA	1,9%	86.165	15,40	2,76
WESTPAC BANKING CORP	AUSTRALIA	1,5%	69.039	14,21	2,18
BANCO SANTANDER SA	SPAIN	1,6%	72.745	15,49	1,01
ROYAL BANK OF CANADA	CANADA	1,6%	72.799	12,81	2,41

Vir: Bloomberg 2013.

²⁶ LHS – leva os, RHS – desna os.



Aleš Grbić

Dosegel nadpovprečne donose

Glavno gonilo gibanj v sektorju tehnologije je prenos poslovanja na mobilno področje

Apple bo v prihodnjih nekaj letih še vedno na vrhu trga visokocenovnih pametnih telefonov in tablic

Prevzemna aktivnost dokaj visoka

Informacijska tehnologija

Tabela 20:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	76,0%
Evropa brez VB	9,3%
VB	0,8%
Japonska	6,1%
Razvita Azija	0,1%
EM	7,7%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 21:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipmen	36,0%
Software & Services	46,3%
Semiconductors & Semiconductor	17,7%

Vir: Bloomberg 2013.

Letos je globalni sektor tehnologije (IT) sektor z 18 % v evrih dosegel nadpovprečne donose, a je malenkost zaostal za globalnim delniškim indeksom, ki je dosegel okrog 20 % v EUR. Najbolje se je odrezal podsektor proizvajalcev internetne programske opreme in internetnih storitev s povprečno 40% donosom v EUR. Med njimi so blesteli Facebook z 78 %, Yahoo z 72 % in Google s 43 % v evrih. Vrednotenje sektorja IT je v primerjavi s kazalci v zadnjih osmih letih relativno ugodno.

Glavno gonilo gibanj v sektorju tehnologije je prenos poslovanja na mobilno področje. Pri tem vedno več pomena pridobiva poslovanje v oblaku. Na drugi strani je tako vedno manj povpraševanja po klasičnih osebni računalnikih. Letos naj bi njihov obseg na letni ravni upadel za 8 % na 321 milijonov enot. Po večletnih padcih na razvitih trgih so se jim zdaj z zmernimi stopnjami padcev pridružili še razvijajoči se trgi. Povpraševanje po pametnih telefonih in tablicah je več kot nadomestilo padec povpraševanja po osebni računalnikih. Obdobje, ko so bili uporabniki vezani na strežnik, prehaja v hitro razvijajoče se področje mobilnih naprav in ogromnih centraliziranih podatkovnih centrov – oblakov. Leta 2012 je bilo na svetu prodanih 1,3 milijarde pametnih telefonov, tablic in osebni računalnikov. Leta 2017 jih bo po oceni IDC dvakrat več.

V sektorju tehnologije je prevzemna aktivnost dokaj visoka. Tarče so podjetja, ki bi lahko največ prinesla pri prehodu na mobilno poslovanje. Med večjimi posli je Microsoftov nakup proizvodnje mobilnih

telefonov od Nokie, na drugi strani je Intel izredno veliko investiral v proizvodnjo mikroprocesorjev, optimiziranih za mobilne naprave. Dejstvo je, da je mobilnost postala ključen dejavnik pri investicijskih odločitvah podjetij iz IT-sektorja.

Konkurenco v ta segment privabljajo izredno visoki dobički, velik in rastoč trg. Z njo se soočajo vsa podjetja, prisotna v panogi mobilnosti. A podjetja (Apple, Qualcomm ...), ki so bila prva na tem trgu, imajo nekatere strukturne konkurenčne prednosti. Srednjeročno bodo na podlagi tega lahko ustvarjale visok prosti denarni tok in dobičke po davkih. Kombinacija konkurenčnih prednosti, zmernih vrednotenj in visoke izpostavljenosti do mobilnega segmenta je dobra popotnica za ustvarjanje nadpovprečnih donosov na delniških trgih.

Na področju tablic in pametnih telefonov Apple in Samsung ostajata prvi izbor potrošnika. Dejansko jemljeta delež konkurentom, ki imajo težave – HTC, BlackBerry in Nokia. Apple je odlično integriral storitve ter programsko in strojno opremo v naprave, enostavne za uporabo. Ti dejavniki so v preteklosti vplivali na rast prihodkov in donosnosti. Rast bo v prihodnje nekaj nižja, prav tako se bodo nekoliko zmanjšale marže. Apple bo v prihodnjih nekaj letih še vedno na vrhu trga visokocenovnih pametnih telefonov in tablic. Samsung uspešno izkorišča okno priložnosti, ki je znotraj portfelja Applovih produktov, in dokaj počasnega uvajanja novih modelov na trg.

V podsektorju polprevodnikov se je poslovno okolje bistveno izboljšalo. To velja vse od ciklične upočasnitve, ki je dno doseglo v drugi polovici leta 2012. Tudi tu je mobilnost najpomembnejši dejavnik rasti. V preteklih četrletjih so proizvajalci čipov zaznali izboljšanje poslovnih razmer na več trgih.

Za podsektor interneta je bila značilna najvišja rast v sektorju tehnologije. Visoka rast potrošnje v spletnem oglaševanju se bo nadaljevala. Google, Facebook in LinkedIn bodo zmagovalci te zgodbe.

Google, Facebook in LinkedIn bodo zmagovalci te zgodbe

Gibanje sektorja

Slika 79:

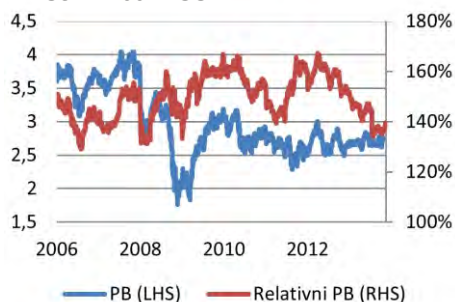
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 80:

Relativno gibanje S&P 1200 IT in S&P 1200 v USD²⁷

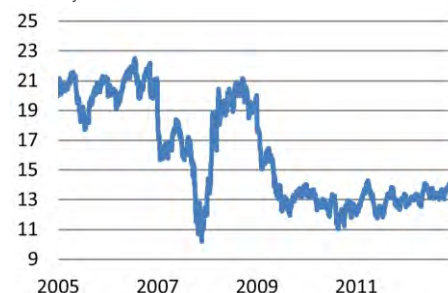


Vir: Bloomberg 2013.

Vrednotenja sektorja

Slika 81:

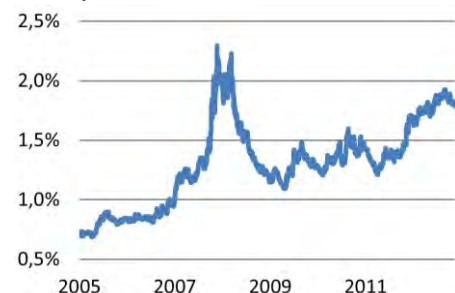
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 82:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
APPLE INC	UNITED STATES	12,9%	345.206	11,94	3,78	5,75
GOOGLE INC-CLA	UNITED STATES	7,8%	208.983	23,27	4,13	13,43
MICROSOFT CORP	UNITED STATES	7,8%	207.572	13,79	3,76	7,86
INTL BUSINESS MACHINES CORP	UNITED STATES	5,6%	148.446	11,01	10,12	8,45
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	SOUTH KOREA	4,2%	111.858	1,58	1,61	3,38
CISCO SYSTEMS INC	UNITED STATES	3,2%	84.714	10,79	1,95	5,30
INTEL CORP	UNITED STATES	3,4%	90.658	12,78	2,22	5,49
QUALCOMM INC	UNITED STATES	3,3%	88.550	14,19	3,35	8,95
ORACLE CORP	UNITED STATES	3,3%	88.484	11,95	3,65	7,38
VISA INC-CLASSA SHARES	UNITED STATES	2,8%	74.957	22,19	5,73	13,95

Vir: Bloomberg 2013.

²⁷ LHS – leva os, RHS – desna os.



mag. Barbara Gačnik

Globalni trg mobilne telefonije je v zreli fazi

Razvijajoči se trgi ponujajo več prostora za rast

Bo rast v prihodnje temeljila na ponudbi drugih strateških storitev

Telekomunikacije

Tabela 22:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	34,9%
Evropa brez VB	21,5%
VB	17,5%
Japonska	9,2%
Razvita Azija	6,1%
EM	10,8%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 23:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Telecommunication S	65,4%
Wireless Telecommunication Ser	34,6%

Vir: Bloomberg 2013.

Delnice telekomunikacijskega sektorja so v letošnji rasti nekoliko zaostale za rastjo globalnega indeksa S&P Global 1200, ki je letos do sredine novembra, merjeno v evrih, porasel za okrog 20 %, medtem ko so delnice sektorja v enakem obdobju zrasle za 17,7 %. Kazalniki vrednotenja delnic so pod 10-letnimi povprečji sektorja. Globalni trg mobilne telefonije je v zreli fazi. 6,8 mrd uporabnikov mobilne telefonije pomeni skoraj celotno svetovno populacijo, več kot polovica, 3,5 mrd, prihaja iz azijsko-pacifiške regije. Globalna mobilna penetracija je 96%, razviti trgi so pri 128 %, razvijajoči trgi pa pri 89 %, zato je povečevanje prihodkov s pridobivanjem novih naročnikov izjemno omejeno. Trenutno najbolj aktualne teme v sektorju zajemajo storitve mobilnih podatkov, novo generacijo omrežja, spremembe regulative in konsolidacijo znotraj sektorja.

Evropski trg je zelo razdrobljen, na posameznem trgu tako storitve ponujajo vsaj štirje mobilni operaterji, ki si močno konkurirajo, razdrobljene pa so tudi investicije v infrastrukturo. Konsolidacija znotraj panoge bi omogočila lažje doseganje ekonomije obsega, vendar so prevzemni postopki dolgotrajni in dragi zaradi strožje regulative. Nasprotno od Evrope je konsolidacija v sektorju v ZDA že praktično pri koncu. Večino trga pokrivajo trije večji operaterji. Izboljševanju makroekonomske slike bi morali slediti tudi prihodki mobilnih operaterjev, vendar z zamikom. Mobilna telefonija je v fazi zrelosti, prihodki iz klasičnih storitev (pogovori, sporočila ...) upadajo, zato bo

rast v prihodnje temeljila na ponudbi drugih strateških storitev, kot so na primer prenos podatkov, storitve v oblaku, varnostne zaščite ipd. Narašča predvsem prenos video vsebin in drugih podatkovnih prenosov, samo v zadnjih štirih letih se je prenos spletnih video vsebin potrojil. Agresivna cenovna politika operaterjev in boj za uporabnike se bosta še nadaljevala, dodatno lahko negativno na prihodke vplivata stroga protimonopolna politika in predvsem predvidena regulativa cen v evropskem prostoru, znižale naj bi se cene mobilnega gostovanja in posredovanja klicev.

Razvijajoči se trgi ponujajo več prostora za rast. Mobilna penetracija je 89%, najnižja je v Afriki, 63 %. Na prihodke bo pozitivno vpliva rast BDP-ja, nizka pa je tudi penetracija interneta, in sicer 31 % v primerjavi s 77 % v razvitem svetu. Konkurenca na teh trgih je velika zaradi privlačnosti trga in zaradi strogih protimonopolnih zakonov, ki omejujejo konsolidacijo znotraj sektorja. Omejena je tudi razpoložljivost frekvenc, zato je njihov zakup izjemno drag. Kot v ZDA bo v prihodnje na prihodke vplivala rastoča prodaja pametnih telefonov. Letošnja prodaja nizkocenovnih pametnih telefonov se je na Kitajskem in v Indiji na letni ravni podvojila, zato se pričakuje rast prihodkov iz podatkovnih storitev.

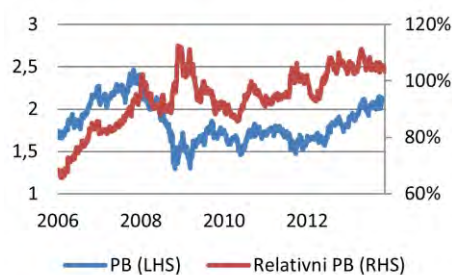
Gibanje sektorja

Slika 83:
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2013.

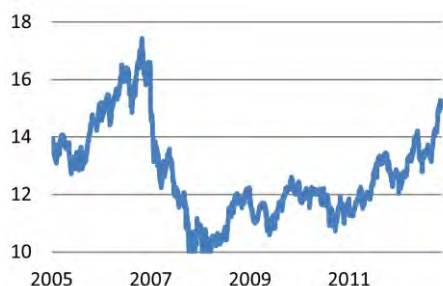
Slika 84:
Relativno gibanje S&P 1200 Telecom in S&P 1200 v USD²⁸



Vir: Bloomberg 2013.

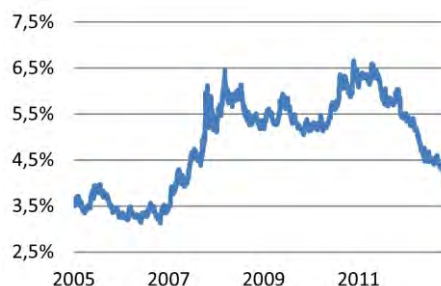
Vrednotenja sektorja

Slika 85:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 86:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AT&T INC	UNITED STATES	14,2%	139.180	14,38	2,19	6,38
VODAFONE GROUP PLC	BRITAIN	13,7%	133.990	15,80	1,35	10,65
VERIZON COMMUNICATIONS INC	UNITED STATES	11,0%	107.625	18,01	4,15	5,73
TELEFONICA SA	SPAIN	5,7%	55.499	12,41	2,67	5,80
SOFTBANK CORP	JAPAN	5,4%	52.657	21,47	5,26	9,11
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	MEXICO	5,3%	51.922	12,40	4,90	5,70
TELSTRA CORP LTD	AUSTRALIA	4,5%	43.591	15,67	5,04	6,97
CHINA MOBILE LTD	HONG KONG	4,2%	41.094	10,28	1,72	3,48
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	GERMANY	3,5%	34.010	17,50	2,01	5,73
BT GROUP PLC	BRITAIN	3,6%	35.668	14,80	-	6,38

Vir: Bloomberg 2013.

²⁸ LHS – leva os, RHS – desna os.



Uroš Selič

Javna oskrba

Tabela 24:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	49,7%
Evropa brez VB	23,2%
VB	12,7%
Japonska	5,3%
Razvita Azija	1,2%
EM	7,9%

Vir: Bloomberg 2013.

Tabela 25:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Utilities	100,0%

Vir: Bloomberg 2013.

Podjetja ostajajo visoko
zadolžena

Slab trend nadaljeval

Delnice podjetij javnih storitev so se praktično v vseh regijah po svetu gibale slabše od globalnega indeksa. Sektor se že več let spopada z neugodnim poslovnim okoljem, saj povpraševanje po elektriki stagnira tako v ZDA kot v Evropi. V ZDA pa se čuti dodaten pritisk na nižje cene energenta zaradi plinske revolucije in vedno večjega vpliva obnovljivih virov. Podjetja, za katera velja, da jih regulira država, ostajajo visoko zadolžena in so zelo občutljiva za gibanje ključnih obrestnih mer. Zaradi nižjih cen energentov so tudi dobički iz leta v leto nižji, kar niža dividende, ki so ključne pri investiranju v ta sektor. Negotovost glede nadaljnega gibanja obrestnih mer s strani ameriške centralne banke je letos zelo vplivala na razvoj

vrednosti delnic podjetij iz javnega sektorja in jim povečala volatilitnost, kar je za sektor dokaj neznačilno. Trenutno podjetja kotirajo pri dividendnem donosu 4,5 %, obrestna mera za desetletne ameriške obveznice pa je 2,7 %. Razmik v vrednosti slabih 180 bazičnih točk je nad 20-letnim povprečjem, pri tem pa je celotna razlika nastala v zadnjih 18 mesecih. To je znak, da so vlagatelji že pripravljeni na okolje dvigovanja obrestnih mer. Za prihodnje leto pričakujemo, da se bo slab trend nadaljeval, k nižjim dobičkom bodo vsaj v Evropi prispevali tudi strožji okoljski predpisi pri zaježitvi toplogrednih plinov.

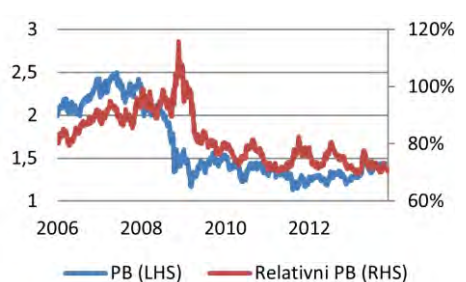
Gibanje sektorja

Slika 87:
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 88:
Relativno gibanje S&P 1200 Utilities in S&P 1200 v USD²⁹

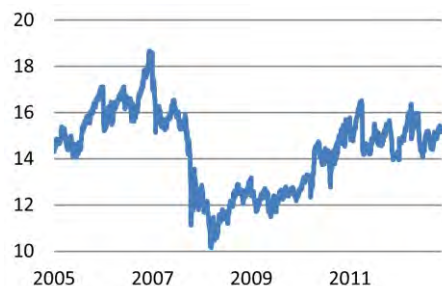


Vir: Bloomberg 2013.

Vrednotenja sektorja

Slika 89:

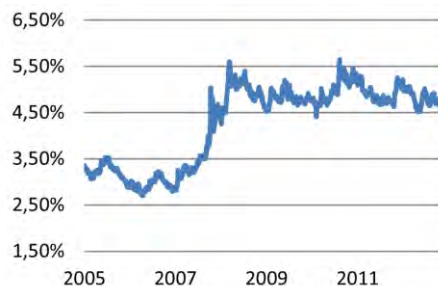
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2013.

Slika 90:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2013.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NATIONAL GRID PLC	BRITAIN	6,2%	46.700	14,94	2,79	9,64
DUKE ENERGY CORP	UNITED STATES	5,0%	37.298	16,55	1,23	10,71
DOMINION RESOURCES INC/VA	UNITED STATES	3,9%	28.988	20,31	3,50	12,18
SOUTHERN CO/THE	UNITED STATES	3,7%	27.622	15,72	1,99	10,09
NEXTERA ENERGY INC	UNITED STATES	3,8%	28.253	17,98	2,20	12,25
GDF SUEZ	FRANCE	3,2%	23.755	12,59	0,71	7,04
E.ON SE	GERMANY	3,4%	25.756	11,55	0,76	5,21
IBERDROLA SA	SPAIN	3,4%	25.179	11,79	0,86	7,55
CENTRICA PLC	BRITAIN	2,8%	20.802	12,49	3,01	5,42
ENEL SPA	ITALY	2,9%	21.452	10,34	0,88	6,54

Vir: Bloomberg 2013.



mag. Rene Redžić

Ukrepi ECB so okrepili pričakovanja

Portugalska uspešno dosega zastavljene cilje

Narejen korak naprej pri reševanju dolžniške krize

Obvezniški trgi

Monetarne oblasti ključen protagonist

Ob ponovni zaostritvi dolžniške krize je Evropska centralna banka (ECB) v začetku septembra 2012 predstavila ukrepe (nakupi obveznic zadolženih držav z ročnostjo od enega do treh let brez omejitev vrednosti nakupa), ki bi jih uvedla na sekundarnem finančnem trgu ob izpolnjevanju nekaterih zavez držav članic evroobmočja, ki bi zaprosile za finančno pomoč. Napovedani ukrepi so imeli brez dejanskega večjega poseganja ECB na trg zelo pozitiven učinek na stroške zadolževanja držav članic evroobmočja, zahtevane donosnosti obveznic pa so se zniževale tudi v prvih mesecih leta 2013.

Predvideni ukrepi ECB so okrepili pričakovanja po španski prošnji za mednarodno finančno pomoč. Španska vlada je v začetku decembra 2012 tudi uradno zaprosila za 39,5 milijarde evrov pomoči, da bi sanirala bančni sistem. Manj kot leto kasneje (program sanacije se predvidoma izteče konec leta 2013) lahko ugotovimo, da je bilo prestrukturiranje španskega bančnega sistema uspešno. Kljub zaostrenemu gospodarskemu okolju (negativna gospodarska rast, padec cen nepremičnin), visoki brezposelnosti prebivalstva, ki je pri 26 % med najvišjimi v Evropi, in nadaljnjemu zniževanju posojilne aktivnosti bank je bankam po prvotnem močnem pritisku uspelo stabilizirati depozitno bazo. Z uspešno sanacijo so olajšale dostop do virov financiranja in se z drugimi deležniki (lastniki bank, imetniki podrejenega dolga) dogovorile o delitvi bremena sanacije bančnega sistema. Po napovedih španske vlade je pričakovati, da bo Španija letos tudi dejansko izstopila iz programa za reševanje bank.

Če se dotaknemo še drugih evropskih držav, ki so zaprosile za finančno pomoč, lahko ugotovimo, da je bil narejen korak naprej pri reševanju dolžniške krize. Deloma je k temu prispevalo tudi izboljšano makroekonomsko okolje v Evropi, ki se je v

drugem četrtletju 2013 vrnilo na tako želeno pot gospodarske rasti, vendar večje rasti ni pričakovati. Tako bi lahko Grčija konec leta 2013 dosegla manjši proračunski presežek, ki bi nekoliko zajezil naraščajoč javni dolg. Trojka mednarodnih posojilodajalcev (Evropska komisija, ECB, Mednarodni denarni sklad) je med zadnjim obiskom države septembra zaznala napredek pri uvajanju zahtevanih reform in podala nove smernice za program reševanja države. Predvideni proračun Grčije za leto 2014 kaže na to, da bi lahko proračunski primanjkljaj v prihodnjem letu znašal 2,5 milijarde evrov, zato se državi obetajo novi varčevalni ukrepi. Sicer v ospredju razprav še vedno ostaja vprašanje grškega javnega dolga, ki ni na vzdržnih ravneh, zato se lahko zgodi, da bodo breme reševanja Grčije nosili tudi evropski davkoplačevalci. Pogovori o tem bodo z mednarodnimi posojilodajalci ponovno stekli aprila 2014.

Uspešneje od Grčije sta se z reševanjem dolžniške krize spoprijeli Portugalska in Irska. Portugalska kljub politični krizi dokaj uspešno dosega zastavljene cilje. Ključni makroekonomski podatki kažejo na okrevanje gospodarstva, tako da bi se lahko država že leta 2014 vrnila na pot gospodarske rasti. Predviden proračunski primanjkljaj bo letos znašal 5,5 %, ciljni primanjkljaj leta 2015 je predviden pri 4 %. Avgusta 2013 je portugalsko ustavno sodišče zavrnilo načrt vlade, ki je predvideval obširno odpuščanje v javnem sektorju; že pred tem, aprila, je ustavno sodišče razveljavilo vrsto varčevalnih ukrepov, povezanih z javnofinančnimi odhodki. Tovrstni dogodki bodo pomembno vplivali na zaupanje investorjev v portugalsko gospodarstvo tudi v letu 2014, kar se kaže v stroških zadolževanja države: ti so se v preteklih mesecih ponovno povzpeli nad mejo 7 %, sedaj pa so blizu 6 %.

Na dobri poti k okrevanju je tudi Irska, ki predvideva, da bo izstopila iz 85 milijard evrov visokega programa finančne pomoči sredi decembra 2013. Strogi varčevalni ukrepi so privedli k uspešni konsolidaciji javnih financ, vlada pa bi z izstopom iz programa pomoči ponovno pridobila nadzor nad proračunsko porabo in večjo samostojnost pri uporabi ekonomskih politik.

Upoštevaajoč dejstvo, da je finančna pomoč presegala 30 % irskega BDP-ja, potekajo na evropski ravni razprave o tem, ali bi morali Irski zagotoviti previdnostno posojilo v višini 10 milijard evrov z ročnostjo leta dni ter z možnostjo podaljšanja do leta dni. Tovrsten ukrep bi dodatno okrepil zaupanje v državo, Irska pa bi tako izpolnila pogoje, ki bi ECB omogočili odkupovanje irskih dolžniških vrednostnih papirjev in obenem zniževanje stroškov zadolževanja države. Po mnenju posojilodajalcev (zlasti ECB in MDS) se Irska v bližnji prihodnosti ne bo zmožna v celoti vrniti na finančne trge, previdnostno posojilo pa bi zadostilo morebitnim dodatnim finančnim potrebam države. Odločitev o morebitnem previdnostnem posojilu bo sicer prepuščena irski vladi.

V ospredju dogajanja se je v minulih nekaj mesecih ponovno znašla Slovenija, ki mora sanirati bančni sistem. V ta namen je bilo pripravljenih že nekaj ukrepov. Sprejet je bil Zakon o ukrepih RS za krepitev stabilnosti bank (ZUKSB). Ustanovljena je bila Družba za upravljanje terjatev bank (DUTB), ki je institucionalna platforma za izvedbo ukrepov po ZUKSB. Njen cilj je izvajanje ukrepov za krepitev stabilnosti bank na način, da se zagotovijo gospodarna uporaba javnih sredstev in povrnitev proračunskih sredstev, pospeševanje kreditiranja gospodarstva itd. Pobudo za uresničevanje ukrepov po ZUKSB so doslej dale tri največje slovenske banke - NLB, Nova KBM in Abanka Vipava.

Da bi izvedli ukrepe za krepitev stabilnosti bank, se v desetih bankah, ki skupaj pomenijo približno 70 % slovenskega bančnega sistema, opravljajo skrbni pregled sredstev in obremenitveni testi,

katerih rezultati bodo znani predvidoma 13. 12. 2013. Izvedba ukrepov v slovenskih bankah bo temeljila na novih pravilih o državnih pomočeh, pri katerih se kot pomemben kriterij za dopustnost državne pomoči pri reševanju težav bančnega sistema določa ustrezna delitev bremena pri zagotavljanju kapitala banke med državo na eni strani in delničarji ter upniki banke na drugi strani. 29. 10. 2013 je bila sprejeta novela zakona o bančništvu, ki med drugim uvaja vrstni red pri prenehanju oziroma konverziji kvalificiranih obveznosti banke. Novela določa, da izgube nosijo predvsem delničarji banke, če ta prispevek ne zadošča, pa sledijo vpoklicani imetniki hibridnih in podrejenih instrumentov, šele nato je lahko ob manku kapitala zagotovljena državna pomoč. Imetniki hibridnih in podrejenih instrumentov bodo tako prisiljeni prispevati k reševanju bank v obliki odpisov oziroma s pretvorbami instrumentov v lastniški kapital. Pričakujemo, da bodo banke uresničile ukrepe v prvi polovici leta 2014.

Če bodo morali pri sanaciji bančnega sistema sodelovati tudi imetniki podrejenega bančnega dolga, bi po ocenah analitikov največje negativne posledice poleg države nosile prav slovenske banke, ki so tudi največje lastnice tovrstnega dolga. Te bi tako zaradi nepričakovanih dodatnih izgub, ki bi se prerazporedile po celotnem bančnem sistemu, potrebovale še bistveno več dodatnega kapitala. »Striženje« imetnikov podrejenega dolga bi povzročilo tudi nadaljnje nižanje posojilne aktivnosti bank, ki so tudi z izdajo tovrstnih dolžniških vrednostnih papirjev financirale svoje poslovanje.

Sicer pa bosta usodo dolžniških trgov tudi v letu 2014 krojili ameriška centralna banka (Fed) in ECB. Predsednik Fed Ben Bernanke je maja 2013 naznanil, da če se bo okrevanje ameriškega gospodarstva nadaljevalo, bo Fed v drugi polovici leta 2013 lahko pričel postopoma zmanjševati obseg odkupov hipotekarnih in državnih obveznic (t.i. program kvantitativnega sproščanja), ki na mesečni ravni znašajo 85

Izvedba ukrepov v slovenskih bankah bo temeljila na novih pravilih o državnih pomočeh

Pri sanaciji bančnega sistema sodelovati tudi imetniki podrejenega bančnega dolga

ZUKSB
DUTB

Povzročila splošen padec cen obveznic

milijard dolarjev. Ta napoved je povzročila splošen padec cen obveznic, na udaru pa so bile še zlasti državne in podjetniške obveznice iz razvijajočih se držav, saj so se investitorji pričeli umikati iz teh trgov in lokalnih valut. Septembrska odločitev Feda, da ne zmanjša odkupov obveznic, je kapitalske trge presenetila, zahtevane donosnosti obveznic pa so se ponovno pričele zniževati. Trend zniževanja zahtevanih donosnosti bi lahko bil le kratkoročne narave, saj bo po predvidevanjih analitikov do zmanjšanja odkupov obveznic s strani Feda najverjetneje prišlo marca 2014. Čeprav je bilo v komunikaciji Feda z javnostjo v preteklih mesecih poudarjeno, da dviga kratkoročnih obrestnih mer ne bo vsaj do leta 2015, bo trg tovrstna pričakovanja predvidel v višji zahtevani donosnosti obveznic.

Dodatno znižanje razmikov v donosnosti

Na drugi strani je ECB novembra presenetila investitorje z odločitvijo o dodatnem znižanju ključne obrestne mere. Le-ta je pri 0,25 %, nadaljnje nižanje pa ni izključeno. Kljub zgodovinsko nizki obrestni meri ostaja osnovna skrb ECB predvsem ponovna oživitev posojilne aktivnosti bank in ustrezna alokacija likvidnosti. Ukrepi v

Ponovna oživitev posojilne aktivnosti bank

obliki ugodnih dolgoročnih likvidnostnih posojil (tako imenovani LTRO), ki so jih evropske banke prejele v letih 2011 in 2012, namreč niso dosegli predvidenega učinka, saj bank niso spodbudili k večji posojilni aktivnosti, zato je dostop evropskih družb in gospodinjestev do bančnih virov financiranja še naprej otežen. Morebitni novi programi likvidnosti za banke, ki jih lahko pričakujemo od ECB v prihodnjem letu, bodo tako morali biti precej bolj usmerjeni.

V okolju nizkih obrestnih mer najnovejše znižanje obrestne mere s strani ECB predvidoma ne bo imelo večjega vpliva na splošno raven in smer gibanja obrestnih mer, učinki bodo tako vidni predvsem pri kratkoročnih obrestnih merah. Nasprotno od kratkoročne obrestne mere lahko pri srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih merah pričakujemo njihovo postopno zviševanje. Izboljšano makroekonomsko okolje v Evropi bo vplivalo na zviševanje zahtevanih donosnosti obveznic, še zlasti obveznic jedrnih držav (Nemčija, Francija, Nizozemska, Finska). Nadalje lahko pričakujemo dodatno znižanje razmikov v donosnosti med jedrnimi državami na eni in perifernimi državami (predvsem Španija, Italija, Irska) na drugi strani.

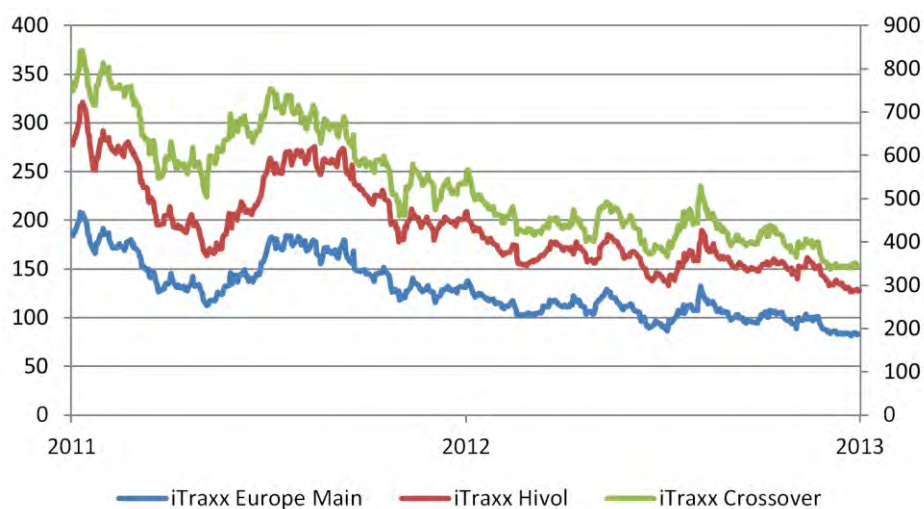
Trend zniževanja kreditnih razmikov

Trend zniževanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah

Pričakovana pozitivna gospodarska aktivnost v evroobmočju v letu 2014, trenutna nizka zahtevana donosnost državnih obveznic jedrnih držav ter trend zniževanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah kažejo na to, da pred nami ne bo tako uspešno obdobje na dolžniških trgih. Spodnja slika prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (ang. »Credit default swap« - CDS) kot najbolj razširjene in uveljavljene oblike kreditnih derivatov. Primerjalni indeks iTraxx

Europe Main predstavlja gibanje CDS-ov na primeru 125 evropskih družb naložbenega razreda, 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 zunaj naložbenega razreda. Opazno je zniževanje kreditnih razmikov tako na primeru družb naložbenega razreda kot evropskih družb zunaj naložbenega razreda.

Slika 91: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2013.

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 primerjalnem obdobju se je zmanjšal tudi kreditni razmik med navadnim in podrejenim dolgom, saj so investitorji v iskanju bolj donosnih naložb sprejemali nase višje tveganje, ki ga prinaša podrejeni dolg.

Trend zniževanja kreditnih razmikov v tem sektorju še toliko bolj izrazit

Slika 92: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2013.

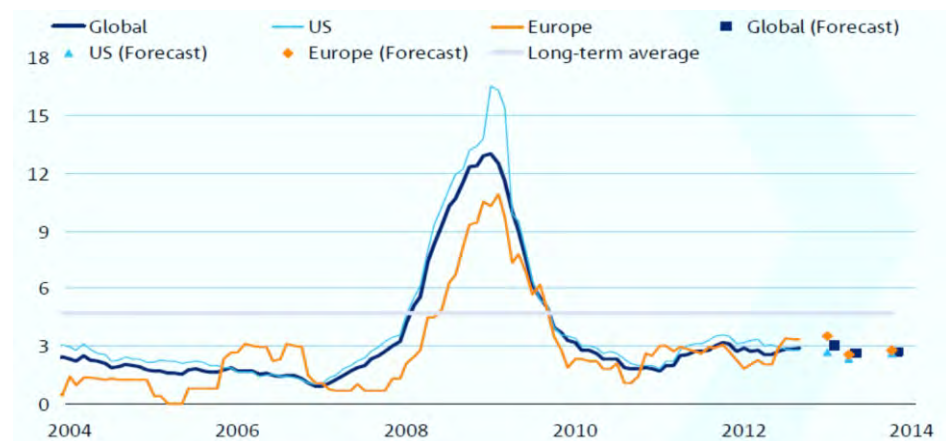
Investitorji v iskanju bolj donosnih naložb sprejemali nase višje tveganje, ki ga prinaša podrejeni dolg

Stopnja neplačil obveznosti konec leta 2012 zvišala na 3 %

Pogled na stopnjo neplačil obveznosti izdajateljev obveznic zunaj naložbenega razreda (Slika x) pokaže, da stopnja neplačil ostaja na zgodovinsko nizkih ravneh, blizu 3 %. Obrestno breme za družbe, ki tovrstne obveznice izdajajo, se je v primerjavi z letoma 2009 in 2010 precej znižalo, kar je pozitiven signal, ki krepi

zaupanje investorjev na dolžniških trgih. Globalno se je stopnja neplačil obveznosti konec leta 2012 zvišala na 3 % in se bo na teh ravneh gibala tako letos kot predvidoma v letih 2014 in 2015. Podoben trend je mogoče zaznati tako pri evropskih kot ameriških izdajateljih dolga.

Slika 93: Gibanje stopnje neplačil obveznosti



Vir: Moody's, BayernLB Research 2013.

ZDA se v letu 2014 predvideva manjša rast stopnje neplačil obveznosti

Za ZDA se v letu 2014 predvideva manjša rast stopnje neplačil obveznosti, konec leta bo dosegla 3 %. Podpora takšni napovedi dajejo ugodno kapitalsko okolje v ZDA, dokaj nizka stopnja zadolženosti ameriških podjetij in manj strogi posojilni pogoji

ameriških bank. Pri evropskih izdajateljih se predvideva podobno gibanje stopnje neplačil obveznosti, ki bi se lahko do konca leta 2014 spustila pod mejo 3 %, saj se je Evropa vrnila na pot gospodarskega okrevanja.

Državne vs. podjetniške obveznice

Zaznati povečano nihajnost tečajev državnih obveznic

Pretekla rast na dolžniških trgih je 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, Irska). Zaradi izboljšane makroekonomskega okolja v Evropi ter predvidenega zmanjšanja in kasneje opustitve odkupov hipotekarnih in državnih obveznic s strani Feda v letu 2014 bo trg pričakovanja o višjih prihodnjih srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih merah predvidel v višji zahtevani

donosnosti obveznic, še zlasti državnih obveznic. Že v drugi polovici leta 2013 je bilo mogoče zaznati povečano nihajnost tečajev državnih obveznic razvitih in še posebno nekaterih razvijajočih se držav, ki se je kazala v naraščajoči zahtevani donosnosti, takšen trend pa se bo predvidoma nadaljeval v letu 2014.

Tabela 26: Pregled zahtevanih donosnosti 10-letnih državnih obveznic

Država	Donos do dospelja 10-Y obveznice v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Švica	0,96	+47
Nemčija	1,72	+41
Finska	1,93	+43
Nizozemska	2,05	+56
Avstrija	2,08	+36
Francija	2,18	+20
Velika Britanija	2,77	+95
Španija	4,07	-113
Italija	4,07	-41
ZDA	2,72	+96
Japonska	0,62	-16
Kitajska	4,51	+96
Indija	9,02	+97
Rusija	7,52	+15
Brazilija	12,13	+56
Indonezija	8,24	+313
Filipini	3,40	-95
Čile	5,09	-43

Vir: Bloomberg 2013.

* donos do dospelja obveznic v lokalnih valutih z dne 15.11.2013;

** sprememba glede na začetek leta 2013.

Zaradi naraščajočega obrestnega tveganja v obliki višjih tržnih obrestnih mer je smotrno znižati izpostavljenost do obveznic daljših ročnosti ter državnih in podjetniških obveznic, katerih zahtevane donosnosti so blizu zgodovinsko nizki ravni. Torej državnih obveznic razvitih držav in obveznic podjetij naložbenega razreda z visoko bonitetno oceno, ki delujejo v nekaterih necikličnih panogah (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine). Naložbene priložnosti vidimo predvsem pri podjetniških obveznicah evropskih izdajateljev in izdajateljev iz razvijajočih se držav.

Medtem ko se evropski finančni sektor še zmeraj razdolžuje, se podjetja vse od začetka finančne krize soočajo z oteženimi razmerami na trgu in so se temu tudi uspešno prilagodila. Verjetnost, da bi se kriza ponovila v takšnem obsegu, kot se je leta 2008, ni velika, zato je smotrno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami naložbenega in tudi zunaj naložbenega razreda. Pri tem bi izpostavili panoge industrijsko blago in storitve (predvsem podjetja, ki poslujejo globalno in niso zelo odvisna od javnih naročil), javne storitve (predvsem podjetja iz perifernih držav) ter nafto in plin, pri

Tabela 27: iBoxx panožni indeksi - investicijski razred

Panoga	Povprečen donos do dospelja v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Zdravstvo	1,57	+1
Avtomobilska industrija	1,79	-22
IT	2,43	-73
Materiali in surovine	2,41	-48
Nafta in plin	2,39	-5
Industrijsko blago in storitve	2,20	-54
Telekomunikacije	2,80	-20
Javne storitve	2,54	-35
Finance	2,40	-44

Vir: Markit.

* donos do dospelja obveznic z dne 15.11.2013;

** sprememba glede na začetek leta.

katerih ne pričakujemo večjih pritiskov na znižanje bonitetnih ocen izdajateljev dolga. Previdnost je potrebna pri izdajateljih iz avtomobilske industrije (pritisk na marže), tistih iz panoge materiali in surovine ter panoge naravni viri - pri drugih zaradi predvidene cikličnosti poslovanja podjetij, pri tretjih pa zaradi prevelike odvisnosti podjetij od kitajskega gospodarstva. Med izdajatelji dolga v panogi finance bi omenili bolj kakovostne skandinavske, britanske in švicarske banke, predvsem njihov podrejeni dolg (Lower Tier 2), ki še ponuja zanimiv donos v primerjavi s tveganjem, ki spremlja takšen dolg.

Smotrno znižati izpostavljenost do obveznic daljših ročnosti

Naložbene priložnosti vidimo predvsem pri podjetniških obveznicah evropskih izdajateljev in izdajateljev iz razvijajočih se držav

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.



www.infond.si



Infond vzajemni skladi

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. 080 22 42
www.infond.si info@infond.si