

POGLED 2015

Počasno in neenakomerno okrevanje prinaša večjo volatilnost na delniških trgih



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

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

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

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

Povzetek

Delniški naložbeni razred ohranja privlačnost nasproti obvezniškim naložbam. V letu 2015 pričakujemo rast donosnosti, predvsem ameriških državni obveznic, in sicer zaradi odprave Fedovega programa QE in pričakovanega dviga ključne obrestne mere. ZDA gredo po poti normalizacije monetarne politike, kar bo v prihodnjem letu močno vplivalo na dogajanje na globalnih kapitalskih trgih. V primerjavi s preteklimi leti, ko ni bilo opaziti večje korekcije, lahko v prihodnjem letu pričakujemo večjo volatilnost tako na delniških kot obvezniških trgih. Primerjava delniških in obvezniških naložb razkriva, da je pričakovani delniški donos nekoliko upadel, vendar je premija za kapitalno tveganje (ERP) še vedno večja kot kadarkoli pred svetovno finančno krizo.

V okviru delniških naložb ohranjamo mnenje, da sta najbolj privlačni regiji Evropa in EM – države v razvoju. V Evropi je pozitivno to, da so vrednotenja delniških naložb relativno ugodna, in hkrati pa imamo centralno banko, ki se dejavno bojuje proti deflaciji. Na drugi strani so države v razvoju, kjer se lahko v letu 2015 zgodi še marsikaj nepredvidljivega, vendar je razlika v vrednotenjih privlačna, saj je več kot 30-odstotna.

- **ZDA** – Gospodarstvo ZDA bo ohranilo vlogo vlečnega konja svetovnega gospodarstva. Ključni makroekonomski kazalci so se v letu 2014 izboljšali in pričakovanja za leto 2015 glede rasti BDP se gibajo okrog 3 %. Pričakovani dvig ključne obrestne mere bo zaznamoval konec enega izmed najbolj kontroverznih in eksperimentalnih obdobjih centralne banke Fed. Ameriški delniški trg, ki je sicer relativno visoko vrednoten, bo v prihodnje

bolj volatilen, kot je bil v zadnjih treh letih, in nekaj previdnosti ni odveč. Na drugi strani so delniške naložbe v primerjavi z obveznicami še vedno privlačnejše.

- **EVROPA** – V letu 2015 ostajajo najbolj zanimive evropske delnice. Gospodarskega okrevanja in večje rasti dobičkov še nismo dočakali, delno tudi zaradi ukrajinsko-ruske krize. Kljub temu ostajamo prepričani, da so v tem trenutku evropske delnice med bolj privlačnimi naložbenimi možnostmi za vlagatelje. Glavni razlogi za tak optimističen pogled na evropske delnice so agresivna monetarna politika ECB, ki bi skupaj z odmikom od fiskalnega zategovanja pasu lahko prinesla večjo gospodarsko rast, nizka vrednotenja (še posebej nasproti ameriškim delnicam kakor tudi nasproti obveznicam), rast dobičkov evropskih podjetij (končno) in negativno razpoloženje vlagateljev do evropskih delnic.

- **JAPONSKA** – Na Japonskem spremljamo restriktivno fiskalno politiko, katere negativne učinke poskuša ublažiti ekstremno ekspanzivna monetarna politika. Največjo korist bodo imela izvozna podjetja, ki se lahko nadejajo večje mednarodne konkurenčnosti zaradi deprecijacije jena in nižjih operativnih stroškov zaradi upadanja cen nafte. V prid japonskim delnicam govorijo vrednotenja, ki so tako relativno kot absolutno gledano ugodna. Na drugi strani je največje tveganje neuspešna agresivna monetarna politika.

- **EM – DRŽAVE V RAZVOJU** – Gospodarska rast držav v razvoju je na najnižjih ravneh po zadnji finančni krizi. Pred krizo je bila običajna oziroma

normalna rast v teh državah okrog 8 %, v prihodnjem desetletju pa bo okrog 5 %. Gre za »novo normalo«, kot so to poimenovali pri Capital Economics (CE). Vrednotenja na trgih v razvoju so občutno pod razvitimi trgi. Če pogledamo multiplikator knjigovodske vrednosti (PB), ugotovimo, da na trgih v razvoju znaša 1,4, medtem ko je na razvitih trgih 2,1.

• **DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH** – Do sredine novembra so bili v letu 2014 najuspešnejši sektorji: zdravstvo, informacijska tehnologija in javne storitve. Vsi so presegli 20-odstotno rast, merjeno v evrih. Najslabši je bil, tako kot leta 2013, sektor surovin. Zrasel je za okrog 2 %, merjeno v evrih. Z vidika vrednotenja je najbolj zanimiv sektor energija, saj kotira pri 1,5 multiplikatorja knjigovodske vrednosti, kar je najnižje v zadnjih 15 letih. Na drugi strani ostajata sektorja osnovnih potrošnih dobrin in zdravstva med najvišje vrednotenimi.

• **OBVEZNICE** - Trend zmanjševanja kreditnih razlik se je nadaljeval tudi v letu 2014, zahtevane donosnosti državnih obveznic pa so se vrnile na predkrizne ravni. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda, v Evropi pa je smotrno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami daljših ročnosti znotraj naložbenega kot tudi zunaj naložbenega razreda. Pri tem bi v ospredje postavili izdajatelje dolga iz panog telekomunikacije in industrija ter izdajatelje podrejenega dolga iz perifernih držav.

Tabela 1: Hiter POGLED 2015 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: konec monetarnega eskperimentiranja bo povzročilo višjo volatilitnost

Gospodarstvo ZDA ohranja vlogo vlečnega konja svetovnega gospodarstva. Ključni makroekonomski kazalci so se v letu 2014 izboljšali in pričakovanja za leto 2015 glede rasti BDP se gibajo okrog 3 %.

Če gospodarstvo ne bo doživelo kakih večjih negativnih šokov, bo leto 2015 za ameriško monetarno politiko prelomno.

Pričakovani dvig ključne obrestne mere bo zaznamoval konec enega izmed najbolj kontroverznih in eksperimentalnih obdobjih centralne banke Fed. Ameriški delniški trg, ki je sicer relativno visoko vrednoten, bo v prihodnje bolj volatilen, kot je bil v zadnjih treh letih. Na drugi strani so delniške naložbe v primerjavi z obveznicami še vedno privlačnejše.



Uroš Vek

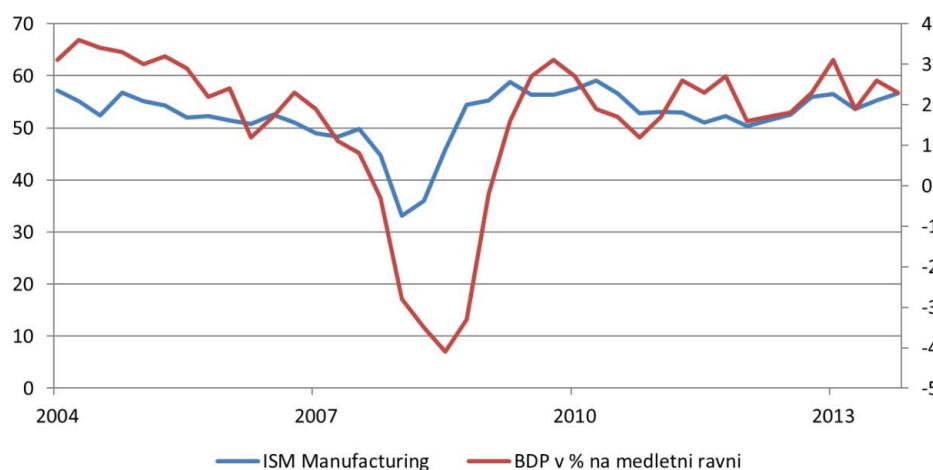
Gonilna sila globalnega gospodarstva

Ameriško gospodarstvo ohranja in hkrati utrjuje vlogo globalne gospodarske gonilne sile. Po začasnem upadu gospodarske aktivnosti v prvem četrtletju 2014, in sicer za 2,1 % na medčetrletni ravni, so ZDA v nadaljnjih dveh četrtletjih doživele močno okrevanje, v drugem za 4,6 % in v tretjem četrtletju za 3,5 %. Stebri boljše

gospodarske slike so bili potrošnja, investicije in izvoz. V prihodnjih dveh letih se pričakovanja glede gospodarske rasti gibajo okrog 3 % na leto. Trenutna raven indeksa nabavnih menedžerjev ISM nakazuje na višje ravni gospodarske rasti v prihodnje od zdajšnjih napovedi za leto 2014, ki znašajo okrog 2,2 %.

Trenutna raven indeksa ISM nakazuje na večjo rast

Slika 1: Gibanje indeksa ISM in BDP



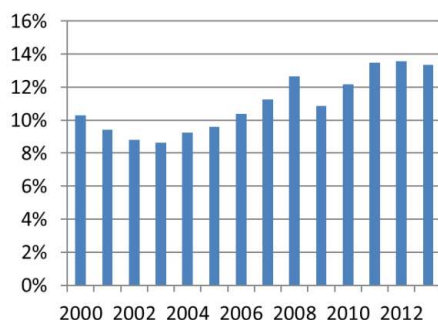
Vir: Bloomberg 2014.

Rast vrednosti dolarja ne pomeni velike grožnje, saj so ZDA razmeroma zaprto gospodarstvo, kjer izvoz prinese manj kot 15 % BDP. Ta negativni učinek več kot izravna upadanje cene nafte, ki se je od začetka leta v dolarjih znižala za več kot 20 %. Junija 2014 je bila povprečna maloprodajna cena goriva v ZDA okrog 3,7 dolarja na galono (galona je 3,79 litra), do

začetka novembra pa je upadla za 20 %. Z narodnogospodarskega vidika ima upadanje cene nafte večje pozitivne posledice, kolikor znašajo negativni učinki rasti dolarja. Ameriški potrošnik je namreč najpomembnejši steber gospodarske aktivnosti in prinaša okrog 70 % BDP. Več dohodka bo imel na voljo za trošenje, večji bodo torej pozitivni učinki na rast.

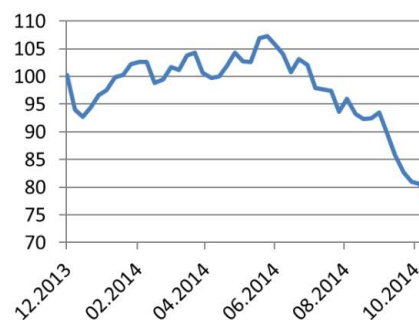
Rast dolarja ne pomeni grožnje za gospodarstvo

Slika 2: Gibanje deleža izvoza v BDP (v %)



Vir: Bloomberg 2014 in BEA 2014.

Slika 3: Gibanje cene nafte WTI (v \$)

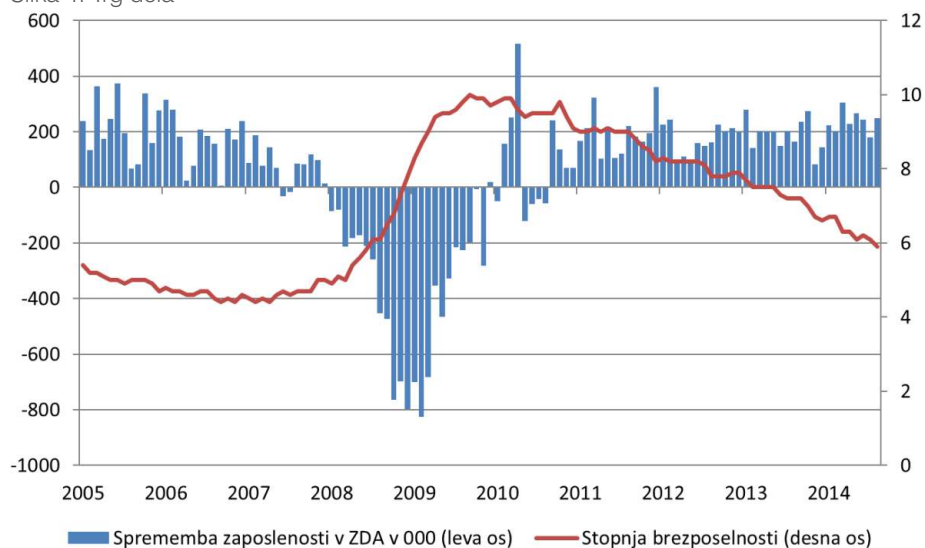


Vir: Bloomberg 2014.

Na trgu dela so se razmere izboljševale, gospodarska rast je pripomogla k nadaljevanju trenda upadanja stopnje brezposelnosti, tako da je ta od začetka leta upadla za 0,8 odstotne točke. Upad brezposelnosti je rezultat dejanskega

povečanega povpraševanja delodajalcev, ki ni zgolj začasne narave, temveč je podkrepjen z gospodarsko aktivnostjo, kar lahko vodi v dalj časa trajajoč trend na trgu dela.

Slika 4: Trg dela



Vir: Bloomberg 2014.

V letu 2015 se pričakuje 3-odstotna rast

Na trgu delovne sile v ZDA je najbolj opazen trend upokojevanja generacije »baby boom«, ki povzroča krčenje števila delovno aktivnega prebivalstva. Stopnja participacije, ki meri delež aktivne delovne sile v gospodarstvu, je v tretjem četrtletju ponovno upadla, in sicer na 62,7 %. Od svetovne finančne krize v letu 2008 je negativen trend vse bolj izrazit. Stopnja participacije je od takrat upadla za 3,4 odstotne točke. Kot rečeno, so razlogi za ta trend demografski, prebivalci ZDA se

namreč starajo, zraven tega obstaja pomemben ciklični vpliv, saj v recesiji veliko iskalcev zaposlitve zapusti trg delovne sile, ker ni zadosti možnosti za pridobitev novih delovnih mest. Potencialna gospodarska proizvodnja je močno odvisna od dogajanja na trgu delovne sile. Rast števila delovno aktivnih namreč pozitivno vpliva na dvig potencialne gospodarske rasti. Skratka, dolgoročno trend upadanja stopnje participacije pomeni največje tveganje za gospodarstvo ZDA.

Tabela 2: Napovedi za ZDA

	Povprečje 02–12	2013	% sprememba glede na predhodno leto		
			Napovedi		
			2014	2015	2016
BDP	1,7	2,2	2,2	3	3
CPI*	2,4	1,5	1,8	1,9	2,2
Brezposelnost**	6,5	7,4	6,3	5,5	5
Obrestna mera***	2,4	0-0,25	0-0,25	1-1,3	2,8-3

*Consumer prices

**Stopnja brezposelnosti

***Ciljna obrestna mera Fedu na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2014.

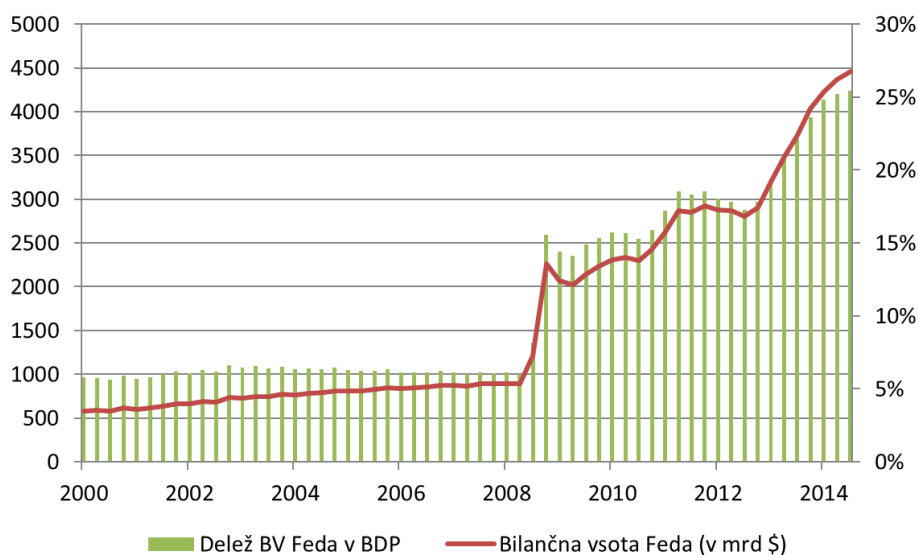
Prvi koraki v smeri normalizacije monetarne politike

Ameriška centralna banka Fed je novembra 2008 začela program kvantitativnega sproščanja oziroma nekonvencionalnih ukrepov (QE) kot odgovor na zaostrovanje razmer po svetovni finančni krizi. Od takrat je izpeljala tri programe QE. V prvem je namenila 600 milijard dolarjev za nakup hipotekarnih obveznic. Novembra 2010 je začela drugi program prav tako v višini 600 milijard dolarjev, vendar za nakup državnih obveznic. Najobsežnejši in časovno najdaljši je bil tretji program z začetkom septembra 2012. Fed je določil kot cilj odkup 40 milijard dolarjev hipotekarnih

obveznic in ga decembra istega leta dvignil na 80 milijard. Bilančna vsota Fedu se je z enega trilijona povzpela na 4,5 trilijona dolarjev, kar je četrtnina BDP. Vsi ti nekonvencionalni ukrepi so dosegli svoj namen. Fedu je s programom QE uspelo zmanjšati brezposelnost, povečati gospodarsko aktivnost in izboljšati premoženjsko stanje večine Američanov. Na drugi strani pa je res, da je Fed z nekonvencionalnimi ukrepi v finančni sistem vnesel neko novo tveganje, katerega končni rezultat je še negotov.

Fedu je s programom QE uspelo zmanjšati brezposelnost

Slika 5: Bilančna vsota Fedu



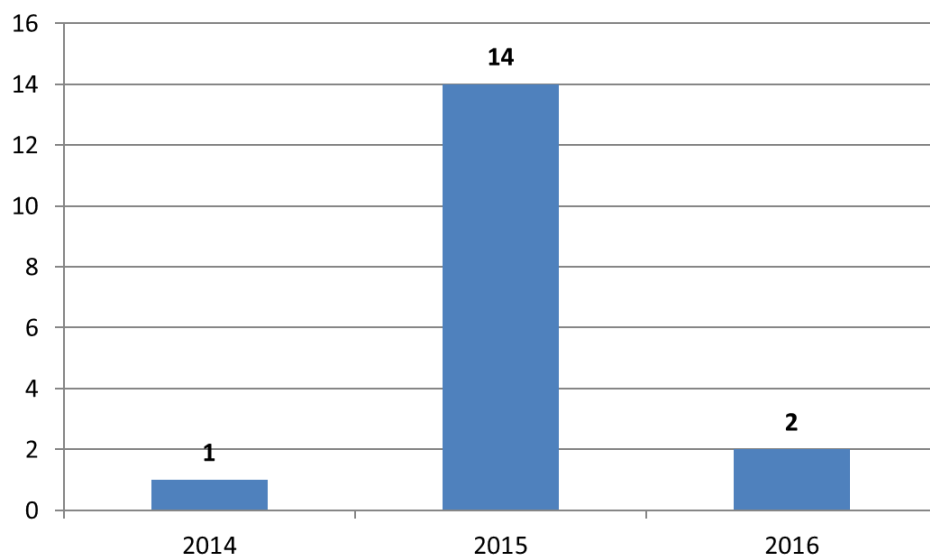
Vir: Bloomberg 2014.

Dinamika dviga obrestnih mer bo zelo odvisna od gibanja stopnje brezposelnosti

FOMC³ je odbor znotraj Feda, ki je odgovoren za izvajanje monetarne politike z operacijami na odprtem trgu. Sestane se na osmih rednih zasedanjih na leto, na katerih pregleda gospodarsko stanje in finančno delovanje države, določi primerno stališče monetarne politike in oceni tveganja pri zasledovanju dolgoročnih ciljev cenovne stabilnosti in vzdržne

gospodarske rasti. Na zasedanju septembra 2014 je odbor objavil pričakovanja članov o primerni monetarni politiki v naslednjih letih. Večina članov FOMC pričakuje spremembo ključne obrestne mere s trenutne ravni od 0 do 0,25 % v letu 2015, medtem ko en član meni, da bi jo morali dvigniti že leta 2014, dva pa, da bi se to moralo zgoditi šele v letu 2016.

Slika 6: Pričakovanja članov FOMC o spremembi ključne obrestne mere



Vir: FOMC 2014.

FOMC pričakuje, da bo konec leta 2015 obrestna mera nad 1 %

Naslednja tabela prikazuje pričakovanja članov FOMC o višini ključne obrestne mere ob koncu posameznega leta. Ob koncu leta 2015 jih večina pričakuje, da bo obrestna mera nad 1 %. Trinajst članov meni, da bo obrestna mera v razponu od 1 do 2 %. Pričakovanja za leto 2016 so veliko bolj razpršena. Zgolj trije člani menijo, da bo obrestna mera pod 2 %, medtem ko preostali predvidevajo, da bo vsaj nad 2 %. Pričakovanja za leto 2017 so podobna, le da so se pomaknila za 1 odstotno točko navzgor. Večina jih namreč pričakuje, da bo ključna obrestna mera nad 3 %.

Na trgu prevladuje pričakovanje, da bo prvi dvig ključne obrestne mere sprejet junija 2015. Inflacijski pritiski pri dvigu obrestne mere ne bodo imeli pomembnejše vloge. V tem poslovnem ciklu bo Fed raje presegel ciljno inflacijo 2 % v zameno za stabilnejšo rast. Skratka, ključni barometer za dvig obrestne mere bo izboljšanje razmer na trgu dela, tako da bo dinamika dviga zelo odvisna od gibanja stopnje brezposelnosti. Če se bo ta hitro približevala 5 %, lahko dvig pričakujemo še pred junijem 2015.

Tabela 3: Pričakovanja članov FOMC o višini ključne obrestne mere na koncu posameznega leta

	2015	2016	2017	Dolgi rok
0,25	2			
0,50	1	1		
0,75				
1,00	3			
1,25	2	1		
1,50	3			
1,75	1	1		
2,00	4			
2,25		2	1	
2,50		2		
2,75		1	1	
3,00	1	2		
3,25		2	3	1
3,50		1	2	3
3,75		4	1	6
4,00			5	5
4,25			2	2
4,50			2	

Vir: FED 2014.

Vrednotenje delniškega trga

Med razvitimi trgi je bil ameriški delniški trg eden izmed donosnejših v letu 2014. Še posebej so lahko zadovoljni evropski vlagatelji v ameriške naložbe, saj je apreciacija dolarja dodatno zvišala donosnost ameriških naložb. Razlog za pozitiven razvoj na ameriškem delniškem trgu je predvsem v tem, da gre vsem drugim gospodarstvom bistveno slabše. ZDA so namreč edina svetla izjema, kjer ključni makroekonomski kazalci izkazujejo pozitiven trend.

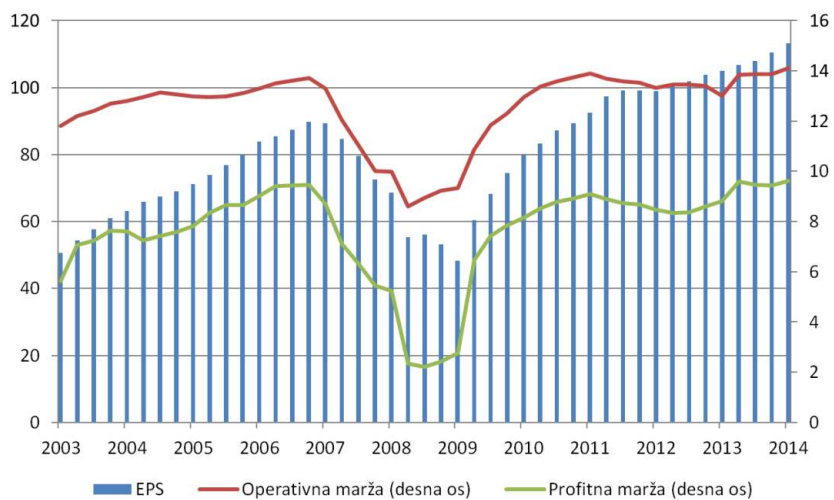
Pozitiven razvoj na makroravni se je prezrcalil tudi na podjetja. Poslovni rezultati

ameriških podjetij za tretje četrletje so bili dobri. Zadnji podatki kažejo, da je 60 % podjetij objavilo prihodke, ki so bili nad pričakovanji trga. Še več podjetij je preseglo pričakovanja na strani dobička, kjer je bil dobiček 77 % podjetij nad pričakovanji trga, medtem ko je bila rast dobička na delnico 7,6 %. Po enoletni stagnaciji dobičkonosnosti ameriških podjetij je bilo v prvih treh četrletjih opaziti izboljšanje. Dobičkonosnost se je v tretjem četrletju povzpela na rekordno raven, saj je znašala operativna marža 14,09 %, profitna marža pa 9,62 %.

Marže ameriških podjetij rekordne

Vrednotenja nad dolgoročnimi povprečji

Slika 7: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa S&P 500

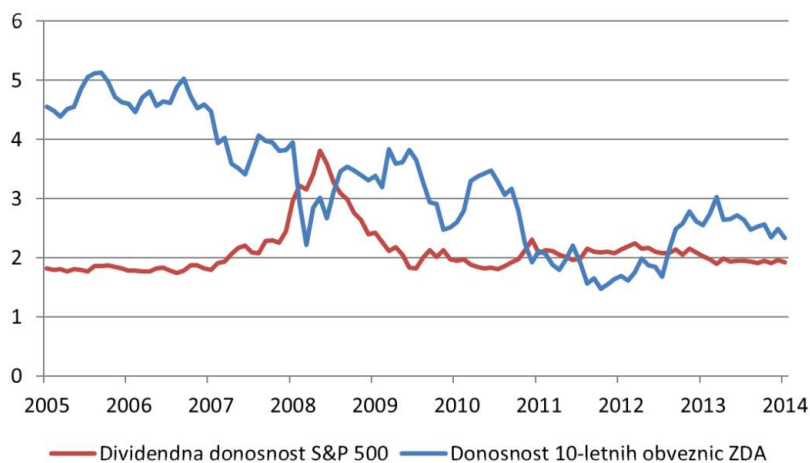


Vir: Bloomberg 2014.

Velik zagon rasti cen delnic je v zadnjih letih dal Fedov program QE. Poleg tega so bile delnice v primerjavi z obveznicami ugodnejše, dogajali so se dvigi dividend in veliki odkupi lastnih delnic, ki v takšnem obsegu najverjetneje dolgoročno niso vzdržni. Posledično so se vrednotenja

ameriškega delniškega trga povzpela, saj so skoraj vsi kazalci relativno visoko in nad dolgoročnim povprečjem. Tako je na primer dividendna donosnost pod dolgoletnim povprečjem in pod donosnostjo 10-letnih državnih obveznic, kar sicer zgodovinsko gledano ni nič skrb zbujajočega.

Slika 8: Gibanje dividende donosnosti ameriških delnic in 10-letnih državnih obveznic



Vir: Bloomberg 2014.

Nadaljevanje močne rasti ameriškega delniškega trga ob predpostavki ohranitve visokih vrednotenj bo v prihodnje zahtevalo večje rasti prihodkov kot v preteklih dveh letih. V letu 2014 so prihodki podjetij ameriškega indeksa S&P 500 v prvih treh četrtletjih zrastle za 3,9 %, v enakem obdobju

2013 pa za 3,7 %. Skratka, razpoloženje vlagateljev v ameriške delniške naložbe je zelo pozitivno in hkrati smo priče okolju relativno majhne volatiliteti. Ameriški delniški indeks S&P 500 zadnja tri leta ni doživel korekcije, večje od 10 %.

Tabela 4: Vrednotenje ameriškega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja	Mediana od 1976
Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB	2,7x	2,2x
Multiplikator dobička – PE	17,4x	17,2x
Multiplikator prihodkov – PS	1,7x	0,9x
Dividendna donosnost	2 %	2,9 %
EV/EBITDA	10,7 x	8 x

Trenutno vrednotenje, narejeno za indeks S&P 500 na dan 30. 9. 2014
 Dolgoročno vrednotenje, narejeno pri Barclaysu do 17. 9. 2014
 Kazalniki so vsi tekoči (trailing).

Vir: Barclays in Bloomberg 2014.

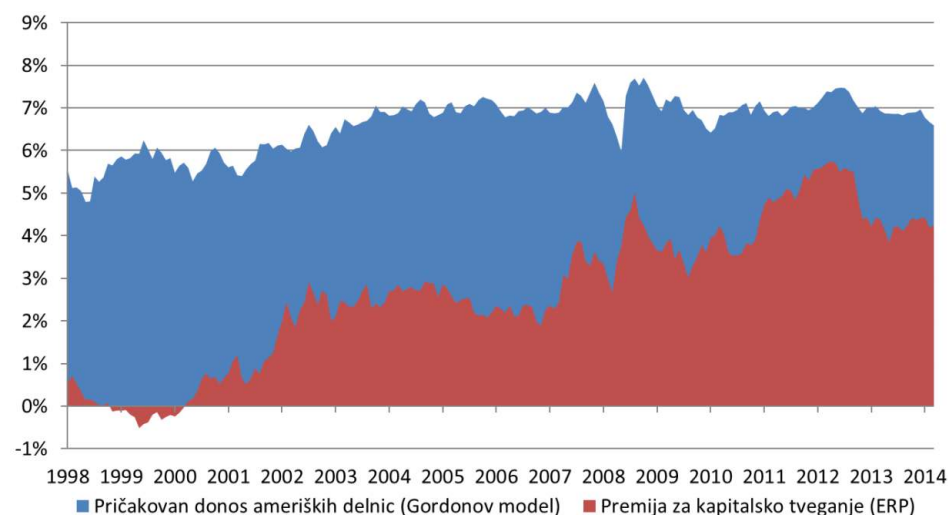
Če ameriške delnice primerjamo z alternativnim naložbenim razredom, obveznicami, ugotovimo, da so prve še vedno privlačnejše. Gibanje pribitka za kapitalno tveganje (ERP)⁴ prikazuje, da so delnice v primerjavi z obveznicami podcenjene. V letu 2014 so delniški tečajji rasli, medtem ko je donosnost ameriških obveznic upadla in

posledično se pribitek (ERP) ni bistveno spremenil. ERP je še vedno večji, 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.

Ameriške delnice v primerjavi z obveznicami še vedno atraktivnejše

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

Slika 9: Gibanje pribitka za kapitalno tveganje (ERP)



Vir: Bloomberg in lastni izračuni 2014.

⁴ ERP - preseženi donos delnic nad netvegano naložbo, v našem primeru ameriške državne obveznice.



Aleš Šoba
CFA

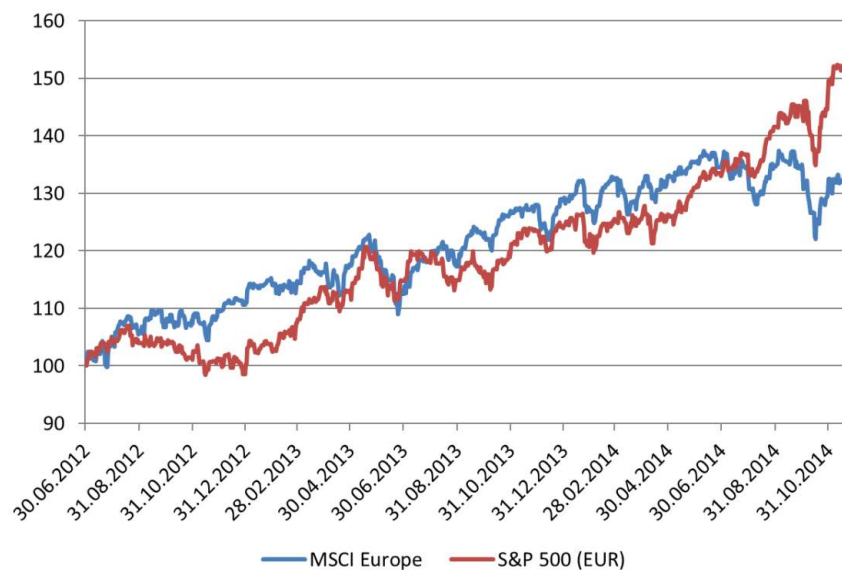
Evropa: agresivna ECB bo dvignila evropske delnice

V letu 2015 ostajamo naklonjeni evropskim delnicam, čeprav se naš optimizem v iztekajočem se letu ni potrdil. Gospodarskega okrevanja in večje rasti dobičkov še nismo dočakali, delno tudi zaradi ukrajinsko-ruske krize. Kljub temu ostajamo prepričani, da so v tem trenutku evropske delnice ena izmed privlačnejših naložbenih možnosti za vlagatelje. Glavni razlogi za naš optimistični pogled na evropske delnice so agresivna monetarna politika ECB, ki bi skupaj z odmikom od

fiskalnega zategovanja pasu lahko prinesla večjo gospodarsko rast, nizka vrednotenja (še posebej nasproti ameriškim delnicam kakor tudi nasproti obveznicam), rast dobičkov evropskih podjetij (končno) in negativno razpoloženje vlagateljev do evropskih delnic. Morda se zdi, da se argumenti iz leta v leto ponavljajo, vendar ob trenutnih vrednotenjih ameriških delnic ne bi priporočali vlagateljem, da obupajo nad evropskimi.

Draghijev efekt se je v letu v 2014 izpel

Slika 10: Gibanje evropskih in ameriških delnic od julija 2012 (v EUR)



Rusko-ukrajinska
kriza in močan evro zavrla
evropsko gospodarstvo

Evropske delnice so v leto 2014 vstopile pozitivno. Prevladovalo je prepričanje, da je evropsko gospodarstvo po dveh recesijah končno doseglo vzdržno okrevanje. Vendar so rusko-ukrajinska kriza in sankcije proti Rusiji ter močan evro zavrla gospodarsko okrevanje in vrnili so se strahovi pred novo recesijo in deflacijo, ki bi ob veliki zadolženosti držav evroobmočja pomenila

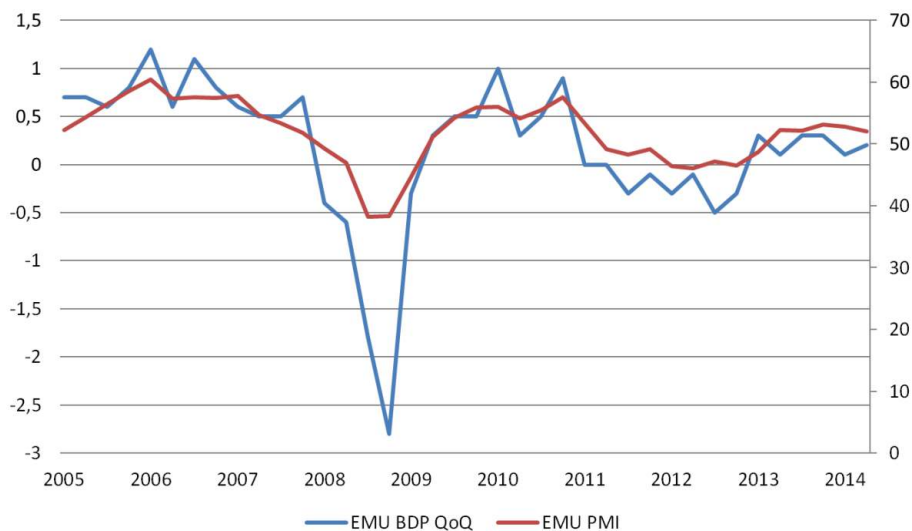
katastrofo. Upadu vrednosti delnic je sledil tudi evro, ki je bil nepričakovano močan vse do sredine leta, kar je bilo dokaj nenavadno glede na različni poti ameriške (pričakuje se prvi dvig ključne obrestne mere v letu 2015) in evropske centralne banke (možnost QE v letu 2015) ter znamenj, da je ameriškem gospodarstvu končno uspelo doseči svojo potencialno rast.

Okrevanje evropskega gospodarstva bo zmerno

Največje razočaranje leta 2014 je nedvomno anemična rast evropskega gospodarstva, ki se je le za las izognilo novi recesiji. V tretjem četrtletju 2014 je bil BDP

evroobmočja večji za 0,2 % v primerjavi s predhodnim četrtletjem. Vedno večja težava postaja tudi nizka inflacija, ki je v oktobru znašala 0,4 %.

Slika 11: Gibanje BDP-ja in indeksa nabavnih menedžerjev v EMU



Gospodarstvo evroobmočja bo okrevalo počasi

Vir: Bloomberg 2014.

Naša temeljna predpostavka za leto 2015 je, da bo gospodarstvo evroobmočja okrevalo počasi, vendar ne bo padlo v recesijo. V letu 2014 pričakujemo rast za 0,7 %, v letu 2015 za 1 % in v letu 2016 za 1,5 %.

Podobnega mnenja smo tudi pri inflaciji, kjer predvidevamo postopen dvig in ne deflacije. V letih 2014 in 2015 pričakujemo 0,5-odstotno inflacijo, v letu 2016 pa 0,8-odstotno.

Tabela 5: Napovedi za EMU

	Povprečje 02–12	2013	Napovedi		
			2014	2015	2016
BDP	1	-0,4	0,7	1	1,5
CPI*	2,1	1,3	0,5	0,5	0,8
Brezposelnost**	9,2	12	11,5	11	10,5
Obrestna mera***	2	0,25	0,05	0,05	0,05

*Consumer prices

**Stopnja brezposelnosti

***Ciljna obrestna mera refinanciranja ECB na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2014.

Usklajeno ukrepanje je odločilno

Težave evroobmočja in politične napake so vsem dobro znane. V preteklosti je bila glavna skrb presežna zadolženost držav evroobmočja in nevzdržni proračunski primanjkljaji. Mnogo manj skrbi se je posvečalo grožnji depresije in deflacije. Glede na zadnje izjave in dejanja odgovornih se to stališče počasi spreminja, tako da glavna skrb postaja premajhno agregatno povpraševanje. Da se evroobmočje izvije iz večletne krize, bo potrebna usklajena akcija na štirih področjih, kot jih je navedel Mario Draghi v govoru na srečanju centralnih bankirjev v Jackson Holu sredi avgusta:

1. Monetarna politika: Po našem mnenju bomo videli QE (ECB bo odkupovala državne obveznice). ECB je že večkrat nakazala, da je pripravljena dodatno ukrepati. Novi ukrepi (QE) se bodo sprožili, če se bodo inflacijska pričakovanja še poslabšala oziroma če z zdajšnjimi programi odkupov ne bodo dosegli zastavljenega cilja, da sredstva ECB povečajo za 1.000 milijard evrov. Agresivna monetarna politika tako ostaja ključna komponenta pri okrevanju gospodarstva na evroobmočju.

2. Fiskalna politika: Pričakujemo, da bo fiskalna politika postala nevtralna, kar pomeni, da bodo države, kot sta Francija in Italija, dobile več prostora pri zmanjšanju proračunskih primanjkljajev v zameno za sprejetje strukturnih reform. Razmišlja se tudi v smeri »fiskalne devalvacije«, kjer bi znižanje davkov na delo nadomestilo višji davek na potrošnjo, kar bi imelo nevtralen učinek na proračunski primanjkljaj.

3. Investicije: Pripravlja se 300 milijard evrov vreden investicijski program za naslednja tri leta na ravni EU, ki naj bi pozitivno vplival na gospodarsko rast z investicijami v infrastrukturo in druge projekte (obnovljivi viri ...). Vedno bolj narašča tudi pritisk na države (Nemčija), ki imajo proračunsko fleksibilnost, da povečajo javne investicije.

4. Strukturne reforme: Tudi če bodo prej omenjeni ukrepi povečali agregatno povpraševanje, pa brez strukturnih reform (trg dela, trg proizvodov in storitev) ne bo dolgoročne vzdržne rasti in zmanjšanja brezposelnosti na evroobmočju. Nekatere države (Španija, Irska), ki so izvedle strukturne reforme, že doživljajo gospodarski razcvet. Največji problem ostajata Francija in Italija, ki skupaj pomenita 36 % BDP evroobmočja in še nista naredili domače naloge.

Obstaja več tveganj, da vsi ukrepi ne bodo izvedeni (vprašljive so strukturne reforme). Poleg tega lahko zunanji šoki (sankcije proti Rusiji, upočasnitev EM) negativno vplivajo na gospodarstvo evroobmočja. V tem primeru bo še več bremena nosila ECB.

Za okrevanje je potrebna usklajena akcija na štirih področjih

Vse oči uprte v ECB

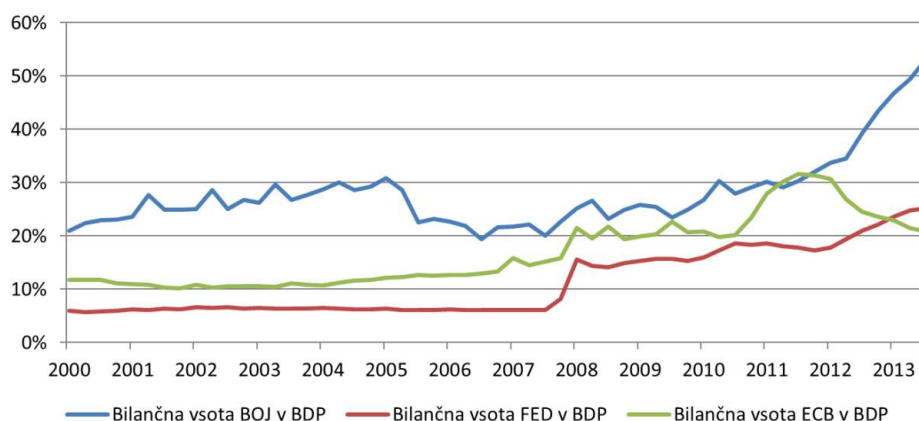
Ekspanzivna monetarna politika ECB ostaja odločilna za okrevanje glede na to, da je verjetnost velikih strukturnih reform v Franciji (manjša verjetnost) in Italiji (večja verjetnost) relativno majhna. Poleg tega so med državami zelo različna stališča do fiskalne politike in javnih investicij (Nemčija). Tako bo znova največ bremena padlo na ramena Maria Draghija, ki je doslej spretno krmaril med zahtevami trga in nasprotovanjem Nemčije. Ali bo v letu 2015 začel izvajati pravi QE, ostaja vprašanje, ampak glede na že videno bi ob nižji inflaciji in novi nevarnosti recesije ECB po vsej verjetnosti začela odkupovati državne in podjetniške obveznice. Trenutno odkupuje kritne obveznice in pripravlja odkup vrednostnih papirjev s premoženjskim kritjem (ABS). Vendar ta dva programa ne bosta dovolj, da ECB poveča velikost svojih sredstev za 1000 milijard evrov na ciljnih 3.000 milijard, kot je napovedal njen predsednik. Edini način, da ECB doseže svoj cilj, je, da začne odkupovati državne obveznice. Kot vidimo v Sliki 12, je ECB v zadnjih dveh letih skrčila svojo bilančno vsoto, tako da delež sredstev ECB v

primerjavi z BDP znaša 20 %, kar je manj kot pri ameriških in še posebej pri japonskih partnerjih, ki se gredo izjemen eksperiment. Prostora za ukrepanje ECB je še ogromno.

Pojavlja se seveda vprašanje, kaj sploh lahko ECB doseže z odkupi državnih obveznic. Zahtevane donosnosti državnih obveznic so že rekordno nizke, tako da s splošnim znižanjem obrestnih mer ne bi bistveno pripomogli k povečanju gospodarske aktivnosti. Glavni učinek bi se zgodil z nadaljnjim znižanjem vrednosti evra nasproti drugim valutam (posebej ZDA), kar bi izboljšalo konkurenčnost evrskih držav. Pomemben vpliv bi bil tudi v psihološkem smislu, saj bi ukrep nakazoval, da je ECB pripravljena storiti karkoli, da prepreči deflacijo na evroobmočju. Dvom pa ostaja, ali bi ta ukrep povečal kreditiranje podjetij prek bank, saj ni toliko težava ponudba, ampak povpraševanje po posojilih. Tukaj pa mora nastopiti fiskalna politika skupaj z velikim investicijskim programom, ki ga pripravlja evropska komisija.

Edini način, da ECB doseže svoj cilj, je, da začne odkupovati državne obveznice

Slika 12: Bilančna vsota ECB, BOJ in Fed v BDP



Vir: Bloomberg 2014.

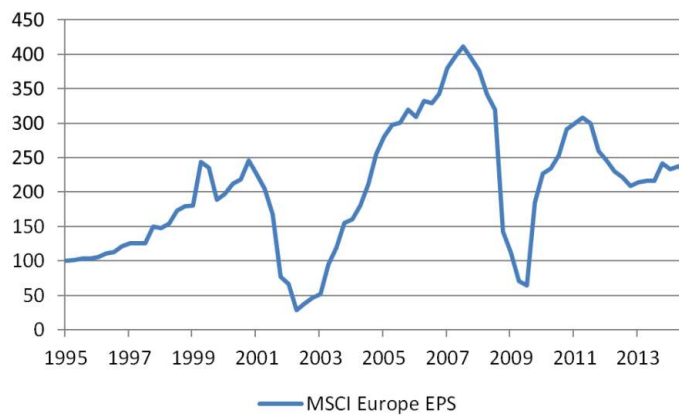
Bodo dobički evropskih podjetij končno zrasli?

Eno izmed razočaranj v zadnjih letih so tudi dobički evropskih podjetij, ki ostajajo daleč pod vrhom, doseženim v letu 2007. Po drugi strani pa to pomeni, da imajo v letu 2015 mnogo več potenciala za rast dobičkov kot ameriška podjetja. Naš optimizem izhaja iz več dejavnikov. Prvi dejavnik je nedvomno šibkejši evro, ki bo pozitivno vplival na rast dobičkov. Ocenjuje

se, da upad vrednosti evra za 10 % nasproti košarici valut, uteženimi glede na delež mednarodne menjave, pomeni 8 % večje dobičke podjetij. Glede na pričakovano politiko ECB in skromno okrevanje evropskega gospodarstva pričakujemo nadaljevanje upadanja vrednosti evra nasproti večine valut.

Slika 13: Gibanje dobička MSCI Europe

Šibek evro in nižje cene energentov bodo pripomogli k rasti dobičkov



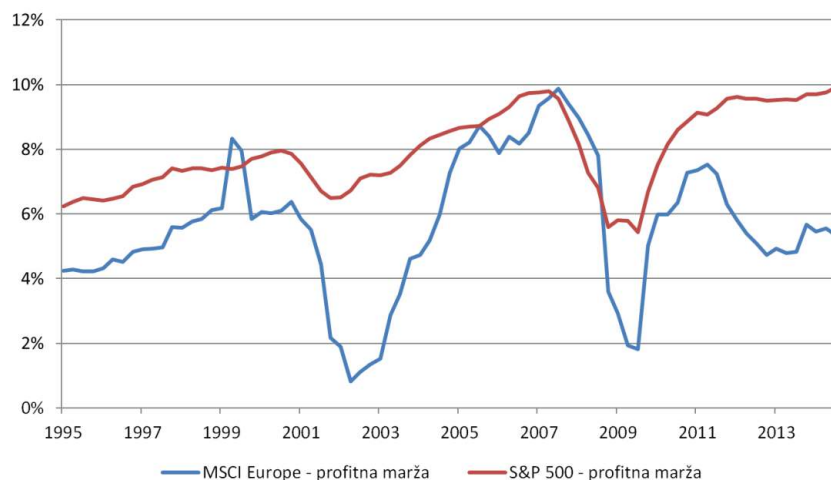
Vir: Bloomberg 2014.

Če šibkejšemu evru dodamo še nižje cene nafte in drugih energentov, lahko po več letih upadanja upravičeno pričakujemo močno rast poslovnih dobičkov. To bi tudi

pomenilo, da bi se razlika med profitnima maržama ameriških in evropskih podjetij končno začela zmanjševati (Slika 14).

Slika 14: Primerjava profitnih marž MSCI Europe in S&P 500

Vrednotenja zanimiva



Vir: Bloomberg 2014.

V letu 2015 lahko končno doživimo renesanso poslovnih dobičkov in rast v višini 15 % ne bi bila presenetljiva.

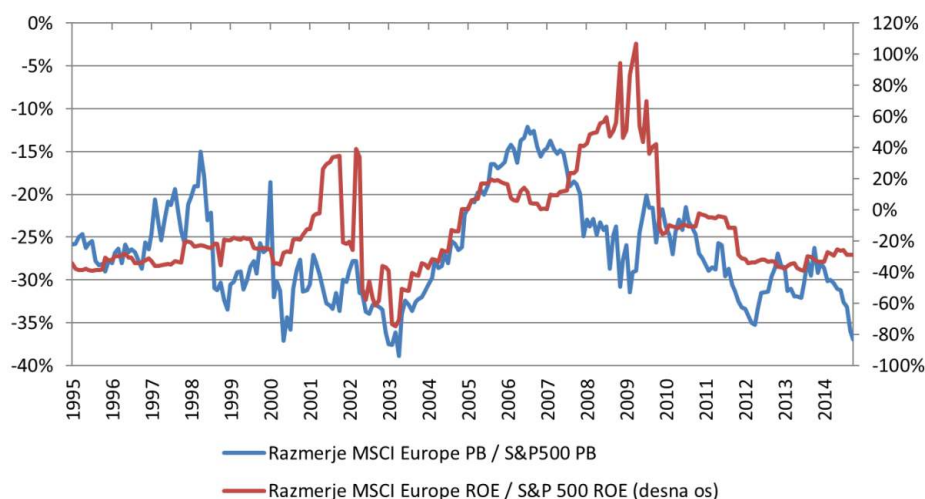
Eden izmed glavnih razlogov, zakaj optimistično gledamo na evropske delnice, je njihovo nizko vrednotenje nasproti ameriškim kakor tudi nasproti obveznicam.

Evropske delnice rekordno poceni nasproti ZDA

Če jih primerjamo z ameriški (Slika 15), vidimo, da imajo po multiplikatorju PB 37-odstotni diskont, kar je blizu največjega diskonta v zadnjih 20 letih. Tako velik diskont ni upravičen, če primerjamo donos na kapital evropskih in ameriških podjetij,

kjer znaša razlika manj kot 30 %. Ob tem pa je dobičkonosnost evropskih podjetij na cikličnem dnu. Glede na navedeno je smiselno pričakovati, da se bo ta diskont v naslednjih letih zmanjšal.

Slika 15: Primerjava multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) in ROE med MSCI Europe in S&P 500



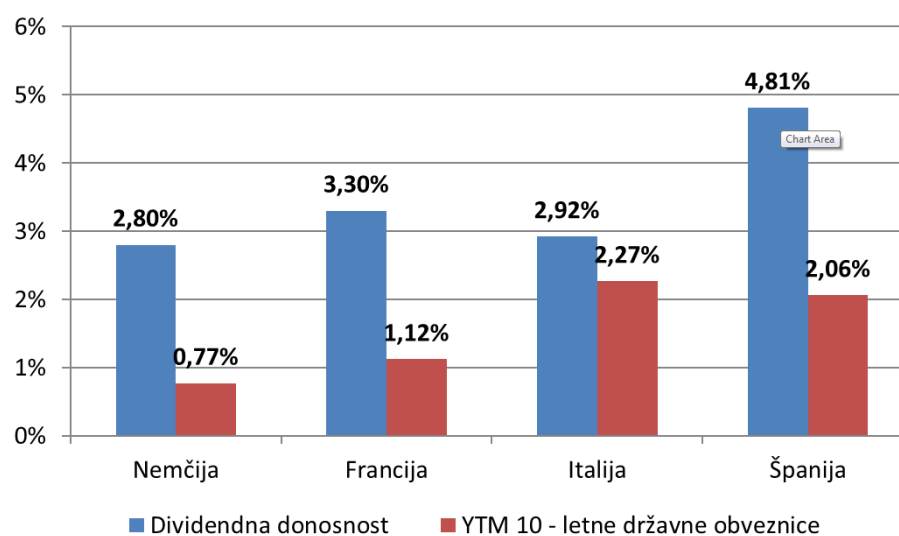
Vir: Bloomberg 2014.

Trenutna vrednotenja nakazujejo na pričakovanje deflacije in depresije

Tudi v primerjavi z obveznicami pridemo do podobnega zaključka. V svetu nizkih obrestnih mer se evropske delnice zdijo izjemno privlačne. Če primerjamo dividendno donosnost delniških indeksov štirih ključnih držav evroobmočja, vidimo, da krepko presegajo zahtevane donosnosti

10-letnih državnih obveznic. V preteklosti je bilo razmerje obratno, dividendne donosnosti so bile nižje. Danes je slika obrnjena na glavo. Podobno je, če primerjamo dividendno donosnost z zahtevanimi donosi podjetniških obveznic.

Slika 16: Primerjava dividendne donosnosti z zahtevano donosnostjo 10-letnih državnih obveznic



Vir: Bloomberg 2014.

Nizko vrednotenje in pričakovana močna rast dobičkov sta glavna argumenta za optimizem do evropskih delnic v letu 2015

Glede na vse naštetu je edina možna razlaga, zakaj so evropske delnice nasproti obveznicam tako nizko ovrednotene, v tem, da vlagatelji pričakujejo, da bo dolgoročna

rast poslovnih dobičkov in dividend negativna (depresija in deflacija). Naše mnenje je, da so vlagatelji pretirano negativni.

Gibanje mednarodnih in ameriških delnic ob prvem dvigu obrestnih mer Feda

V letu 2015 bo ameriška centralna banka po vsej verjetnosti prvič po dolgem času dvignila ključno obrestno mero. Zanimivo je pogledati v zgodovino, kako so se gibale ameriške delnice v primerjavi z mednarodnimi šest mesecev pred prvim dvigom in šest mesecev po njem. Povprečno so mednarodni delniški trgi (MSCI World ex

US) za 6 % presegle donos ameriških delnic, in to merjeno v dolarjih. To je še eden iz mozaika argumentov, zakaj smo bolj optimistično naravnani nasproti evropskim delnicam.

Japonska: centralna banka faktor presenečenja

V letu 2014 se je restriktivna fiskalna politika japonske vlade nadaljevala. Dvig DDV na 8 % je imel izjemno negativne posledice za gospodarstvo. Centralna banka Japonske je poskrbela za največje presenečenja leta, saj je dodatno okrepila ohlapno monetarno politiko z namenom dvigniti inflacijo na 2 % na leto. Vprašanje ostaja, ali bo ta poteza centralne banke, ki je bila nekako neskladna s predhodnimi izjavami njenega predsednika Kurode, uspešna, saj pomemben dejavnik za inflacijo, in sicer

cena nafte, na globalnih trgih izgublja vpliv. Skratka, na Japonskem smo priča restriktivni fiskalni politiki, katere negativne učinke poskušajo ublažiti z ekstremno ekspanzivno monetarno politiko. Največjo korist bodo imela izvozna podjetja, ki se lahko nadejajo večje mednarodne konkurenčnosti zaradi deprecijacije jena in nižjih operativnih stroškov zaradi upadanja cen nafte. V prid japonskim delnicam govorijo tudi vrednotenja, ki so tako relativno kot absolutno gledano ugodna.



Uroš Vek

V ospredju restriktivna fiskalna politika

Japonsko gospodarstvo je v letu 2014 zaznamoval dvig DDV v aprilu, in sicer s 5 % na 8 %. Ta ukrep je povzročil, da gospodarstvo le počasi okreva. Vsi ključni gospodarski kazalniki so izkazovali negativen trend od prvega četrletja naprej. Industrijska proizvodnja je v prvem četrletju dosegala še veliko rast na medletni ravni, medtem ko je kasneje sledil

upad. Podoben vzorec opazimo pri prodaji na drobno, in sicer v prvem četrletju dvoštevlično rast, potem pa upad. Večji del nakupov potrošnikov, predvsem vrednostno večjih, je bil tako opravljen v prvem četrletju 2014. V drugi polovici leta je razvidno počasno okrevanje gospodarstva.

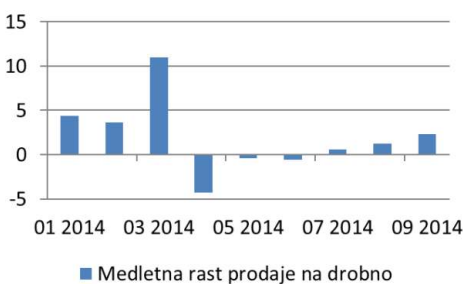
Dvig DDV negativno vplival
gospodarsko rast

Slika 17: Japonska industrijska proizvodnja



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 18: Japonska prodaja na drobno



Vir: Bloomberg 2014.

Japonska vlada bo do konca leta 2014 odločala o drugem dvigu DDV, na 10 %. Zakonsko je ta ukrep že bil sprejet, medtem ko je v pristojnosti vlade, da določi datum začetka izvajanja. Glede na zadnje podatke o gospodarski aktivnosti, ki je v tretjem četrletju negativno presenetila, bo odločitev težka. Vlada bo tehtala med restriktivnejšo fiskalno politiko in politiko

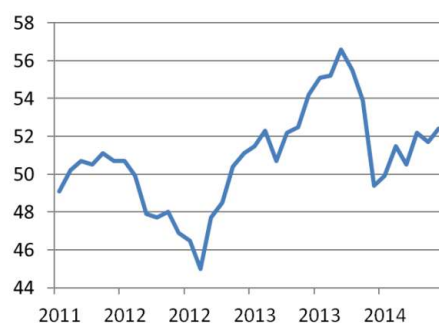
podpore gospodarski rasti. Pričakovati je, da bo japonska vlada dvig davka prestavila za 18 mesecev ali dve leti. Predsednik Šinzo Abe si želi predčasnih volitev, medtem ko so redne predvidene najkasneje v decembru 2016. Večina volivcev nasprotuje dvigu DDV in posledično bi ta tvegana politična odločitev otežila njegovo ponovno izvolitev.

Pričakovani dvig DDV za
leto 2015 verjetno
prestavljen

Eden izmed stebrov »abenomike« in glavni dejavnik za večjo konkurenčnost japonskega gospodarstva je uresničitev napovedi predsednika vlade Šinza Abeja iz leta 2013, da zniža davek na dobiček podjetij s trenutnih dobrih 35 % na manj kot 30 %. Znižanje davka na dobiček ne bo nevtraliziralo dviga DDV z vidika proračuna, temveč bo fiskalna politika še v prihodnje delovala restriktivno.

Japonsko gospodarstvo je v drugi polovici leta doseglo spodbudnejše rezultate, predvsem indeks nabavnih menedžerjev je od aprila zrasel nad mejo 50, ki označuje rast proizvodnega sektorja. Dvig DDV v prvi polovici leta ni negativno vplival na trg delovne sile, kjer je stopnja brezposelnosti zgodovinsko gledano na zelo nizkih ravneh okoli 3,6 %.

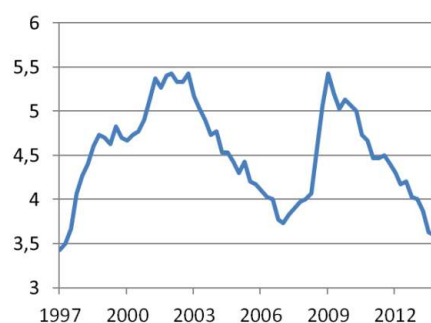
Slika 19: Japonski Markit PMI



Stopnja brezposelnosti še vedno nizka

Vir: Bloomberg 2014.

Slika 20: Japonska stopnja brezposelnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Japonsko gospodarstvo je drugo četrletje zapored imelo negativno rast. V tretjem četrletju je bila negativna rast 0,4 % glede na predhodno četrletje. Zadnje znane gospodarske napovedi za Japonsko, ki jih daje Capital Economics, predvidevajo dvig

inlacije nad 2 %, kar je v teh razmerah dejansko največja negotovost. Cena nafte kot pomemben dejavnik gibanja cen trenutno upada in v teh okoliščinah bo Japonska s težavo dosegala zastavljeni cilj letne inflacije 2 %.

Tabela 6: Napovedi za Japonsko

	Povprečje 02–12	2013	% sprememba glede na predhodno leto		
			Napovedi		
			2014	2015	2016
BDP	0,8	1,5	0,9	0,5	0,8
CPI*	-0,2	0,4	2,7	1,7	2,1
Brezposelnost**	4,6	4	3,7	3,8	3,5
Obrestna mera***	0,1	0	0	0	0

*Consumer prices

**Stopnja brezposelnosti

***Obrestna mera čez noč na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2014.

Monetarna politika še agresivnejša

Japonska centralna banka BOJ je na presenečenje večine vlagateljev 31. oktobra objavila seznam dodatnih ukrepov ohlapnejše monetarne politike za doseganje cilja inflacije v višini 2%. Glavni ukrepi so naslednji:

- dvig letnega povečanja količine primarnega denarja,⁵ in sicer s 60 do 70 trilijonov jenov na 80 trilijonov jenov na leto oziroma okoli 563 milijard evrov;
- pospešitev nakupov dolgoročnih državnih obveznic (JGB), in sicer s 50 na 80 trilijonov jenov;
- podaljšanje povprečne dobe zapadlosti dolgoročnih državnih obveznic (JGB) za 3 leta, in sicer na 7 do 10 let;
- pospešitev nakupov ETF⁶, in sicer se bo vrednost sredstev za ta naložbeni razred povzpela na 3 trilijone jenov na leto (prej 1 trilijon jenov);
- pospešitev nakupov japonskih nepremičninskih skladov (J-REIT), in sicer se bo vrednost sredstev za ta naložbeni razred povzpela na 90 trilijonov jenov (prej 30 trilijonov jenov).

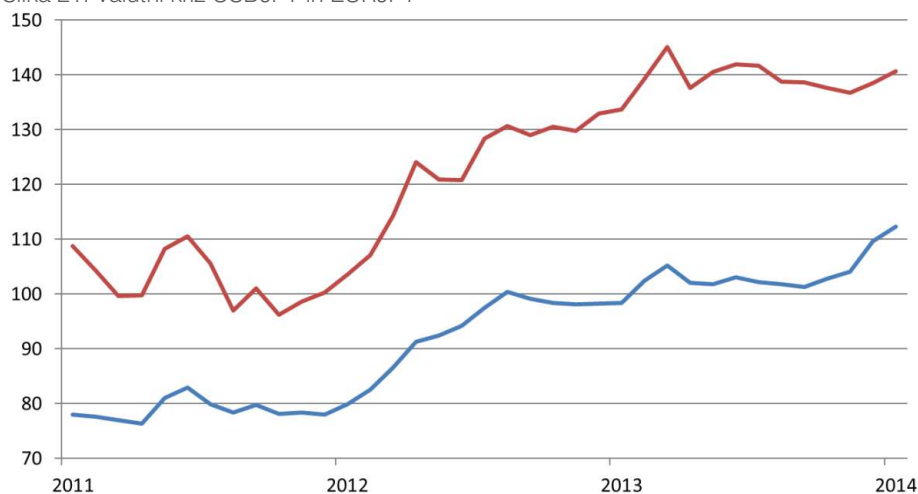
Pred zasedanjem so bila pričakovanja nasprotna, in sicer da bo centralna banka ohranila zdajšnji tempo odkupovanja vrednostnih papirjev in mogoče relativizirala cilj sledenja 2-odstotni inflaciji. Ukrepanje centralne banke ni skladno s predhodnimi izjavami njenega predsednika Kuroda, ki je parlamentarnemu odboru zatrjeval, da pričakujejo dvig inflacije proti ciljnim 2% v letu 2015. Tri dni zatem so se stališča centralne banke spremenila, saj so zatrjevali, da višji DDV in nižje cene nafte negativno vplivajo na inflacijski cilj. Razdvojenost centralne banke se kaže tudi pri glasovanju, kjer so bili dodatni ukrepi sprejeti zgolj z minimalno večino, in sicer 5 proti 4.

V letu 2014 japonski jen ni bistveno depreciiral nasproti dolarju in evru. To se je seveda spremenilo po objavi dodatnih ukrepov centralne banke, ko je močno izgubil vrednost. Valutni križ USDJPY je tako dosegal nove večletne vrhove, medtem ko se križ EURJPY približuje ravnem s konca leta 2013. To bo dodatno pozitivno vplivalo na izvozno usmerjeni del japonskega gospodarstva.

Politika centralne banke postala še agresivnejša

Japonski jen v letu 2014 nasproti USD ni bistveno depreciiral

Slika 21: Valutni križ USDJPY in EURJPY



Vir: Bloomberg 2014.

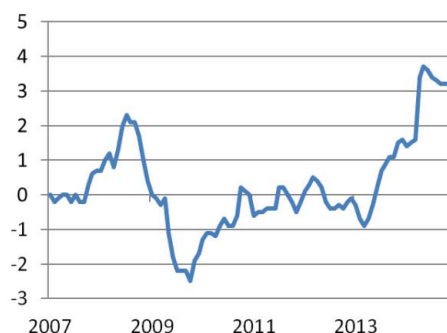
⁵ Primarni denar – gotovina v obtoku + rezerve poslovnih bank pri centralni banki.

⁶ ETF – pasivni investicijski skladi.

Največje tveganje monetarne politike je nedoseganje ciljne inflacije 2 %. Centralna banka je znižala napoved inflacije na 3,2 % in osnovne inflacije (core CPI) na 1,2 % (izvzet učinek dviga DDV) za leto 2014. Znižali so tudi napoved za leto 2015, medtem ko so napoved za leto 2016 ohranili. Razloge za znižanje napovedi gre iskati v znižanju cen ključnih surovin. Na

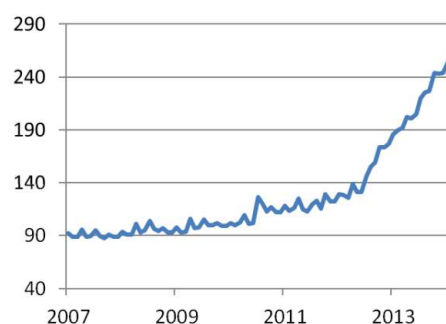
podlagi ekonometričnega modela investicijske banke Barclays bi znižanje cene nafte za 20 % povzročilo upad osnovne inflacije v višini 0,4 odstotne točke. To bi pomenilo osnovno inflacijo pod 1 %. Skratka, okolje za doseganje ciljne inflacije je težavno in obstaja možnost, da bo centralna banka v prihodnosti relativizirala ta cilj.

Slika 22: Gibanje japonskega CPI na medletni ravni



CPI – Consumer prices
Vir: Bloomberg 2014.

Slika 23: Gibanje primarnega denarja v trilijonih jenov



Vir: Bloomberg 2014.

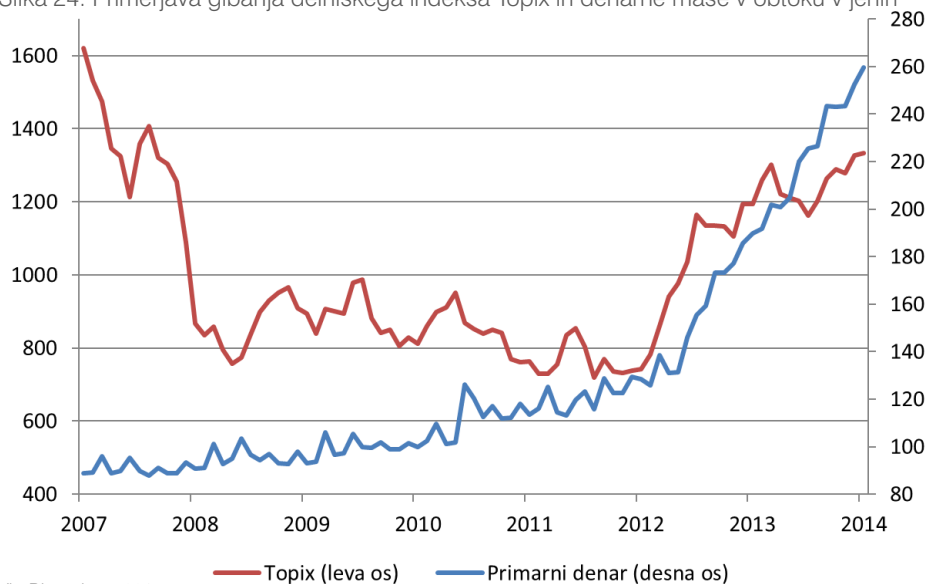
Vrednotenje delniškega trga

V letu 2014 ni bilo izboljšanja poslovanja japonskih podjetij

Japonski delniški trg je v prvih mesecih leta 2014 doživel majhno korekcijo, predvsem zaradi negativnega učinka dviga DDV na gospodarstvo. V nadaljevanju leta je sledilo počasno okrevanje delniških tečajev. Vse od napovedi monetarnih oblasti o uporabi

nekonvencionalnih ukrepov (QE) je opaziti jasen trend rasti delniških tečajev, ki je sinhroniziran z rastjo količine primarnega denarja. V prihodnje posledično ni pričakovati, da bi se trend sledenja delniškega trga rasti denarne mase prelomil.

Slika 24: Primerjava gibanja delniškega indeksa Topix in denarne mase v obtoku v jeni

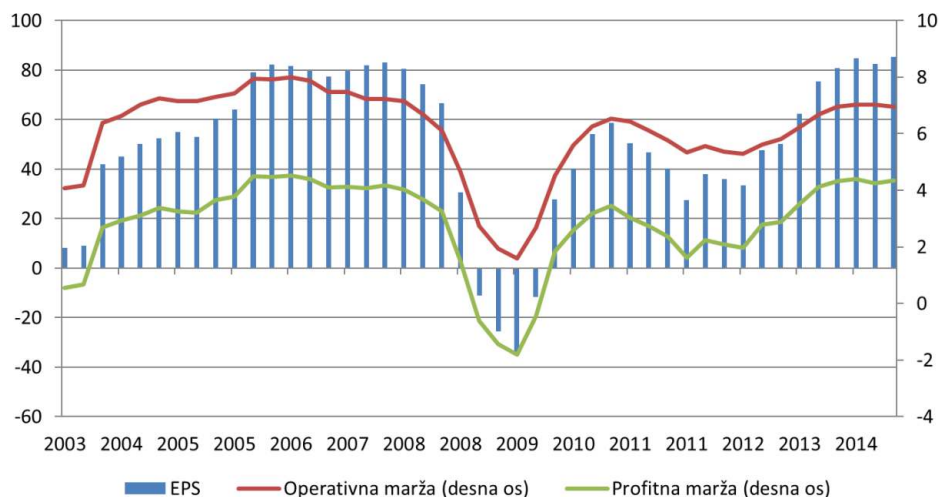


Vir: Bloomberg 2014.

Na področju poslovanja podjetij je bilo leto 2013 prelomno. Program »abenomike« je pripomogel k dvigu dobička na delnico (EPS) in dobičkonosnosti podjetij, saj sta tako operativna kot profitna marža v povprečju zrasli za več kot odstotno točko. V letu 2014 jen ni dosegal depreciajskih ravni predhodnega leta in posledično se ni

nadaljevalo izboljšanje poslovanja v takšnem tempu kot leto prej. Podatki za tretje četrletje kažejo, da so se prihodki japonskih podjetij v povprečju povzpeli za slabih 4 %, dobiček na delnico za dobrih 5,5 %, medtem ko se je dobičkonosnost ohranila na ravneh predhodnega leta.

Slika 25: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa Topix



Prvič po 22 letih japonske delnice niso doživele korenite korekcije po predhodni več kot 30-odstotni rasti

Vir: Bloomberg 2014.

Kot pozitivno lahko poudarimo, da japonski delniški indeksi prvič po 22 letih niso doživele korenite korekcije po predhodni več kot 30-odstotni rasti. V preteklosti se je namreč dogajalo, da so delnice močno zrasle, temu pa je sledil korenit popravek na nižje ravni. V prid japonskim delnicam

govorijo tudi vrednotenja, ki so tako relativno kot absolutno gledano ugodna. Zgodovinsko gledano kotirajo z diskontom okrog 30 %, medtem ko v primerjavi za amerškimi kotirajo pri skoraj polovici vrednosti, merjeno po multiplikatorju knjigovodske vrednosti.

Slika 26: Gibanje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indeksa Topix



Vrednotenja so ugodna

Vir: Bloomberg 2014.



mag. Jure Dubravica

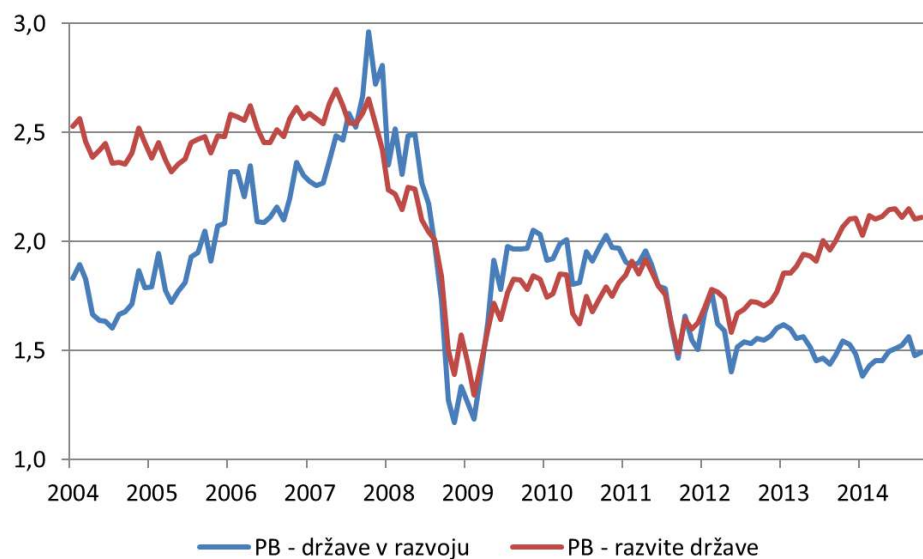
EM – države v razvoju: manjša gospodarska rast je nova realnost

Gospodarska rast držav v razvoju je na najnižjih ravneh po zadnji finančni krizi. Pred krizo je bila običajna oziroma normalna rast v državah v razvoju okrog 8 %, v prihodnjem desetletju pa bo okrog 5%. Gre za »novo normalo«, kot so to poimenovali pri Capital Economics (CE). Skupina držav BRIC je glede na velikost gospodarstev še vedno dominantna v skupini držav v razvoju in razen v Indiji v vseh državah te skupine projekcije kažejo na manjšo rast. Kitajska ustavlja tempo rasti gospodarstva, Rusija in Brazilija pa se spopadata z nižjimi cenami surovin.

Seveda slika ni povsod enaka. Trgi v razvoju so preveč raznoliki, da bi lahko enostavno posploševali. Najdejo se države, kjer se gospodarska slika izboljšuje. Pozitivna pričakovanja za prihodnje leto imamo predvsem na azijskem in afriškem koncu.

Vrednotenja na trgih v razvoju so občutno pod razvitimi trgi. Poglejmo multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) in dobička (PE). Na trgih v razvoju je PB na 1,4, na razvitih trgih na 2,1. Podobno velja za PE, ta je na trgih v razvoju za leto 2015 ocenjen na 12,2, na razvitih trgih je 17,7.

Slika 27: Gibanje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju in razvitih držav

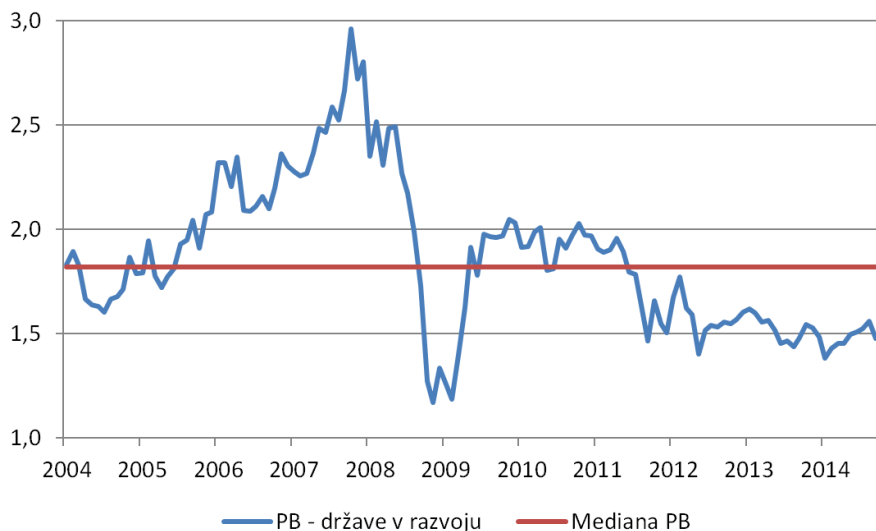


Države v razvoju – indeks MSCI EM; razvite države – indeks MSCI World.
Vir: Bloomberg 2014.

Tudi primerjava relativnih kazalnikov z dolgoročnim povprečjem kaže na nižje vrednotenje trgov v razvoju. Desetletno

povprečje (mediana) multiplikatorja PE znaša 12,9 in multiplikatorja PB 1,8.

Slika 28: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju z lastno mediano



Države v razvoju – indeks MSCI EM.
Vir: Bloomberg 2014.

Del odgovora glede nižjih vrednotenj tiči v gospodarski rasti. Napovedi o prihodnji gospodarski rasti so slabše, kot so bile v preteklih letih. Poleg tega se velik del upočasnjevanja skupine BRIC tudi že dogaja. Drugi razlog za nižja vrednotenja je povezan s pričakovanji glede ameriške monetarne politike. Po ocenah CE vpliv na države v razvoju ne bo tako dramatičen, kot se je sprva napovedovalo. Kot najmanj pripravljene na dvig ameriških obrestnih mer se omenjajo Turčija, Indonezija in

Južnoafriška republika. V splošnem pa ni pričakovati, da bi prišlo do krize večjih razsežnosti. Poleg tega ni več samo ameriški Fed tisti, ki kroji usodo držav v razvoju. Vse bolj so pomembni dejavniki, ki spodbujajo rast doma.

Če povzamemo, dolgoročno lahko pričakujemo višje donose na trgih v razvoju kot na razvitih trgih. Pri tem na kratek rok ne moremo spregledati tveganj, ki v preteklosti niso bila tako velika.

BRIC

Države skupine BRIC so še vedno med najzanimivejšimi naložbenimi usmeritvami na »emerging«² trgih. Primerjava relativnih multiplikatorjev, kot sta PB in PE, priča o nižjih aktualnih vrednostih, kot so bile v povprečju v zadnjih 10 letih. To niti ne preseneča glede na to, da se v povprečju upočasnjuje tudi gospodarska rast. Svetla izjema leta 2014 je Indija, kjer spet dosegajo večjo rast gospodarstva. Obratno sliko prikazuje Kitajska, s tem da je v nasprotju z Indijo tam manjša gospodarska rast priporočljiva. Pregrevanje gospodarstva bi prehitro pripeljalo do trdega pristanka, ki bi imel daljnosežne negativne posledice. Še najslabše se v tej

skupini godi Braziliji in Rusiji. Gre za nekakšen blagoslov in prekletstvo surovin. Zdaj, ko so cene surovin nizke, se pojavljajo težave in poslabšujejo pričakovanja o prihodnji rasti. Že sama sestava letnega proračuna zahteva več kreativnosti. Poleg tega se je Rusija zapletla še v mednarodni konflikt, posledica katerega je stopnjevanje sankcij, ki ne pripomorejo k večji blaginji in boljši gospodarski sliki. Vsemu temu so nekako primerna tudi aktualna vrednotenja na trgih BRIC – v povprečju so globoko pod razvitimi trgi. Multiplikator PB skupine BRIC znaša 1,3, medtem ko je na razvitih trgih 2,1. Razlika je očitna, razlika je privlačna.

Kitajska

Trend zmanjševanja
gospodarske rasti se
nadaljuje

Trend zmanjševanja gospodarske rasti Kitajske ne pojenja, kar ni več nikakršno presenečenje in je celo priporočljivo za dolgoročno zdravje gospodarstva. Za prihodnje leto ji Mednarodni denarni sklad napoveduje 7,1-odstotno gospodarsko rast, kar je najmanj od leta 1990. Podobno je sredi novembra v Pekingu na forumu APEC (Asia-Pacific Economic Coope-

ration) povedal kitajski predsednik Ši Džinping, ki je jasno izrazil, da je Kitajska pripravljena sprejeti manjšo, 7-odstotno rast in da ta rast državo še vedno postavlja med »TOP performerje«. Kar se tiče Kitajske, je upočasnjevanje tako imenovana nova normala. Še vedno je drugo največje svetovno gospodarstvo, ki raste z več kot dvakratno hitrostjo ZDA.

Tabela 7: Rast kitajskega BDP in inflacija

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
BDP	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	7,1
Inflacija	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,3	2,5

*2014 in 2015 napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2014.

Tveganje t. i. trdega
pristanaka na srednji rok še
vedno obstaja

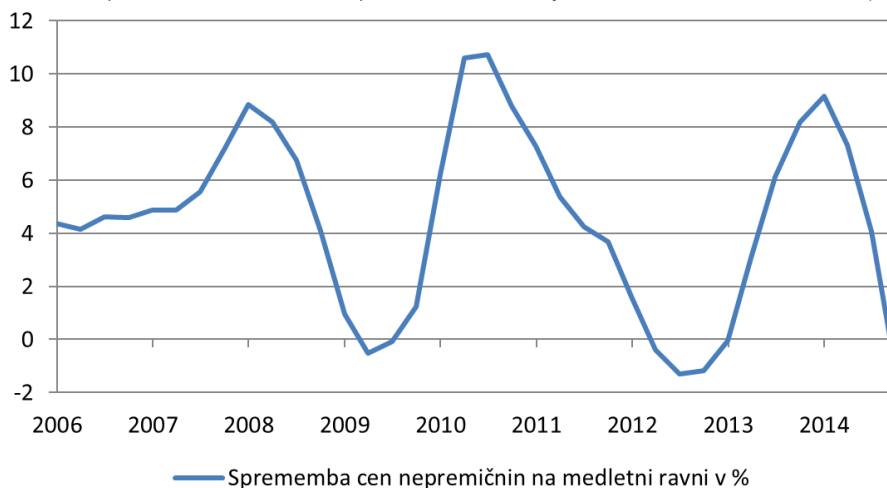
Večkrat omenjeno tveganje trdega kitajskega pristanaka na srednji rok še vedno obstaja, še posebno, če se bo nadaljevala praksa iz preteklih let. Tveganje izhaja iz obsežnega kreditiranja in investicij v presežne zmogljivosti (nepremičnine ...). Investicije in kreditiranje sta glavni gonilni sili kitajske gospodarske rasti. Pri tem kreditiranje ne poteka le prek bank, temveč tudi prek vzporednega finančnega sistema (shadow-banking), ki je slabše nadzoran in reguliran. Ta se v času, ko se povečujejo omejitve na strani bančnega sistema, še dodatno krepi in pri Kitajski pospešeno raste vse od krize leta 2008. Zato so se v marsikaterem segmentu gospodarstva pojavile presežne zmogljivosti, slabe

investicije in/ali velika rast cen. Kakršnakoli nenadna velika korekcija cen bi lahko povzročila tako imenovani trdi pristanek kitajskega gospodarstva, saj bi sprožila cel plaz nenadzorovanih dogodkov.

Kratkoročna tveganja obstajajo predvsem v nepremičninskem sektorju in so povezana z morebitnim nenadnim upadom cen nepremičnin. V velikih mestih se namreč pojavlja precenjenost, v manjših pa presežek zmogljivosti. Korekcija cen v sektorju nepremičnin bi bila dobrodošla, vendar bi se za stabilnost celotnega gospodarstva moral preprečiti nagel upad cen.

Slika 29: Sprememba cen novih nepremičnin v 70 kitajskih mestih na medletni ravni (v %)

Kratkoročna tveganja
izhajajo predvsem iz
nepremičninskega
sektorja



Vir: Bloomberg 2014.

Po ocenah Citigroupa pomeni trgovina z nepremičninami 12 % kitajskega BDP. Moody's Analytics ocenjuje ta delež na 23 %, s tem da vključuje še gradbeništvo in prenove. Znižanje cen nepremičnin bi s seboj povleklo tudi kitajski BDP, saj je na nepremičninski sektor vezana cela veriga različnih gospodarskih subjektov. Pozorno spremljanje cen nepremičnin je v luči tega še toliko pomembnejše. Kljub temu imajo kitajske oblasti dovolj možnosti za odgovor na različne šoke, ki so drugje sprožili krize, kot so dvig depozitov, beg kapitala ali kolaps nepremičninskega trga. Vsak večji šok bi sprožil neposredne ukrepe Pekinga.

V letu 2014 je Kitajska doživela prvi »default« v svoji moderni zgodovini. Šlo je za manjšo družbo, ki ni bila več sposobna poravnati svojih obveznosti do lastnikov obveznic. Dolgoročna stopnja »defaultov« na svetovni ravni znaša približno 1,5 %.

Tako ima Kitajska še kar nekaj prostora, da doseže to statistiko. Tveganje potencialnih »defaultov« obstaja predvsem zunaj nadzorovanega bančnega sistema, za katerega je glavnega pomena predvsem dogajanje v nepremičninskem sektorju. Za ta segment bančništva je značilno, da posoja strankam, ki jih tradicionalne banke ocenjujejo za preveč tvegane. V letu 2015 se pričakuje nadaljevanje zmanjševanja rasti kreditiranja prek bančnega in nebančnega sektorja, kar bo upočasnilo investicije in rast nepremičninskega sektorja. Kakršnokoli omejevanje kreditiranja zaradi obvladovanja kreditnega tveganja, ki bi ga uvedle kitajske oblasti, lahko poveča število subjektov, ki ne bodo zmožni poravnati svojih obveznosti. Za zdaj manjši »defaulti«, ki bi se lahko pojavili v letu 2015, ne ogrožajo stabilnosti kitajskega finančnega sistema.

Prvi »default« v moderni zgodovini Kitajske

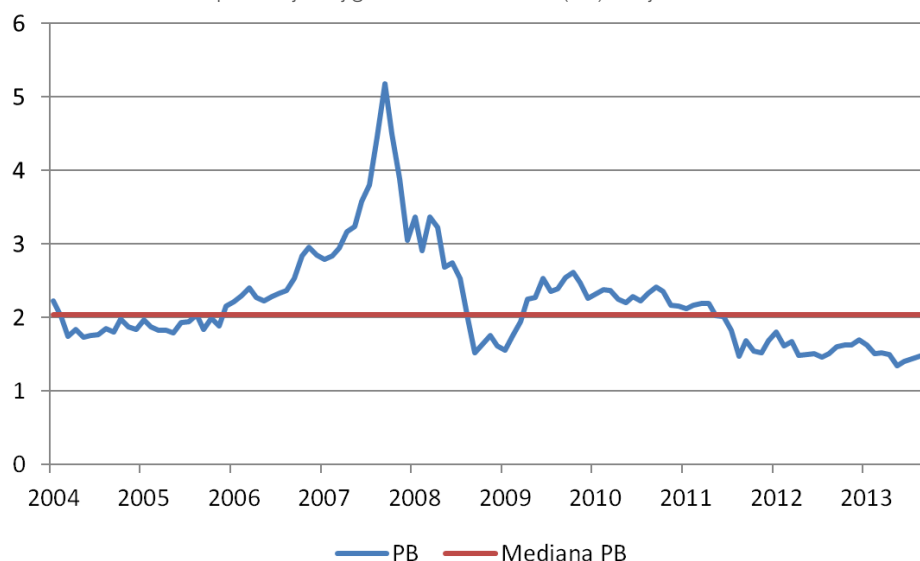
Vrednotenje delniškega trga

Kljub priljubljenosti posameznih segmentov kitajskega delniškega trga ta v povprečju ne velja za precenjenega, prej obratno. Delniški trgi se zaradi upočasnjevanja gospodarske rasti in s tem povezane dolgoročne negotovosti ne premaknejo na višje ravni. Povprečni PE delniškega trga znaša 9,5, kar je nižje kot

lani (9,8). Enak je predviden tudi za leto 2015. S tem je še vedno tudi pod 10-letno mediano, ki znaša 13. Podobno velja za multiplikator PB, ki dosega aktualno razmerje 1,4 (lani 1,5), medtem ko je 10-letno povprečje na 2. Dividendna donosnost je, tako kot lani, še vedno na 3,2 %.

Vrednotenja so še vedno na najnižjih ravneh v zadnjih 10 letih

Slika 30: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) kitajskih delnic



Indeks MSCI China
Vir: Bloomberg 2014. – indeks MSCI China.

Na koncu omenimo še enega izmed najzanimivejših in nekoliko dražjih segmentov kitajskega gospodarstva – informacijsko tehnologijo, kjer so v letu 2014 blestele družbe Alibaba, Baidu, Tencent, NetEase in podobne. Ta gosp-

odarski sektor ima neposreden stik s kitajskim potrošnikom in je zato še toliko bolj zanimiv. V tem trenutku je celoten sektor močan previdnost zaradi višjih vrednotenj pa ni odveč.

Rusija

V letu 2014 je bila Rusija pogosto v središču pozornosti svetovne javnosti. Sprva kot organizatorica olimpijskih iger v Sočiju, nato vpletena v konflikt v Ukrajini, ki je sprožil postopno stopnjevanje sankcij zahodnih držav (predvsem ZDA in EU). Še pred ukrajinsko krizo so bila pričakovanja o gospodarski rasti Rusije slaba, nato pa so se še zmanjšala. Povedano z drugimi

besedami, rusko gospodarstvo tako ali drugače stagnira. Mednarodni denarni sklad napoveduje le 0,5-odstotno gospodarsko rast v letu 2015, deloma tudi kot posledico dogodkov v Ukrajini. Po ocenah Capital Economics bodo sankcije, ki so v letu 2014 doletele Rusijo, zmanjšale BDP za 1 %.

Rusko gospodarstvo stagnira

Tabela 8: Rast ruskega BDP in inflacija

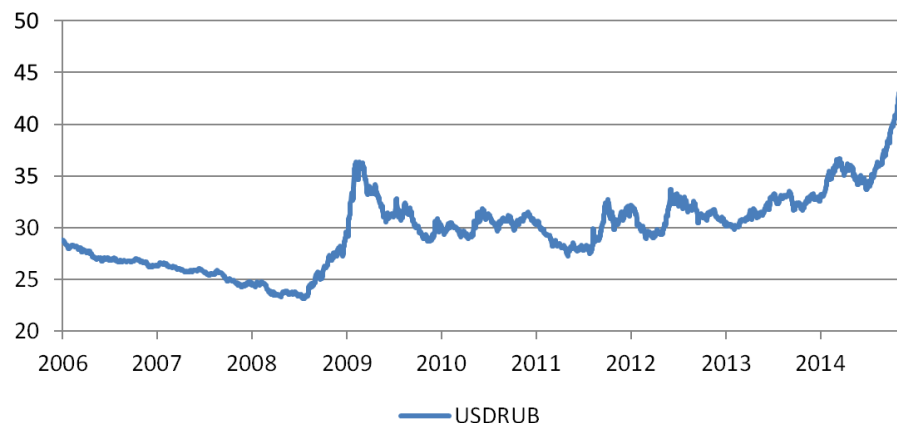
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
BDP	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,2	0,5
Inflacija	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,4	7,3

*2014 in 2015 napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2014.

Domače povpraševanje, steber ruskega okrevanja v minulih letih, se ponovno ohlaja. To se je zgodilo že pred dogodki v Ukrajini. Vzroke lahko iščemo v pretekli veliki rasti, ki je bila spodbujena s kreditiranjem. Danes so ta ista gospodinjstva obremenjena z dolgovi in upoča-

snjevanjem rasti realnih plač. Sankcije, uperjenje zoper Rusijo, in povračilni ukrepi ruskih oblasti ter izgubljanje vrednosti rublja bodo povzročili še zvišanje inflacije in s tem dodaten udarec za proračun gospodinjstev.

Slika 31: Tečaj rublja v primerjavi z dolarjem



Vir: Bloomberg 2014.

Energenti so strateško najpomembnejši segment ruskega gospodarstva in prinesejo približno polovico prihodkov v državnem proračunu. Proračun za obdobje 2015–2017, ki ga je finančno ministrstvo predstavilo septembra 2014, predvideva povprečno ceno nafte pri 100 dolarjih. Glede na dogodke zadnjih mesecev je ta predpostavka najbrž preveč optimistična. Nizke cene energentov bodo povzročile proračunski primanjkljaj, ki ga bo ob sankcijah ZDA in EU teže in dražje financirati. Denar bodo verjetno iskali na

vzhodu. Načrtovani letni prihodki proračuna so okrog 400 milijard dolarjev, in kar se tiče rezerv, ima Rusija na razpolago približno 500 milijard dolarjev v tujih valutah in zlatu, kar ji zagotavlja določeno ekonomsko varnost.

Nizko vrednotenje ruskih družb – privlačno, a tvegano

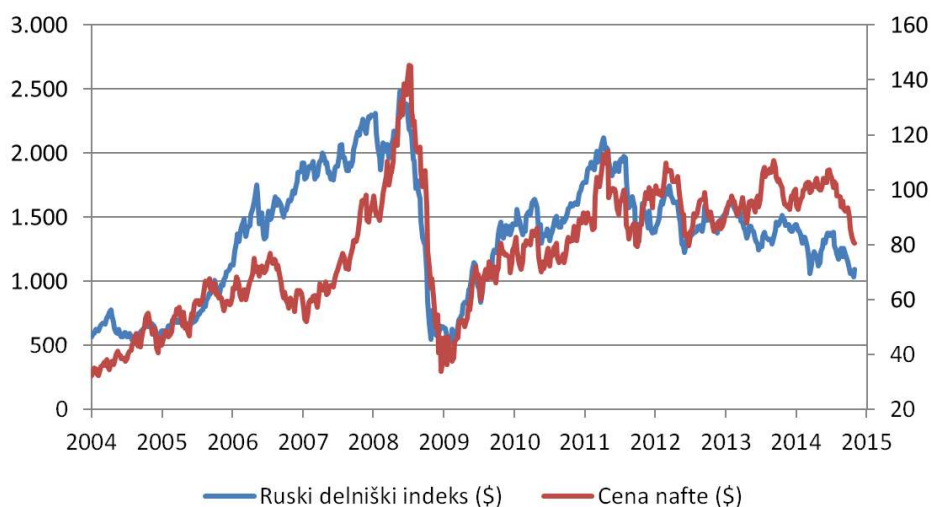
Ključna tveganja ruskega gospodarstva v letu 2015 so tako povezana z dinamiko strukturnih in cikličnih težav ter geopolitičnim tveganjem in bremenom sankcij zahodnih držav.

Vrednotenje delniškega trga

Ruski delniški trg še vedno vodi v tekmi najnižjih relativnih multiplikatorjev, kot sta PE in PB. Prvi znaša 4,2 za leto 2014 in 4,9 za leto 2015. S tem je na ravneh dividendne donosnosti, ki dosega 4,1 %. Takšno izenačenje je sicer redko na delniških trgih, ni pa novost na ruskem. Desetletna mediana multiplikatorja PE za ruske delnice znaša 7,5. Drugi kazalnik, PB, dosega razmerje 0,5 in je globoko pod 10-letno mediano, ki znaša 1,1. Če smo v preteklih letih pisali, da so ruske delnice nizko vrednotene zaradi politične negotovosti in gospodarskega stanja države, se je to v letu 2014 udejanjilo. Čeprav so bile vrednosti nizke že prej, so tečajji od začetka leta do sredine novembra upadli v

povprečju še za okrog 20 %, merjeno v evrih. Upravičeno vprašanje na tem mestu je, kako naprej, kaj lahko pričakujemo v letu 2015. Gospodarskega okrevanja ne moremo pričakovati čez noč, in kot kaže, se tudi razmere v Ukrajini in okolici ne bodo kar tako umirile. Še posebej, če pogledamo podatke o domači podpori ruskemu predsedniku Putinu, ki zraste vsakič, ko se Rusija zaplete v mednarodni spor ali je deležna dodatnih sankcij. Pričakujemo lahko slabše poslovne podatke gospodarskih družb in nadaljevanje negotovosti. Pri tako nizkih ravneh, na katerih so tečajji delnic danes (5-letno dno), lahko vedno pričakujemo kakšen pozitiven odboj, bo pa trg še naprej nizko vrednoten.

Slika 32: Prikaz gibanja cene nafte na svetovnih trgih in indeks ruskih delnic



Indeks MSCI Russia
Vir: Bloomberg 2014.

Ritem gibanja cene nafte je jasno viden na ruskem delniškem trgu

Podobno kot je veljalo v preteklosti, bo tudi v prihodnje; za razvoj dogodkov na ruskem delniškem trgu je treba najprej pogledati na trg surovin, predvsem na ceno nafte. Če

povzamemo, delnice so izredno privlačno vrednotene, vendar za to tudi obstaja razlog in dodatna previdnost ni odveč.

Brazilijska

Leto 2014 bo še dolgo ostalo v spominu Brazilcev. Gostili so največji dogodek – svetovno nogometno prvenstvo, kjer so doživeli nepričakovan poraz proti Nemčiji. Poleg tega so imeli predsedniške volitve, kjer je s tesno večino (51,6 %) ponovno zmagala dozdajšnja predsednica Dilma Rousseff. Brazilski borzni indeks Ibovespa

je v ponedeljek po volitvah v začetku trgovanja upadel za 6,2 %. Brazilski real se je spustil na 9-letno dno v primerjavi z dolarjem. Signal s trgov je dovolj jasn. Ob tem tudi gospodarska rast Brazilijske vse bolj peša, spogledujejo se z recesijo. Napoved Mednarodnega sklada za leto 2015 znaša le 1,4 %.

Tabela 9: Rast brazilskega BDP in inflacija

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
BDP	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,5	0,3	1,4
Inflacija	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	5,9

*2014 in 2015 napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2014.

Brazilijska se spopada s previsoko inflacijo in premajhno gospodarsko rastjo

Poleg skromne rasti gospodarstva je druga težava Brazilijske še inflacija, ki je konec leta 2014 na visokih 6,75 % in je v trendu rasti (sprejemljiva je $4,5 \pm 2$ %). Po predvidevanju Mednarodnega sklada bo visoka še v letu 2015. Znašli so se v nevarni

kombinaciji majhne gospodarske rasti in visoke inflacije. Ključna obrestna mera centralne banke je prav tako na visokih 11,25 %, tako da visoka inflacija otežuje zniževanje obrestne mere z namenom zagona gospodarstva.

Slika 33: Tečaj železove rude



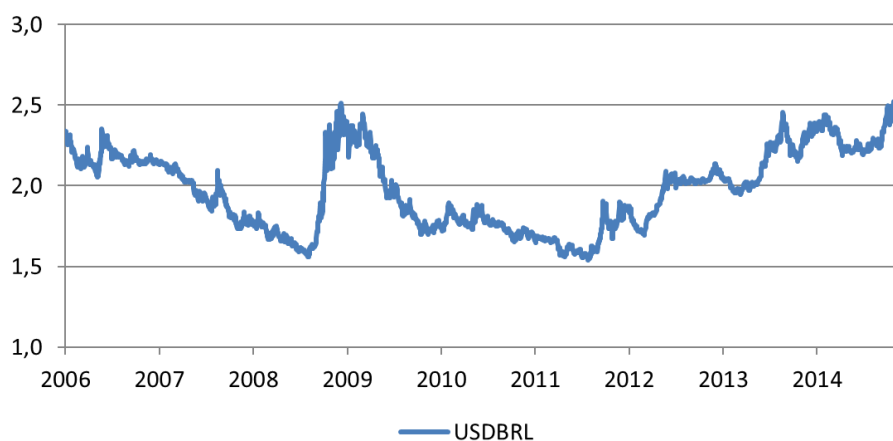
Vir: Bloomberg 2014.

Leta rasti, ki so jo omogočile visoke cene surovin, so stvar preteklosti (Brazilija je drugi največji izvoznik železove rude na svetu). Kritiki opozarjajo, da so takrat preveč spodbujali domačo potrošnjo in premalo investicije, ki jih Brazilija danes

pogreša. Zato Braziliji grozi, da ji bodo v letu 2015 vodilne bonitetne agencije, kot sta Moody's in S&P, odvzele investicijski rating. Vse od leta 2009 do danes se giba tik nad mejo, ki ločuje investicijski razred od neinvesticijskega (non-investment grade).

Visoke cene surovin so preteklost

Slika 34: Tečaj brazilskega reala v primerjavi z dolarjem



Vir: Bloomberg 2014.

Pred novo oziroma staro predsednico je tako veliko dela. Demonstracije, s katerimi se je srečala v začetku leta 2014, niso bile

zadnje. Ne nazadnje je proti njej glasovala slaba polovica volivcev, česar pri vodenju države ne more spregledati.

Grozi izguba investicijskega naložbenega razreda

Vrednotenje delniškega trga

Brazilski delniški trg je blizu 10-letnega povprečja oziroma pod njim. Trenutni PE znaša 15, za leto 2015 je predviden 11,6. Večletno povprečje znaša 12,5. Kazalnik PB je na 1,3, medtem ko je dolgoletno povprečje 1,8. Dividendna donosnost je 4,5 %. Kar se tiče teh kazalnikov, so družbe na delniškem trgu v povprečju vrednotene

nekoliko pod zgodovinskimi vrednotenji. Po drugi strani pa tudi nizke cene surovin in dvigovanje ključne obrestne mere puščajo sledi na poslovanju podjetij, kar je že in bo še vidno v poslovnih rezultatih in kar tudi upravičuje nekoliko nižje vrednosti. Morebitna izguba investicijskega ratinga bi domačo situacijo še dodatno poslabšala.

Delnice so tik pod dolgoletnimi povprečji

Indija

Indijo je v letu 2014 preplaval val optimizma

Indiji je v letu 2014 uspel pozitiven preobrat. Sprožilec optimizma je bil rezultat na splošnih volitvah, kjer je z večino (51,9 % vseh glasov) zmagala stranka BJP (Bharatiya Janata Party), ki ji predseduje Narendra Modi. Glasovanje je zanimivo tudi z vidika velikosti, saj je ob 814,5 milijona upravičencih šlo za največje volitve na svetu. Najpomembneje pa je, da je prvič po letu 1984 posamezna stranka dobila dovolj glasov, da lahko sestavi vlado brez pomoči drugih strank. Odziv kapitalskih trgov je bil

popolnoma nasproten odzivu v Braziliji. Pričakovanja investorjev so ponovno velika. Poleg tega je Indija edina država iz skupine BRIC, za katero lahko v letu 2014 pričakujemo večjo gospodarsko rast kot leto poprej. Hkrati so optimistične tudi napovedi za leto 2015. IMF napoveduje še večjo, 6,4-odstotno gospodarsko rast, in to po zaslugi rasti izvoza in investicij. Z novo vlado se pričakuje povečanje obsega infrastrukturnih projektov oziroma v prvi vrsti zmanjšanje ozkih grl pri teh projektih.

Tabela 10: Rast indijskega BDP in inflacija

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
BDP	9,3	9,8	3,9	8,5	10,5	6,3	3,2	5,0	5,6	6,4
Inflacija	6,7	6,2	9,1	12,4	10,4	8,4	10,4	9,5	7,8	7,5

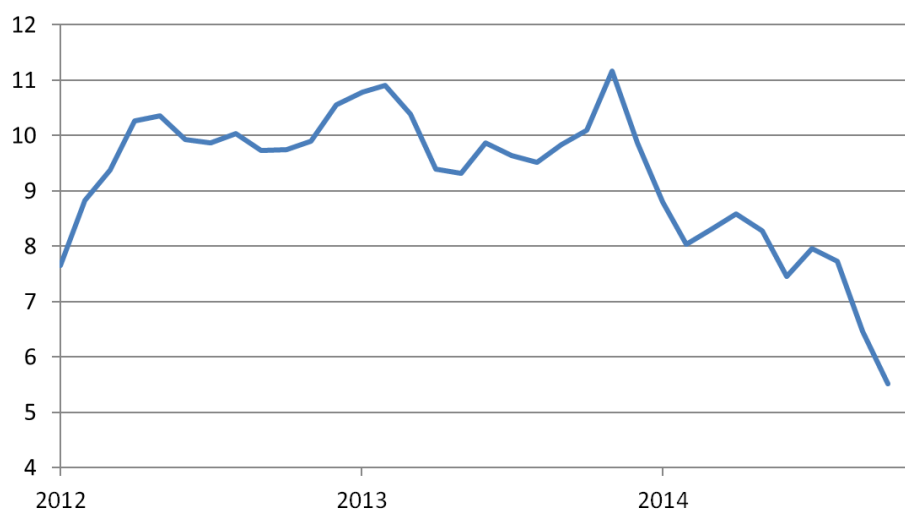
*2014 in 2015 napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2014.

Izboljševanje gospodarske slike

Z restriktivno monetarno politiko jim je uspelo omejiti strmo rast cen, kar je bil osrednji cilj lani imenovanega guvernerja centralne banke Raghurama Radžana in ena največjih težav Indije. V letih 2012 in 2013 je inflacija presegala 10 %, konec leta 2014 pa je na letni ravni že pod 6 % in bo po predvidevanjih dosegla želeni cilj centralne banke. S tem se postopoma odpira prostor

za zniževanje ključne obrestne mere Indijske centralne banke, ki trenutno znaša 8,0 %. Močan vpliv na splošno raven cen v Indiji imajo cena hrane, kjer jih je letos prizadela slaba sezona za kmetijsko pridelavo, in cene energentov, predvsem nafte; ta se je v drugi polovici leta 2014 na srečo občutno pocenila.

Slika 35: Inflacija v Indiji na letni ravni



Vir: Bloomberg 2014.

Poleg pozitivnih premikov na strani inflacije omenimo še zmanjšanje deficita tekoče bilance. Ta trenutno znaša le še 1,7 % BDP. Za boljšo predstavo, deficit je v letu 2012 dosegel rekordno vrednost 6,7 % BDP in tolikšen ostal še del leta 2013. Deficit pod

2,5 % BDP je sprejemljiv tako za vlado kot centralno banko. K izboljšanju rezultata so pripomogle omejitve za uvoz zlata (10-odstotni uvozni davek) in povečan izvoz (tudi s pomočjo valute).

Slika 36: Tečaj indijske rupije v primerjavi z dolarjem



Vir: Bloomberg 2014.

Stresni test, ki ga je izvedla agencija Fitch in ki predvideva Fedov dvig obrestnih mer v letu 2015, je za Indijo pokazal manjšo občutljivost oziroma manjši negativni vpliv na gospodarsko in finančno stabilnost države. Rezultat, ki je za Indijo vsekakor ugoden, je posledica izboljšanja stanja v indijskem gospodarstvu, stabilnejše valute

in povečanih rezerv v dolarjih prek prilivov denarja tujih investitorjev. Fitchev rating za zdaj ostaja nizek (BBB-), se pa lahko izboljša, če bo Indija ohranila ekonomsko stabilnost in izboljšala javne finance (velika javni dolg in fiskalni deficit v primerjavi z drugimi primerljivimi državami).

Inflacija je končno pod nadzorom

Vrednotenje delniškega trga

Pozitivni impulz iz indijskega gospodarstva se je takoj prenesel na delniški trg in bi se lahko nadaljeval tudi v letu 2015. Indija je ena redkih velikih držav iz skupine držav v razvoju, kjer so napovedi za prihodnja leta optimistična. Kljub rasti tečajev delnic v tem letu še ne moremo govoriti o precenjenosti trga. Je pa res, da gre za enega više

vrednotenih trgov držav v razvoju, če vrednosti primerjamo s skupino relativnih multiplikatorjev. Povprečni PE trga konec leta 2014 znaša 19,1, za leto 2015 je ocenjen na 17,9. Povprečje zadnjega desetletja je 17,2. PB trga je na 2,9 in je pod dolgoročnim povprečjem, ki znaša 3,1. Dividendna donosnost je 1,5 %.

Vrednotenje delniškega trga okrog dolgoročnega povprečja

EX-BRIC

V opredelitvi ex-BRIC smo zajeli vse preostale regije držav v razvoju, ki niso del skupine držav BRIC. Razdelili smo jih na Azijo, Latinsko Ameriko, Evropo ter Bližnji vzhod z Afriko. Gospodarstva teh držav bodo v letu 2015 dosegala različne rezultate. Latinski Ameriki grozi upočasnjevanje, ki je posledica konca supercikla surovin. Države bodo enostavno morale sprejeti nove ravni cen surovin in se temu prilagoditi. Drugi del težav je strukturne narave; te težave je zaznati tudi drugje po svetu. Bolje kaže državam na azijskem koncu, pred katerimi je obdobje zmerne gospodarske rasti. V nasprotju z Latinsko Ameriko jim tudi mnogo bolj ustrezajo nizke cene surovin. Spodbudne podatke dobivamo tudi iz afriških držav. Gospodarska rast severnoafriških držav, kjer izstopa Maroko, bi v prihodnjem letu lahko celo presegla rast zalivskih držav. Leto 2015 bo za države v razvoju vsekakor raznoliko. Tveganj ne prinašajo le cene surovin. Del prihodnje negotovosti izvira tudi iz posledic monetarnega zategovanja v ZDA.

Azija

Po napovedih družbe Capital Economics je pred manjšimi azijskimi državami obdobje zmerne rasti, ki jo podpira kombinacija postopne rasti povpraševanja iz razvitih držav in še vedno relativno ohlapne monetarne politike. Prednost bodo imele države oziroma mesta, ki so bolj vpete v mednarodno trgovino, kot so Singapur, Tajvan, Južna Koreja in Hongkong. Relativno velika gospodarska rast se pričakuje tudi na jugovzhodu Azije – v državah ASEAN (Indonezija, Tajska, Malezija, Filipini, Vietnam). Ta skupina držav bo v letu 2014 v povprečju zrastle za 4,7 in v letu 2015 za 5,4 %. Tukaj bodo imeli lokalni dejavniki večjo vlogo.

Inflacija bo v pretežnem delu Azije ostala na nizkih ravneh, pri čemer so nizke cene surovin v veliko pomoč. V prihodnje ne pričakujemo resnega monetarnega zate-

govanja, lahko pa pride do postopnih dvigov obrestnih mer posameznih centralnih bank.

Upoštevati je treba tveganje, povezano z dvigom obrestnih mer ameriške centralne banke. Kot najšibkejša se omenja Indonezija, ki ima velik primanjkljaj na tekočem računu. Kakorkoli, relativno nizka stopnja dolga v tujih valutah pomeni, da niti v Indoneziji ne moremo pričakovati krize neobvladljivih razsežnosti.

Latinska Amerika

Gospodarska rast Latinske Amerike bo v prihodnjih letih manjša kot v preteklosti. Po ocenah IMF bo v letu 2014 znašala le 1,3 %, kar je druga najmanjša rast v zadnjih 12 letih. Rahlo izboljšanje je predvideno za leto 2015, ko bo rast po predvidevanjih 2,2-odstotna. Tako majhne rasti so posledica zunanjih in notranjih dejavnikov. Ključna za to sta dva: nižje cene surovin, ki bodo takšne še nekaj časa, in zaostrovanje kreditnih kriterijev. Do izraza prihajajo močne gospodarske vezi Latinske Amerike s Kitajsko in v tem pogledu občutljivost za upočasnjevanje investicijske aktivnosti. Nižje cene surovin bodo posredno vplivale na manjšo rast osebnih dohodkov, kar se bo poznalo v notranjem povpraševanju. Najmočnejše bodo v tem pogledu prizadete države, kot so Čile, Peru in Brazilija. Še bolj bodo težave izrazite v državah, ki so bile v preteklosti slabo upravljane, kot sta Venezuela in Argentina. Poleg tega je Latinska Amerika med bolj ranljivimi regijami tudi glede ameriškega monetarnega zaostrovanja. Primanjkljaj tekočega računa se je namreč v večini držav v preteklih letih povečal – kljub močnemu izvozu surovin. Ta se bo moral v prihodnje zmanjšati, ko bodo pogoji zunanjega financiranja postali zahtevnejši. Zmanjšati se bo moralo tudi povpraševanje privatnega sektorja po dolgu, ki je v minulih letih strmo rasel. Značilnosti Latinske Amerike sta še nizka stopnja brezposelnosti, pod običajnimi ocenami naravne stopne brezposelnosti, in inflacija, ki je marsikje nad ciljno mero centralne banke.

Pred manjšimi azijskimi državami je obdobje zmerne gospodarske rasti

Gospodarska rast Latinske Amerike se krči

Več optimizma v državah bližje ZDA

Nekaj več optimizma lahko pričakujemo v državah bližje ZDA, v Srednji Ameriki. Omenimo lahko Mehiko, kjer se že kažejo pozitivni rezultati kombinacije strukturnih reform in hitrejše gospodarske rasti ZDA.

Evropa

Za »emerging« Evropo je še naprej značilna neenakomerna gospodarska rast. V letu 2015 bosta ključni dve temi, prva je ukrajinsko-ruski spor in druga gospodarska rast srednje Evrope. Zaradi spora v Ukrajini je manjša gospodarska rast tako v Ukrajini kot v Rusiji. Poleg tega so zrasli stroški zadolževanja, zmanjšale so se investicije in osebna potrošnja. Nad celotno regijo visi negotovost v zvezi z nadaljnjim razvojem dogodkov. Tveganje, ki izhaja iz tega, je povezano tudi z odvisnostjo regije od dobave ruskega plina. Drugo pomembno vprašanje so gospodarske razmere v srednji Evropi, ki jo pestita majhna gospodarska rast in grožnja deflacije. Po ocenah IMF bo gospodarska rast tega dela Evrope v letih 2014 in 2015 slabe 3 %. Največjo rast v regiji napovedujejo Poljski, in sicer 3,3 %, tam se pričakujeta tudi povečanje investicij in zmanjšanje brezposelnosti.

Bližnji vzhod in Afrika

Gospodarska rast držav Bližnjega vzhoda in Afrike se bo po predvidevanjih IMF v letih 2014 in 2015 ponovno povečala. Kljub temu pa ostaja okrevanje šibko. Tveganja so povezana s političnimi tranzicijami in varnostjo (nemiri, vojne). Capital Economics (CE) celotni regiji za leti 2014 in 2015 napoveduje 3,5-odstotno gospodarsko rast.

V letu 2015 bo po ocenah CE gospodarska rast severnoafriških držav v povprečju celo presegla rast zalivskih držav. Slednjim nižje cene nafte, če pri tem ostane, ne bodo mogle zagotoviti take gospodarske rasti kot v preteklosti. Po drugi strani se bo gospodarska slika severnoafriških držav s stabilizacijo političnega okolja v Egiptu in Tuniziji v prihodnjih letih izboljšala. Največja

rast se pričakuje v Maroku, kjer so v minulih letih po zaslugi relativno stabilnega političnega okolja in izredne geografske lokacije pritegnili več tujih investorjev (Renault, Bombardier, Delphi, GDF Suez, Dell ...).

Za osrednji del Afrike se še naprej pričakuje stabilna gospodarska rast v povprečni višini 5,8 % v letu 2015, v bližnji prihodnosti pa bo rast zaradi nižjih cen surovin nekoliko upadla. Osrednjo vlogo ima Nigerija, ki je največji proizvajalec nafte na kontinentu. V letu 2014 bo gospodarska rast Nigerije po ocenah IMF 7 % in v letu 2015 7,3 %. Veliko grožnjo pozitivnim gospodarskim pričakovanjem za osrednji del Afrike pomeni izbruh ebole v Liberiji, Sierr Leone in Gvineji, saj bi nadaljevanje širitve epidemije lahko zamajalo celotno regijo.

Južnoafriška republika, ki velja za najnaprednejšo afriško državo, se ubada z demonstracijami, slabim poslovnim zaupanjem in majhnimi zalogami električne energije. IMF ocenjuje, da bo gospodarska rast v letu 2014 1,4 % in v prihodnjem letu 2,3 %.

Ključna sta ukrajinsko-ruski spor in gospodarski položaj srednje Evrope

Gospodarska rast severnoafriških držav bo presegla rast zalivskih držav

Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Najpomembnejši
gospodarski šok v letu
2014: več kot 30-odstotni
upad cene nafte

Najbolj so bila prizadeta
mala in srednja podjetja

Relativna vrednotenja
podjetij so še ugodnejša
kot lani

Energetika

Tabela 11:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	65,9%
Evropa brez VB	17,2%
VB	7,6%
Japonska	0,7%
Razvita Azija	2,0%
EM	6,5%

Vir: Bloomberg 2014.

V povprečju so delnice podjetij iz sektorja energetike v letu 2014 do sredine novembra pridobile slabih 3 % vrednosti in s tem krepko zaostale za donosom globalnega indeksa, ki je zrastle za dobrih 14 % (oboje v evrih). V primerjavi z drugimi sektorji sta bila surovinski sektor in sektor energetike najbolj na udaru v drugi polovici leta, ko so cene surovin upadle na najnižjo točko po izbruhu svetovne finančne krize. Najpomembnejši gospodarski šok v letu 2014, več kot 30-odstotni upad cene nafte (do sredine novembra), je močno vplival na gibanje cen energetskih delnic.

Razlogov za letošnji upad cene nafte je več. Pripisemo ga lahko predvsem povečani ponudbi Severne Amerike, kjer so zaradi nove tehnike vrtnja povečali proizvodnjo nafte na 8,5 milijona sodčkov na dan, kar je najvišja raven v zadnjih 30 letih. Nekaj pritiska na ceno je povzročila povečana zaskrbljenost zaradi upočasnitve gospodarske aktivnosti v večini evropskih držav in na Kitajskem, ki je prav letos postala največja neto uvoznica črnega zlata. Seveda pa ne smemo zanemariti vpliva ameriškega dolarja, na katerega je indeksirana večina surovin. Ta je v tem letu pridobil dobrih 8 %. Najbolj je to prizadelo mala in srednja podjetja, katerih stroški pridobivanja nafte ali plina so najvišji. Več kot 50-odstotni upad so doživela podjetja, ki se ukvarjajo z oddajo visokomorskih

Tabela 12:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	56,2%
Oil & Gas Exploration & Produc	20,7%
Oil & Gas Equipment & Services	9,8%
Oil & Gas Storage & Transporta	6,8%
Oil & Gas Refining & Marketing	4,1%
Oil & Gas Drilling	1,8%
Coal & Consumable Fuels	0,6%

Vir: Bloomberg 2014.

ploščadi (Transocean, Seadrill, Ensco), saj se zanimanje za takšno pridobivanje nafte najprej zmanjša. Nič kaj bolje se ni godilo podjetjem, ki so zelo zadolžena in katerih poslovanje je vezano na razvijajoče se države. Še posebej ranljiva je energetska supersila Rusija, ena izmed največjih proizvajalk nafte in največja izvoznica plina, katere proračun je za prihodnja tri leta vezan na ceno 100 dolarjev po sodčku. S sprejetjem mednarodnih sankcij je zanimanje vlagateljev za njihova naftna podjetja izpuhtelo, vrednotenja družb pa so zgodovinsko najnižja. Najbolje so jo odnesla ameriška podjetja, ki zaradi novih tehnik vrtnja dosegajo rast proizvodnje, kar je v tej industriji postala prava redkost.

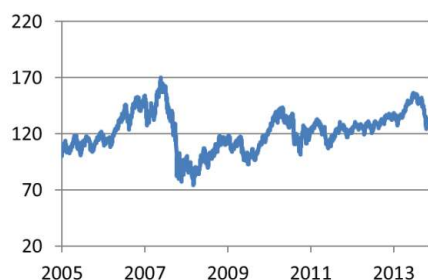
Energetska podjetja pri svojih projekcijah predpostavljajo ceno nafte 80 dolarjev po sodčku, kar je nekoliko više od trenutne »spot« cene in kaže na to, da podjetja ne verjamejo, da bo cena nafte dlje časa ostala na nižjih ravneh. Relativna vrednotenja so še ugodnejša kot lani, saj je povprečni multiplikator PB, ki znaša 1,5, najnižji v zadnjih 15 letih. Nazadnje so bila tako nizka vrednotenja v obdobju pred letom 2000, ko je bila cena nafte pod 20 dolarji za sodček. Še posebej je privlačna dividendna donosnost, ki ponuja bistveno višji donos, v povprečju 3,5 %, evropske družbe celo višjega od 5 %, kar je dosti več kot večina obvezniških naložb.

Kljub nedavnemu strmoglavljenju cen nafte delnice iz sektorja energetike ostajajo privlačne, svetovno povpraševanje po energiji še vedno narašča, vendar se rast

upočasnjuje in bo temeljila predvsem na razvijajočih se gospodarstvih z milijardami novih potrošnikov.

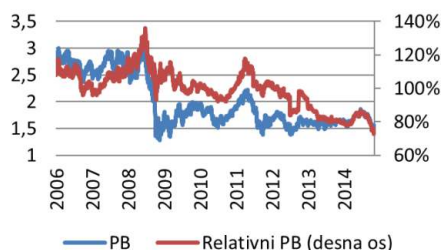
Gibanje sektorja

Slika 37:
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2014.

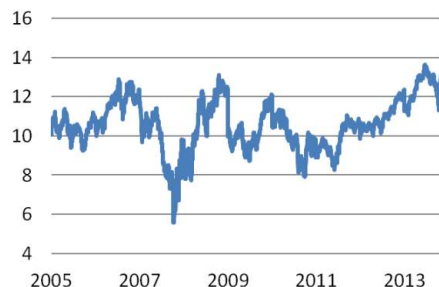
Slika 38:
Relativno gibanje S&P 1200 Energy in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

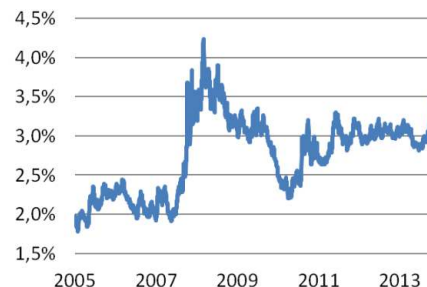
Vrednotenje sektorja

Slika 39:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 40:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL CORP	UNITED STATES	14,2%	326.444	13,05	2,27	6,01
CHEVRON CORP	UNITED STATES	7,8%	179.678	11,75	1,44	4,88
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	NETHERLANDS	4,9%	111.973	9,52	1,27	4,17
BP PLC	BRITAIN	4,4%	101.985	9,91	1,02	4,16
SCHLUMBERGER LTD	UNITED STATES	4,4%	101.570	17,56	3,14	9,67
TOTAL SA	FRANCE	4,3%	97.868	10,42	1,40	3,65
ROYAL DUTCH SHELL PLC-B SHS	NETHERLANDS	3,2%	72.814	9,93	1,32	4,17
CONOCOPHILLIPS	UNITED STATES	3,1%	71.073	12,31	1,61	4,69
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	UNITED STATES	2,3%	53.860	13,73	1,57	5,40
BG GROUP PLC	BRITAIN	1,9%	43.590	15,25	1,64	7,27

Vir: Bloomberg 2014.



Damjan Kovačič

Donosi surovinskih delnic se ponovno razočarali vlagatelje

Zgodovinski kolaps železove rude: za več kot 40 %

Negativni vplivi: močan dolar, negotova globalna rast in zastoj na Kitajskem

Surovine in predelovalna industrija

Tabela 13:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	41,2%
Evropa brez VB	25,3%
VB	7,2%
Japonska	8,2%
Razvita Azija	11,0%
EM	7,1%

Vir: Bloomberg 2014.

Tabela 14:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Metals & Mining	36,6%
Chemicals	51,8%
Construction Materials	5,9%
Containers & Packaging	3,3%
Paper & Forest Products	2,4%

Vir: Bloomberg 2014.

Potem ko so v prvi polovici leta surovine po donosih presegle večino drugih naložb, so nato v začetku poletja spet razočarale vlagatelje, saj je referenčni surovinski indeks CRB letos v evrih pridobil manj kot 5 %. Podobno rast so zaradi upada vrednosti evra imele tudi surovinske delnice, katerih delež v globalnem delniškem indeksu S&P Global 1200 je v zadnjih letih z več kot 8 upadel na samo 5,4 %. Poleg brutalnega, prek 40-odstotnega upada cen železove rude so se za več kot 20 % znižale cene soje, kurilnega premoga, bombaža, koruze, pšenice in metalurškega koksa.

V primerjavi z lani so surovinski trgi in delnice sicer več kot za polovico zmanjšali izjemno velik 20-odstotni relativni zaostanek, vendar pa skoraj 9-odstotni zaostanek za globalnimi delniškimi trgi zgovorno priča, da v trenutnem surovinskem medvedjem ciklu še nismo dosegli dna. Od začetka leta 2011 je tako indeks CRB v evrih upadel za okoli 15 %, surovinske delnice pa so v času, ko so svetovne delnice pridobile 36 % vrednosti, zdrsnile za več kot 11 %.

Tako kot v preteklih letih so bile tudi letos najbolj na udaru rudarske delnice, kot sta BHP Billiton in Rio Tinto, katerih tečajji so se znižali za 6 %, kar je predvsem posledica zloma cen železove rude. Cena železove rude, ki največjim svetovnim rudarskim družbam prinaša glavnino dobička iz

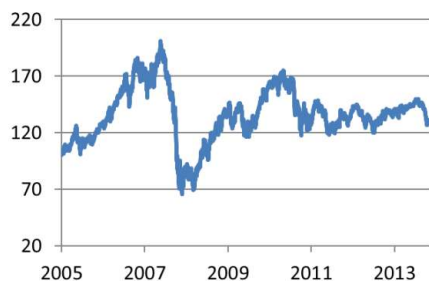
poslovanja, je namreč od začetka leta strmoglavila za 44 %, na 75 dolarjev za tono.

Surovinski sektor in rudarske delnice bodo še nekaj časa pod vplivom močnega dolarja, poslabšanih napovedi globalne gospodarske rasti (MDS 3,3 %) in predvsem opazno slabših gospodarskih razmer na Kitajskem, kjer bi se rast BDP v prihodnjem letu lahko spustila celo pod 7 % in kjer so začele upadati cene nepremičnin.

Za surovinski sektor in rudarske delnice bo torej v letu 2015 ključno vprašanje, ali bo kitajskim oblastem uspelo stabilizirati gospodarsko rast. Najbolj pozitiven scenarij za sektor bi bil prav gotovo obsežen program državnih naložb, za katerega bi se lahko odločili na Kitajskem, če se bodo nadaljevali negativni trendi na nepremičninskem trgu in stagnacija v izvozno naravnem industrijskem sektorju.

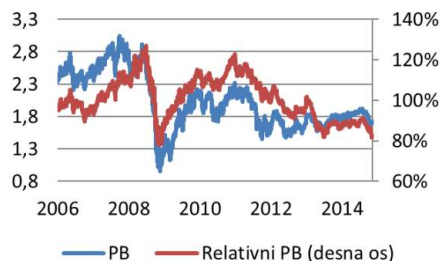
Gibanje sektorja

Slika 41:
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2014.

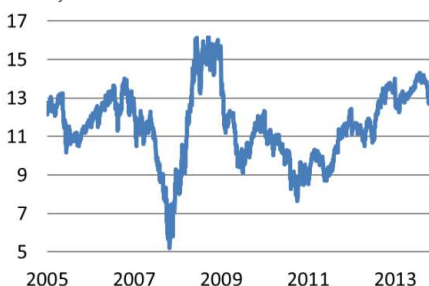
Slika 42:
Relativno gibanje S&P 1200 Material in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

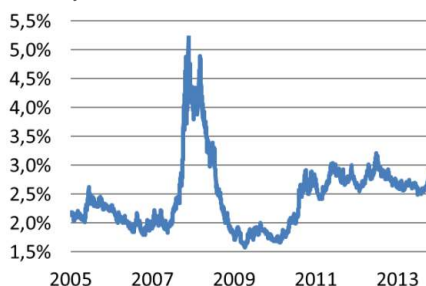
Vrednotenje sektorja

Slika 43:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 44:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BHP BILLITON LIMITED	AUSTRALIA	5,6%	75.711	13,95	2,02	6,31
BASF SE	GERMANY	4,6%	62.650	12,70	2,40	7,62
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	UNITED STATES	3,8%	50.999	17,56	4,07	10,55
DOW CHEMICAL CO/THE	UNITED STATES	3,4%	46.533	16,80	2,68	8,52
BHP BILLITON PLC	AUSTRALIA	3,3%	44.219	12,53	1,81	6,30
MONSANTO CO	UNITED STATES	3,3%	44.218	19,49	7,05	11,99
RIO TINTO PLC	BRITAIN	3,2%	43.012	9,98	1,84	6,18
GLENCORE PLC	SWITZERLAND	3,0%	41.084	15,11	1,39	9,44
AIR LIQUIDE SA	FRANCE	2,5%	33.213	19,81	3,19	10,20
PRAXAIR INC	UNITED STATES	2,2%	29.506	20,17	5,63	11,71

Vir: Bloomberg 2014.



mag. Jure Dubravica

V letu 2014 je sektor po donosu blizu sredine

Velika cikličnost sektorja

Vrednotenja so na večletnem povprečju

V letu 2015 bo v središču pozornosti evropsko gospodarstvo

Industrija

Tabela 15:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	56,3%
Evropa brez VB	20,6%
VB	5,2%
Japonska	14,0%
Razvita Azija	1,7%
EM	2,2%

Vir: Bloomberg 2014.

Delnice družb iz sektorja industrije so letos do začetka novembra v povprečju zrasle za okrog 11 %, kar je manj kot globalni delniški indeks, ki je zrasel za približno 14 % (oboje v evrih). V primerjavi z drugimi sektorji je po donosu blizu sredine.

Največ so k letošnji rasti pripomogle ameriške družbe. Podobno kot velja za ameriško gospodarstvo, ki postaja vse močnejše, velja tudi za ameriške industrijske družbe. Indeks industrijske proizvodnje ZDA je od začetka leta do konca septembra pospešil rast in se okrepil za 3,5 % (v enakem obdobju lani za 2,4 %, predlani za 2,3 %). Ameriške industrijske družbe so letos v povprečju presegle rasti globalnega delniškega indeksa za 4 %. Z vidika evropskega vlagatelja je svoje prinesla še okrepitev ameriškega dolarja (okrog 10%).

Slabše so se odrezale evropske industrijske družbe, ki doživljajo enako usodo kot evropsko gospodarstvo in delniški trg nasploh. Sektor industrije je namreč po svoji naravi izredno ciklični, torej napreduje v času gospodarske rasti in nazaduje v obdobjih, ko gospodarska rast pojenja. Med rastjo BDP in industrijsko proizvodnjo obstaja močna korelacija. Makroekonomska slika Evropske unije in njenih posameznih držav se je v drugi polovici leta 2014 še nekoliko poslabšala. Skrb vzbujajoče je, da se je ob koncu leta upočasnila tudi Nemčija, ki velja za največje evropsko gospodarstvo. Del krivde za to lahko pripišemo tudi ukrajinsko-

Tabela 16:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	70,3%
Transportation	22,6%
Commercial & Professional Serv	7,2%

Vir: Bloomberg 2014.

ruskemu sporu. Slabši makroekonomske podatki so tudi zunaj Evropske unije, v največjih državah v razvoju, kot so Kitajska, Rusija in Brazilija. Problem so v splošnem majhne oziroma manjše gospodarske rasti in, še posebej v Evropi, prenizka inflacija oziroma grožnja deflacije. Poleg tega smo se znašli v okolju nizkih cen surovin (železova ruda, nafta ...), kar po eni strani pomeni nižje vhodne stroške, po drugi pa manj vlaganj v družbah, ki pridobivajo surovine.

V letu 2015 lahko tako pričakujemo nadaljevanje okrevanja ameriškega gospodarstva. Še vedno pa je negotovo, kaj se bo dogajalo v evropskem okolju, predvsem kako se bo razpletal spor z Rusijo in kako bo okrevalo šibko gospodarstvo. Ocenjujemo, da bodo nizke cene surovin, podpora ECB in pozivi nacionalnim vladam k strukturnim reformam in infrastrukturnim naložbam vodili v pozitiven premik. S tem bi se omogočilo tudi izboljšanje poslovanja družb iz sektorja industrije. Trgi v razvoju ostajajo v povprečju v položaju »status quo«. Ponekod se gospodarstva upočasnjujejo, drugje pospešujejo. Kjer bo prišlo do prevelikega upočasnjevanja gospodarske rasti, lahko pričakujemo neposredne spodbude oblasti.

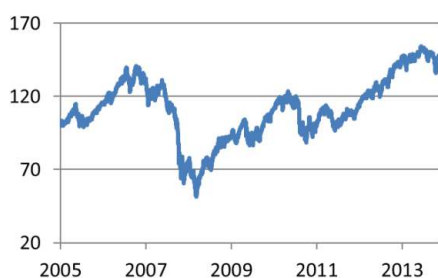
Vrednotenja v sektorju so v skladu z 10-letnim globalnim povprečjem. Multiplikator PE celotnega sektorja je v začetku novembra znašal 17,2. Za leto 2015 je ocenjen na 16,5. Multiplikator PB znaša 2,5,

kar ustreza večletnemu povprečju. Dividenda donosnost je 2,5 %. O privlačni podcenjenosti tako ne moremo govoriti. Z vidika vrednotenja in priložnosti so sicer nekoliko bolj zanimive evropske družbe, v katerih se zrcali trenutna gospodarska

negotovost. Na koncu dneva bo, kot vedno, gibanje na delniških trgih izražalo pričakovanja udeležencev glede prihodnje gospodarske rasti posameznih držav oziroma regij.

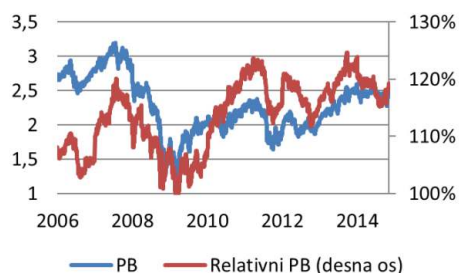
Gibanje sektorja

Slika 45:
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2014.

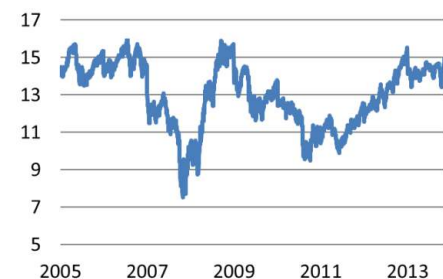
Slika 46:
Relativno gibanje S&P 1200 Industrial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

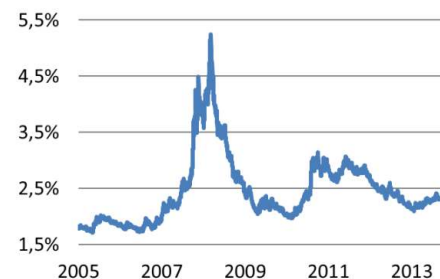
Vrednotenje sektorja

Slika 47:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 48:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
GENERAL ELECTRIC CO	UNITED STATES	7,7%	212.346	15,84	1,96	9,98
UNION PACIFIC CORP	UNITED STATES	3,1%	84.180	21,14	4,91	10,94
3M CO	UNITED STATES	2,9%	80.288	20,92	6,20	12,17
UNITED TECHNOLOGIES CORP	UNITED STATES	2,7%	73.894	15,88	2,92	9,81
SIEMENS AG-REG	GERMANY	2,4%	66.521	12,19	2,39	8,70
BOEING CO/THE	UNITED STATES	2,4%	65.593	14,88	6,12	9,51
UNITED PARCEL SERVICE-CL B	UNITED STATES	2,2%	60.914	21,85	17,48	11,13
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	UNITED STATES	2,1%	57.433	17,45	4,00	10,18
CATERPILLAR INC	UNITED STATES	1,8%	49.225	15,73	3,27	7,80
CANADIAN NATL RAILWAY CO	CANADA	1,7%	45.437	21,47	4,68	12,98

Vir: Bloomberg 2014.



Aleš Šoba
CFA

Zmerna vrednotenja delajo sektor znova zanimiv

Nižje cene nafte so najlepše božično darilo za potrošnika

Podjetja, ki so se prilagodila prehodu na spletno prodajo, imajo svetlo prihodnost

Trajne potrošne dobrine

Tabela 17:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	60,1%
Evropa brez VB	15,7%
VB	7,5%
Japonska	13,4%
Razvita Azija	0,2%
EM	3,0%

Vir: Bloomberg 2014.

Sektor trajnih potrošnih dobrin je v letu 2014 pridobil 9 %, merjeno v evrih, za kar gre zasluga predvsem močnemu dolarju. Kljub dobremu donosu pa je bil sektor eden najmanj donosnih v primerjavi z drugimi. Slabši donos sta dosegla le še sektorja energetike in surovin. Glavna razloga za nižji donos sta bila relativno visoko vrednotenje tega sektorja na začetku leta, o čemer smo pisali v lanskem Naložbenem mozaiku, in povečanje negotovosti v Evropi in na Kitajskem.

Za leto 2015 smo bolj optimistično naravnani. Vrednotenja so postala zmernejša, tako znaša pričakovani multiplikator PE za leto 2015 14,4, kar je skoraj toliko, kot je povprečje trga. V preteklosti je premija sektorja nasproti trgu znašala 10 %.

Poleg tega je makroekonomsko okolje bolj naklonjeno potrošniku kot v preteklosti. Še posebej to velja za ZDA, kjer potrošnja gospodinjstev pomeni skoraj 70 % BDP in je še vedno glavni motor svetovnega gospodarstva. Poleg pozitivnih trendov na področju zaposlovanja (rast števila novozaposlenih se giblje blizu 2 % na leto) in zmerne rasti plač (dobra 2 %) bodo za božič 2014 potrošniki dobili darilo v obliki nižjih cen goriv. Analitiki so prepričani, da te cene v prihodnjem letu ne bodo bistveno višje, kar pomeni 400 dolarjev manjši izdelek za povprečno ameriško gospodinjstvo za gorivo na leto. Skupni učinek pa znaša 70 milijard dolarjev dodatne potrošnje. Če upoštevamo še skromno, a

Tabela 18:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	24,6%
Consumer Durables & Apparel	14,5%
Consumer Services	12,3%
Media	22,4%
Retailing	26,2%

Vir: Bloomberg 2014.

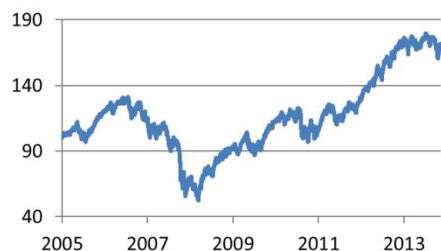
stabilno potrošnjo v Evropi in nadaljnjem prehodu kitajskega gospodarstva na potrošnjo, bo prihodnje leto za podjetja iz tega sektorja pozitivno.

V sektorju vidimo priložnosti v podjetjih iz podsektorjev, ki bodo v prihodnjih letih deležni največje rasti prihodkov in ki jezdijo megatrende, kot so zdrava prehrana, okoljska ozaveščenost, zdrav način življenja in seveda spletna prodaja. Podsektorji, kot so spletne turistične agencije, »fast-casual« restavracije, kjer je v ospredju zdrava prehrana, in proizvajalci športnih izdelkov, bodo na vrhu seznama potrošnikovih želja. Razen teh podsektorjev zaznavamo priložnosti tudi v podjetjih, ki lahko vse bolj zahtevnemu potrošniku ponudijo drugačen izdelek ali storitev, saj je v obdobju interneta tekmovanje samo s ceno postalo brezupno. Ključno vprašanje pa za vsako podjetje ostaja, ali so se prilagodila prehodu na spletno prodajo, saj je prodaja fizičnih trgovin dosegla vrh in naj bi prodaja po spletu v prihodnjih 5 letih, po pričakovanjih družbe Barclays, v panogi, kot je prodaja oblačil, dosegla 50-odstotno penetracijo. Podjetja, ki so zamudila ta vlak in niso vlagala v novi prodajni kanal, čaka počasen zaton.

Zmerna vrednotenja, stabilno makroekonomsko okolje in podjetja iz podsektorjev, ki jezdijo megatrende, delajo ta sektor za enega zanimivejših v letu 2015.

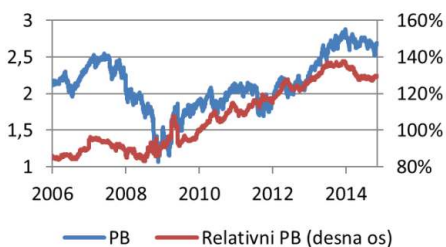
Gibanje sektorja

Slika 49:
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2014.

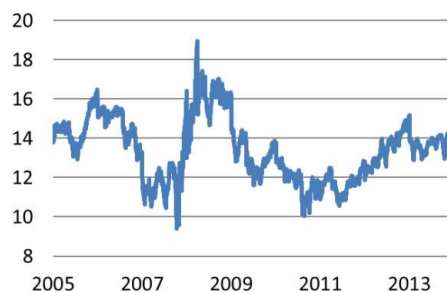
Slika 50:
Relativno gibanje S&P 1200 CD in
S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

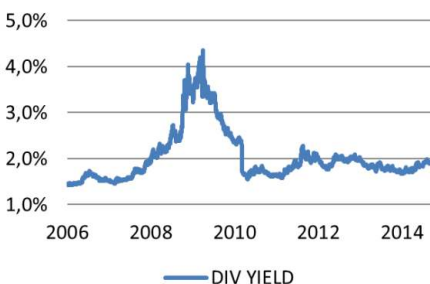
Vrednotenje sektorja

Slika 51:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 52:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
TOYOTA MOTOR CORP	JAPAN	4,6%	126.418	10,22	1,38	10,27
WALT DISNEY CO/THE	UNITED STATES	4,1%	111.583	19,27	3,40	11,25
HOME DEPOT INC	UNITED STATES	3,8%	105.186	21,67	11,47	11,87
COMCAST CORP-CLASS A	UNITED STATES	3,5%	94.966	18,39	2,67	8,10
AMAZON.COM INC	UNITED STATES	3,3%	90.971	148,74	13,43	21,99
MCDONALD'S CORP	UNITED STATES	2,7%	74.165	18,67	6,79	10,64
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	GERMANY	2,2%	60.092	9,71	1,51	9,14
NIKE INC -CL B	UNITED STATES	1,9%	50.990	26,07	7,30	16,14
TIME WARNER INC	UNITED STATES	1,8%	48.853	18,62	2,57	11,98
PRICELINE GROUP INC/THE	UNITED STATES	1,7%	45.633	20,92	6,56	16,12

Vir: Bloomberg 2014.



Aleš Grbić

Nadpovprečni donosi v letu 2014

Geografska razpršitev trgov za manjše tveganje

Možnosti za rast na zrelih trgih so majhne

Konsolidacija trgovcev

Osnovne potrošne dobrine

Tabela 19:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,8%
Evropa brez VB	17,1%
VB	15,2%
Japonska	4,8%
Razvita Azija	2,7%
EM	5,4%

Vir: Bloomberg 2014.

V letošnjem letu je do začetka novembra globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin z 18 % v evrih ponovno dosegel nadpovprečni donos. To je občutno več kot globalni delniški indeks, ki je dosegel okrog 14 % v evrih. Najbolj je zrasel podsektor tobaka, in sicer 20 %, merjeno v evrih. Znotraj njega so največ pridobile delnice družb Reynolds America, Altria Group in KT&G. Med vsemi družbami v okviru sektorja osnovnih potrošnih dobrin so v tem letu največ pridobile delnice proizvajalca energijskih pijač Monster Beverage.

Pomembno je poudariti, da se družbe tega sektorja gibljejo bolje kot celotni trg, ko se začne ciklični obrat navzdol. Večina jih ima močne konkurenčne prednosti, kot so strukturirana dobavna veriga, ekonomija obsega, močna blagovna znamka, možnost poviševanja cen in podobno, zato jih ciklični preobrat navzdol manj prizadene.

Možnost za rast na zrelih trgih je za podjetja iz sektorja osnovnih potrošnih dobrin majhna, zato precej pozornosti usmerjajo na razvijajoče se trge. Podjetja z izrazitimi konkurenčnimi prednostmi lahko dobro izkoristijo vzpostavljene dobavne verige in distribucijske kanale oziroma jih le razširijo na razvijajoče se trge. Lokalni tekmeci velikim podjetjem z zahoda težko konkurirajo zaradi omejenosti virov financiranja in slabše prepoznavnosti blagovnih znamk. Velika multinacionalna podjetja pa izkoriščajo dobro uveljavljene strategije

Tabela 20:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food Beverage & Tobacco	62,9%
Household & Personal Products	16,6%
Food & Staples Retailing	20,5%

Vir: Bloomberg 2014.

vstopa na nove trge in promoviranja lastnih blagovnih znamk.

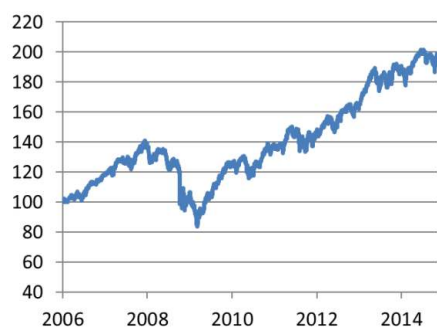
Multinacionalke iz sektorja osnovnih potrošnih dobrin poslujejo po vsem svetu. S tem si zmanjšujejo tveganje prevelike izpostavljenosti posameznim trgov. Na drugi strani se delno odpovedujejo nadpovprečni rasti na trgih, ki imajo nadpovprečne stopnje rasti števila prebivalstva in hkrati veliko rast razpoložljivega dohodka.

Še vedno velja, da podjetja, ki proizvajajo osnovne potrošne dobrine, in trgovci na drobno živijo v neke vrste vzajemnem odnosu. Ob vsem tem vsaka izmed skupin vedno znova poskuša doseči čim boljše marže iz poslovanja. Proizvajalci osnovnih potrošnih dobrin potrebujejo distribucijske kanale in prodajni prostor, ki ga imajo trgovci. Trgovci pa so odvisni od dobrih blagovnih znamk, ki privabljajo potrošnika v trgovine. S konsolidacijo v podsektorju trgovine ta pridobiva moč v razmerju do proizvajalcev potrošnih dobrin.

V letu 2015 v tem sektorju pričakujemo kar nekaj združitvenih in prevzemnih aktivnosti. Pri napovedovanju povprečnih donosov pa smo previdni, saj menimo, da bodo bližje zgodovinskim povprečjem kot pa nadpovprečnemu letu 2014.

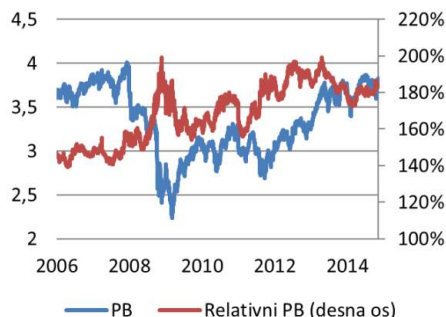
Gibanje sektorja

Slika 53:
Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2014.

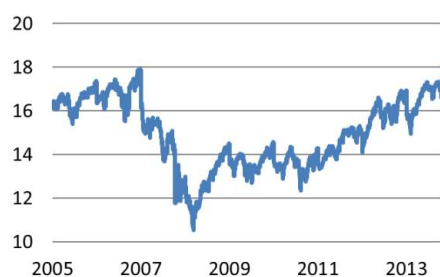
Slika 54:
Relativno gibanje S&P 1200 CS in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

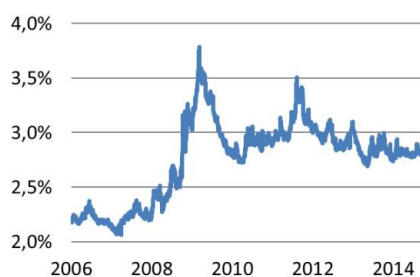
Vrednotenje sektorja

Slika 55:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 56:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
PROCTER & GAMBLE CO/THE	UNITED STATES	7,4%	192.590	20,39	3,71	13,53
NESTLE SA-REG	SWITZERLAND	7,2%	188.460	20,68	3,86	14,22
COCA-COLA CO/THE	UNITED STATES	5,1%	133.610	20,61	5,54	15,57
PEPSICO INC	UNITED STATES	4,5%	115.770	21,05	6,32	12,77
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	UNITED STATES	4,2%	109.294	17,34	-	12,31
WAL-MART STORES INC	UNITED STATES	3,8%	99.932	15,72	3,27	8,36
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	BRITAIN	3,3%	85.139	16,98	12,27	13,41
CVS HEALTH CORP	UNITED STATES	3,1%	80.949	19,83	2,67	10,56
AMBEV SA-ADR	BRAZIL	3,1%	80.650	21,06	-	-
ALTRIA GROUP INC	UNITED STATES	3,0%	78.737	19,39	22,96	13,58

Vir: Bloomberg 2014.



mag. Barbara Gačnik

Ponovno med najdonosnejšimi sektorji

V Evropi nadaljevanje cenovnih pritiskov

Globalni izdatki so prvič presegli bilijon dolarjev

Japonska spodbuja večjo porabo generičnih zdravil

V ZDA pridobivajo pomen inovativna zdravila

Zdravstvo

Tabela 21:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	66,1%
Evropa brez VB	24,4%
VB	5,0%
Japonska	3,4%
Razvita Azija	1,1%
EM	0,0%

Vir: Bloomberg 2014.

Letos je sektor zdravstva ponovno med najdonosnejšimi. Do začetka novembra je indeks S&P Global 1200 Healthcare zrasel za dobrih 27 %, merjeno v evrih. K donosu je največ prispevala biotehnologija, ki pomeni okrog 15 % vrednosti globalnega indeksa farmacevtskih delnic in je, merjeno z indeksom Nasdaq Biotechnology, zrasla za dobrih 42 %.

Vrednotenja delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, so nekoliko nad 10-letnim povprečjem (19), trenutni PE indeksa znaša 22,3, pričakovani za leto 2015 pa 17. Nekoliko nad 10-letnim povprečjem (3,12) je tudi multiplikator PB, ki znaša 3,9. Vrednotenja so nekoliko višja, niso pa ekscenčna.

Po podatkih IMS so globalni izdatki za zdravstvo v zadnjih 5 letih v povprečju naraščali po stopnji 6,2 % letno. Rast se bo v prihodnjih 5 letih nekoliko umirila, izdatki naj bi po njihovih predvidevanjih rasli po stopnji 3 do 6 % letno. Globalni izdatki za zdravstvo bodo v letu 2014 prvič presegli trilijon dolarjev, do leta 2017 pa naj bi narasli na 1,2 trilijona dolarjev. Rast po trgih ne bo enakomerna, na razvitih trgih IMS pričakuje enoštevilčno letno rast, medtem ko so pričakovanja za razvijajoče se trge zaradi večje gospodarske rasti, demografskih in epidemioloških trendov ter vse dostopnejšega zdravstvenega zavarovanja večja.

Po predvidevanjih IMS naj bi se v ZDA izdatki za zdravstvo v letu 2015 povečali za okoli 2 %. Na rast izdatkov bodo najbolj vplivali naslednji dejavniki: uveljavitev zdravstvene reforme, gospodarska rast in

Tabela 22:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	23,9%
Pharmaceuticals, Biotehnologija	76,1%

Vir: Bloomberg 2014.

manjša brezposelnost, inovacije in večja poraba inovativnih zdravil.⁷ Glavnino rasti izdatkov za zdravstvo bodo prinesla onkološka zdravila in zdravila za sladkorno bolezen, vse večji pomen pa pridobivajo tudi inovativna zdravila. Rast izdatkov za zdravstvo pa bodo omejevali varčevanje v bolnišnicah in drugih medicinskih ustanovah ter uvedba borz zavarovanj, ki omogočajo večjo preglednost trga zavarovanj.

Trgi Evropske unije so za farmacijo bolj »boleče mesto«. Grožnje deflacije in morebitne tretje recesije v Evropi pomeni nadaljevanje cenovnih pritiskov za proizvajalce zdravil in medicinske opreme ter spodbujanje širše porabe generičnih zdravil. IMS predvideva, da bodo v letu 2015 izdatki za zdravstvo v EU ostali na ravni leta 2014.

Na Japonskem se število prebivalstva sicer zmanjšuje, vendar v strukturi narašča delež starostnikov. V prihodnjem letu naj bi se izdatki za zdravstvo povečali za okoli 3 %. V letu 2013 je država sprejela zdravstveno reformo, ki predvideva večjo porabo cenejših generičnih zdravil, in sicer naj bi se s trenutnih 30 % delež povečal na 60 %, kar je primerljivo s Francijo in Španijo.

Največjo rast izdatkov za zdravstvo IMS pričakuje na »pharmerging«⁸ trgih, in sicer okrog 15 %. Glavnina te rasti bo izvirala iz Kitajske, ki bo do leta 2020 postopoma povečala število zdravstveno zavarovanih, reforma pa predvideva tudi razširitev kritija na več vrst kritičnih bolezni in uvedbo zasebnih bolnišnic. Večino izdatkov za

⁷ Inovativna zdravila so pridobljena s postopkom biotehnologije in prinašajo višje stroške. Uporabljajo se večinoma pri specialnih terapijah, kot so zdravljenje raka in drugih življenjsko ogrožajočih bolezni.

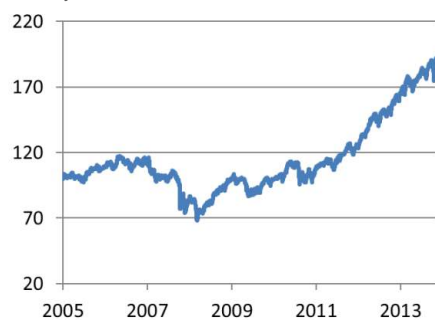
⁸ Trgi razvijajočih se držav, kjer rast izdatkov za zdravstvo presega milijardo dolarjev na leto, sem sodijo Kitajska, Brazilija, Indija, Rusija, Mehika, Turčija ...

zdravstvo še vedno pomenijo zdravila tradicionalne terapije, za zdravljenje kroničnih bolezni in primarno oskrbo, z vse bolj dostopnim zdravstvenim zavarovanjem pa se odpirajo priložnosti tudi za inovativne terapije.

Na »pharmerging« trgih pričakujemo največjo rast izdatkov

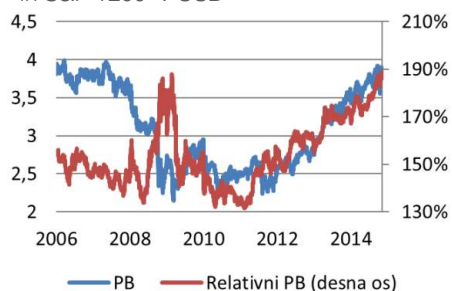
Gibanje sektorja

Slika 57:
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 58:
Relativno gibanje S&P 1200 Health care in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

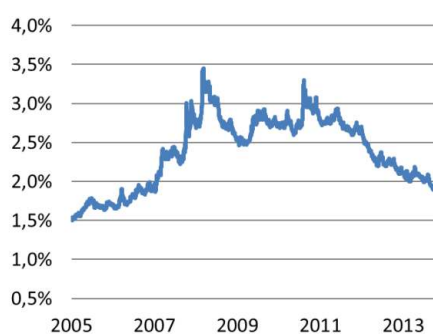
Vrednotenje sektorja

Slika 59:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 60:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	UNITED STATES	7,9%	242.385	18,17	3,96	11,13
NOVARTIS AG-REG	SWITZERLAND	5,9%	179.680	17,71	3,14	15,34
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	SWITZERLAND	5,4%	164.588	19,04	13,75	12,60
PFIZER INC	UNITED STATES	4,8%	147.768	13,31	2,42	8,48
MERCK & CO. INC.	UNITED STATES	4,5%	136.969	17,03	3,56	11,35
GILEAD SCIENCES INC	UNITED STATES	4,2%	127.768	13,43	11,85	10,29
AMGEN INC	UNITED STATES	3,2%	97.432	18,69	4,82	13,55
BAYER AG-REG	GERMANY	2,9%	88.905	18,49	4,59	11,35
SANOFI	FRANCE	2,9%	87.636	14,23	1,89	10,38
GLAXOSMITHKLINE PLC	BRITAIN	2,7%	82.438	14,98	13,51	11,36

Vir: Bloomberg 2014.



Damjan Kovačič

Prevladujoči položaj sektorja v globalnih delniških indeksih

Ameriške finančne družbe pomenijo posredno stavo na močan dolar

Pričakovani dvig obrestnih mer v ZDA bo imel pozitiven učinek na neto obrestne marže

Finančne storitve

Tabela 23:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	50,1%
Evropa brez VB	18,3%
VB	9,1%
Japonska	5,8%
Razvita Azija	8,8%
EM	7,8%

Vir: Bloomberg 2014.

Delnice finančnega sektorja imajo prevladujoč položaj v svetovnih delniških indeksih, saj pomenijo približno petinski delež. V ZDA so finančne delnice v evrih dosegle približno enak donos kot delniški indeks S&P 500 (+22 %). Znotraj sektorja so najbolj, za 6 odstotnih točk, zaostale delnice zavarovalniških družb, banke so zaostale za 4 odstotne točke, nepremičninske družbe so dosegle enak donos kot sektor, medtem ko so ponudniki drugih finančnih storitev presegli donos sektorja za 2,5 odstotne točke.

Ameriške finančne družbe so v tretjem četrtletju povečale čisti dobiček za dobrih 11 %, ponudniki drugih finančnih storitev (upravljanje premoženja, skrbniške banke, investicijsko bančništvo in kapitalski trgi) so povečali dobiček celo za več kot 21 %, medtem ko je dobiček zavarovalnic rahlo stagniral. V zavarovalniški panogi se je očitno začel cikel upadanja zavarovalnih premij, tako imenovani »hard market«. Od leta 2000 so tečaji zavarovalniških družb in razmerje PB upadli med 5 in 25 %.

Za velike ameriške banke pomenijo obrestni prihodki okoli dve tretjini celotnih prihodkov, zato bo leto 2015 minilo v znamenju pričakovanega dviga kratkoročnih obrestnih mer. To bo imelo pozitiven učinek na neto obrestne marže, ki so za banke ključni operativni parameter, od katerega so odvisni njihovi dobički. Od vrha v začetku leta 2011 so neto obrestne marže upadle za skoraj 90 bazičnih točk in znašajo povprečno 3,2 %. Pri oceni učinka dviga temeljnih obrestnih mer moramo upoštevati, da so neto obrestne marže precej stabilnejše od obrestnih mer. Od sredine

Tabela 24:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	51,9%
Diversified Financials	18,3%
Insurance	18,9%
Real Estate	11,0%

Vir: Bloomberg 2014.

osemdesetih let so se namreč kratkoročne obrestne mere spremenile za skoraj 9 %, neto obrestne marže pa komaj za 1,1 %. Ameriški finančni sektor je po temeljnih kazalnikih za okoli 20 % cenejši od preostalega delniškega trga ter pri 15-kratniku čistega dobička (PE) in 1,1-kratniku knjigovodske vrednosti (PB) ne odstopa od zgodovinskih povprečij.

Za mednarodne vlagatelje, ki stavijo na nadaljevanje rasti dolarja, so ameriške finančne delnice zanimive tudi zato, ker njihovi prihodki skoraj v celoti izhajajo iz ZDA, medtem ko nefinančne družbe približno polovico svojih prihodkov ustvarijo zunaj države, zato so njihovi dobički v primeru naraščanja vrednosti dolarja ranljivejši.

V Evropi se tečajji finančnih delnic v evrih letos niso premaknili, s čimer so za slabe 3 odstotne točke zaostali za delniškim indeksom STOXX 600 Europe. Zanimivo je, da evropske finančne delnice po ključnih primerjalnih multiplikatorjih PE (13), PB (1,0) in donos na kapital (7,8 %) ne odstopajo bistveno od ameriških. Za vlagatelje so privlačne predvsem zaradi 2,5-krat višjega dividendnega donosa, ki znaša okoli 4 %.

Med preostalimi regijami moramo omeniti kitajske in japonske finančne družbe. Največje kitajske banke ostajajo privlačna dolgoročna naložba, saj so v njihovih cenah že zajeti skoraj vsi negativni scenariji. Trenutno kotirajo pri samo 0,9-kratniku knjigovodske vrednosti in 5-kratniku čistega dobička, kljub izjemno visokemu donosu na kapital (19 %) in

povprečnemu dividendnemu donosu, ki presega 6,5%.

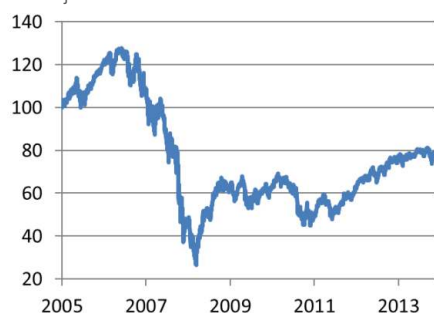
Japonske finančne družbe so tista naložbena skupina, ki bo imela predvidoma največ koristi od masovnega kvantitativnega sproščanja japonske centralne banke in radikalne spremembe naložbene

politike vladnega pokojninskega sklada (GPIF). GPIF upravlja prek 1.200 milijard dolarjev premoženja in bo podvojil delež domačih in tujih delniških naložb s 25 na 50 %. Zato si japonske delnice v prihajajočem letu zaslužijo nadpovprečno utež v ciljnem portfelju finančnega sektorja.

Japonske banke v letu 2015 morda najbolj privlačna finančna naložba

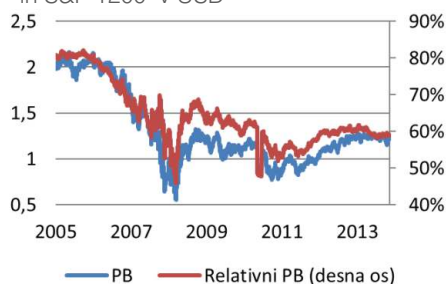
Gibanje sektorja

Slika 61:
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2014.

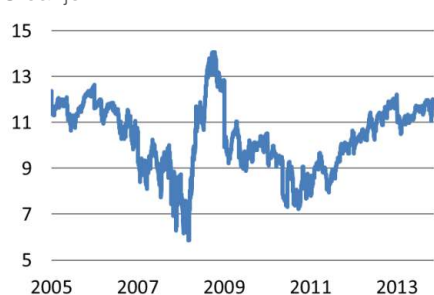
Slika 62:
Relativno gibanje S&P 1200 Financial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

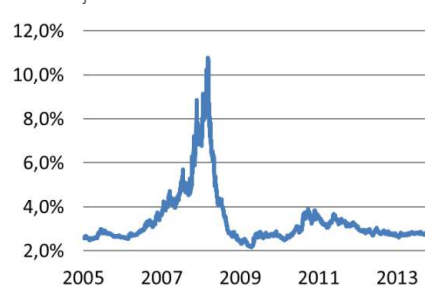
Vrednotenje sektorja

Slika 63:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 64:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB
WELLS FARGO & CO	UNITED STATES	4,3%	223.191	13,19	1,72
JPMORGAN CHASE & CO	UNITED STATES	3,5%	182.657	11,15	1,09
HSBC HOLDINGS PLC	BRITAIN	3,0%	154.498	11,26	1,00
BANK OF AMERICA CORP	UNITED STATES	2,8%	145.983	11,93	0,83
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	UNITED STATES	2,5%	130.157	21,64	-
CITIGROUP INC	UNITED STATES	2,5%	130.056	11,37	0,80
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUSTRALIA	1,7%	89.423	14,94	2,73
ROYAL BANK OF CANADA	CANADA	1,6%	82.656	13,16	2,49
BANCO SANTANDER SA	SPAIN	1,6%	81.295	13,61	1,04
AMERICAN EXPRESS CO	UNITED STATES	1,5%	76.194	16,71	4,72

Vir: Bloomberg 2014.



Aleš Grbić

Izjemni donosi v letu 2014

Umiritev stopenj rasti internetnega trga v razvitih gospodarstvih

Oglaševalci pospešeno prehajajo k oglaševanju na oglaševalskih platformah

Apple Pay bo imel v prihodnjih letih velik vpliv na spremembe v trgovini

Informacijska tehnologija

Tabela 25:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	76,5%
Evropa brez VB	7,3%
VB	0,6%
Japonska	5,4%
Razvita Azija	0,6%
EM	9,6%

Vir: Bloomberg 2014.

Do začetka novembra letos je globalni sektor IT dosegel 27 % donosa, merjeno v evrih, in presegel donos globalnega delniškega indeksa, ki je zrasel za skoraj 14 %. Dobil je pravi pospešek, saj je presegel tudi lanskih 19 %. Najbolje se je gibal podsektor strojne opreme.

Podjetja vse več vlagajo na področje analize podatkov, kar vodi v čedalje večjo kompleksnost analitike. Količina podatkov je dobesedno eksplodirala, saj podatki prihajajo z velikega števila novih virov, kot so podatkovni stroji, spletni dnevniki in razne spletne aplikacije. Najverjetnejši rezultat tega bodo nove programske tehnologije, cenejši spomin in cenejša obdelava podatkov. Vendar ne gre za scenarij, v katerem bi zmagovalec pobral večino zaslužka.

Oglaševalci pospešeno prehajajo k oglaševanju na oglaševalskih platformah. Tam lahko podrobno analizirajo svoje obiskovalce in enostavno izmerijo strošek oglaševanja. Močnejše želje oglaševalcev po merjenju in analiziranju učinkovitosti oglaševanja na oglaševalskih platformah bodo vodile v hitro rast programiranega oglaševanja, ki ga bodo namesto tržnikov upravljali algoritmi. Zaradi želja internetnih podjetij po hitri rasti lahko pričakujemo okrepljene prevzemne in združitvene aktivnosti ter geografsko širitev. Širitev se bo dogajala predvsem zunaj zrelih razvitih trgov. Zelo verjetno je, da bodo podjetja zelo veliko vlagala v optimizacijo oglaševanih produktov ter vsebine za mobilne naprave, saj se ta trg še vedno razvija.

Tabela 26:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipmen	37,2%
Software & Services	48,3%
Semiconductors & Semiconductor	14,5%

Vir: Bloomberg 2014.

Uspeh platform socialnih medijev kaže na to, da je oglaševanje prek zaslonov in na iskalnikih najhitrejša oblika rasti digitalnega oglaševanja. Oglaševalci lahko ne glede na velikost »adov« z veliko natančnostjo izmerijo učinkovitost, tako prek finančnih rezultatov kot prek števila kupcev. Podjetja, ki bodo imela specialen vpogled v svoje stranke, bodo najverjetneje lahko prodala več oglasov. Hkrati bodo podjetja, ki bodo oglaševanje uredila prek algoritmov, dosegala solidno rast, ki pa ne bo vzdržna, prav tako bo lahko na trg algoritmov oglaševanja brez težav vstopila konkurenca. Stopnje rasti internetnega trga na razvitih trgih so se umirile, predvsem zaradi večje penetracije širokopasovne povezave in razširjenosti pametnih telefonov. Podjetja bodo iskala rast na razvijajočih se trgih.

Appleova mobilna plačilna rešitev Apple Pay je tlakovala pot spremembam v trgovini v prihodnjih nekaj letih. Trgovci in potrošniki jih bodo v celoti sprejeli šele v srednjeročnem obdobju. Apple Pay bo tako imel velik vpliv tako na trgovce, izdajatelje kartic, trgovce kot socialna omrežja.

V letu 2015 zaradi nadpovprečno visokih vrednotenj ne pričakujemo ponovitve izjemnih donosov iz leta 2014. Podjetja z izrazitimi konkurenčnimi prednostmi, ki jezdijo na megatrendih, bodo najbolj zanimiva tudi v prihodnjem letu.

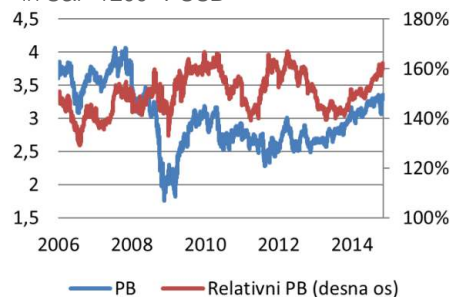
Gibanje sektorja

Slika 65:
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2014.

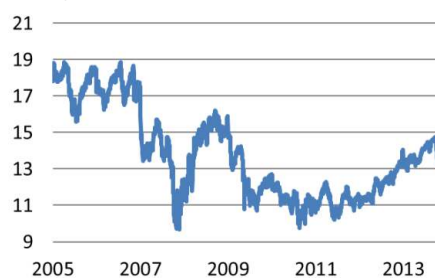
Slika 66:
Relativno gibanje S&P 1200 IT
in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

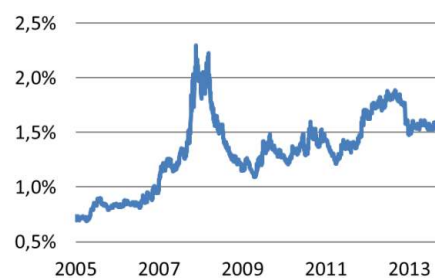
Vrednotenje sektorja

Slika 67:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 68:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
APPLE INC	UNITED STATES	14,5%	511.720	14,16	5,73	7,55
MICROSOFT CORP	UNITED STATES	8,3%	294.250	17,47	4,46	9,85
INTEL CORP	UNITED STATES	3,7%	129.917	14,66	2,86	6,48
FACEBOOK INC-A	UNITED STATES	3,7%	129.250	44,92	9,28	24,34
INTL BUSINESS MACHINES CORP	UNITED STATES	3,6%	128.348	10,09	11,25	8,29
GOOGLE INC-CL A	UNITED STATES	3,6%	125.450	21,22	3,79	11,90
GOOGLE INC-CL C	UNITED STATES	3,5%	124.453	20,81	-	11,90
ORACLE CORP	UNITED STATES	3,0%	106.052	13,10	3,74	7,55
CISCO SYSTEMS INC	UNITED STATES	2,9%	103.708	11,75	2,28	6,34
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	SOUTH KOREA	2,9%	101.647	9,06	1,08	3,29

Vir: Bloomberg 2014.



mag. Barbara Gačnik

Rast izdatkov bo najbolj spodbujal prenos podatkov

Izdatki bodo najhitreje naraščali v ZDA

Šibka točka sektorja je velika zadolženost

Brezžične povezave ključnega pomena za operaterje

Telekomunikacije

Tabela 27:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	42,1%
Evropa brez VB	21,1%
VB	11,2%
Japonska	10,2%
Razvita Azija	6,9%
EM	8,5%

Vir: Bloomberg 2014.

Globalni indeks sektorja telekomunikacij je v tem letu ves čas nekoliko zaostajal za gibanjem indeksa S&P Global 1200. Do začetka novembra je, merjeno v evrih, zrasel za 9,4 % in je za donosom globalnega indeksa zaostal za 470 odstotnih točk. Trenutni multiplikator vrednotenja delnic v telekomunikacijskem indeksu PE znaša 16,4 in je pod 10-letnim povprečjem, ki znaša 17,8. Nad 10-letnim povprečjem pa je multiplikator PB, ki trenutno znaša 2,12, medtem ko je povprečje pri 1,77.

Raziskovalna agencija Telecommunications Industry Association (TIA) za leto 2014 pričakuje, da se bodo izdatki za telekomunikacijske storitve povečali na 4,04 trilijona dolarjev, v letu 2015 pa na 4,22 trilijona dolarjev. Svet je vse bolj odvisen od povezanosti z internetom, zato bo na povečanje izdatkov najbolj vplival prenos podatkov v povezavi z nadaljnjim razvojem računalništva v oblaku, s potrebo po internetni varnosti in povezavo M2M.⁹ TIA ocenjuje, da bodo izdatki za telekomunikacije najhitreje naraščali v ZDA, kjer do leta 2017 pričakujejo 6,4-odstotno letno rast. Globalni izdatki naj bi se v tem obdobju povečevali po stopnji 4,3 % letno, prostor za rast pa je tudi na razvijajočih se trgih.

Zaradi naraščajočih potreb po povezanosti postajajo brezžične povezave ključnega pomena za ponudnike telekomunikacij, in to kljub širitvi optičnega omrežja. Kabelski operaterji pokrivajo približno 59 % internetnih uporabnikov, za preostale

Tabela 28:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Telecommunication S	76,2%
Wireless Telecommunication Ser	23,8%

Vir: Bloomberg 2014.

skrbijo telekomunikacijski operaterji, ki jim novi brezžični standardi omogočajo hitrejši in zmogljivejši internet. Raziskava družbe GMSA Intelligence je pokazala, da imajo uporabniki nove generacije omrežij LTE na razvijajočih se trgih kar za 20-krat večji ARPU¹⁰ kot uporabniki starejših omrežij. Na razvitih trgih je ta razlika manjša, ARPU je večji za 10 do 40 %. Po pričakovanih TIA bodo letos v ZDA prihodki od prenosa podatkov prvič presegle prihodke od pogovorov. V letu 2015 naj bi ti zadnji ostali na enaki ravni, medtem ko naj bi prihodki od prenosa podatkov zrasli za dobrih 14 %.

V ZDA je konsolidacija v sektorju praktično končana. V Evropi pa bo na nadaljnjo konsolidacijo sektorja najbolj vplivala pozitivna odločitev regulatorja glede konsolidacije v Avstriji, na Irskem in v Nemčiji. Regulatorji sicer puščajo odprta vrata za vstop novih konkurentov na trg, vendar je verjetnost, da bi se to zgodilo, majhna.

Telekomunikacije tradicionalno veljajo za defenzivni sektor, ki izplačuje visoke dividende. Zadnja recesija je pokazala, da to drži za večino regij razen za Evropo. V zadnjih letih je prenekateri evropski operater znižal dividende z namenom stabilizacije poslovnih izkazov. Operaterji se ubadajo tudi z omejenim spektrom frekvenc ter vse večjo potrebo po varnosti podatkov in varovanju zasebnosti, kar zahteva precej inovacij in vlaganj. Največja šibka točka sektorja pa ostaja velika zadolženost, ki lahko ob spremembi trenutnih tržnih razmer pomeni tveganje.

⁹ Machine to machine.

¹⁰ Average Revenue Per User – povprečni prihodek na uporabnika.

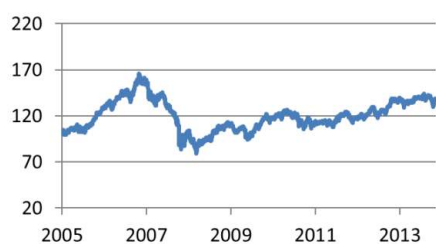
Tveganje je tudi potencialno zmanjšanje gospodarske rasti, ki za operaterje pomeni predvsem manj sredstev za obsežna kapitalna vlaganja v gradnjo hitrih omrežij. Zaostruje se tudi konkurenca kabelskih operaterjev, ki širijo svojo paketno

ponudbo. Prostora za diferenciacijo paketne ponudbe ni veliko, kar pomeni, da se bodo operaterji odločali za cenovno konkurenco in s tem omejevali zamenjave operaterjev med uporabniki. Slednje ne obeta nič dobrega za marže.

Zaostrena konkurenca kabelskih operaterjev

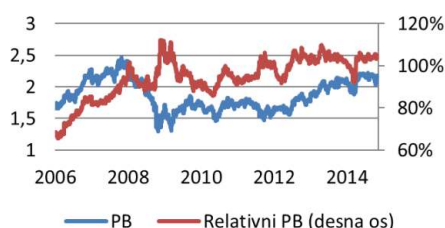
Gibanje sektorja

Slika 69:
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2014.

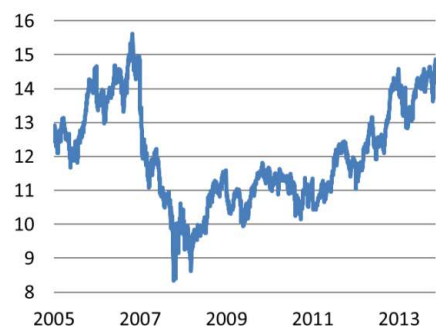
Slika 70:
Relativno gibanje S&P 1200 Telecom in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

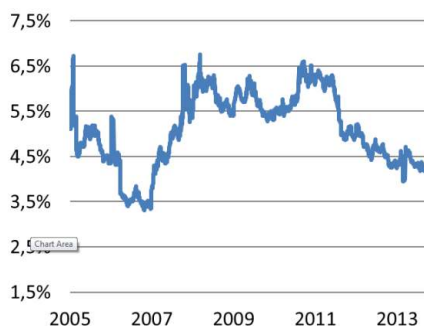
Vrednotenje sektorja

Slika 71:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 72:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
VERIZON COMMUNICATIONS INC	UNITED STATES	17,6%	168.962	14,57	12,73	7,06
AT&T INC	UNITED STATES	15,1%	144.831	13,65	1,95	6,14
VODAFONE GROUP PLC	BRITAIN	7,2%	69.247	31,15	0,77	5,89
CHINA MOBILE LTD	HONG KONG	5,7%	54.785	14,02	1,87	4,54
TELEFONICA SA	SPAIN	5,5%	52.865	13,66	2,47	6,34
SOFTBANK CORP	JAPAN	5,2%	49.590	13,91	3,59	7,94
TELSTRA CORP LTD	AUSTRALIA	5,0%	48.237	17,16	5,16	7,50
BT GROUP PLC	BRITAIN	4,0%	38.518	12,74	-	6,06
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	GERMANY	3,9%	37.468	19,26	2,14	6,09
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JAPAN	3,3%	31.643	12,64	0,84	4,18

Vir: Bloomberg 2014.



Uroš Selič

Nadpovprečno dobro so se gibale delnice ameriških podjetij javnih storitev

V Evropi je trg ustvaril nekaj privlačnih priložnosti za vlagatelje

Nemški prehod k obnovljivim virom je ceno elektrike potisnil še na nižje ravni

Javna oskrba

Tabela 29:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,0%
Evropa brez VB	21,7%
VB	11,0%
Japonska	4,4%
Razvita Azija	1,3%
EM	7,6%

Vir: Bloomberg 2014.

Delnice podjetij iz sektorja javnih storitev so v letu 2014, merjeno v evrih, pridobile med 18 in 22 % vrednosti in s tem krepko presegle donos globalnega indeksa, ki je zrasel za dobrih 14 %. Prav tako je po doseženih donosih sektor v samem vrhu v primerjavi s preostalimi.

Nadpovprečno dobro so se gibale delnice ameriških podjetij javnih storitev, saj je poslovno okolje v tej regiji zelo ugodno. Cena elektrike se je po nekaj letih stagnacije v letu 2014 dvignila v povprečju za 3 %, prodaja elektrike je zrasla za 1,7 %, večja pa je tudi prodaja zemeljskega plina. Pozitivno je na sektor, ki je zaradi stabilnega poslovnega okolja in stabilne dividende politike zelo povezan z gibanjem ključne obrestne mere, vplivala odločitev ne samo ameriških, ampak vseh svetovnih centralnih bank za izredno nizke obrestne mere; ta politika se bo verjetno nadaljevala še v letu 2015. Obrestna mera 10-letnih ameriških obveznic je s 3 % v začetku leta sredi novembra upadla na 2,4 %, medtem ko je povprečna dividendna donosnost ameriških podjetij iz sektorja javnih storitev znašala 3,4 %. Razlika, ki znaša 1 %, daje vlagateljem privlačno premijo, če upoštevamo, da je 20-letno povprečje med omenjenimi kategorijami izenačeno.

V Evropi se razmere od lani praktično niso spremenile. Nemški prehod k obnovljivim virom je zaradi prevelike ponudbe ceno elektrike spravil na nižje ravni. Nekoliko presenetljivo pa je, kljub zaostritvi odnosov z Rusijo, upadala tudi cena zemeljskega plina. Podobno kot v ZDA je na ceno delnic

Tabela 30:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Utilities	100,0%

Vir: Bloomberg 2014.

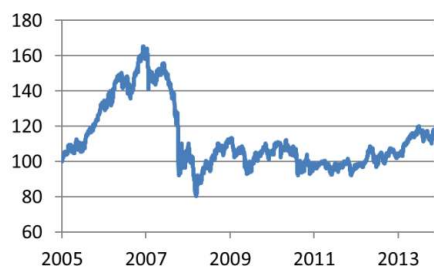
pozitivno vplivalo nižanje donosnosti državnih obveznic (najbolj v Italiji in Španiji).

V letu 2015 lahko zaradi okrevanja ameriškega gospodarstva pričakujemo prvi manjši dvig obrestne mere. V nasprotju s splošnim mišljenjem, da bodo delnice iz sektorja javnih storitev v tem času najbolj prizadete, nam zgodovina kaže, da je podjetjem zaradi okrevanja gospodarstva v tej fazi cikla uspelo povečati dobičke, kar se je pozitivno pokazalo v ceni delnic. Prav tako je v Evropi po večletnem pesimizmu trg ustvaril nekaj privlačnih priložnosti za vlagatelje, ki so pripravljeni počakati na stabilizacijo evropskega energetskega sektorja.

Vrednotenja v sektorju so malce višja od 10-letnega globalnega povprečja. Trenutni multiplikator PE celotnega sektorja znaša 21,6. Za leto 2015 je ocenjen na 15,7. Multiplikator PB trenutno znaša 1,5, kar ustreza večletnemu povprečju. Dividendna donosnost je 3,9-odstotna, za naslednjo leto pa je predvidena 4-odstotna.

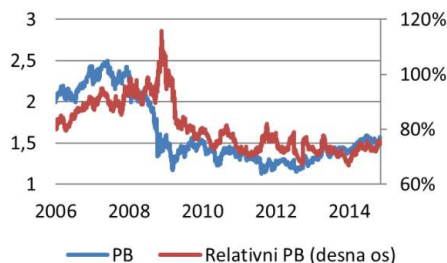
Gibanje sektorja

Slika 73:
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2014.

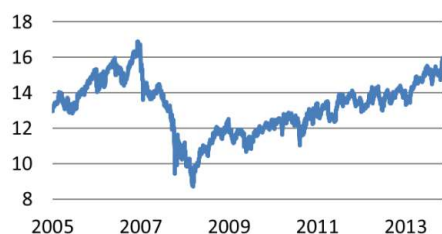
Slika 74:
Relativno gibanje S&P 1200 Utilities in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2014.

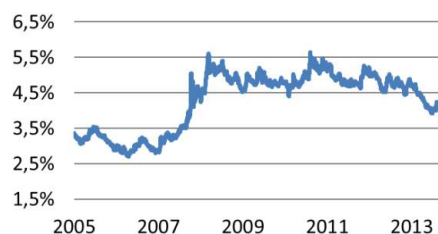
Vrednotenje sektorja

Slika 75:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2014.

Slika 76:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2014.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
DUKE ENERGY CORP	UNITED STATES	5,3%	46.375	17,93	1,40	11,22
NATIONAL GRID PLC	BRITAIN	4,9%	42.450	16,76	2,87	10,57
NEXTERA ENERGY INC	UNITED STATES	4,2%	36.435	19,77	2,43	11,32
DOMINION RESOURCES INC/VA	UNITED STATES	4,0%	34.398	21,26	3,73	13,10
SOUTHERN CO/THE	UNITED STATES	3,9%	33.941	16,85	2,14	10,20
IBERDROLA SA	SPAIN	3,5%	30.441	15,70	0,98	8,68
GDF SUEZ	FRANCE	3,1%	26.799	14,46	0,89	6,46
EXELON CORP	UNITED STATES	3,0%	25.939	15,77	1,38	8,92
E.ON SE	GERMANY	2,9%	25.224	14,76	0,80	5,06
ENEL SPA	ITALY	2,8%	24.217	12,11	1,00	6,96

Vir: Bloomberg 2014.



mag. Rene Redžić

Fed opustil QE3, trg pričakuje dvig obrestne mere ZDA v letu 2015

ECB predstavila dodatne ukrepe monetarne politike

Obvezniški trgi

Usodo dolžniških trgov so v letu 2014 krojile predvsem centralne banke, še zlasti ameriška (Fed) in evropska (ECB). Januarja letos se je odbor za odprti trg ameriške centralne banke (FOMC) še zadnjič sestel pod vodstvom predsednika Bena Bernankeja. Njegov položaj je s februarjem prevzela dotedanja podpredsednica Feda Janet Yellen. Fed je že decembra 2013 sprejel odločitev o postopnem krčenju obsega izrednih stimulacijskih ukrepov (QE3 v višini 80 milijard dolarjev mesečno), ki jih je uvedel septembra 2012 kot odgovor na zaostrovanje razmer po svetovni finančni krizi, ter zmanjšal obseg odkupov hipotekarnih in državnih obveznic za 10 milijard dolarjev, s takšno dinamiko pa je nadaljeval tudi v letu 2014. Ob dogovoru članov odbora Feda, da se z vsakim novim zasedanjem odbora obseg odkupov zmanjša za dodatnih 10 milijard dolarjev, se je program kvantitativnega sproščanja QE3 oktobra 2014 iztekel. Program kvantitativnega sproščanja je dosegel svoj namen, Fedu je tako uspelo pomembno znižati stopnjo brezposelnosti ter dvigniti gospodarsko aktivnost ZDA.

Pričakovanja trga so bila, da bo opuščanju programa kvantitativnega sproščanja sledil dvig kratkoročnih obrestnih mer, kar bi imelo negativen vpliv na dolžniške trge in bi vodilo v nadaljevanje trenda zviševanja zahtevane donosnosti ameriških obveznic iz leta 2013. V nasprotju s pričakovanji smo bili v letu 2014 priča zniževanju zahtevane donosnosti ameriških obveznic. Zahtevana donosnost na referenčno ameriško državno obveznico se je tako z lokalnega vrha pri 3 %, ki ga je dosegla konec leta 2013, znižala na trenutnih 2,30 %. Ob tem, da so se ključni makroekonomski kazalci ZDA v letu 2014 izboljšali, je Fed v komunikaciji z javnostjo skozi vse leto poudarjal, da dviga kratkoročnih obrestnih mer še ne bo v kratkem, kar je vplivalo tudi na pričakovanja trga v letu 2014. Upoštevajoč stališča članov odbora FOMC do primerne monetarne politike v prihodnjih letih, bi se lahko prvi dvig ključne obrestne

mere zgodil junija 2015, dinamika dvigovanja obrestnih mer pa bo odvisna predvsem od razmer na trgu dela v ZDA.

Na drugi strani se ECB ob ponovnem ohlajanju evropskega gospodarstva ubada še z nizko stopnjo inflacije na območju evra; ta je septembra 2014 z 0,30 % na medletni ravni dosegla petletno dno. V boju proti možni deflaciji je ECB na junijskem zasedanju znižala ključno obrestno mero z 0,25 na 0,15 %, obrestno mero za premostitvena posojila, dana bankam, z 0,75 na 0,40 %, obrestno mero za prejete depozite bank pa v negativno območje pri -0,10 %. Vse tri pomembnejše obrestne mere je ECB še dodatno znižala septembra, prvo z 0,15 na 0,05 %, drugo z 0,40 na 0,30 %, tretjo pa pomaknila še dodatno v negativno območje pri -0,20 %. Nadalje je ECB z namenom spodbuditve kreditne aktivnosti evropskih bank in ustrezne alokacije likvidnosti predstavila dodatne nekonvencionalne ukrepe monetarne politike v obliki ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (TLTRO) v višini do 1.000 milijard evrov do leta 2016, oktobra 2014 pa naznanila odkup vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem (Asset Backed Securities – ABS), in kritnih obveznic (Covered Bonds) od centralnih in poslovnih bank, da bi tako prek dodatne likvidnosti na območju evra vplivala na inflacijska pričakovanja. Za doseganje cilja cenovne stabilnosti in zasledovanje stopnje inflacije pri 2 % letno namerava ECB bilančno vsoto v letih 2015 in 2016 povečati do 1.000 milijard evrov.

Ob ohlajanju evropskega gospodarstva, kar potrjujejo tudi zadnji objavljeni makroekonomski podatki za Nemčijo in Francijo, ter povečanem tveganju deflacije so se na trgu ponovno okrepila pričakovanja, da bo ECB v prihodnje po vzoru ameriškega Feda uporabila še dodatne nekonvencionalne ukrepe monetarne politike v obliki programa kvantitativnega sproščanja. Takšna pričakovanja se izražajo v nadaljnjem zniževanju zahtevane

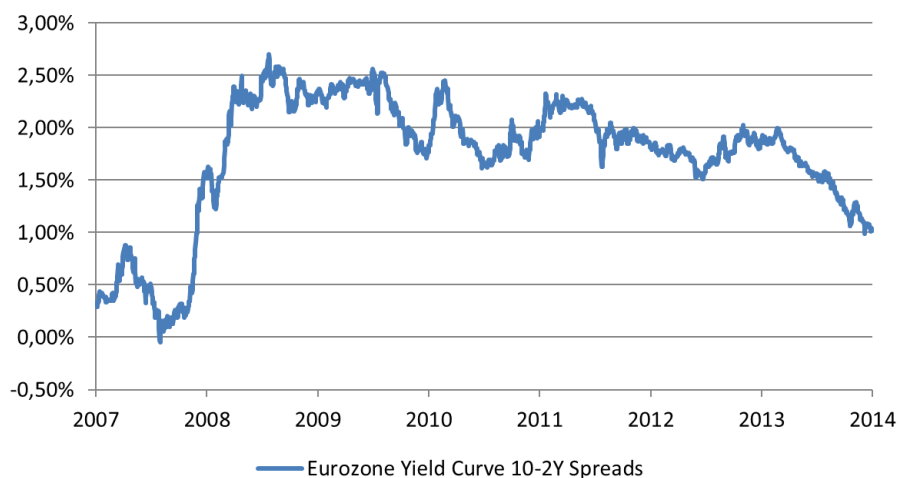
donosnosti obveznic, denominiranih v evrih, še zlasti državnih. Primerjalni indeks državnih obveznic iBoxx € Sovereigns je tako od začetka leta 2014 zrasel že za slabih 11 %, rast pa je bila še posebej izrazita v preteklih treh mesecih.

Napovedi gospodarske rasti in stopnje inflacije za območje evra v letih 2015 in 2016 ne kažejo na to, da bi ECB v prihodnjih dveh letih aktivno posegala v obrestne mere. ECB se pri doseganju zastavljenih ciljev močno zanaša na učinkovitost operacij TLTRO, a te se v preteklosti niso izkazale kot učinkovit ukrep. Podobno velja tudi za zadnjo tovrstno avkcijo v septembru, na kateri so si evropske banke od ECB izposodile 82,6 milijarde od pričakovanih 150 milijard evrov. Pričakovati

je, da bo ECB v prihodnje le postopoma povečevala bilančno vsoto z odkupih vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem, in kritnih obveznic.

V okolju zgodovinsko nizkih obrestnih mer septembrsko znižanje ključne obrestne mere ECB ni imelo enakovrednega vpliva na splošno raven in smer gibanja obrestnih mer, učinki so bili tako vidni predvsem pri kratkoročnih obrestnih merah, ki so dosegle svoje dno. Pri srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih merah je mogoče njihovo dodatno zniževanje in približevanje predkriznim ravnam, saj trgi pričakujejo uvedbo programa kvantitativnega sproščanja pri ECB.

Slika 77: Razmik v krivulji donosnosti med 10-letnimi in 2-letnimi državnimi obveznicami na območju evra



Vir: Bloomberg 2014.

Sprejeti dodatni nekonvencionalni ukrepi monetarne politike in pričakovanja trga o uvedbi programa kvantitativnega sproščanja pri ECB so se izrazili v nadaljnjem zniževanju zahtevane donosnosti obveznic in posledično v zmanjševanju razlik v donosnosti med obveznicami jedrnih (Nemčija, Francija, Nizozemska, Belgija, Finska, Avstrija) ter perifernih držav (Španija, Italija, Irska, Portugalska, Slovenija, Grčija). Razlike v donosnosti

obveznic držav Španije, Italije in Irske nasproti referenčni nemški državni obveznici so se tako močno približale predkriznim ravnam, kar povečuje tveganje za morebitno korekcijo tečajev obveznic teh držav. Dodatno tveganje za obveznice perifernih držav bi lahko pomenila politična nesoglasja držav članic območja evra, ki bi ovirala ECB pri uvedbi programa kvantitativnega sproščanja, če bo ta ocenila, da je tak program potreben.

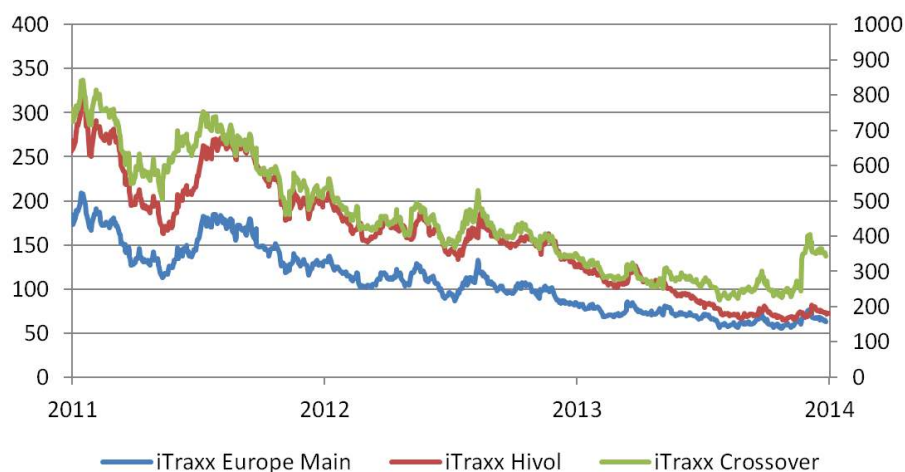
Kreditni razmiki na predkriznih ravneh

Trend zmanjševanja kreditnih razmikov se nadaljuje

Zgodovinsko nizka zahtevana donosnost obveznic jedrnih držav, razmiki v donosnosti obveznic perifernih držav nasproti nemški referenčni obveznici, ki so na predkriznih ravneh, ter dobri dve leti in pol trajajoči trend zmanjševanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah znotraj naložbenega razreda napotujejo na to, da pred nami ne bo tako uspešno leto na dolžniških trgih. Slika 68 nam prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (Credit Default Swap – CDS) kot najbolj razširjene in uveljavljene oblike kreditnih

derivatov. Primerjalni indeks iTraxx Europe Main prikazuje gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Hivol gibanje CDS 30 družb iz indeksa iTraxx Europe Main z največjimi kreditnimi razmiki, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 30 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. Opazen je trend zmanjševanja kreditnih razmikov na primeru družb znotraj naložbenega razreda, medtem ko so evropske družbe zunaj naložbenega razreda doživele močnejši popravek na trgih v oktobru 2014.

Slika 78: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2014.

Če se dotaknemo še evropskega finančnega sektorja, lahko ugotovimo, da je bil trend zmanjševanja kreditnih razmikov v tem sektorju še toliko bolj izrazit, kar velja tako za navadni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sen) kot tudi 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 ob nadaljnjem okrevanju evropskega finančnega sektorja in iskanju donosnejših naložb sprejemali večje tveganje, ki ga prinaša podrejeni dolg. Oktobra 2014 so

bile podrejene obveznice iz finančnega sektorja podobno kot podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda deležne močnejšega popravka na trgih. ECB je novembra uradno prevzela neposreden nadzor nad evrskimi sistemskimi bankami, potem ko so bili konec oktobra objavljeni rezultati pregleda kakovosti bančne aktive in stresnih testov 130 evropskih bank, ki so skupaj izkazale za 24,6 milijarde evrov kapitalskega primanjkljaja, upoštevajoč že izvedene ukrepe v bankah, pa kapitalski primanjkljaj znaša 9,5 milijarde evrov. Med bankami, ki so izkazale kapitalski primanjkljaj, so se znašle avstrijska ÖVAG, belgijski AXA Bank in Dexia,

ciprska Hellenic Bank, grški Eurobank Ergasias in National Bank of Greece, irska Permanent tsb, italijanske banke Banca Carige, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare Di Milano, Banca Popolare di Vicenza, portugalska Banco Comercial Português ter slovenski banki Nova KBM in

NLB. Slednji sta izkazali kapitalski primanjkljaj v višini 65 milijonov evrov; pokrili ga bosta z zadržanimi dobički. Rezultati testov so bili v skladu s pričakovanji in so okrepili zaupanje investorjev v evropski finančni sektor.

Slika 79: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



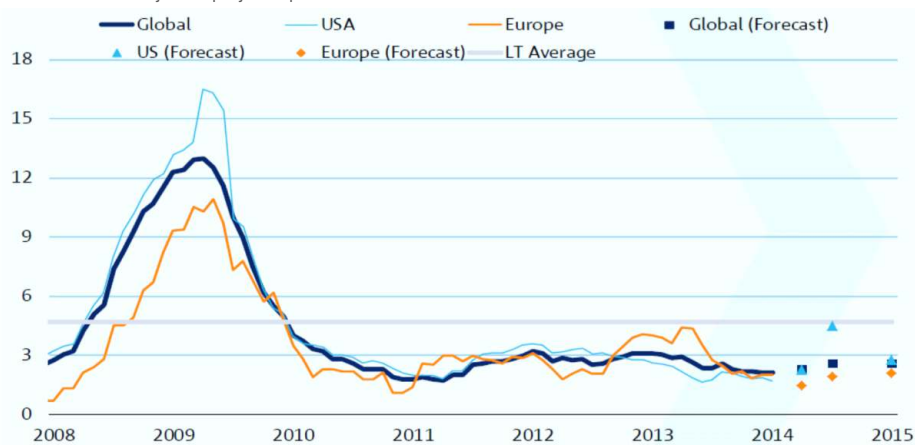
Vir: Bloomberg 2014.

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

je pozitiven signal, ki krepi zaupanje investorjev na dolžniških trgih. Globalno gledano se je stopnja neplačil obveznosti s koncem leta 2012 zvišala na 3 % in se bo na teh ravneh gibala tako v tem kot predvidoma tudi v prihodnjem letu.

Stopnja neplačil obveznosti ostaja na zgodovinsko nizkih stopnjah

Slika 80: Gibanje stopnje neplačil obveznosti



Vir: Moody's, BayernLB Research 2014.

Za ZDA se predvsem v prvi polovici leta 2015 predvideva rast stopnje neplačil obveznosti, v drugi polovici leta pa naj bi se ponovno znižala in se približala meji 3 %. Pričakovana rast stopnje neplačil obveznosti v prvem polletju 2015 temelji predvsem na predpostavki nadpov-

prečnega povečanja dolga ameriških podjetij, ki mu na drugi strani ne bodo sledile stopnje rasti dobičkov podjetij. Pri evropskih izdajateljih se po znižanju stopnje neplačil obveznosti v letu 2014 v prihodnjem letu pričakuje manjša rast, tako da bi se stopnja neplačil približala meji 3 %.

Državne vs. podjetniške obveznice

V ZDA zanimive
podjetniške obveznice
zunaj naložbenega
razreda

Pretekla rast na dolžniških trgih je privedla do tega, da so se zahtevane donosnosti tako državnih kot tudi podjetniških obveznic precej znižale, kar še zlasti velja za obveznice evropskih izdajateljev iz perifernih držav (Tabela 27). Ob ponovnem ohlajanju evropskega gospodarstva in povečanem deflacijskem tveganju so investitorji okrepili pozicije tudi v obveznicah jedrnih držav, sprejeti nekonvencionalni ukrepi monetarne politike ter pričakovanja trga glede uvedbe programa kvantitativnega sproščanja pri ECB pa so zahtevane donose obveznic jedrnih držav potisnili na nove zgodovinsko nizke ravni. Na drugi strani opuščanje programa kvantitativnega sproščanja pri Fedu ni prineslo večjega vznemirjenja na dolžniških trgih. Program kvantitativnega sproščanja je pomembno vplival na zagon gospodarske rasti v ZDA in vidno zmanjšal volatilnost na trgih, ni pa imel večjega vpliva na zmanjševanje kreditnih razmikov.

Zaradi naraščajočega obrestnega tveganja v obliki višjih tržnih obrestnih mer v ZDA je smotno zmanjšati izpostavljenost do ameriških državnih obveznic daljših ročnosti in podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda, katerih kreditni razmiki so blizu predkriznih ravni. Glede na to, da so obveznice zunaj naložbenega

razreda bistveno manj korelirane z gibanjem obrestnih mer, in glede na močnejši popravek tečajev obveznic v tem segmentu v drugi polovici leta 2014 je smiselno na primeru ZDA poiskati naložbene priložnosti znotraj tega segmenta.

Na splošno velja, da se v obdobju ohlajanja gospodarske aktivnosti ter zmanjševanja dobičkov in prostega denarnega toka podjetij povečujejo kreditni razmiki pri podjetniških obveznicah, saj se posledično zvišuje stopnja neplačil obveznosti. Podjetniške obveznice evropskih izdajateljev imajo kljub ohlajanju evropskega gospodarstva podporo v ECB in njenih odkupih vrednostnih papirjev, zavarovanih s premoženjem, in kritnih obveznic. Sredstva iz odkupov bodo morali investitorji namreč ponovno plasirati na trg.

Glede na to, da so zahtevane donosnosti evropskih državnih obveznic na predkriznih ravneh, bo po predvidevanjih pomemben del teh sredstev plasiran v podjetniške obveznice. Pričakuje se, da ECB v prihodnjih dveh letih ne bo aktivno posegala v obrestne mere, zato vidimo naložbene priložnosti predvsem pri podjetniških obveznicah evropskih izdajateljev daljših ročnosti.

Tabela 31: Pregled zahtevanih donosnosti 10-letnih državnih obveznic

Država	Donos do dospelja 10-Y obveznice v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Švica	0,42	-84
Nemčija	0,83	-109
Finska	0,93	-119
Nizozemska	0,97	-127
Avstrija	1,01	-125
Francija	1,19	-136
Velika Britanija	2,20	-82
Irski	1,64	-189
Španija	2,12	-201
Italija	2,35	-174
Slovenija	2,59	-237
ZDA	2,36	-67
Japonska	0,45	-29
Kitajska	3,52	-69
Indija	8,18	-65
Rusija	9,95	+216
Brazilija	12,54	-62
Indonezija	7,96	-42
Filipini	3,90	+11
Čile	4,51	-89

Vir: Bloomberg 2014.

* donos do dospelja obveznic v lokalnih valutah z dne 10. 11. 2014

** sprememba glede na začetek leta 2014

Pri tem bi posebej omenili panogi telekomunikacije in industrija. V telekomunikacijah ne pričakujemo poslabšanja poslovanja podjetij, pritiski na marže podjetij, ki delujejo na trgih Nemčije, Francije in Velike Britanije, pa se bodo verjetno nekoliko umirili. Podjetja v panogi so večinoma končala investicije v omrežno infrastrukturo, zato ne pričakujemo povečevanja njihovega dolga in posledičnih pritiskov na znižanje bonitetne ocene izdajateljev dolga. Znotraj naložbenega razreda ponuja panoga telekomunikacij eno izmed največjih premij za tveganje (Tabela 28). Ob stabilizaciji globalne gospodarske rasti lahko v panogi industrije pričakujemo izboljšanje poslovanja, tveganje za ta podjetja je predvsem slabše makroekonomsko okolje v državah v razvoju. Znotraj panoge bi opozorili predvsem na izdajatelje, ki poslujejo globalno in niso toliko vezani na javna

Tabela 32: Panožni indeksi iBoxx – naložbeni razred

Panoga	Povprečni donos do dospelja v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Zdravstvo	1,22	-61
Avtomobilska industrija	1,21	-71
IT	1,38	-118
Potrošne dobrine	1,24	-85
Materiali in surovine	1,32	-107
Nafta in plin	1,68	-83
Industrija	1,31	-104
Mediji	1,44	-109
Telekomunikacije	1,61	-106
Javne storitve	1,51	-115
Finance – navadni dolg	1,05	-106
Finance – podrejen dolg	2,62	-116

Vir: Markit.

* donos do dospelja obveznic z dne 10. 11. 2014

** sprememba glede na začetek leta 2014

naročila. Previdnost je potrebna pri panogah zdravstvo, kemija in naravni viri. Prva zaradi majhne premije za tveganje postaja vse manj zanimiva za investitorje, pri drugi je previdnost potrebna zaradi premajhnih premij za tveganje glede na cikličnost poslovanja teh podjetij, pri tretji panogi pa zaradi prevelike odvisnosti podjetij od kitajskega gospodarstva.

V panogi finance bi posebej omenili izdajatelje dolga iz perifernih držav, predvsem njihov podrejeni dolg (Tier 2), ki ponuja zanimiv donos glede na tveganje, ki spremlja tovrsten dolg. Znotraj podrejenega dolga so zanimive tudi obveznice Tier 1 izdajateljev z visokimi količniki kapitalske ustreznosti.

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