

POGLED 2016

Globalna razhajanja bodo ohranila
volatilnost na visokih ravneh



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

AVTORJI 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
- 6** Delniški trgi po regijah
 - 6 - ZDA (Uroš Vek)
 - 16 - Evropa (Aleš Šoba, CFA)
 - 22 - Japonska (Uroš Vek)
 - 28 - EM – države v razvoju (mag. Jure Dubravica)
- 46** Delniški trgi po sektorjih
 - 46 - Energetika (Uroš Selič)
 - 48 - Surovine in predelovalna industrija (Damjan Kovačič)
 - 50 - Industrija (mag. Jure Dubravica)
 - 52 - Trajne potrošne dobrine (Aleš Šoba, CFA)
 - 54 - Osnovne potrošne dobrine (Aleš Grbič)
 - 56 - Zdravstvo (mag. Barbara Gačnik)
 - 58 - Finančne storitve (Damjan Kovačič)
 - 60 - Informacijska tehnologija (Aleš Grbič)
 - 62 - Telekomunikacije (mag. Barbara Gačnik)
 - 64 - Javna oskrba (Uroš Selič)
- 66** Obvezniški trgi (mag. Rene Redžič)

Povzetek

V letu 2016 bosta v ospredju dve temi. Prva se nanaša na globalno divergenco monetarnih politik. Na eni strani imamo ZDA, ki je na začetku cikla dvigovanja obrestnih mer, medtem ko Evropa in Japonska še vedno sledita programu kvantitativnega sproščanja oz. ekspanzivni monetarni politiki. To razhajanje bo spodbujalo večjo volatilitnost gibanja valut, delniških trgov, inflacije, mednarodne konkurenčnosti in na koncu koncev gospodarske rasti. Druga pomembna tema za leto 2016 je Kitajska oz. vprašanje, v kateri fazi poslovnega cikla bo ta, ali v fazi stabilizacije, poslabšanja ali morebiti izboljšanja gospodarske aktivnosti. Za zdaj makroekonomski kazalniki ne dajejo jasne slike in bo treba na odgovor počakati vsaj do naslednjega leta.

Primerjava delniških in obvezniških naložb razkriva, da se premija za tveganje naložb v delnice (ERP) ni bistveno spremenila v primerjavi s predhodnim letom in je še vedno na visokih ravneh, kar je v prid delniškim naložbam. Pri globalni razpršitvi delniških naložb dajemo prednost evropski regiji, kjer so vrednotenja razmeroma ugodna, hkrati pa ECB izvaja program kvantitativnega sproščanja, ki je zgodovinsko gledano pozitivno vplival na delniške trge. V ZDA zgodovinska primerjava razkriva, da je delniški trg polno vrednoten, zato bistvenih premikov navzgor ni pričakovati. Premija za tveganje je sicer ostala na ravneh okrog 4,3 %, kar je bistveno nad povprečjem zadnjih 17 let, ki je znašalo 2,8 %. Na japonski delniški trg gledamo nekoliko bolj skeptično kljub izvajanju kvantitativnega programa. Razlog je predvsem v negotovosti glede prihodnjega ukrepanja centralne banke, predlogi namreč segajo od gradualizma do

razširitve programa oz. celo redefinicije ciljev BOJ. EM – države v razvoju se sicer spopadajo s strukturnimi problemi in upadanjem gospodarske aktivnosti, vendar je treba poudariti, da je razlika nasproti razvitim državam v vrednotenjih privlačna.

- ZDA – Ameriško gospodarstvo je po medtem prvem četrtletju v drugem in tretjem četrtletju nekoliko pospešilo. V letu 2016 se bo v ZDA začelo novo monetarno obdobje dvigovanja obrestnih mer po večletnih nekonvencionalnih ukrepih. Iz tega procesa izhaja tudi največja negotovost za gospodarstvo, ob zmanjšanju rasti v državah v razvoju. V prihodnjem letu pričakujemo boljše poslovanje ameriških podjetij, predvsem zaradi manjšega negativnega vpliva nizke cene nafte na dobičkonosnost energetskih podjetij in večje potrošnje zaradi nizke stopnje brezposelnosti ter nizke cene nafte. Zgodovinska primerjava razkriva, da je ameriški delniški trg polno vrednoten, zato bistvenih premikov navzgor ni pričakovati. To pomeni, da bodo prihodnje rasti delniških tečajev veliko bolj odvisne od rasti poslovanja podjetij in ne toliko od rasti multiplikatorjev.

- EVROPA – V letu 2016 pričakujemo nadaljevanje pozitivnega gibanja evropskih delnic. Prav tako menimo, da bodo prihodnje leto evropske delnice premagale ameriške, saj so nasproti njim od začetka leta 2008 zaostale za skoraj 100 %. Naš optimizem za leto 2016 gradimo na nadaljevanju agresivne politike ECB, šibkega evra in nizkih cen nafte ter na ponovnem zagonu kreditnega cikla, kar daje podlago za večjo gospodarsko rast v evroobmočju. Poleg pozitivne gospo-

darske slike ostajajo ugodna tudi vrednotenja evropskih delnic, predvsem v primerjavi s preostalimi delniškimi trgi, še posebej pa nasproti obveznicam. Če k temu dodamo še večjo rast dobičkov nasproti ameriškim podjetjem, dobimo dokaj ugodno sliko za evropske delnice.

- JAPONSKA – »Abenomika« poraja vse več vprašanj in daje vse manj odgovorov. Ta monetarna politika namreč ne kaže vidnih uspehov. BOJ izgublja boj z inflacijo, ki je vse dlje od ciljnih 2 %. BOJ in njen predsednik zdaj kolebata, ali ponovno okrepiti program odkupov ali pa nadaljevati politiko gradualističnega pristopa. Slednje bi vlagatelji interpretirali kot poraz centralne banke in izgubo verodostojnosti. Na drugi strani vrednotenja japonskega delniškega trga ne presegajo zgodovinskih povprečij, tako da ne moremo govoriti o kakršnikoli precenjenosti.

- EM – DRŽAVE V RAZVOJU – V letu 2016 bodo na gospodarsko aktivnost držav v razvoju najbolj vplivali gibanje ameriških obrestnih mer, gibanje cen surovin in razplet kitajske preobrazbe gospodarstva. Občutljivost posameznih držav v razvoju za prihajajoče spremembe je različna, odvisno od potreb po zunanjem financiranju, od višine in strukture dolga ter od tega, ali je država surovinska izvoznica ali uvoznica. Čeprav ohranjamo zmerno optimističen pogled na trge v razvoju za leto 2016, še vedno obstajajo posamezna tveganja. Kratkoročna tveganja so povezana z nizkimi cenami surovin in apreciacijo ameriškega dolarja. Srednjeročna tveganja povezujemo z manjšo gospodarsko rastjo Kitajske in vse regije na splošno. Razlika v vrednotenju oz. diskont držav v razvoju v primerjavi z razvitimi pa daje kar nekaj »varnostne marže« pri odločitvi za naložbe v delnice družb iz držav

v razvoju. Ne glede na povečana posamezna tveganja bi bilo ob predpostavkah, ki veljajo danes, nespametno ne nameniti dela portfelja temu segmentu naložb.

- DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH – Do konca novembra so bili najbolj donosni sektorji v letu 2015 znotraj globalnega indeksa S&P 1200: trajne potrošne dobrine, informacijska tehnologija in osnovne potrošne dobrine. Prva dva sta presegla 20-odstotno rast v evrih, medtem ko je tretji izkazoval rast v višini dobrih 18 %. Na dnu lestvice z negativno donosnostjo sta se znašla sektorja energetika (-4,8 %) in surovine (-2,7 %). Z vidika vrednotenja bi posebej omenili sektorja osnovnih potrošnih dobrin in zdravstva kot visoko vrednotena, medtem ko na drugi strani sektor finančnih storitev izkazuje relativno ugodna vrednotenja.

- OBVEZNICE – Dogaja se preobrat v trendu zmanjševanja kreditnih razmikov podjetniških obveznic, pribitki glede na državne obveznice so na ravneh iz leta 2009. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda, v Evropi pa je smotno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami višje kakovosti ter kratkoročnimi obveznicami zunaj naložbenega razreda. Pri tem bi v ospredje postavili izdajatelje dolga iz storitvenih sektorjev, še posebej iz sektorja finančnih storitev, ter v sektorju podrejeni bančni dolg.

Tabela 1: Hiter POGLED 2016 po državah

	Makroslika ¹	Vrednotenje ²
Razviti trgi		
ZDA	=	↓
Japonska	=	=
EU	↑	↑
• Nemčija	↑	=
• Francija	=	=
• Italija	=	↑
• Španija	↑	↑
• Velika Britanija	↑	↑
Trgi v razvoju		
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



Uroš Vek

ZDA: pričakovani začetek cikla dviga obrestnih mer ohranja visoko raven nihajnosti

Ameriško gospodarstvo je po medtem prvem četrtletju v drugem in tretjem četrtletju nekoliko pospešilo. V letu 2016 se bo v ZDA začelo novo obdobje zaradi dvigovanja obrestnih mer, vendar kljub povečani negotovosti trenutne napovedi kažejo na stabilno rast gospodarstva okrog 2 %. Kot pozitiven dejavnik lahko pričakujemo zapoznani učinek znižanja cene nafte na potrošnje in normalizacijo negativnih učinkov v naftni industriji. V letu 2016 bo v ospredju dvigovanje ključne obrestne mere s strani centralne banke. Iz tega procesa izhaja tudi največja negotovost za gospodarstvo, ob zmanjšanju rasti v državah v razvoju. Poslovni cikel ameriških podjetij se je obrnil.

Priče smo upadu prihodkov in dobička ter dobičkonosnosti. Na to sta najbolj vplivala močan dolar in slabše poslovanje energetskih podjetij. V prihodnjem letu pričakujemo boljše poslovanje ameriških podjetij, predvsem zaradi manjšega negativnega vpliva nizke cene nafte na dobičkonosnost energetskih podjetij in večje potrošnje zaradi nizke stopnje brezposelnosti ter nizke cene nafte. Zgodovinska primerjava razkriva, da je ameriški delniški trg polno vrednoten, zato bistvenih premikov navzgor ni pričakovati. To pomeni, da bodo prihodnje rasti delniških tečajev veliko bolj odvisne od rasti poslovanja podjetij in ne od rasti multiplikatorjev.

Rast v letu 2015 ugodna, prihodnje leto prinaša več negotovosti

Gospodarska rast ZDA je v prvem četrtletju razočarala in je znašala zgolj 0,6 % glede na predhodno četrtletje, medtem ko se je v drugem povzpela na 3,9 % in se v tretjem stabilizirala pri 1,5 %. Na medletni ravni je tako v tretjem četrtletju gospodarska rast znašala 2 %. Napovedi za gospodarsko rast 2015 se gibajo od 2 do 2,5 %. V letu 2016 glede rasti obstaja več negotovosti, predvsem zaradi pričakovanega dviga ključne obrestne Fed. ³ Obdobje nizkih obrestnih mer je namreč pripomoglo k okrepitvi gospodarske aktivnosti prek transmisij kanalov, kot so: kreditna aktivnost, zaupanje potrošnikov in podjetij, hitro naraščanje vrednosti naložbenih razredov (delnice in obveznice) in seveda nizka obrestna mera.

V letu 2016 se bo v ZDA začelo novo obdobje, kljub povečani negotovosti pa je ameriško gospodarstvo stabilno in pričakovanja glede rasti v letu 2016 se gibljejo okrog 2 %. Kot pozitiven dejavnik

lahko pričakujemo zapoznani učinek znižanja cene nafte na potrošnje. Prav tako se bo normaliziral negativen vpliv zmanjšanja investicij v naftni industriji; sredstva za investicije so v prvem polletju 2015 upadla za 30 %. K temu lahko dodamo še zmanjšan negativen vpliv fiskalne konsolidacije ameriškega proračuna.

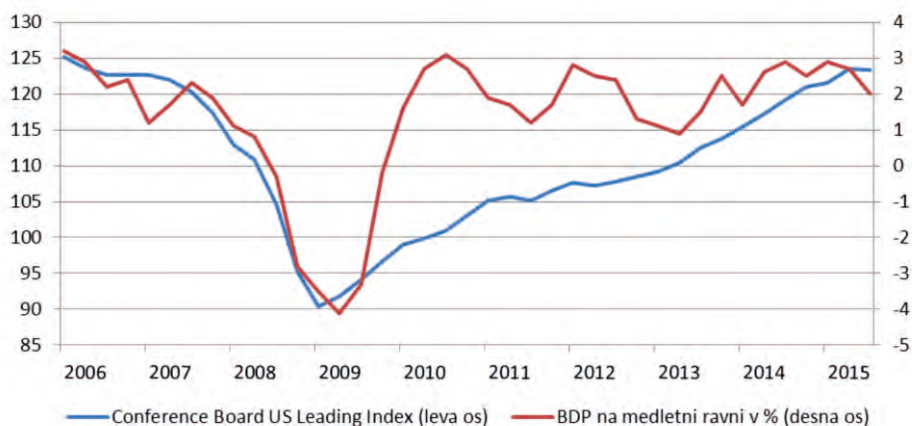
Spodnja slika prikazuje gibanje vodilnega indeksa (CBLI) ⁴ ameriškega gospodarstva, sestavljenega iz desetih komponent, ki spremljajo različne sektorje gospodarstva in tako signalizirajo gibanje poslovnega cikla od tri do šest mesecev naprej. V zadnjem desetletnem obdobju se je indeks gibal podobno kot medletna rast BDP. Trenutno gibanje vodilnega kazalnika ne kaže znakov ohlajanja gospodarske aktivnosti v ZDA. Rahlemu upadu BDP zaradi slabših vremenskih razmer v prvem četrtletju indeks vodilnih kazalnikov ni sledil.

V letu 2016 se bo v ZDA začelo novo obdobje.

³ Fed – Federal Reserve.

⁴ Conference Board Leading Index.

Slika 1: Gibanje vodilnega indeksa ameriškega gospodarstva in gibanje BDP

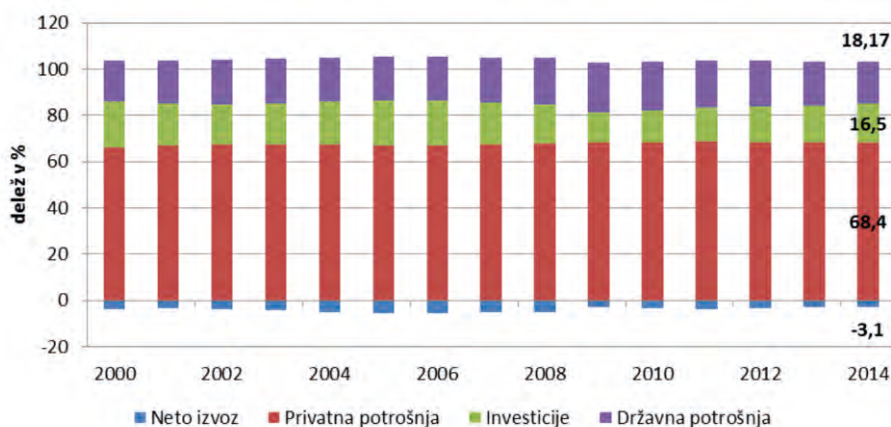


Vir: Bloomberg 2015.

Struktura ameriškega gospodarstva je že vrsto let stabilna in temelji na privatni potrošnji, ki pomeni okrog 70 % ameriško gospodarstvo. Drugi največji delež v strukturi zaseda državna potrošnja, investicije sledijo na tretjem mestu,

medtem ko je neto izvoz negativen. Skratka, ključnega pomena za razumevanje ameriškega gospodarstva je, da vemo, kaj se dogaja v segmentu privatne potrošnje.

Slika 2: Gibanje strukture BDP ZDA



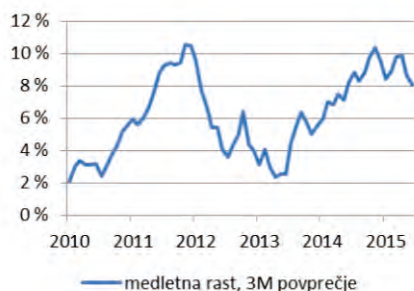
Vir: BEA in Bloomberg 2015.

Gibanje razpoložanja potrošnikov je mogoče predvideti s spremljanjem prodaje v restavracijah in prodaje avtomobilov, ki dajeta znamenja o gibanju potrošnje v krajšem obdobju. Na drugi strani so dolgoročnejši kazalniki gibanja potrošnje predvsem razmere na nepremičninskem trgu. V spodnjih slikah prikazujemo gibanje prodaje v ameriških restavracijah in

količinsko prodajo avtomobilov. V zadnjih mesecih je pri prodaji v restavracijah opaziti manjšo korekcijo, vendar daleč od kakršnegakoli močnejšega padca. Gre za kratek predah po več kot leto trajajoči rasti. Na trgu avtomobilov je opaziti pravi bum. Letna prodaja avtomobilov bo znašala nad 18 milijonov, kar pomeni, da bo to rekord po svetovni finančni krizi.

Struktura ameriškega gospodarstva je vrsto let stabilna in temelji na privatni potrošnji.

Slika 3: Prodaja restavracij



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 4: Prodaja avtomobilov



Vir: Bloomberg 2015.

Letna prodaja avtomobilov
bo nad 18 milijonov.

Dolgoročni pogled na potrošnjo, ki ga zrcali gibanje na nepremičninskem trgu, prav tako ne vzbuja nobenih skrbi. Število prodanih nepremičnin (nove enodružinske hiše) je na relativno visoki ravni, gledano v obdobju po svetovni finančni krizi. V septembru je opaziti manjše število prodanih nepremičnin, kar je sezonske narave. Če pogledamo povprečno

medletno število prodanih enot, ugotovimo, da so rasti velike. Do podobnega sklepa pridemo, če analiziramo gibanje prodajne cene, kjer so povprečne medletne rasti stabilne. Skratka, ameriški potrošnik ne kaže znakov recesije. Kratkoročni kazalniki nakazujejo na začasen predah na daljši poti stabilne rasti.

Tabela 2: Nepremičninski trg ZDA

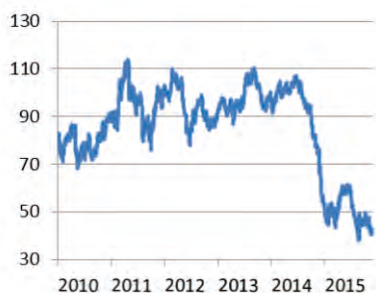
	Prodajna cena mediana (v 000 USD)	Povprečna medletna sprememba prodajne cene	Število prodanih enot	Povprečna medletna sprememba prodanih enot
Oktober 2014	299,4	6,53 %	472	4,36 %
November 2014	302,7	7,07 %	449	3,14 %
December 2014	302	6,79 %	495	2,11 %
Januar 2015	292	7,05 %	521	2,33 %
Februar 2015	293,9	7,13 %	545	3,70 %
Marec 2015	293,4	7,82 %	485	6,63 %
April 2015	292,7	7,33 %	508	8,92 %
Maj 2015	287,4	8,06 %	513	11,73 %
Junij 2015	289,2	7,38 %	469	12,24 %
Julij 2015	296,4	6,56 %	503	14,68 %
Avgust 2015	289,1	6,45 %	529	16,04 %
September 2015	296,9	5,21 %	468	15,83 %

Vir: Bloomberg 2015.

Vlagatelji so v letu 2015 največ pozornosti namenili podatkom o gibanjih cene nafte, ameriškega dolarja in trga dela. Ti podatki so pod drobnogledom vlagateljev predvsem zaradi ocen tveganj, povezanih z ohlajanjem gospodarstva, napovedovanjem inflacije ter pričakovanji glede gibanja ključne obrestne mere. Ameriška nafta WTI⁵ se je v letu 2015 do novembra

pocenila za več kot 20 %, merjeno v dolarjih. Posledično so se inflacijska pričakovanja znižala na ravni, ki jih nismo videli vse od svetovne finančne krize. Tveganja obstajajo in se zrcalijo ravno v teh nizkih inflacijskih pričakovanjih, ki namigujejo, da tokratnega poslovnega cikla ne bo zaznamovala velika gospodarska rast, temveč bolj zmerna.

Slika 5: Gibanje cene nafte WTI v USD na sodček



Vir: Bloomberg 2015.

Ameriška valuta je bila nesporen zmagovalec leta 2015. T. i. Dollar Index, ki meri gibanje ameriškega dolarja nasproti košarici najpomembnejših valut, je do konca novembra zrasel za 10 %, od začetka leta 2014 pa že za 25 %. Negativen vpliv zaradi apreciacije dolarja gospodarstva ne

Slika 6: Inflacijska pričakovanja v %



Vir: Bloomberg 2015.

bi smel potisniti v recesijo, saj ameriško gospodarstvo ni izvozno usmerjeno. Podatki kažejo, da je delež izvoza v BDP znašal zgolj 13,5 %, medtem ko npr. v Nemčiji dosega okrog 45 % BDP in v Sloveniji še več, okrog 76 % BDP⁶

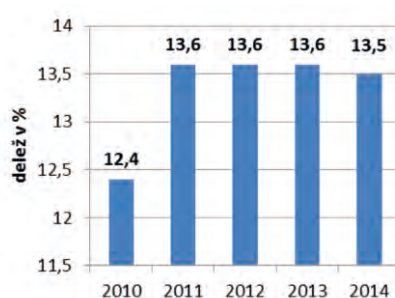
Slika 7: US Dollar Index



Vir: Bloomberg 2015.

Ameriška centralna banka pri sprejemanju monetarnih ukrepov zasleduje dva cilja. Prvi se nanaša na stabilnost cen in drugi na maksimalno zaposlenost. Trga dela je v letu 2015 nadaljeval pot zniževanja stopnje brezposelnosti, ki je v oktobru zdrsnila na 5

Slika 8: Delež izvoza v BDP ZDA



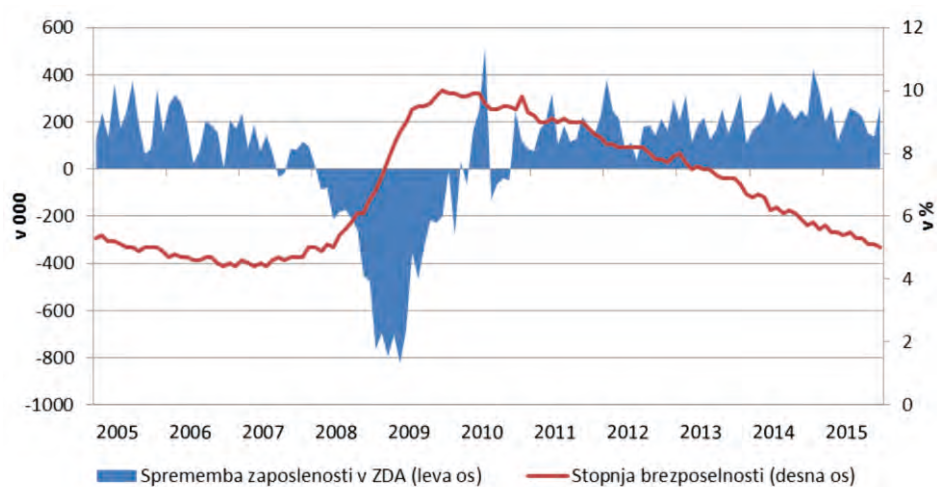
Vir: Bloomberg 2015.

% . V zadnjih nekaj objavah je opaziti tudi malo večji pritisk na dvig plač, ki ga prej nekaj let ni bilo opaziti. To pa stopnjuje tudi pritisk na ukrepanje ameriške centralne banke.

Ameriški potrošnik ne kaže znakov recesije.

⁶ Podatki Svetovne banke za leto 2014 (<http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>).

Slika 9: Trg dela



Vir: Bloomberg 2015.

Trga dela je v letu 2015 nadaljeval pot upadanja stopnje brezposelnosti.

Napovedi gibanja BDP ZDA se za prihodnja leta sučejo okrog trenutnih 2,5 %. Inflacija bo v letu 2015 izjemno nizka, predvsem zaradi učinka nizke cene pogonskih goriv, v letu 2016 naj bi se stabilizirala na ravneh

okrog 2 %. Brezposelnost bo ob nadaljevanju trenutnih razmer upadla pod mejo 5 %. Napovedi za obrestno mero se giblje okrog 2 % v letu 2016.

Tabela 3: Napovedi za ZDA

	Povprečje 04–13	2014	% sprememba glede na predhodno leto		
			Napovedi		
			2015	2016	2017
BDP	1,8	2,4	2,5	2,5	2
CPI*	2,4	1,6	0,2	1,9	2,3
Brezposelnost**	6,7	6,2	5,3	4,8	4,5
Obrestna mera***	2,3	0,1	0,1	1,9	3,4

* Consumer price index

** Stopnja brezposelnosti

*** Ciljna obrestna mera Fed na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2015.

Fed vse bolj razdvojen

Napovedi ključne obrestne mere ob koncu leta 2016 so različne. Če usmerimo naš pogled nazaj, ugotovimo, da so bile napovedi za ključno obrestno mero ob koncu leta 2015 okrog 1 %. Člani monetarnega odbora, ki določa ključno obrestno mero, so zelo različno napovedovali njeno vrednost ob koncu leta 2015,

razpon je segal od 0,25 do 3 %. Zgodilo pa se je, da ameriška centralna banka v letu 2015 (do konca novembra) ni sprejela odločitve za spremembo ključne obrestne mere. Razlog za oklevanje z njenim dvigom izhaja iz zasledovanja dveh ciljev, in sicer maksimalne zaposlenosti in stabilnosti rasti cen okrog 2 %.

FOMC,⁷ odbor, ki je odgovoren za sprejemanje monetarnih ukrepov, je, kot izhaja iz zapisnikov zadnjih srečanj, vse bolj razdvojen glede dviga obrestne mere. Člani odbora so na zadnjem zasedanju, ki je bilo v oktobru 2015, razkrili precejšnja nesoglasja glede prihodnjega gibanja inflacije in politike obrestnih mer. Predlogi nekaterih so šli v smeri zamenjave ključnih kazalnikov gibanja cen. Namreč, če pogledamo zgolj ožji indeks gibanja cen,⁸ ki ne zajema gibanja cen hrane in energije, potem je rast cen okrog 1,9 %. Na drugi strani dobimo popolnoma drugačno sliko,

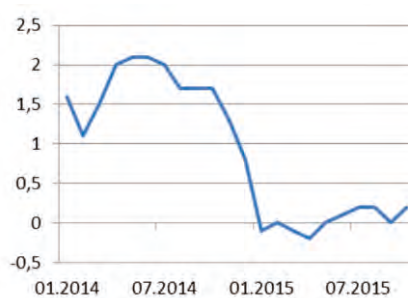
če gledamo širši indeks cen, ki vključuje gibanja cen hrane in energije. V tem primeru praktično ne moremo govoriti o inflaciji. Med nasprotniki in zagovorniki se je tako vnela razprava, kateri izmed indeksov gibanja cen bolje opisuje inflacijo in je posledično primernejši za analizo. Odbor pri svoji oceni glede inflacije ne analizira zgolj ta dva indeksa, temveč širši nabor indikatorjev gibanja cen. Posledično lahko tudi v prihodnje pričakujemo razdvojenost odbora glede gibanja inflacije in politike obrestnih mer.

Slika 10: Gibanje inflacije brez hrane in energije



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 11: Gibanje inflacije v ZDA



Vir: Bloomberg 2015.

Razlog za oklevanje z dvigom obrestne mere izhaja iz zasledovanja dveh ciljev.

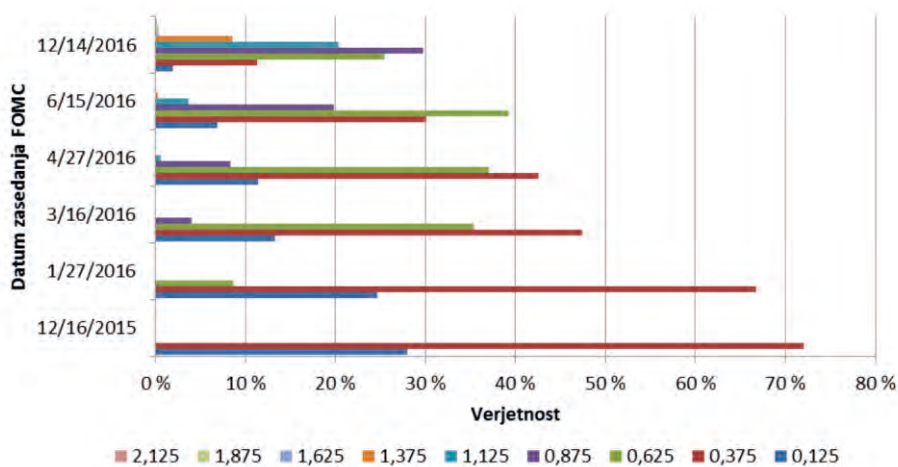
Skratka, razprava o hitrosti dvigovanja obrestne mere je pereča in se osredotoča predvsem na oceno gibanja inflacije, ta pa se znotraj odbora močno razlikuje. Odbor pa je razmeroma enoten glede t. i. timinga dviga obrestne mere. Trinajst od 17 članov odbora je na zasedanju v septembru navedlo, da je primeren čas za dvig obrestne mere leto 2015. Če pogledamo ocene investitorjev ob koncu novembra, ugotovimo, da je verjetnost dviga obrestne mere na zadnjem zasedanju, ki je 16. decembra 2015, več kot 70-odstotna. Trg pričakuje dvig obrestne mere na zadnjem srečanju v letu 2015 na 0,375 %. Ocena investitorjev glede obrestne mere ob koncu leta 2016 je, da obstaja 75-odstotna verjetnost, da se bo obrestna mera gibala v razponu od 0,625 do 1,125 %.

Člani FOMC so na zasedanju v septembru predstavili tudi svoj pogled na gibanje ključne obrestne mere v prihodnjih nekaj letih. Večina članov meni, da bo obrestna mera konec leta 2015 višja od trenutnih 0,25 %, in sicer je največja verjetnost, da bo okrog 0,5 %. Napoved za leto naprej kaže, da 64 % vseh članov meni, da se bo obrestna mera konec leta 2016 gibala med 1 do 1,75 %. Če verjetnost in razpon pričakovane obrestne mere za leto 2016 primerjamo z napovedjo trga, ugotovimo, da člani FOMC napovedujejo višjo obrestno mero, kot jo pričakuje trg. Fed je očitno bolj optimističen glede gospodarske aktivnosti ZDA in rasti cen.

⁷ Federal Open Market Committee.

⁸ US CPI Urban Consumers Less Food & Energy.

Slika 12: Gibanje verjetnosti dviga ključne obrestne mere Feda



Razprava o hitrosti dvigovanja obrestnih mer je pereča.

Vir: Bloomberg 2015.

Tabela 4: Pričakovanja članov FOMC o višini ključne obrestne mere ob koncu leta

	2015	2016	2017	2018	Dolgi rok
manj od 0,25	1	1			
0,25	3				
0,50	7				
0,75	5				
1,00	1	2	1		
1,25		4			
1,50		2			
1,75		3			
2,00		1	2		
2,25		2	2		
2,50		1	2		
2,75			3		
3,00		1	2	4	1
3,25			1	4	6
3,50			3	4	5
3,75				3	4
4,00			1	2	1

Dvig obrestnih mer je povezan s potrditvijo, da se realna gospodarska rast vzpenja.

Vir: Fed 2015.

Zgodovinsko gledano je dvig obrestnih mer kratkoročno povečal volatilnost na delniških trgih, v prvih treh mesecih po dvigu je bila donosnost delnic nizka oz. negativna. Dvig obrestnih mer je povezan s

potrditvijo, da se realna gospodarska rast vzpenja. Posledično je, dolgoročno gledano, ta proces spremljala nadpovprečna donosnost delnic nasproti obveznicam.

Vrednotenja delniškega trga

Med razvitimi trgi je bil ameriški delniški trg eden izmed manj donosnih ob koncu novembra, gledano v lokalni valuti. Razloge gre iskati v negotovosti glede dviga ključne obrestne mere in rasti dolarja ter v tveganjih, ki izhajajo iz ohlajanja gospodarske aktivnosti držav v razvoju.

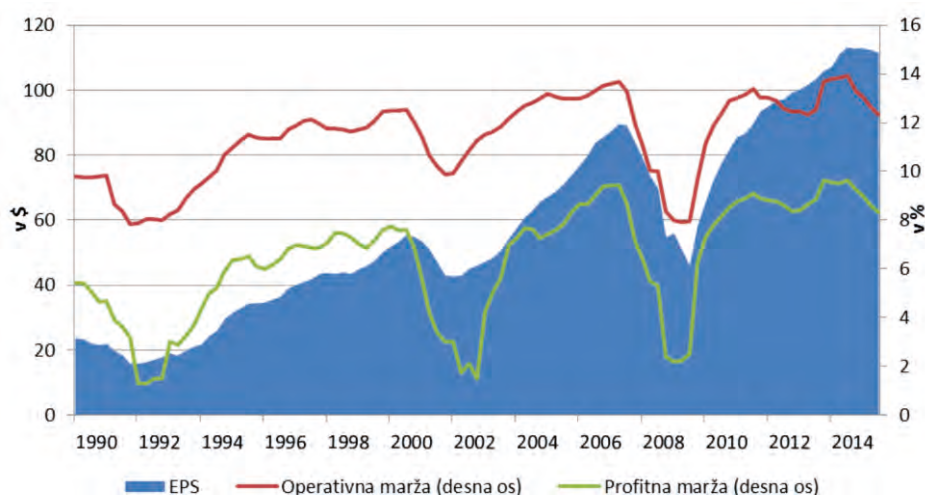
Poslovni rezultati ameriških podjetij v letu 2015 ne sledijo trendu iz preteklih let. Dobiček na delnico je v tretjem četrtletju upadel za 1,55 % v primerjavi z enakim obdobjem lani. Primerjava četrtletnega gibanja dobička razkriva, da je bil upad 0,8-odstoten glede na drugo četrtletje. Prihodki ameriških podjetij, vključenih v indeks S&P 500, so se prav tako zmanjšali. Na letni ravni so manjši za 0,3, na četrtletni pa za 0,8 %. Dobičkonosnost ameriških podjetij je dosegla vrh v tretjem četrtletju leta 2014. Operativna marža je od vrha pri okrog 14 %

upadla na 12,34 %, profitna marža pa na 8,31 %.

Razlog za upad dobička in marže gre iskati v rasti dolarja in manjši dobičkonosnosti energetskih podjetij. Za celotno gospodarstvo znaša delež izvoza v BDP okrog 13,5 %, medtem ko je delež prihodkov, izhajajočih iz izvoza, vseh podjetij v indeksu S&P 500 okrog 30 %. Posledično rast dolarja pomeni slabšanje mednarodne konkurenčnosti, kar se kaže v upadu prihodkov in dobička. Drug pomemben dejavnik je nizka cena nafte, katere negativni učinek se najbolj pozna ravno pri poslovanju energetskih podjetij v letu 2015. Daleč največje upade dobička so imela podjetja iz energetske panoge, saj so na vrhu te negativne lestvice kar štiri od petih podjetij iz energetske panoge, uvrščenih v indeks S&P 500.

Med razvitimi trgi je bil ameriški delniški trg eden izmed manj donosnih ob koncu novembra.

Slika 13: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa S&P 500



Vir: Bloomberg 2015.

Cikel poslovanja ameriških podjetij se je obrnil. Opaziti je upadanje dobička, prihodkov in dobičkonosnosti. Razlogi sicer niso makroekonomske narave, temveč gre za uvoz zunanjih dejavnikov, medtem ko pozitivni učniki cene nafte na potrošnje za zdaj še niso v celoti všteti in realizirani v gospodarstvu. V prihodnjem letu pričakujemo boljše poslovanje ameri-

ških podjetij, predvsem zaradi manjšega negativnega vpliva nizke cene nafte na dobičkonosnost energetskih podjetij in večje potrošnje zaradi nizke stopnje brezposelnosti ter nizke cene nafte. Na drugi strani je dejavnik negotovosti gibanje ključne obrestne mere in gospodarska aktivnost držav v razvoju.

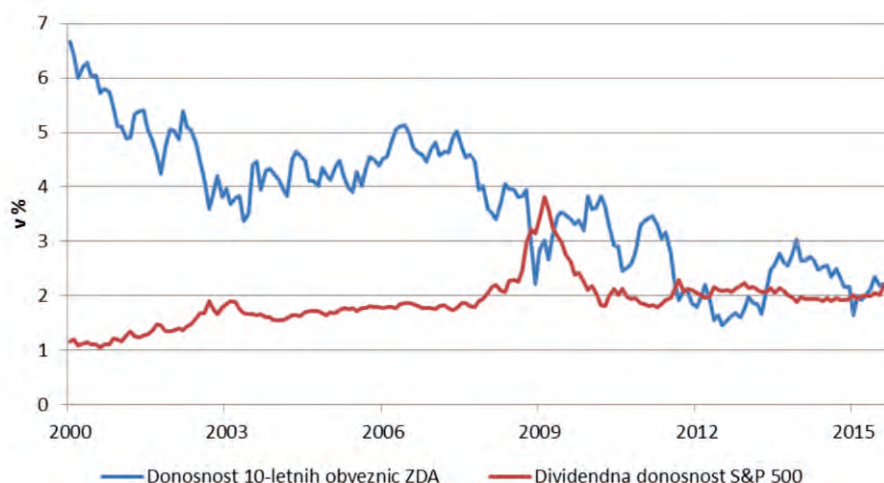
Daleč največje upade dobička imajo podjetja iz energetske panoge.

Primerjava donosnosti desetletnih državnih obveznic in dividendne donosnosti razkriva, da so ameriške delniške naložbe še vedno zanimive v primerjavi z obveznicami. Na drugi strani so vrednotenja zgodovinsko gledano relativno visoka in v letu 2016 ni pričakovati zvišanja

multiplikatorjev ob predpostavki, da vse drugo (razen cene) ostane nespremenjeno. Posledično si za leto 2016 ne obetamo močnejše rasti ameriškega delniškega trga. Pričakujemo nadaljevanje večje volatilnosti na delniških trgih, ki smo ji bili priče v tem letu.

Slika 14: Gibanje dividende donosnosti ameriških delnic in 10-letnih državnih obveznic

V prihodnjem letu pričakujemo boljše poslovanje ameriških podjetij.



Vir: Bloomberg 2015.

Zgodovinska primerjava multiplikatorjev razkriva, da je ameriški delniški trg polno vrednoten, zato bistvenih premikov navzgor ni pričakovati. To pomeni, da bodo

prihodnje rasti delniških tečajev veliko bolj odvisne od rasti poslovanja podjetij in ne od rasti multiplikatorjev.

Tabela 5: Vrednotenje ameriškega delniškega trga

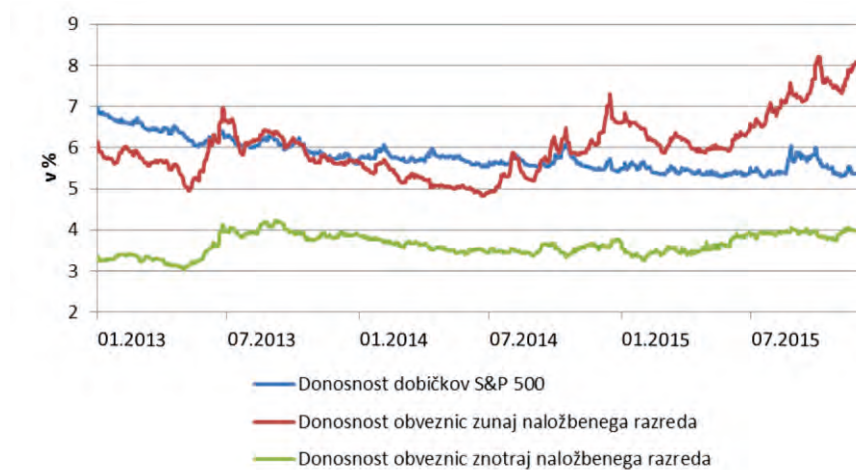
	Trenutna vrednotenja	Dolgoročna mediana
Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB	2,58	2,67
Multiplikator dobička – PE	17,23	16,68
Multiplikator – PS	1,70	1,39
Dividendna donosnost	2,25	2,83
EV/EBITDA	11,92	10,55

Trenutno vrednotenje je narejeno za indeks S&P 500 na dan 30. 9. 2015. Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od leta 1990 do 30. 9. 2015; PE od leta 1954 do 30. 9. 2015; dividenda donosnost od leta 1970 do 30. 9. 2015; EV/EBITDA od leta 1990 do 30. 9. 2015. Kazalniki so vsi tekoči (trailing).
Vir: Bloomberg 2015.

Primerjava ameriških delnic z dolžniškimi vrednostnimi papirji prav tako razkriva, da delnice niso več tako privlačne kot v preteklosti. Razmik med donosnostjo dobičkonosnosti podjetij S&P 500 in

obveznicami znotraj naložbenega razreda se namreč krči, medtem ko se na drugi strani veča razmik med delnicami in obveznicami zunaj naložbenega razreda.

Slika 15: Primerjava gibanja donosnosti posameznih naložbenih razredov



Pričakujemo nadaljevanje večje volatilnosti na delniških trgih.

Donosnost dobičkov: inverzni multiplikator PE.

Donosnost obveznic zunaj naložbenega razreda: Barclays US Corporate High Yield.

Donosnost obveznic znotraj naložbenega razreda: FINRA – BLP Active Investment Grade US Corporate Bond Yield.

Viri: Bloomberg in lastni izračuni 2015.



Aleš Šoba
CFA

Evropa: dobra podlaga za uspešno leto 2016

V letu 2016 pričakujemo nadaljevanje pozitivnega gibanja evropskih delnic. Prav tako menimo, da bodo naslednje leto evropske delnice premagale ameriške, saj so nasproti njim od začetka leta 2008 zaostale za skoraj 100 %. Pozitivno gibanje evropskih delnic v letu 2015 je bilo posledica agresivne politike ECB, gospodarskega okrevanja in ponovne rasti dobičkov (evroobmočje). Tudi negativni signali iz Kitajske in držav v razvoju, begunska kriza ter grška drama (znova) niso preprečili pozitivne rasti evropskih delnic, so pa nedvomno pripomogli, da donosi niso bili tako visoki, kot smo

pričakovali na začetku leta. Naš optimizem za leto 2016 spet gradimo na nadaljevanju agresivne politike ECB, šibkega evra in nizkih cen nafte ter na ponovnem zagonu kreditnega cikla, kar daje podlago za večjo gospodarsko rast v evroobmočju. Poleg pozitivne gospodarske slike ostajajo ugodna tudi vrednotenja evropskih delnic, predvsem v primerjavi s preostalimi delniškimi trgi, še posebej pa nasproti obveznicam. Če k temu dodamo še večjo rast dobičkov nasproti ameriškim podjetjem, dobimo dokaj ugodno sliko za evropske delnice.

Ali bo leto 2016 prineslo preobrat evropskih delnic nasproti ameriškim

Slika 16: Gibanje evropskih delnic nasproti ameriškim



MSCI Europe/S&P 500
Vir: Bloomberg 2015, lastni izračun.

V letu 2016 pričakujemo preobrat evropskih delnic nasproti ameriškim.

Že kar precej časa čakamo na to, da se prekine »prevlada« ameriških delnic nad evropskimi in da evropske delnice končno presežejo donosnost ameriških. Čeprav lahko rečemo, da so bile v letu 2015 evropske delnice bolj donosne od ameriških (v lokalnih valutah), pa je močna okrepitev ameriškega dolarja prevesila tehniko znova v prid ameriških in obdobje,

ko evropske delnice zaostajajo za ameriški, se je spet podaljšalo. Od konca leta 2007 pa do novembra 2015 so evropske delnice zaostale za skoraj 100 %. Vedno težje je pričakovati, da se bo ta trend še nadaljeval. Vrednotenja, rast dobičkov, gospodarska rast ter divergentna politika evropske in ameriške centralne banke govorijo v prid evropskih delnic.

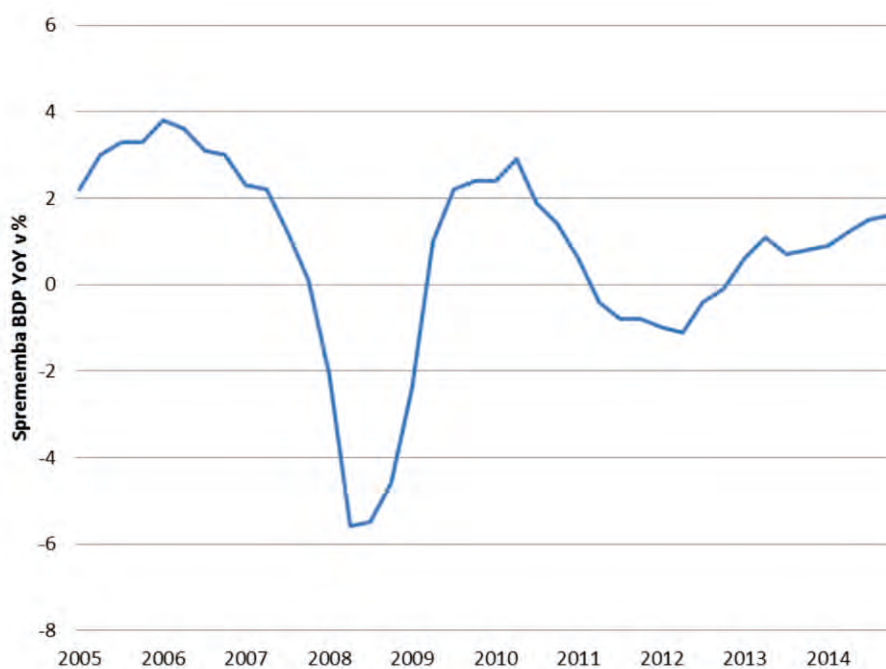
Gospodarsko okrevanje se bo nadaljevalo

Gospodarstvo evroobmočja je v letu 2015 še naprej okrevalo, četudi gospodarska rast ostaja majhna v primerjavi s časom pred veliko finančno krizo v letih 2007 do 2008. Medletna rast BDP je v tretjem četrtletju 2015 znašala 1,6 %, gonilna sila pa je bila znova Španija, ki je dosegla rast v

višini 3,4 %. Okrevanje evroobmočja je tako celo nad napovedmi pred letom dni, za kar gre nedvomno zasluga agresivni politiki ECB. Da gre evropsko gospodarstvo v pravo smer, lahko sklepamo na podlagi tega, da okrevanje temelji na večji domači potrošnji in investicijah.

Medletna rast BDP je v tretjem četrtletju 2015 znašala 1,6 %.

Slika 17: Sprememba BDP v evroobmočju



Vir: Bloomberg 2015.

V letu 2016 pričakujemo, da se bo to okrevanje nadaljevalo.

Dejavniki, ki govorijo v prid temu, so:

- **Agresivna politika ECB (še vedno):** Mario Draghi je verjetno eden najbolj zaslužnih, da lahko gospodarstvo evroobmočja po dolgih letih upa, da je na poti vzdržnega okrevanja. Dolgo časa so na ECB letele kritike, zakaj ne gre po poti ameriškega Feda in uvede odkupe obveznic (QE). Januarja 2015 smo končno dočakali začetek programa QE, v decembru 2015 pa smo dobili potrditev, da bo program podaljšan do marca 2017 (prej

september 2016) oz. kolikor dolgo bo potrebno, da se inflacija približa ciljni (2 %). Depozitno obrestno mero so dodatno znižali na negativnih 0,3 %, s čimer bodo banke še bolj motivirane, da kreditirajo. Prva reakcija trga na objavljene ukrepe je bila negativna, saj so pričakovali, da bodo mesečno kvoto 60 milijard evrov še povečali, vendar glede na dejstvo, da ukrepi delujejo, trenutno ni potrebe po še agresivnejši politiki. Pričakujemo, da

Gospodarsko okrevanje se bo nadaljevalo.

agresivne politike ECB je tudi šibek evro, predvsem proti ameriškemu dolarju. Glede na divergentno politiko ECB in Feda lahko pričakujemo, da bo evro še izgubljal vrednost. Edino tveganje je, da

bodo ukrepi preveč uspešni, kar bi privedlo do tega, da bi trgi začeli razmišljati o koncu QE v letu 2017 in posledično prvem dvigu ključne obrestne mere v letu 2018.

Slika 18: Gibanje EUR/USD



Agresivna politika ECB bo še naprej dajala podporo evropskemu gospodarstvu.

Vir: Bloomberg 2015.

- **Nižja cena nafte:** Cene nafte so za 45 % nižje od povprečja v letu 2014, kar po oceni investicijske banke Goldman Sachs pomeni stimulacijo v višini 1,5 % BDP v razmiku dveh let. Največji učinek se pokaže z zamikom treh do šest

četrtilletij, tako da lahko tovrstne spodbude pričakujemo še v letu 2016. Glede na dejstvo, da trenutno okrevanje temelji izključno na domači potrošnji, je to še dodaten stimulacijski učinek.

Slika 19: Gibanje cene sodčka nafte brent



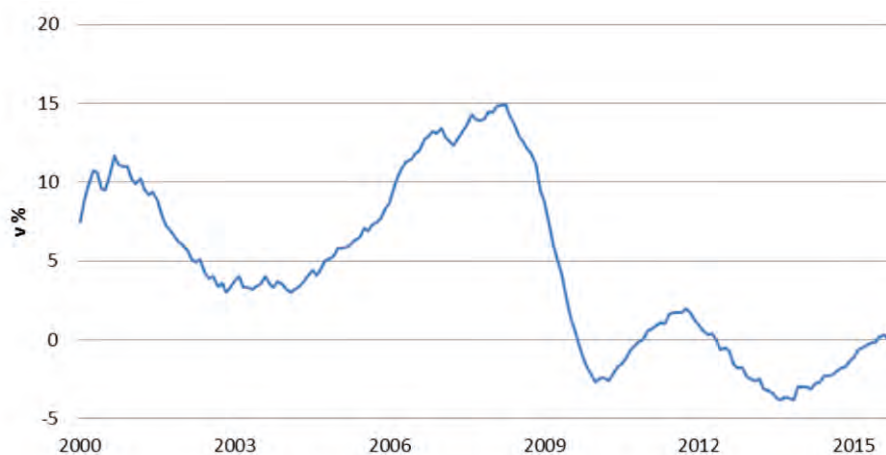
Vir: Bloomberg 2015.

- **Kreditni cikel:** Verjetno je najbolj pomemben kazalnik, da agresivna monetarna politika deluje, vnovično večje kreditiranje podjetij in gospodinjstev. Zasluga gre tudi temu, da so evropske banke v teh letih povečale kapitalsko ustreznost in so znova sposobne kreditirati. Evropska podjetja so mnogo bolj odvisna od bančnih posojil kot ameriška, tako da je nov zagon kreditnega cikla za Evropo veliko pomembnejši kot za ZDA. Da lahko pričakujemo nadaljevanje tega trenda tudi v prihodnje, lahko sklepamo po

zniževanju kriterijev bank za dodelitev posojil ter zaradi izjemno nizkih obrestnih mer, po katerih lahko podjetja dobijo nova posojila. Zadnji podatki za oktober 2015 kažejo, da so se krediti do podjetij povečali za 0,6 %, do gospodinjstev pa za 1,2 %. Tudi povečanje količine denarja v obtoku kaže, da evropsko gospodarstvo pridobiva pri hitrosti. Ožji denarni agregat M1 (gotovina in depoziti čez noč) je bil v oktobru višji za 11,8 %, širši M3 pa za 5,3 %.

Posojila podjetjem v evroobmočju so znova v vzponu.

Slika 20: Posojila nefinančnim družbam



Vir: Bloomberg 2015.

- **Fiskalna politika:** Zategovanje pasu, ki je v letih 2012–2013 odneslo približno 0,5 do 1 % BDP evroobmočja, v letu 2015 ni imelo vpliva, medtem ko lahko na

podlagi proračunov za 2016 po dolgih letih pričakujemo celo pozitiven vpliv na rast BDP.

Konec je varčevanja pri fiskalni politiki.

Če pogledamo celotno sliko, smo lahko za prihodnje leto optimistični, saj bo gospodarstvo evroobmočja deležno skorajda popolne nevihte pozitivnih šokov (nizka cena nafte, šibek evro, spodbudna fiskalna

politika, zagon kreditnega cikla). Če k temu dodamo še podaljšanje nekonvencionalnih ukrepov ECB, potem je realno pričakovati, da bo rast BDP prihodnje leto res 1,7 %, kot napoveduje ECB, kar je nad trendom.

Tabela 6: Napovedi za EMU

	Povprečje 04–13	2014	Napovedi		
			2015	2016	2017
BDP	0,9	0,9	1,5	1	1,5
CPI*	2	0,4	0,1	1,2	1,3
Brezposelnost**	9,5	11,6	11	10,8	10,3
Obrestna mera***	1,8	0,055	0,05	0,05	0,05

* Consumer price index

** Stopnja brezposelnosti

*** Ciljna obrestna mera ECB na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2015.

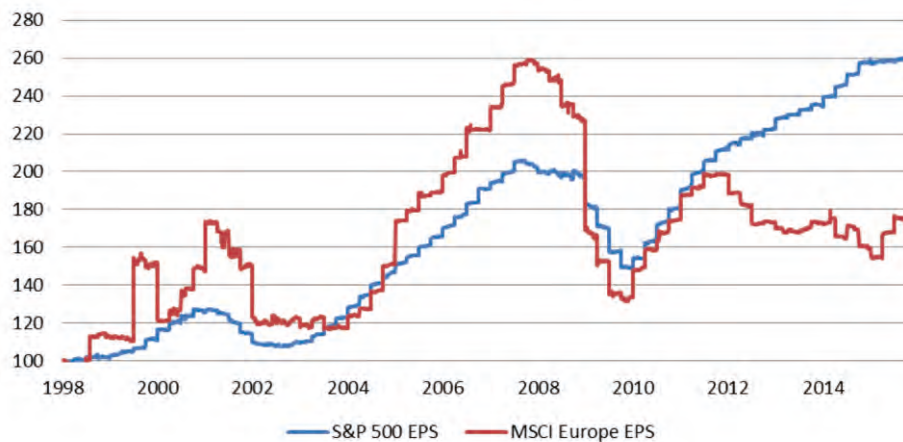
Vrednotenja delniškega trga

Dobički evropskih podjetij so daleč pod vrhovi.

Verjetno glavni razlog, zakaj evropske delnice od leta 2008 močno zaostajajo za ameriškimi, tiči v anemični rasti dobičkov, ki

še danes ostajajo daleč pod ravnmi iz leta 2007, medtem ko so ameriška podjetja ta vrh že zdavnaj presegla.

Slika 21: Gibanje dobičkov indeksov S&P 500 in MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2015.

Profitne marže evropskih podjetij so na cikličnem dnu.

Na drugi strani pa to pomeni, da je težko še slabše, še posebej zdaj, ko v prihodnjem obdobju pričakujemo gospodarsko okrevanje, šibek evro in nizke cene nafte. Vsi dejavniki govorijo v prid temu, da bodo

evropska podjetja imela večjo rast dobičkov od ameriških. Večji dobički na koncu tudi pomenijo višje tečaje evropskih delnic.

Slika 22: Gibanje profitne marže indeksa MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2015.

Pozitivne trende pri dobičkih je bilo možno zaznati že v letu 2015, čeprav na prvi pogled ni videti tako, saj naj bi bili dobički za 1 % manjši. Razlog je Velika Britanija, ki ima v svojem indeksu močan delež naftnih in surovinskih podjetij, ta pa so doživela močan upad dobičkov. Brez Velike Britanije pa se pričakuje rast dobičkov za kontinentalno Evropo v višini 7 %, podjetja iz evroobmočja, ki so profitirala zaradi šibkega evra, pa bodo dosegla rast v višini 11 %. Poleg japonskih podjetij so podjetja iz evroobmočja edina, ki imajo v letu 2015 pozitiven trend.

Da imajo evropska podjetja še ogromno rezerve pri rasti dobičkov, vidimo, če pogledamo gibanje profitne marže podjetij, ki sestavljajo indeks MSCI Europe. Ugotovimo lahko, da je trenutno dobičkonosnost evropskih podjetij na dnu in se giblje blizu 6 %. Dobički so ena izmed bolj cikličnih kategorij, torej lahko pričakujemo, da bomo ob nadaljnjem okrevanju evropskega gospodarstva dočakali vrnitev na prejšnje vrhove, kar se tiče dobičkonosnosti.

V letu 2016 torej pričakujemo večjo rast dobičkov evropskih podjetij (predvsem iz evroobmočja), kar je temelj za višje tečaje evropskih delnic.

Pričakuje se nadpovprečna rast evropskih dobičkov v letu 2016.



Uroš Vek

Japonska: »abenomika« poraja vse več vprašanj in daje vse manj odgovorov

Glavni razlog za slabše ekonomsko stanje je predvsem v dvigu davka na dodano vrednost v letu 2014 s 5 na 8 %. Dvig davkov in deprecijacija jena sta povzročila rast cen, ki je bila večja od rasti plač v letu 2014. Potrošniki so na te razmere odgovorili tako, da so zmanjšali potrošnjo. »Abenomika« poraja vse več vprašanj in daje vse manj odgovorov. Ta monetarna politika ne daje vidnih uspehov. BOJ izgublja boj z inflacijo, ki je vse dlje od ciljnih 2 %. BOJ in njen

predsednik zdaj kolebata, ali ponovno okrepiti program odkupov ali pa nadaljevati politiko gradualističnega pristopa. Slednje bi vlagatelji interpretirali kot poraz centralne banke in izgubo verodostojnosti. Ne glede na težave gospodarstva je bilo leto 2015 za japonske delnice najbolj donosno v skupini razvitih držav. Vrednotenja japonskega delniškega trga pa ne presegajo zgodovinskih povprečij, tako da ne moremo govoriti o kakršnikoli precenjenosti.

Kot ključni cilj je opredeljen dvig produktivnosti.

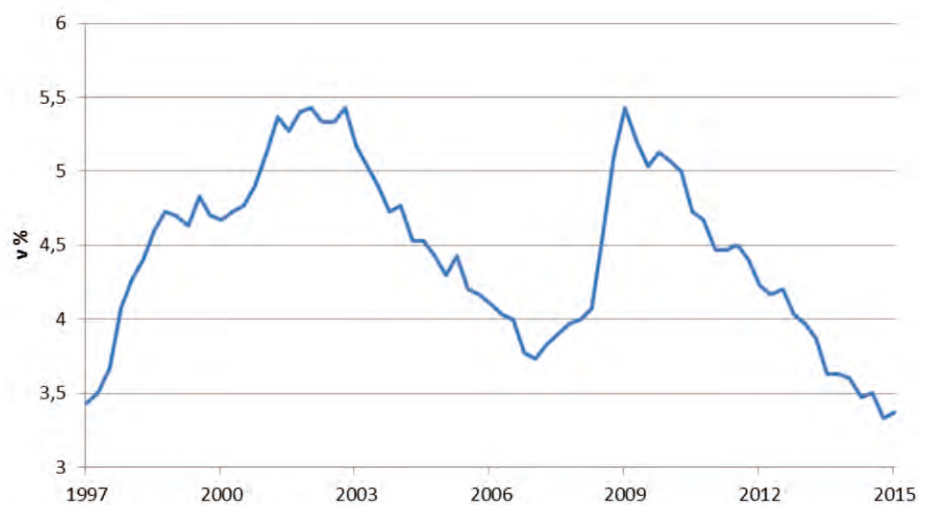
Politika Abeja vse bolj pod vprašajem

Vlada predsednika Šinza Abeja je s programom okrevanja, ki se ga je v javnosti prijelo ime »abenomika«, gradila svoj politični kapital. Kot ključni cilj je opredelila dvig produktivnosti in s tem mednarodne konkurenčnosti japonskega gospodarstva. Program temelji na treh stebrih: strukturne reforme, fiskalna stimulacija in program kvantitativnega sproščanja. V okviru strukturnih reform je izpeljala liberalizacijo kmetijskega sektorja, znižala davek na

dobiček podjetij, medtem ko reforma trga dela še ni bila izpeljana.

Če pogledamo posamezne segmente gospodarstva, ugotovimo, da najbolj pozitivno izstopa trg dela. Zadnji podatki o gibanju brezposelnosti kažejo, da je ta s stopnjo 3,4 % na zgodovinsko nizkih ravneh. Ta podatek prikazuje pozitivno gospodarsko sliko, a ta je, gledano širše in upoštevaje več kazalnikov, varljiva.

Slika 23: Japonska stopnja brezposelnosti



Vir: Bloomberg 2015.

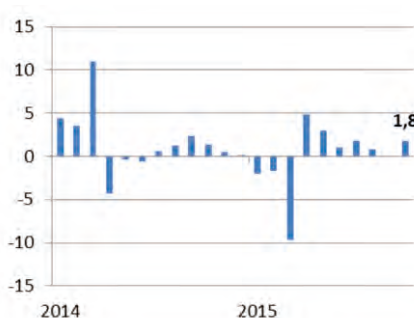
Slika 24: Japonska industrijska proizvodnja – rast v %



Vir: Bloomberg 2015.

Positivni trendi s trga dela se za zdaj še niso prelili v druge segmente gospodarstva. Japonska industrijska proizvodnja kot gonilo izvozno usmerjenega gospodarstva je na medletni ravni upadla za 1,4 %. Japonski potrošniki prav tako ne trošijo

Slika 25: Japonska prodaja na drobno – rast %

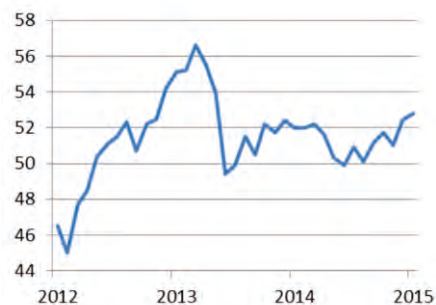


Vir: Bloomberg 2015.

bistveno več. Medletna prodaja je zrasla za zgolj 1,8 %. Zaupanje potrošnikov je relativno nizko, saj jih večina meni, da se gospodarsko stanje poslabšuje, ne pa izboljšuje.

Zadnji podatki o brezposelnosti kažejo, da je na zgodovinsko nizkih ravneh.

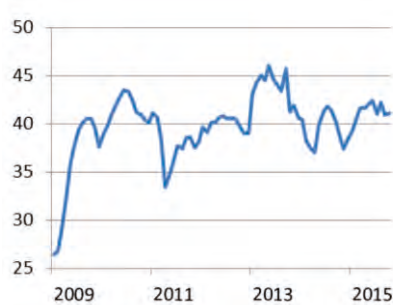
Slika 26: Japonski Markit PMI



Vir: Bloomberg 2015.

Japonska je po prvi objavi podatkov o gibanju BDP v tretjem četrtletju padla v tehnično recesijo, saj se gospodarska aktivnost že dve četrtletji zapored krči. Na medletni ravni je bila sicer rast v tretjem četrtletju še vedno pozitivna in je znašala 1 %. V začetku decembra je statistični urad objavil revizijo podatkov o BDP za tretje četrtletje, ki kaže na to, da Japonska ni v tehnični recesiji. Skratka, slika se je popolnoma spremenila, predvsem zaradi večjih domačih investicij, ki so v tretjem četrtletju zrasle za 0,6 %. Ob zadnji objavi revidiranih podatkov o BDP pa vlagatelji vse bolj dvomijo o njihovi zanesljivosti. Če

Slika 27: Zaupanje potrošnikov



Vir: Bloomberg 2015.

gledamo zadnji dve četrtletji skupaj, ugotovimo, da je bila rast skromnih 0,2 %, kar lahko klasificiramo kot stagnacijo. Poslabšanje gospodarskih razmer na Japonskem je močno povezano z dvigom davka na dodano vrednost s 5 na 8 % v letu 2014. Dvig davkov in deprecijacija jena sta povzročila rast cen, ki je bila večja od rasti plač v letu 2014. Potrošniki so na te razmere odgovorili tako, da so zmanjšali potrošnjo. Če pogledamo celotno gospodarsko sliko, ugotovimo, da se cilji »abonomike« vse bolj odmikajo in bodo težko dosegljivi tudi v prihodnje.

Japonska je v tretjem četrtletju padla v tehnično recesijo.

Če pogledamo celotno gospodarsko sliko, ugotovimo, da se cilji »abonomike« vse bolj odmikajo.

Napovedi rasti za leto 2015 so okrog 0,5 %, za leto 2016 pa 1,5 % in niso prav visoke. Tudi v prihodnjem letu ni pričakovati, da bi

inflacija zrasla na 2 %. Svetla izjema je trg dela, kjer se pričakuje nadaljevanje upadanja stopnje brezposelnosti.

Tabela 7: Napovedi za Japonsko

	Povprečje 04–13	2014	% sprememba glede na predhodno leto		
			Napovedi		
			2015	2016	2017
BDP	0,9	-0,1	0,5	1,5	0,5
CPI*	-0,1	2,7	1	1	2
Brezposelnost**	4,4	3,6	3,4	3,1	2,8
Obrestna mera***	0,1	0,1	0-0,1	0-0,1	0-0,1

* Consumer price index

** Stopnja brezposelnosti

*** Obrestna mera čez noč na koncu obdobja

Vir: Capital Economics 2015.

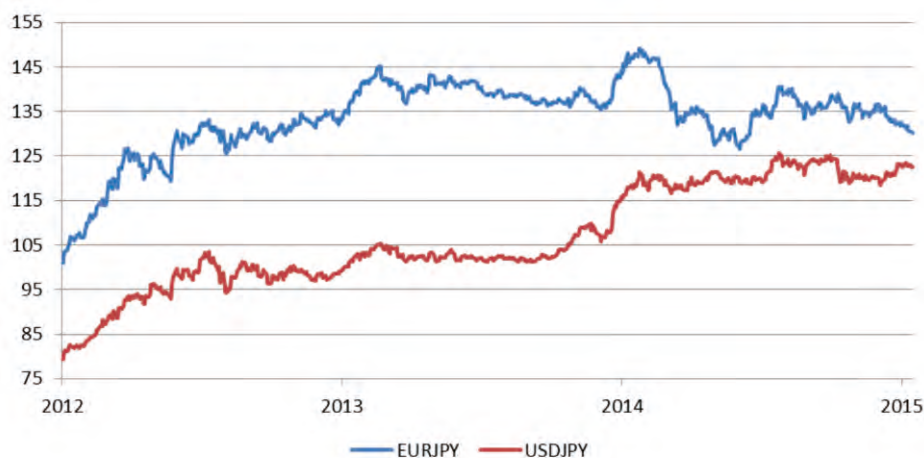
Monetarna politika za zdaj brez pravih odgovorov

Japonska centralna banka (BOJ) je s prihodom novega predsednika Haruhika Kuroda začela izvajati najbolj agresivno monetarno politiko s ciljem dvigniti inflacijo na 2 %. Leta 2010 je BOJ uvedel manjši program odkupa obveznic in ga v letu 2011 povečal na 55 bilijonov jenov. BOJ je tempo nakupov pospešil tudi v letu 2013, ko je naznanil, da bo letno odkupil za 60 do 70 bilijonov jenov državnih obveznic. V oktobru 2014 je znesek, namenjen odkupu obveznic, spet povečal. Ob tem je kvantitativnemu sproščanju dodal še kvalitativno, kar pomeni, da je naznanil nakup obveznic daljših ročnosti in preostalih naložbenih razredov, kot so delniških ETF in REIT.

Od začetka kvantitativnega sproščanja je centralni banki uspelo devalvirati jen nasproti dolarju in evru ter s tem izboljšati mednarodno konkurenčnost domačega gospodarstva. V slabih treh letih je tako dolar pridobil okrog 40 % vrednosti nasproti jenu in evro dobrih 10 %. V letu 2015 bistvene depreciacije jena nasproti dolarju ni bilo opaziti, medtem ko je v primerjavi z evrom prišlo do preobrata. Jen je pridobil okrog 10 % vrednosti nasproti evru, kar je posledica odločitve ECB, da tudi sama začne izvajati program kvantitativnega sproščanja.

BOJ-u je uspelo devalvirati jen in s tem izboljšati mednarodno konkurenčnost.

Slika 28: Valutni križ USDJPY in EURJPY



Vir: Bloomberg 2015.

Japonski centralni banki je na začetku ob objavi teh megalomanskih odkupov državnih obveznic uspelo dvigniti inflacijo, vendar kot se je izkazalo, je bilo to kratkotrajne narave. Inflacija je vrh dosegla sredi leta 2014, ko se je na medletni ravni gibala nad 3 %. Od takrat naprej je sledila samo še pot navzdol. Pomemben vpliv na upadanje inflacije so imeli energenti, saj je

Japonska energetsko odvisna od uvoza in so se upadi cene nafte na mednarodnih trgih poznali tudi v japonski inflaciji. V zadnjih mesecih je sicer prišlo do popravka gibanja ožjega indikatorja inflacije, ki izključuje cene hrane in energije, vendar je raven inflacije pri 0,7 % še vedno nizka glede na ciljna 2 %.

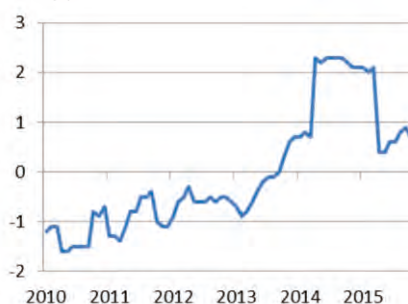
Pomemben vpliv na upadanje inflacije so imeli energenti.

Slika 29: Gibanje japonske inflacije na medletni ravni



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 30: Gibanje inflacije brez hrane in energije

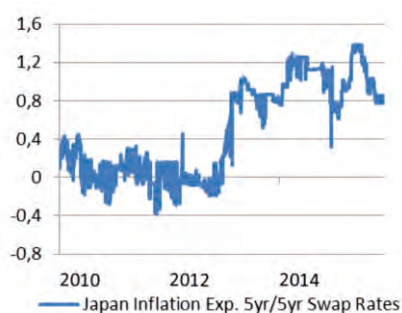


Vir: Bloomberg 2015.

Če pogled usmerimo naprej, ugotovimo, da trenutna pričakovanja trga ne signalizirajo, da bi se inflacija v prihodnje gibala okrog ciljnih 2 %. Predsednik BOJ je v eni od letošnjih izjav v Financial Timesu poudaril pomen dviga inflacijskih pričakovanj, ki so ključni steber njegove politike: »Če bi centralna banka lahko dvignila inflacijska pričakovanja, bi realne obrestne

mere upadle, kar bi pospešilo gospodarsko aktivnost podjetij in gospodinjstev.« Za zdaj ta politika ne deluje in banka izgublja boj z inflacijo. BOJ je v boju za dvig inflacije uporabil ogromna sredstva in dvignil bilančno vsoto na raven okrog 70 % BDP, kar je skoraj trikrat več, kot znaša bilančna vsota ZDA po treh odmevnih programih kvantitativnega sproščanja.

Slika 31: Japonska inflacijska pričakovanja



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 32: Delež bilančne vsote v BDP Japonske



Vir: Bloomberg 2015.

BOJ in njen predsednik zdaj kolebata: povečanje odkupov ali gradualizem.

Skratka, nobeden od ukrepov BOJ z namenom dvigniti inflacijska pričakovanja in posledično pripeljati inflacijo na 2 % letno doslej ni obrodil sadov. Posledično vlagatelji na kapitalskih trgih dvomijo o verodostojnosti japonske centralne banke in njene politike, kar se kaže tudi v upadanju inflacijskih pričakovanj.

Na zadnjem zasedanju dodatnih ukrepov, kot je povečanje odkupov ali kaj

podobnega, niso sprejeli. BOJ in njen predsednik zdaj kolebata med tem, ali ponovno povečati program odkupov ali pa nadaljevati gradualistični pristop. Slednje bi vlagatelji interpretirali kot poraz centralne banke in izgubo verodostojnosti. Posledično mnogi akterji na trgu zahtevajo, da BOJ redefinira monetarno politiko. Na monetarnem področju lahko torej za Japonsko pričakujemo zahtevno, negotovo in vroče leto.

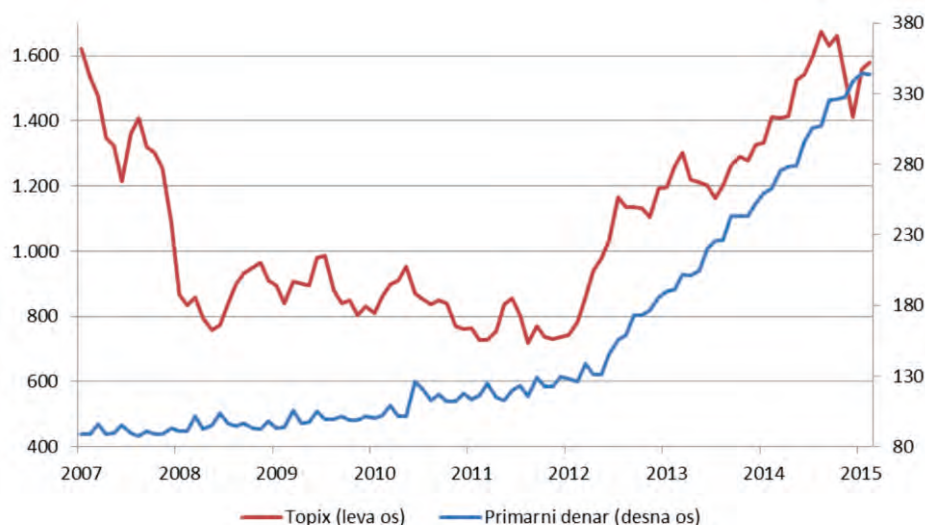
Vrednotenja delniškega trga

Med razvitimi trgi je bil japonski delniški trg v letu 2015 med bolj donosnimi.

Med razvitimi trgi je bil japonski delniški trg v letu 2015 med bolj donosnimi tako v lokalni valuti kot v evrih. Donos v jenih je do konca novembra znašal okrog 12 %, v evrih pa več kot 25 %. Gibanje delniških trgov močno sledi rasti denarne mase in ta trend se je v letu 2015 tudi ohranil. Zgodovinske

primerjave in študije potrjujejo, da kvantitativno sproščanje najbolje deluje prek transmisijskega kanala delniških trgov (glej članek Bančni vestnik, september 2015, Vek: Kvantitativno sproščanje in njegov učinek v praksi).

Slika 33: Primerjava gibanja delniškega indeksa Topix in primarnega denarja



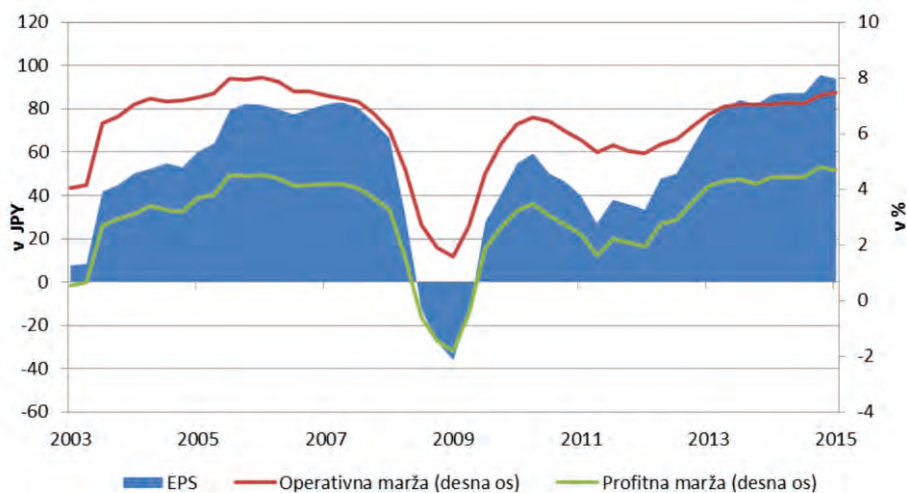
Vir: Bloomberg 2015.

Dobičkonosnost je zrasla na ravni pred svetovno finančno krizo.

Japonska podjetja so v tretjem četrtletju izkazovala največjo rast dobičkonosnosti v primerjavi z drugimi delniškimi trgi razvitih držav. Posledično so se delnice od oktobra 2015 naprej gibale izrazito pozitivno. Podjetjem je uspelo dvigniti dobiček na delnico (na medletni ravni) za 8,3 % in prihodke za 2,5 %, kljub manjši depreciaciji

jena kot v predhodnem letu. Dobičkonosnost je zrasla na ravni pred svetovno finančno krizo in ta trend se nadaljuje. Sicer je raven pod ameriškimi podjetji; slednja dosegajo operativno maržo nad 12 %, medtem ko japonska 7,4 %. To pomeni, da prostor za nadaljnjo rast obstaja.

Slika 34: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa Topix



Vir: Bloomberg 2015.

Trenutno vrednotenje japonskega delniškega trga ne presega zgodovinskega povprečja.

Trenutno vrednotenje japonskega delniškega trga ne presega zgodovinskega povprečja, tako da ne moremo govoriti o kakršnikoli precenjenosti. Če ne bo prišlo do spremembe monetarne politike BOJ,

glede na pretekle izkušnje tudi ni upravičeno pričakovati, da bi se trend rasti tečajev vzporedno z rastjo denarne mase prelomil.

Tabela 8: Vrednotenje japonskega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja	Dolgoročna mediana
Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB	1,2	1,52
Multiplikator dobička – PE	15,03	26,49
Multiplikator – PS	0,7	0,62
Dividendna donosnost	1,87	1,05
EV / EBITDA	9,12	10,02

Trenutno vrednotenje je narejeno za indeks Topix na dan 30. 9. 2015.
 Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od 30. 3. 1973 do 30. 9. 2015; PE in dividendna donosnost od 30. 6. 1993 do 30. 9. 2015; EV/EBITDA od 30. 6. 1994 do 30. 9. 2015.
 Kazalniki so vsi tekoči (trailing).
 Vir: Bloomberg 2015.



mag. Jure Dubravica

EM – države v razvoju: v ospredju so cene surovin

Za osrednjo delitev držav v razvoju se vse bolj uporablja kriterij, ali je država neto izvoznica ali uvoznica surovin. V slednjo skupino spadajo predvsem države razvijajoče se Azije. Izvoznice surovin se srečujejo z manjšo gospodarsko rastjo, marsikatera je celo zdrsnila v recesijo, a to ni le posledica nižjih cen surovin, temveč tudi slabega implementiranja strukturnih reform, ki bi podprle gospodarsko rast. Več kot desetletje trajajoč cikel zviševanja cen surovin se je z umiranjem kitajske rasti končal. Smo v obdobju, ko se države bolj ali manj uspešno prilagajajo tej novi realnosti. Nižje cene surovin so pri uvoznicah znižale splošno raven cen, kar je zmanjšalo pritisk monetarne politike. Na drugi strani imajo izvoznice manjše prihodke in morajo zmanjševati javno porabo. Kjer so v veljavi fleksibilni valutni tečajji, je prišlo do naglih depreciacij valut in rasti inflacije ter so se razkrile še druge težave posameznih držav. Po mnenju Capital Economicsa pa bi se lahko cene surovin v letu 2016 nekoliko

popravile. Pri tem navajajo tri argumente. Prvič, zmanjšuje se ponudba posameznih surovin zaradi nizkih cen. Verjamejo, da še vedno velja stari rek: najboljšo zdravilo zoper nizke cene so nizke cene. Drugič, trgi so postali preveč pesimistični glede prihodnjega povpraševanja. Tretjič, kot kaže, je razpoloženje vlagateljev glede surovin doseglo dno (vsaj trenutno). Tudi če surovine primerjamo s ceno obveznic in delnic, delujejo prve izredno poceni. Nizke cene surovin pa ne škodujejo le njihovim proizvajalcem, temveč vplivajo tudi na zmanjšanje agregatnega povpraševanja. Negativen vpliv je tako kratkoročno večji, kot je korist na strani potrošnikov. Zmeren popravek cen v letu 2016 bi zato imel večplastne pozitivne učinke na trge v razvoju in globalno gospodarstvo na splošno. Če se ta scenarij ne bo uresničil, se bo nadaljeval trend zmanjševanja kapitalskih tokov v države v razvoju, pritisk na lokalne valute se bo povečal, večja bo tudi volatilitnost na finančnih trgih.

Slika 35: Prikaz gibanja vrednosti indeksa Bloomberg Commodity



Vir: Bloomberg 2015.

Cene surovin krojijo usodo držav v razvoju.

V letu 2016 nas čaka še zviševanje obrestnih mer ameriške centralne banke, kar bo tudi vplivalo na globalno gospodarstvo. Občutljivost posameznih držav v razvoju za prihajajoče spremembe je različna, odvisno od potreb po zunanjem financiranju ter od višine in strukture dolga. Vsekakor se bodo zunanji finančni pogoji nekoliko zaostri. Zaradi tega lahko pričakujemo nekaj več nihajnosti na trgu, ne pa vseobsežne krize. V nasprotju z letom 2013 je trg danes bolj pripravljen.

Marsikatera država je do danes zmanjšala fiskalni deficit in primanjkljaj tekočega računa. Cene surovin, delnic, obveznic in valut so bile takrat na višjih ravneh, kot so danes, kar zmanjšuje potrebo po dodatnih večjih prilagoditvah cen. Predvideva se tudi, da bo novi cikel zviševanja obrestnih mer bolj položen – tj. zviševanje obrestnih mer bo predvidoma potekalo bolj postopno in v daljših korakih, kar omogoča več sprotne prilagajanja.

Dvig ameriških obrestnih mer ne bo sprožil vseobsežne krize.

Slika 36: Gibanje indeksa MSCI Emerging Markets



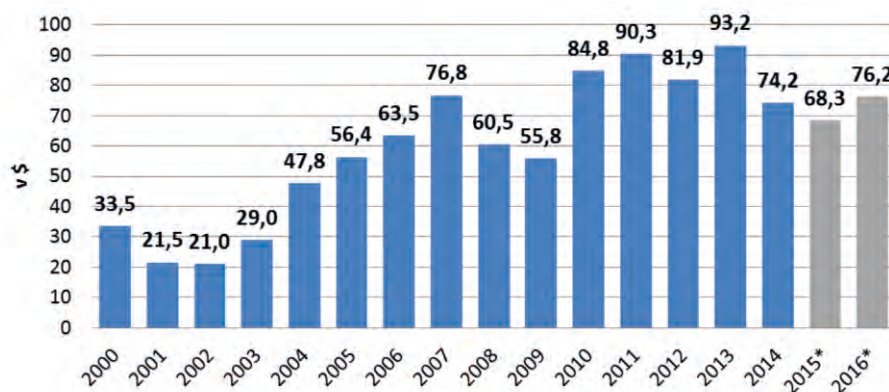
Vir: Bloomberg 2015.

Tretji dejavnik, ki bo pomembno krojil usodo držav v razvoju, hkrati pa ga te tudi soustvarjajo, je aktivnost svetovnega gospodarstva (razviti in države v razvoju). Zaradi deprecij valut se pričakuje ponovno povečanje volumna izvoza držav v razvoju. Mednarodni denarni sklad predvideva, da bo globalna gospodarska rast v letu 2015 upadla na 3,1 % in v letu 2016 ponovno zrasla na 3,6 %. Podobno optimistični so pri Capital Economicsu, kjer pričakujejo, da bo rast v letih 2016 in 2017

ugodno nad 3 %, prej bliže 4 %. Razen s krizo prizadetih Rusije in Brazilije so gospodarstva držav v razvoju predvsem na območju Evrope in Azije razmeroma stabilna. Po več letih upočasnjevanja rasti držav v razvoju bodo te v letu 2016 po ocenah Mednarodnega denarnega sklada v povprečju zrasle za 4,5 % (v letu 2015 okrog 3,9 %). Konec novembra 2015 je indeks nabavnih menedžerjev (PMI) ponovno presegel magično mejo 50 točk.

Obstaja velika razlika med vrednotenji družb iz držav v razvoju in razvitih držav.

Slika 37: Dobiček na delnico (v USD) za indeks MSCI Emerging Markets



*2015 in 2016: napoved
Vir: Bloomberg 2015.

Vrednotenja delniškega trga

Na kratko še pogled na vrednotenja delniškega trga držav v razvoju. Ta še vedno izkazuje veliko razliko do razvitih držav. Merjeno z multiplikatorjem knjigovodske vrednosti (PB), se je razlika glede na pretekla leta še povečala. Ob koncu leta 2015 je bil diskont trgov v razvoju v primerjavi z razvitimi trgi, merjeno z multiplikatorjem knjigovodske vrednosti, že 37 %. Takšne razlike ni bilo že več kot 10 let.

Več kot očitno je, da smo v obdobju, ko so zaradi povečanega tveganja v državah v razvoju vlagatelji pripravljani plačevati le nižje cene. Obdobje nizkih oz. nižjih relativnih kazalnikov lahko traja dalj časa, kar smo že videli v primeru Rusije. Takšna razlika oz. diskont v primerjavi z razvitimi trgi daje kar nekaj »varnostne marže« pri odločitvi za naložbe v delnice družb iz držav v razvoju.

Ohranjamo zmerno optimističen pogled na trge v razvoju za leto 2016.

Slika 38: Gibanje multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB)



Vir: Bloomberg 2015.

Čprav ohranjamo zmerno optimističen pogled na trge v razvoju za leto 2016, je treba paziti na posamezna tveganja. Kratkoročna tveganja so povezana z nizkimi cenami surovin in apreciacijo ameriškega dolarja. Srednjeročna tveganja povezujemo z manjšo gospodarsko rastjo Kitajske in celotne regije na splošno. Mnoge države še vedno potrebujejo

strukturne reforme, ki bi omogočile vzdržnost gospodarstva in dvig produktivnosti. Posledično bo prihodnja gospodarska rast držav v razvoju manjša v primerjavi s preteklimi standardi. Ne glede na povečana posamezna tveganja pa bi ob predpostavkah, ki veljajo danes, bilo nespametno ne nameniti dela portfelja temu segmentu naložb.

Kitajska

Poleg devalvacije juana in nerodnih posegov na delniškem trgu je leto 2015 zaznamovalo še zasedanje centralnega komiteja Kitajske, kjer so voditelji sprejeli ekonomske in družbene smernice za prihodnjih pet let. Najodmevnejša družbena tema je odmik od tri desetletja stare politike enega otroka – zdaj ima par lahko dva, s čimer želijo postopoma izboljšati starostno strukturo prebivalstva. Na ekonomskem področju se nadaljuje odmik od izvozno odvisne in investicijsko intenzivne družbe v gospodarstvo z večjim poudarkom na inovacijah, potrošnji in storitvah. V naslednjih petih letih pričakujejo t. i. srednje veliko gospodarsko rast, kar bi

pomenilo okrog 6,5-odstotno povprečno letno rast do leta 2020. S tem se trend upadanja tempa rasti gospodarstva nadaljuje. Upočasnjevanje rasti so v preteklosti spodbujale tudi kitajske oblasti, da bi se s tem izognili pregretju in posledično nenadzorovanemu zlomu gospodarstva. Zdaj je pomembno, da je umirjanje gospodarstva postopno in nadzorovano (soft-landing), in kot kaže, za zdaj takšno tudi je. Pretekle napovedi o polovičnem zmanjšanju rasti so se uresničile. Tako je rast leta 2007 znašala 14,2 %, danes se pogovarjamo le še o 6,5-odstotni rasti – pri tem pa gospodarstvo ni doživelo kolapsa.

Nadaljuje se odmik od izvozno odvisne in investicijsko intenzivne družbe v gospodarstvo z večjim poudarkom na inovacijah, potrošnji in storitvah.

Tabela 9: Rast kitajskega BDP in inflacija

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*
BDP	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,8	6,3
Inflacija	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,5	1,8

* 2015 in 2016: napoved

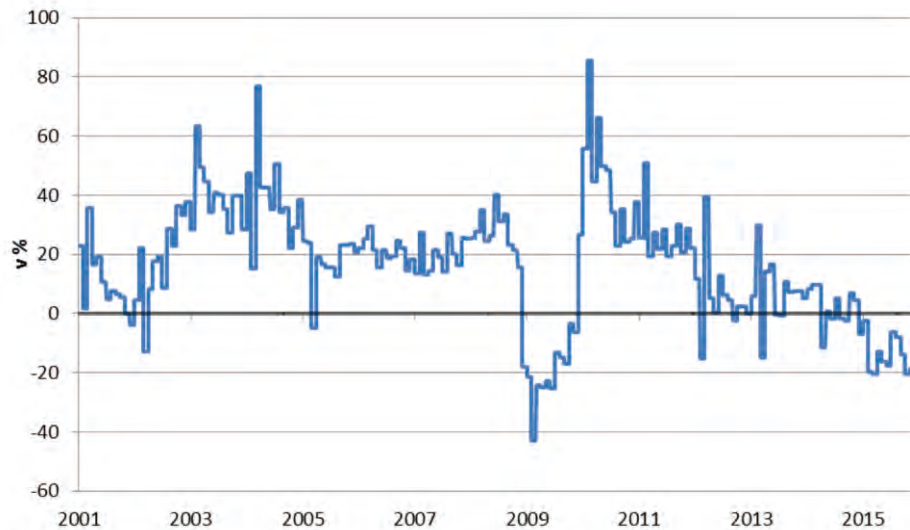
Vir: Mednarodni denarni sklad 2015.

Nadaljuje se preobrazba družbe in gospodarskega modela države. Pomen pridobiva razvoj terciarnih dejavnosti, kažejo se znaki krepitve potrošnje, kar pomaga zmanjševati negativen vpliv šibkejših proizvodnje in izvoza. Strm upad uvoza in hkrati okrog 6,8-odstotna pričakovana gospodarska rast potrjujeta,

da Kitajci vse več nekdaj uvoženih stvari in storitev proizvedejo doma. Kljub temu ostaja dvom o tem, ali bodo povečana potrošnja gospodinjstev in storitve zadovoljivo nadomestile upad investicij in izvoza, torej brez večjih pretresov gospodarstva.

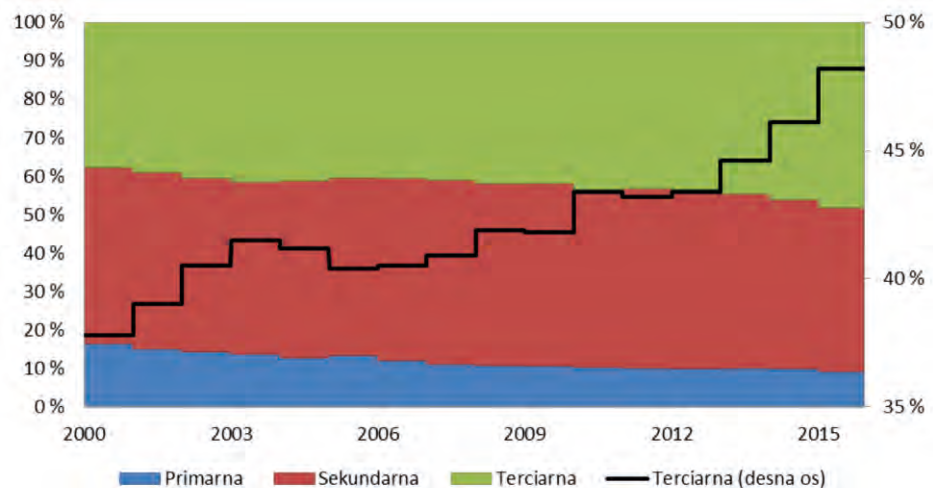
Gospodarska rast Kitajske je od leta 2007 upadla že za več kot polovico.

Slika 39: Letna sprememba uvoza storitev in blaga na Kitajsko (v %)



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 40: Sestava kitajskega BDP glede na delež posamezne gospodarske dejavnosti



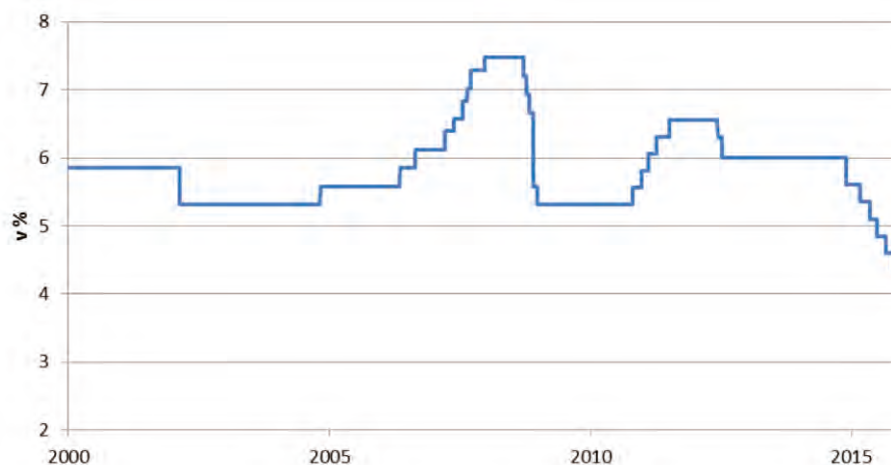
Vir: Bloomberg 2015.

Skrita grožnja za stabilnost države je upravljanje dolga podjetij, ki znaša 160 % BDP.

Konec oktobra 2015 je kitajska centralna banka (PBOC) ponovno znižala ključno obrestno mero, šestič v manj kot letu dni, in hkrati zmanjšala obvezno rezervo poslovnih bank. Finančno ministrstvo je razrahljalo pravila za zadolževanje lokalnih oblasti in ukrepalo še na nekaterih drugih področjih, vse z namenom spodbujanja gospodarstva in doseganja letnega cilja gospodarske rasti. Inflacija je konec

oktobra znašala 1,3 % na letni ravni, kar je globoko pod 3 %, ciljem centralne banke. Prenizka inflacija oz. grožnja deflacije v kombinaciji z manjšo gospodarsko aktivnostjo daje centralni banki dodaten prostor za nadaljnje ukrepanje. Pričakujemo, da bo v letu 2016 monetarna politika centralne banke še naprej ohlapna, kar bo pripomoglo k stabilizaciji gospodarske rasti.

Slika 41: Ciljna obrestna mera kitajske centralne banke (1-letna)

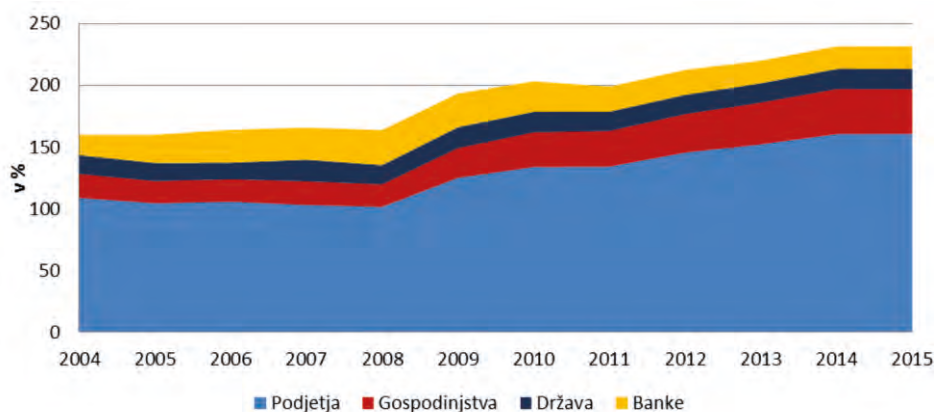


Vir: Bloomberg 2015.

Skrita grožnja za stabilnost kitajskega gospodarstva je dolg podjetij. Ta je v nekaj letih od 100 % kitajskega BDP zrasel na 160 %. Gre za največji podjetniški dolg na svetu, znaša kar 16,1 bilijonov ameriških dolarjev. Celoten dolg pa po ocenah Bloomburga

dosega že 232 % BDP. Upravljanje tega dolga bo v prihodnjih letih eden izmed najzahtevnejših manevrov kitajske družbe in lahko pomeni ločnico med mehkim in trdim pristankom kitajskega gospodarstva.

Slika 42: Dolg posameznih subjektov kot delež BDP (v %)



Vir: Bloomberg 2015.

Konec leta 2015 se je uresničila še ena velika želja Kitajske, to je vključitev juana v svetovno košarico valut, ki jo oblikuje Mednarodni denarni sklad pod oznako SDR (Special Drawing Rights). Gre predvsem za simbolno potezo, s katero je bil kitajski juan uvrščen v družino najpomembnejših svetovnih valut, kot so

ameriški dolar, jen, funt in evro. S tem Kitajska dodatno potrjuje in utrjuje svojo globalno ekonomsko vlogo. Mednarodni denarni sklad je tako nagradil napredek, ki ga je Kitajska naredila v preteklosti, in spodbuja nadaljnji proces modernizacije države.

Pričakujemo, da bo v letu 2016 monetarna politika centralne banke še naprej ohlapna.

Vrednotenja delniškega trga

Merjeno z relativnimi kazalniki, kot so najpogosteje uporabljena multiplikatorja dobička (PE) in knjigovodske vrednosti (PB) ter dividendna donosnost, so kitajske delnice, ki kotirajo v Hongkongu in so dostopne večini tujih vlagateljev, cenejše od delnic družb iz razvitih držav in hkrati pod lastnimi povprečji preteklih let. Nižje vrednosti omenjenih kazalnikov so ob povečanem tveganju zaradi upočasnje-

vanja rasti gospodarstva nova realnost kitajskega trga in zato ne moremo preprosto pričakovati, da se bodo vrstile na nekdanje ravni. Multiplikator PE je ob koncu novembra za leto 2016 znašal 10,6. Kazalnik PB znaša 1,1 – lani v takšnem času je bil 1,4. Dividendna donosnost se je povzpela na 3,7 %, kar je rast glede na lani, ko je znašala 3,2 %.

Vrednotenja delnic so pod dolgoletnimi povprečji.

Slika 43: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) kitajskih delnic



Vir: Bloomberg 2015.

Zanimiva je še primerjava tečajev delnic, ki kotirajo na borzi v Hongkongu (H-delnice), in tečajev teh istih družb, ki kotirajo na borzah v Šanghaju in Šenzenu (A-delnice).

Vrednosti nad 100 pomenijo višjo ceno delnic na borzah celinske Kitajske (Šanghaj in Šenzen) v primerjavi s Hongkongom in obratno.

Slika 44: Primerjava med tečaji delnic v Hongkongu in celinski Kitajski



Hang Seng China AH Premium Index
Vir: Bloomberg 2015.

Iz slike je razvidno, da so delnice istih družb v celinski Kitajski za okrog 35 % dražje kot kotacije v Hongkongu. Pretežni del razlike med borzami je posledica letošnje delniške evforije na celinskih borzah. Hongkong ni bil del te evforije, ki je zajela celinsko Kitajsko in dosegla vrh sredi leta 2015, ter posledično tudi ne korekcije tečajev, ki je odmevala na borzah po vsem svetu. Večje

sproščanje ovir pri investiranju (razširjen seznam investorjev, brez dnevnih kvot, razširjen seznam delnic ...) med različnimi trgi bi to premijo zmanjšalo, predvsem na račun delnic, ki kotirajo na borzah celinske Kitajske. Glede na primerjavo cen med posameznimi borzami se investorji vsekakor varneje počutijo s H-delnicami.

Rusija

Ekonomska turbulenca, ki jo je Rusija doživela v letu 2015, je ena največjih v zadnjih letih. Gospodarstvo in prebivalstvo poskušata preživeti ob okrog 50-odstotnem upadu cene nafte v letu dni, šibkem rublju in inflaciji v višini 15 %. Po ocenah Mednarodnega denarnega sklada

se bo gospodarstvo v letu 2015 skrčilo za 3,8 in v letu 2016 za 0,6 %. Sicer so za leto 2016 posamezne analitske hiše nekoliko bolj optimistične – Citi napoveduje šibko, 1,6-odstotno okrevanje. Umirila naj bi se tudi inflacija.

Tabela 10: Rast ruskega BDP in inflacija

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*
BDP	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,8	-0,6
Inflacija	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,8	8,6

*2015 in 2016: napoved

Vir: Mednarodni denarni sklad 2015.

Ekonomska kriza, skozi katero se prebijajo Rusi, je ponovno razkrila, kako zelo je Rusija odvisna od cene nafte in plina. Prihodki od nafte in plina pomenijo približno polovico prihodkov državnega proračuna in so ključna sestavina pri oceni prihodnje gospodarske slike države. Tokrat so poleg cen surovin situacijo poslabšale še mednarodne sankcije, ki so doletele Rusijo zaradi vmešavanja v ukrajinsko krizo. Na to, da bi bilo treba gospodarski model države odmakniti od surovin, se opozarja že leta. Konec leta 2015 je to javno poudaril tudi predsednik vlade Dmitrij Medvedjev in ob tem napovedal, da država pripravlja razvojno strategijo, kjer bo poudarek na investicijah, zmanjšanju odvisnosti od uvoza, izboljšanju državne administracije in proračunu.

Na političnem področju je Rusija znova pritegnila vso svetovno pozornost. Geopolitična tveganja se iz meseca v mesec povečujejo, sprva z vmešavanjem v konflikt v Ukrajini in priključitvijo Krima, kasneje z vojaškimi operacijami v Siriji in sporom s Turčijo zaradi sestrelitve ruskega vojaškega letala. Ruska zunanja politika je spet postala svetovni antipod predvsem zahodni politiki, kar je odnose z ZDA potisnilo na najnižjo raven v zadnjem desetletju.

Osrednji cilj ruske centralne banke je znižati inflacijo na bolj vzdržno raven 4 % do leta 2017, kar pa je v Rusiji prej redkost kot pravilo in težko je verjeti, da bodo dosegli ta cilj. Tako nizki inflaciji so se v zadnjih 20 letih približali le v letu 2012. Ne glede na to bo ta cilj krojil monetarno politiko v letu 2016.

Ekonomska kriza, skozi katero se prebijajo Rusi, je ponovno razkrila, kako zelo je Rusija odvisna od cene nafte in plina.

Inflacija je v letu 2015 okrog 15 % – že večkrat videno v ruski zgodovini.

Slika 45: Inflacija na letni ravni



Vir: Bloomberg 2015.

Visoka inflacija je pretežno posledica izgube vrednosti rublja na mednarodnem trgu, ki se je odzval na ekonomske in politične šoke zadnjega leta. Šibka valuta dviguje ceno blaga, s čimer je oteženo

aktivnejše spuščanje obrestnih mer z namenom podpore gospodarstvu. Ključna obrestna mera ruske centralne banke kljub nižanju ostaja ob koncu leta 2015 previdno visoka na ravni 11 %.

Slika 46: Tečaj ruskega rublja v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2015.

Kreditni rating države ocenjujeta dve od treh največjih agencij kot zunaj naložbenega razreda (non-investment grade). Moody's, ki je Rusiji dodelil dolgoročno oceno Ba1 (najvišje izmed junk bonitet), je decembra 2015 obete za prihodnost popravil iz negativnih v stabilne. V prid tej odločitvi omenjajo stabilizacijo

zunanjega finančnega stanja. Negativni vplivi zaradi »ukrajinskih« sankcij in nizkih cen surovin niso imeli tako resnih posledic za ruske devizne rezerve, kot je bilo sprva pričakovano. Zaslugo za to lahko pripišemo temu, da se tečaj rublja določa s fleksibilnim valutnim režimom, ki so ga sprostili novembra 2014, tako jim je z

depreciacijo uspelo ublažiti finančne šoke. Devizne rezerve so se v tekočem letu do konca oktobra 2015 zmanjšale le za 20 milijard dolarjev, na 308 milijard dolarjev (v letu 2014, denimo, so se skrčile kar za 129 milijard dolarjev). Ruske oblasti puščajo devizne rezerve pri miru, medtem ko se primanjkljaj proračuna zaradi nizkih cen surovin financira pretežno iz rezervnega

sklada. Ta ima rezerve deponirane pri centralni banki v rubljah. Drug dejavnik, ki je pripomogel k odpravi negativnih obetov, je povezan z zmanjšanjem verjetnosti dodatnih mednarodnih sankcij. Položaj v Ukrajini se v tem trenutku ne zaostrojuje, kar sicer ne pomeni, da bodo sankcije odpravljene, le stopnjevanje teh ni predvideno.

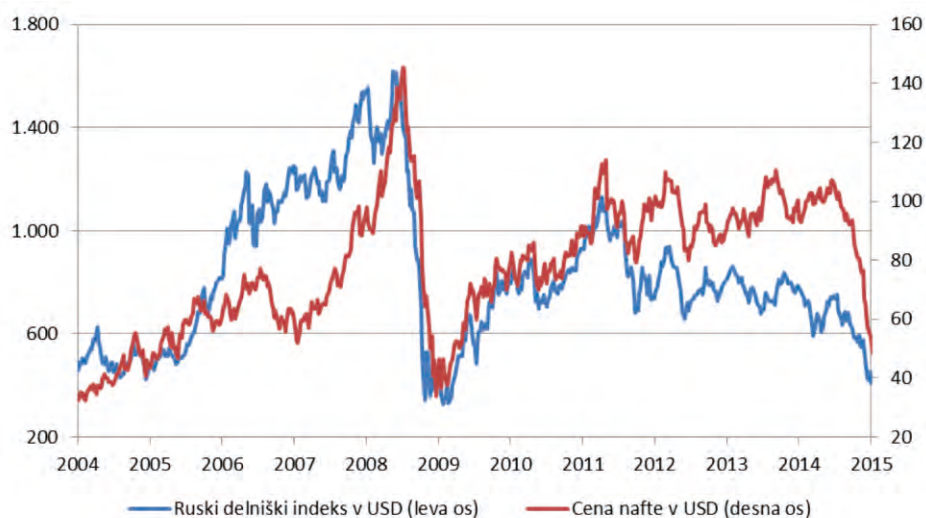
Vrednotenja delniškega trga

Ruski trg še vedno velja za enega cenejših na svetu, če se za to trditev opremo na vrednosti relativnih kazalnikov trga. Multiplikator PE, ki se predvideva za leto 2016, je še vedno skromen in znaša 5,4. Ta ustreza vrednostim preteklih obdobj. Kazalnik PB je še naprej nizek in za leto 2016 ocenjen na 0,5. Dividendna donosnost je pri tekočih tečajih ocenjena na 5,4 %. A samo zaradi nizkih relativnih vrednosti kazalnikov ne moremo pričakovati pozitivnega odboja tečajev.

Ruske delnice so zaradi političnega tveganja že vrsto let vrednotene nižje kot delnice drugod po svetu. Še največji vpliv na tečaje imajo cene surovin, predvsem nafte. Iz grafa je razvidno, da je gibanje cene nafte in tečajev delnic ruskih družb usklajeno in tukaj je treba iskati odgovor o prihodnosti tečajev ruskih delnic. Pozitiven impulz bi pomenil tudi umik mednarodnih sankcij in zmanjševanje novonastalih geopolitičnih tveganj.

Geopolitična tveganja so se spet okrepila.

Slika 47: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih in indeksa ruskih delnic



MSCI Russia Index
Vir: Bloomberg 2015.

Braziliija

Negativne napovedi preteklega leta so se uresničile. Braziliija je zabredla v recesijo, ki je posledica nizkih cen surovin in slabega vodenja države, prepredene s korupcijo. Za leto 2015 je Mednarodni denarni sklad predvidel 3-odstotno in za leto 2016 1-odstotno krčenje gospodarstva.

Posledično je po sedmih letih bonitetna ocena države pri bonitetni hiši Standard & Poor's ponovno padla v skupino zunaj naložbenega razreda (non-investment grade). Pogoji zunanjega zadolževanja se za Braziliijo zaostrejejo.

Tabela 11: Rast brazilskega BDP in inflacija

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*
BDP	6,0	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-3,0	-1,0
Inflacija	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	8,9	6,3

* 2015 in 2016: napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2015.

Visoka deprecijacija valute,
visoka inflacija, visoke
obrestne mere.

Brazilski real je v letu 2015 v primerjavi z ameriškim dolarjem izgubil okrog 30 % svoje vrednosti, kar ga postavlja v skupino največjih »poražencev«. Septembra je dosegel rekordno nizko vrednost vseh časov, ko je bilo treba za en ameriški dolar odšteti več kot štiri reale. Temu sledi visoka

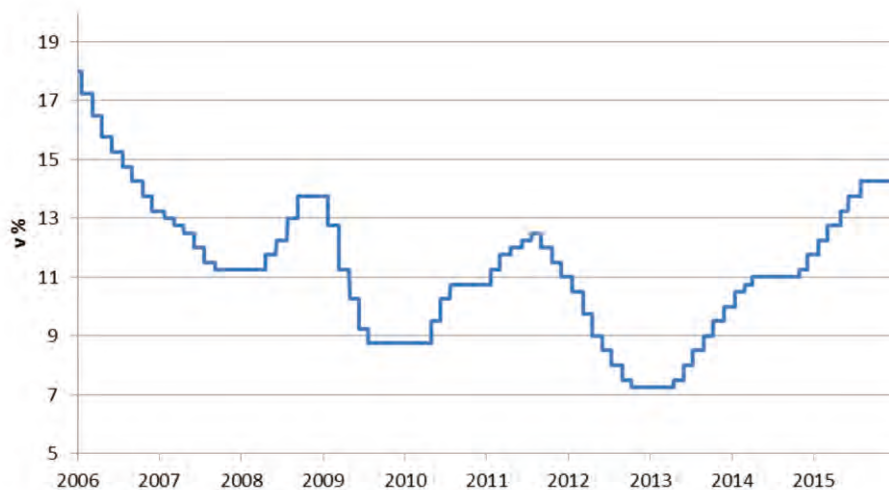
inflacija, ki se je približala 10 % in narekuje neusmiljen tempo restriktivnega ukrepanja brazilske centralne banke. Obrestno mero SELIC so postopoma dvigovali vse leto 2015. Na začetku leta je znašala 11,75 %, proti koncu že 14,25 %.

Slika 48: : Tečaj brazilskega reala v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 49: Ciljna obrestna mera centralne banke (SELIC)

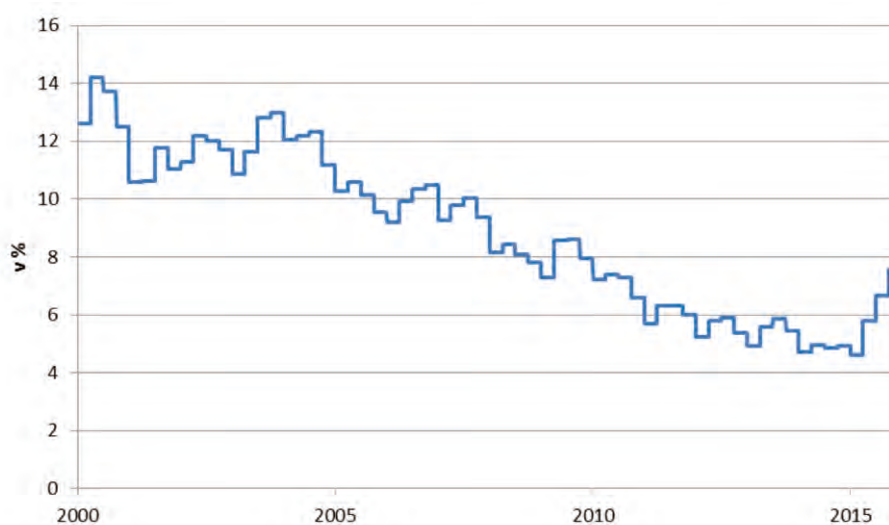


Vir: Bloomberg 2015.

Zvišuje se tudi stopnja brezposelnosti, ki je dno dosegla ob koncu leta 2014 in je le leto dni kasneje že najvišja v zadnjih petih letih. Posledično je tudi zaupanje potrošnikov na

10-letnem dnu. Višja brezposelnost in višje obrestne mere povzročajo Brazilcem vse več težav pri odplačevanju dolgov.

Slika 50: Stopnja brezposelnosti v Braziliji



Vir: Bloomberg 2015.

Pritisk javnosti na politično oblast se iz meseca v mesec povečuje. Delno zaradi gospodarskega stanja, delno zaradi politične korupcijske afere v primeru Petrobras. Predsednico Dilmo Rousseff je nekdanji predsednik že pozval k odstopu, če ni sposobna predstaviti jasnega načrta za rešitev države iz krize. K zagovoru

(impeachment) jo poziva tudi brazilska politična opozicija (razlog je manipulacija vlade glede velikosti deficita in prekoračen znesek za predsedniško volilno kampanjo). Morebiten odstop predsednice v letu 2016 bi kapitalski trgi sprejeli z navdušenjem, podobno kot so sprejeli menjavo oblasti v Argentini konec leta 2015.

Brezposelnost na 5-letnem vrhu.

Če so za rusko ekonomijo pomembne cene nafte in plina, je za Brazilijo pomembna cena železove rude. Ta je ob koncu leta 2015 na ravneh okrog 40 dolarjev za tono, bitka za ohranitev tržnih deležev pa jo tišči še bolj navzdol. Zaradi povečanega povpraševanja Kitajske po kovinah so bile v preteklosti izpeljane dodatne naložbe za zadostitev teh potreb, danes pa so z umirjanjem kitajske rasti postale nepotre-

bne. Kitajski PMI jeklarske industrije (Purchasing Manager's Index) je novembra 2015 znašal le še 37, kar priča o izrednem krčenju naročil. Presežek, ki ga je država naredila v dobrih časih, ni bil vložen v prihodnost in v reforme, ki bi danes pomagale domačemu gospodarstvu. Namesto tega se je razbohotila socialna država in vsakršen korak nazaj je boleč.

V letu 2016 bi lahko prišlo do menjave političnega vodstva države – trgi bi to sprejeli kot pozitiven signal.

Slika 51: Cena železove rude na tono



Vir: Bloomberg 2015.

Vrednotenja delniškega trga

Dogajanje na delniških trgih je z vidika tujih investitorjev v veliki meri pod vplivom izgube vrednosti brazilskega reala. Ta je tujcem v letu 2015 naredil več škode kot sami tečajji delnic. Osnovni multiplikatorji, s katerimi ocenjujemo vrednotenje posameznega trga, so nekje na povprečnih vrednostih. Predvideni PE za leto 2016 znaša 10,5, kazalnik PB je 1, dividendna donosnost je 4,7 %. Po vrednostih teh kazalnikov je trg blizu kitajskemu. Morebiten preobrat na političnem področju ali pozitiven premik v cenah surovin,

predvsem železa, bi lahko prinesel nekaj optimizma na valutni in delniški parket. Za političnim preobratom bi stalo upanje o reformah na posameznih področjih, ki bi pripomogle k stabilizaciji brazilskega gospodarstva. Če se to ne uresniči, imajo z nizkim tečajem reala izvozniki nekaj prednosti, saj postajajo konkurenčnejši. Je pa na drugi strani dražje refinanciranje in servisiranje dolga. Brez zunanje ali notranje spremembe se lahko hitro zgodi, da bo pred nami še eno depresivno brazilsko leto.

Slika 52: Brazilski delniški indeks Ibovespa



Vir: Bloomberg 2015.

Indija

Novo poglavje, ki se je začelo z volitvami v letu 2014, se za Indijo nadaljuje. Letna rast gospodarstva presega rast Kitajske, tako da je to ena najhitreje rastočih držav na svetu. Mnogi v Indiji že vidijo priložnosti, ki so jih prej videli v Kitajski. Državi tekmujeta, katera bo privabila več tujih investicij. Pravkar je v teku globalna kampanja, ki jo podpira indijska vlada, z naslovom Make in India, s čimer so začeli aktivno posegati v tradicionalno kitajsko področje proiz-

vodnje. Gre za to, da bi tuje korporacije prenesle del proizvodnje v Indijo. V letu 2015 so prehiteli Kitajsko in ZDA ter postali najatraktivnejša svetovna destinacija za neposredne tuje naložbe. Mednarodni denarni sklad napoveduje 7,5-odstotno rast gospodarstva v letu 2016. Rast bo dodatno spodbujena s sprejetimi reformami, povečanjem investicij in nižjimi cenami surovin.

Mnogi vidijo v Indiji priložnosti, ki so jih prej videli v Kitajski.

Tabela 12: Rast indijskega BDP in inflacija

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*
BDP	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	5,1	6,9	7,3	7,3	7,5
Inflacija	5,9	9,2	10,6	9,5	9,4	10,2	10,0	5,9	5,4	5,5

* 2015 in 2016: napoved

Vir: Mednarodni denarni sklad 2015.

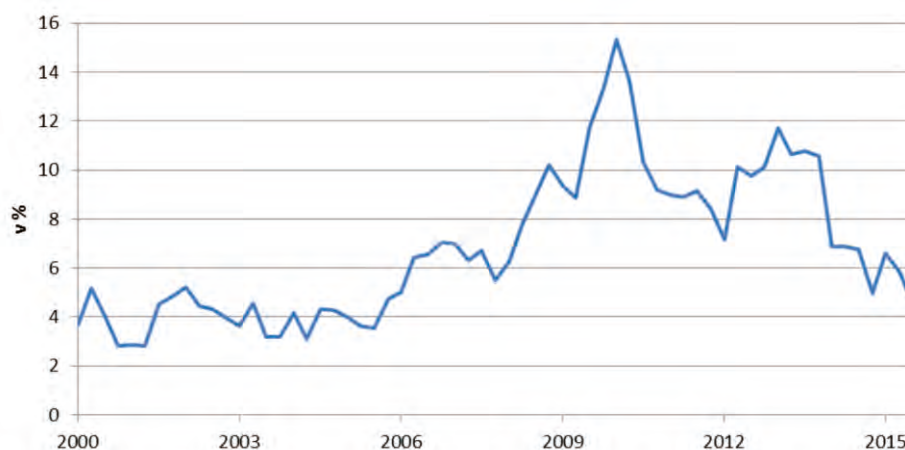
Z dvigi obrestne mere in drugimi ukrepi, ki so bili izvedeni v letu 2014, je indijski centralni banki uspelo ukrotiti inflacijo, kar ji je nato v letu 2015 omogočilo agresivno nižanje obrestne mere. H krotanju inflacije so veliko pripomogle tudi nizke cene surovin na mednarodnih trgih. Cilj centralne

banke je pripeljati inflacijo v območje 4 % do leta 2017. Močan vpliv na splošno raven cen (CPI) in posledično monetarno politiko bo v letih 2015 in 2016 imela tudi cena hrane. Ta ima okrog 50-odstotno utež v splošni košarici cen. Najbolj politično občutljiva surovina v tem pogledu je čebula

(v obdobju enega leta se lahko njena cena zviša tudi za 100 in več odstotkov). Predraga čebula oz. bolje rečeno prestrma rast cene te dnevne zelenjave vpliva na razpoloženje Indijcev (revnih in bogatih), ki so v preteklosti zaradi tega tudi menjali oblast oz. izvolili drugo politično stran. Že

druga sušna sezona zapored (četrtič v stoletju) je neugodna, ker prihaja do podražitve hrane in pritiska na splošno raven cen ter posledično monetarno politiko. V takšnih primerih začne vlada postavljati omejitve za izvoz in spodbujati uvoz hrane.

Slika 53: Inflacija na letni ravni



Vir: Bloomberg 2015.

Indijski centralni banki je uspelo ukrotiti inflacijo.

V letu 2016 lahko tako pričakujemo, da bo centralna banka z različnimi ukrepi v okviru možnega še naprej izvajala ohlapnejšo monetarno politiko. Hitrost nižanja obrestne mere se bo zaradi višje cene hrane upočasnila.

obete zamenjal s pozitivnimi, kar bi lahko v letu 2016 pripeljalo do izboljšanja kreditne ocene države. Še vedno pa se kot negativni dejavniki za indijsko gospodarstvo najpogosteje omenjajo: slabo poslovno okolje, nizki standardi upravljanja in slaba infrastruktura, kar se ne more spremeniti čez noč. Dodatne grožnje so morebitni šoki v kmetijstvu, slab napredek pri reformah, šibak bančni sistem, zadolženost podjetij, nenaklonjenost tujih vlagateljev.

V letu 2016 bo centralna banka z različnimi ukrepi v okviru možnega še naprej izvajala ohlapnejšo monetarno politiko.

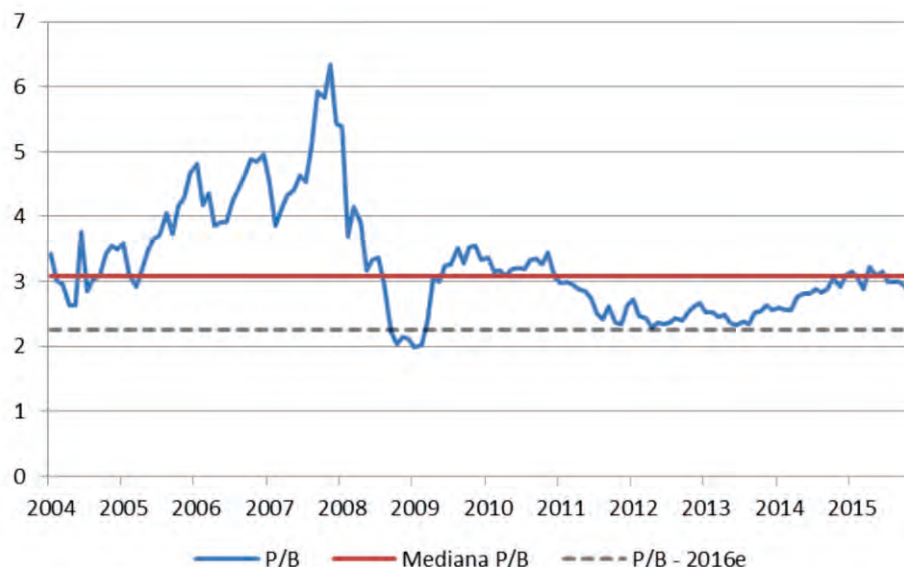
Največje bonitetne agencije pripisujejo Indiji zadnjo stopnjo znotraj naložbenega razreda. Se pa stvari izboljšujejo tudi na tem področju. Moody's je v letu 2015 stabilne

Vrednotenja delniškega trga

Vrednosti osnovnih multiplikatorjev, ki se uporabljajo za primerjavo med posameznimi trgi, pričajo o nekoliko dražjem trgu. Kar je konec koncev upravičeno, če upoštevamo trenutno stanje in trend ter potencial indijskega gospodarstva. Kljub temu ne moremo govoriti o kakšni pretirani precenjenosti, prej so pričakovani multiplikatorji pod preteklimi vrednostmi. Multiplikator PE je za leto 2016 ocenjen na 14,3, kazalnik PB na 2,2 in dividendna

donosnost na 1,9 %. Ob nizkih cenah surovin in nižjih stroških zadolževanja lahko pričakujemo izboljšanje povprečnih marž na trgu, kar bi omenjene multiplikatorje prikazalo v drugačni, boljši luči. Ne glede na nekoliko višje tečaje z optimizmom gledamo na indijski delniški trg za leto 2016. Konec koncev delničarji v letu 2015 niso bili deležni rasti tečajev indijskih delnic, gospodarstvo pa ima medtem vse večji zalet.

Slika 54: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic



Vir: Bloomberg 2015.

Ne glede na nekoliko višje tečaje z optimizmom gledamo na indijski delniški trg v letu 2016.

Latinska Amerika

Ekonomska aktivnost v Latinski Ameriki se upočasnjuje že od leta 2010. Mednarodni denarni sklad ocenjuje upad v letu 2015 na 0,3 % in napoveduje skromno 0,8-odstotno rast za leto 2016. Pri tem izstopata dva dejavnika, ki sta skupna večini držav v regiji, to so nizke cene surovin in slabo upravljane države. Zaradi tega smo priče izgubi vrednosti valut, rasti inflacije, višji brezposelnosti itn. Nakopičene težave v regiji prinašajo tudi politične spremembe. Opazen je postopen politični premik od levih opcij k desnim (Argentina, Venezuela), kar kapitalnim trgov tudi bolj ustreza. Osrednje gospodarstvo, ki ima največji vpliv na gospodarstvo celotne regije, je Brazilija. Ta je zabredla v recesijo, ki je posledica prej omenjenih dejavnikov. Najslabše razmere v regiji so v Venezueli, kjer se pričakuje globoka recesija, 10- in 6-odstotno zmanjšanje gospodarstva za leti 2015 in 2016. Poleg slabega vodenja države je razlog tudi tukaj v nizkih cenah nafte, ki pomeni 95 % izvoza, kar je še poglobilo domača makroekonomska neravnovesja in povečalo pritisk na plačilno

bilanco. Vsekakor so zmagovalci v višini inflacije, ki bo v letu 2015 preseгла 100 %. Manjši upad aktivnosti se predvideva tudi za Ekvador. Tudi tukaj gre za vpliv nižjih cen surovin, predvsem nafte. Nizka cena kovin bo dodatno negativno vplivala na gospodarsko rast Čila in Peruja, medtem ko je upočasnjevanje Kolumbije posledica nizkih cen nafte. V letu 2016 je predvidena stabilizacija gospodarske aktivnosti – podobno kot je predvidena stabilizacija cen surovin.

Na koncu omenimo še splošne volitve v Argentini, ki so bile konec novembra 2015 in so prinesle zgodovinski preobrat. Novoizvoljeni predsednik Mauricio Macri prihaja iz tako imenovanega desnega centra in prekinja 12-letno populistično vladavino levih strank. Trgi so se na to odzvali pozitivno. Argentinske obveznice, izdane v ameriških dolarjih, so nadaljevale rast, ki se je začela z oktobrom, ko je prvič kazalo, da bi lahko prišlo do predsedniškega preobrata. Podobno je s tečaji delnic, ki so od oktobra do konca novembra

Regijo so ohromile nizke cene surovine in neučinkovita politika.

zrasli za okrog 40 % in od začetka leta za okrog 55 %. Argentina si predvsem želi povrniti zaupanje tujih investitorjev, kar je izredno zahtevna naloga, ki čaka novega

predsednika. Eden izmed projektov bo tudi umik kapitalskih kontrol za valuto, ki je precejšena, kar bo sprožilo zahtevno ekonomsko prilagajanje.

Bolj kot višina dolga posamezne države je problematična hitrost naraščanja tega dolga.

Evropa

Za območje t. i. emerging Evrope Mednarodni denarni sklad predvideva zmerne 3 % rasti v letih 2015 in 2016. Regija je pridobila z nižjimi cenami surovin in postopnim okrevanjem razvite Evrope. Oboje bo imelo pozitiven vpliv tudi v letu 2016. Hkrati je regijo prizadelo krčenje gospodarske aktivnosti v Rusiji. Manjša gospodarska rast od povprečja je predvidena predvsem za jugovzhodni del Evrope, za Bolgarijo, Hrvaško in Srbijo. Opozoriti moramo še na Turčijo, ki je v preteklosti imela eno najhitrejših rasti zadolževanja v zasebnem sektorju. Iz preteklih kriz ugotavljamo, da je bolj kot višina dolga posamezne države problematična hitrost naraščanja tega

dolga. Vse države, ki so presegle 30-odstotno rast kazalnika zasebnega dolga v BDP v desetletju, so imele zaradi prehitre rasti težave. V Turčiji je ta rast presegla 50 %. Poleg tega je skoraj polovica tega dolga v tujih valutah. Depreciacija turške lire to zadevo samo še poslabšuje. V letu 2015 je turška lira v primerjavi z ameriškim dolarjem izgubila med 15 in 20 % vrednosti. Velika odvisnost od tujega financiranja jih dela še bolj ranljive, posebej v luči pričakovanega dviga ameriških obrestnih mer. Posledice so lahko za gospodarstvo zelo zahtevne. Hkrati so se s sestrilitvijo ruskega vojaškega letala zapletli še v spor z Rusijo. Pričakujemo lahko upad rasti BDP in šibko prihodnjo rast.

Nizke cene surovin in krepitev geopolitičnega tveganja v regiji.

Bližnji vzhod in Afrika

Za države Bližnjega vzhoda in Afrike lahko po ocenah Mednarodnega denarnega sklada pričakujemo nižjo, 2,5-odstotno rast v letu 2015. Arabski del regije je v nenehnih konfliktih, ki povečujejo nestabilnost in nevarnost. Zaupanje investitorjev v takšnem okolju upada. Prav tako so svoj pečat pustile nižje cene nafte. Nekaj okrevanja v regiji lahko po napovedih Mednarodnega denarnega sklada pričakujemo v letu 2016. Predvsem v Iranu, kjer naj bi bile umaknjene mednarodne sankcije. Drugi del okrevanja bi lahko prišel s stabilizacijo razmer v regiji. Predvidena gospodarska rast za leto 2016 tako znaša 3,9 %.

Kar se tiče osrednjega afriškega dela, je tudi ta pod vplivom nižjih cen nafte.

Gospodarska rast največjega afriškega gospodarstva, Nigerije, bo zaradi tega predvidoma manjša, kot je bilo predhodno pričakovano. Podobno velja za drugo največje gospodarstvo Afrike, za Južnoafriško republiko, kjer se nižje cene surovin prepletajo z notranjimi neučinkovitostmi (resni izpadi električne energije, uvedba turističnih vizumov, omejitve za začasne delavce ipd.). Bonitetna ocena države zaradi tega vse bolj nazaduje in se je ob koncu leta 2015 že približala negativnim razredom (non-investment grade), kar se lahko še poslabša v letu 2016. Kot primer: petletni razmik kreditnih zamenjav (CDS spread) je ob koncu leta znašal okrog 260, kar je višje kot v skupini držav, ki jih bonitetne agencije uvrščajo razred nižje kot JAR.

Azija

Prednost držav azijske regije v primerjavi z latinskoameriškimi je, da so pretežno neto uvoznice surovin in se niso ujele v zanko visokih cen surovin preteklih let. Največjo negotovost v regiji pomeni Kitajska, saj bi se ob nenadzorovanem upočasnjevanju kitajskega gospodarstva negativne posledice prelile tudi v sosednje države. Zaradi upadanja kitajske rasti se vlade posameznih držav že zatekajo k drugim virom rasti, kot so stimulacije ipd. Na drugi strani Azije imamo Indijo, kjer so gospodarske razmere veliko bolj stabilne, s pozitivnimi učinki na sosednje države in globalno gospodarstvo.

ASEAN, združenje desetih držav jugovzhodne Azije, povezuje več kot 600 milijonov ljudi. Če bi šlo za posamezno gospodarstvo, bi bilo to tretje največje gospodarstvo v Aziji in sedmo največje na svetu – takoj za Veliko Britanijo. Med državami poteka vse močnejše ekonomsko povezovanje. Ustanoviti nameravajo skupni notranji trg, ki bo temeljil na štirih svobodah: prostem pretoku blaga, storitev, kapitala in usposobljene delovne sile (gre za osem poklicev, med njimi zobozdravnik, arhitekt, inženir). V letu 2015 so države

vzajemno umaknile dajatve na uvoženo blago. Ena izmed industrij, ki ima od tega neposredne koristi, je avtomobilska industrija na Tajskem, kamor posamezni deli brez dodatnih dajatev prihajajo iz različnih držav jugovzhodne Azije. Še več pozitivnih učinkov povezovanja lahko pričakujemo v prihodnjih letih. Povezovanje azijskih držav namreč vse bolj pridobiva politično obliko, sorodno obliki Evropske unije.

Za uspešnim poslovnim modelom azijske regije pa se skriva tudi grožnja, to je nakopičen dolg azijskih držav. Po navedbah McKinsey Global Instituta je polovica svetovnega dolga, ki je bil izdan v zadnjih sedmih letih, na plečih držav v razvoju, večji del azijskih. Pri tem pripada levji delež Kitajski. V nasprotju z azijsko krizo v 90. letih je tokrat večina dolga v lastnih valutah, kar omogoča več manevra v primeru težav.

ASEAN postaja vse bolj opazen.

V Aziji se je nakopičilo veliko dolga.

Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Energetika

Tabela 13:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	68,4 %
Evropa brez VB	16,7 %
VB	8,1 %
Japonska	0,9 %
Razvita Azija	1,9 %
EM	4,0 %

Vir: Bloomberg 2015.

Tabela 14:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	55,8 %
Oil & Gas Exploration & Produc	18,5 %
Oil & Gas Equipment & Services	9,8 %
Oil & Gas Storage & Transporta	8,1 %
Oil & Gas Refining & Marketing	6,6 %
Oil & Gas Drilling	0,9 %
Coal & Consumable Fuels	0,3 %

Vir: Bloomberg 2015.

V primerjavi s preostalimi sektorji se ponovno uvršča na zadnje mesto.

Delnice podjetij iz sektorja energetike so v letu 2015 doživele podobno usodo kot leto prej. V povprečju so, merjeno v evrih, izgubile slabih 5 %, kar sektor v primerjavi s preostalimi ponovno uvršča na zadnje mesto. Zraven tega se je izraziteje povečala volatilitnost delnic, ki je povezana z nihanjem cene nafte. Ta je še vedno pod pritiskom prevelike ponudbe, saj so se države proizvajalke, razen ameriških proizvajalcev, ki že zmanjšujejo proizvodnjo, odločile za strategijo večanja tržnega deleža. Povečale so količino nafte na trgu, kar je pripeljalo do neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem ter posledično do nižje cene nafte.

Potem ko je še v prvi polovici leta cena nafte Brent znašala okoli 60 dolarjev za sodček, se je v drugi polovici leta skoraj za polovico znižala in se gibala v območju 40 dolarjev. Za nižjo ceno ni kriva samo velika ponudba, ampak tudi upočasnitev rasti svetovnega gospodarstva, ki se ji ni mogla izogniti niti največja svetovna uvoznica nafte, Kitajska. Da je ponudbe nafte res ogromno, priča podatek Mednarodne agencije za energijo ob koncu leta, ki govori o zgodovinski rekordni zalogi nafte in njenih derivatov, in sicer približno tri milijarde sodčkov, kar zadostuje za 64 dni svetovnega povpraševanja. Seveda so te razmere vplivale na globalno naftno industrijo, ki je odgovorila z drastičnim zmanjšanjem

vlaganj, samo letos je ustavila ali odpovedala za 200 milijard dolarjev projektov in odpustila več kot 200.000 zaposlenih po vsem svetu. Najbolj odločni pri zmanjšanju vlaganj so bili Američani, saj se je število naftnih vrtin od vrha oktobra 2014 zmanjšalo za več kot 65 %, kar je vodilo v manjšo proizvodnjo. Svoj vrhunec v energetskega bumu so ZDA očitno že doživele. Glede na to, da ameriško črpanje z novo tehnologijo pomeni samo 5 % celotne svetovne proizvodnje, je vpliv na svetovno ponudbo vseeno premajhen. V tem okolju so zaradi vse manjših prihodkov podjetja imela vse več skrbi s servisiranjem dolga, ki ga v tej industriji ni malo. Od leta 2010 pa do sredi leta 2015 se je dolg zaradi nizkih obrestnih mer v ZDA več kot podvojil in znaša 170 milijard dolarjev. Višina dolga podjetij je bila letos tudi eden izmed glavnih kriterijev pri določanju cene delnic, zato smo pri najbolj zadolženih doživeli izrazite upade, medtem ko so jo bolj odnesla največja integrirana podjetja, katerih bilanca je reševal rafinerijski del.

Energetski sektor zaostaja za splošnim trgom že četrto leto zapored, kar se kaže v zelo nizkih vrednotenjih. Povprečni multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) sektorja je najnižji v zadnjih 20 letih, medtem ko povprečna dividenda donosnost znaša 3,6 %. Če bodo nizke cene trajale daljše obdobje, se bo

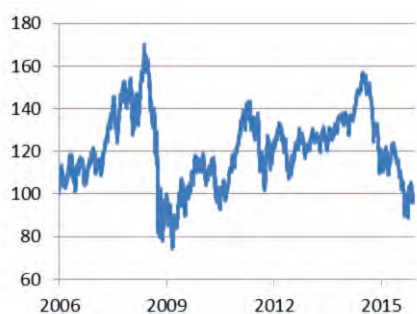
marsikatero podjetje spopadlo z bitko za preživetje, na drugi strani tukaj vidimo priložnost za prevzemne aktivnosti, ki so se tako v Evropi kot v Ameriki že začele. Prevzeme je sposobna financirati le

peščina največjih naftnih družb, ki imajo kljub večletni krizi ogromno sredstev; s tem bi prišle do naftnih zalog, ki bi jim zagotavljale delo še vrsto let.

Zaloge zadostujejo za 64 dni svetovnega povpraševanja.

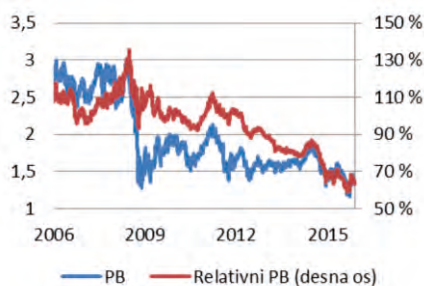
Gibanje sektorja

Slika 55:
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2015.

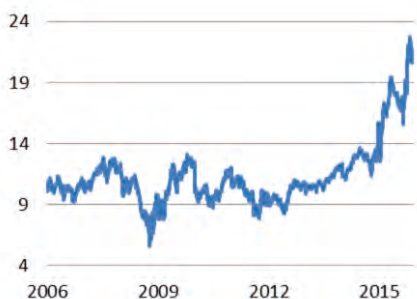
Slika 56:
Relativno gibanje S&P 1200 Energy in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

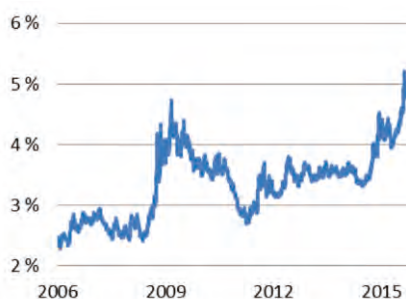
Vrednotenje sektorja

Slika 57:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 58:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Vidimo priložnost za prevzemne aktivnosti.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL	ZDA	15,8 %	319.917	20,83	1,99	8,69
CHEVRON	ZDA	8,0 %	162.100	27,10	1,11	6,82
TOTAL	FRANCIJA	5,3 %	106.016	12,06	1,25	5,64
BP	VB	5,0 %	100.302	15,95	1,05	5,82
SCHLUMBERGER	ZDA	4,5 %	91.736	22,87	2,56	10,44
ROYAL DUTCH SHELL	NIZOZEMSKA	4,3 %	86.258	13,58	0,98	5,02
CONOCOPHILLIPS	ZDA	3,1 %	62.953	-	1,51	10,10
OCCIDENTAL PETROLEUM	ZDA	2,7 %	54.473	239,97	1,93	11,84
BG GROUP	VB	2,3 %	47.297	36,02	1,81	10,39
EOG RESOURCES INC	ZDA	2,1 %	37.265	477,01	3,10	11,20

Vir: Bloomberg 2015.



Damjan Kovačič

Katastrofalno opustošenje
na surovinskih trgih

Surovine in predelovalna industrija

Tabela 15:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	43,2 %
Evropa brez VB	28,2 %
VB	5,1 %
Japonska	10,1 %
Razvita Azija	7,2 %
EM	6,2 %

Vir: Bloomberg 2015.

Tabela 16:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Metals & Mining	25,0 %
Chemicals	59,9 %
Construction Materials	7,4 %
Containers & Packaging	4,9 %
Paper & Forest Products	2,8 %

Vir: Bloomberg 2015.

V lanske publikaciji Infondovega Mozaika smo pravilno napovedali, da zaradi močnega dolarja, negotove globalne rasti in zastoja na Kitajskem ne pričakujemo pozitivnih gibanj. Vseeno pa si nismo mogli predstavljati, kako katastrofalno bo v resnici opustošenje na surovinskih trgih. Izgube na surovinskih trgih so bile v letu 2015 namreč najhujše po finančni krizi leta 2008, po donosih na blagovnih borzah pa so bile surovine z naskokom najslabši naložbeni razred. O globini in razsežnosti padcev pove vse statistika, da so bili izmed 30 najbolj trgovanih terminskih pogodb v rahlo pozitivnem območju samo kakav, sladkor in bombaž, za manj kot 10 % pa je upadla samo še cena koruze. Osrednji primerjalni surovinski indeks CRB je tako v dolarjih izgubil več kot četrtno vrednosti, indeks industrijskih kovin je strmoglavil za skoraj 30 %, indeks kmetijskih pridelkov S&P Agricultural Index je zdrsnil za 11 %, globalne delnice podjetij iz sektorja pa so se pocenile za okoli 15 %.

Od vrha surovinskega cikla so povprečne cene surovin strmoglavile na ravni iz leta 2002, ko se je začel zadnji veliki bikovski trend rasti (2002–2009). Prav tako so doživele zelo trd pristanek delnice podjetij, ki se ukvarjajo s proizvodnjo in predelavo surovin; te so v evrih upadle kar za 17 %, medtem ko so svetovni delniški indeksi pridobili 65 % vrednosti. Še posebej so bile prizadete rudarske družbe, pri katerih so delnice upadle za neverjetnih 70 % v evrih.

Po drugi strani so nizke cene, tudi pod proizvodno ceno, preverjeno najbolj učinkovito zdravilo za doseganje višje cene in rasti, kajti povpraševanje po industrijskih kovinah, kmetijskih pridelkih in osnovnih kemikalijah tudi pri 2,5- do 3-odstotni globalni rasti ne bo izginilo. V rudarskem sektorju je vedno več znamenj, da se bližamo fazi popolne kapitulacije, do katere bo prišlo, če bodo povprečne cene surovin ostale na trenutnih ravneh. Boleč proces očiščenja, ki lahko traja tudi več let, zaznamujejo agresivni rezi stroškov, zapiranje proizvodnih in predelovalnih zmogljivosti ter val bankrotov finančno šibkejših podjetij. V tem kontekstu bo zanimivo spremljati, ali bo v letu 2016 končno prišlo do množičnega zapiranja velikanskih presežnih zmogljivosti kitajske težke industrije.

Pogledi v leto 2016 so bolj konstruktivni, čeprav sektor še naprej ostaja v primežu močnega dolarja, presežne ponudbe večine surovin in relativno šibkega kitajskega povpraševanja. Na splošno je naš izhodiščni scenarij za leto 2016 takšen, da bodo povprečne cene surovin verjetno nekoliko višje od trenutnih depresivnih ravni, s tem da lahko pričakujemo pozitivne premike predvsem v drugi polovici leta.

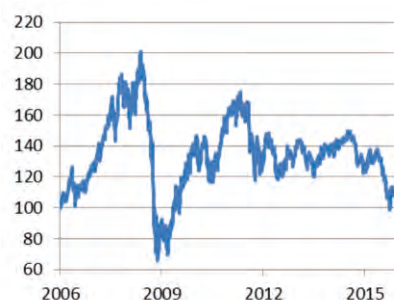
Izmed posameznih surovin omenimo baker kot kovino, brez katere si ne moremo zamišljati zelene mobilne revolucije, in kmetijske surovine, kjer bi lahko

nepredvidljivi vremenski pojav El Nino ob skrajno negativnem razpoloženju močno zatresel svetovne borze. Struktura povpraševanja pri bakru je bistveno drugačna kot pri drugih industrijskih

kovinah, saj večina povpraševanja prihaja iz električnih omrežij, avtomobilske industrije, obnovljivih virov, bele tehnike in elektronske industrije.

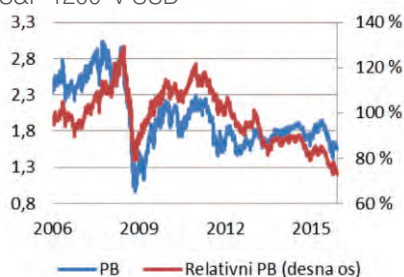
Gibanje sektorja

Slika 59:
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 60:
Relativno gibanje S&P 1200 Material in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Še naprej v primežu močnega dolarja, presežne ponudbe in šibkega kitajskega povpraševanja

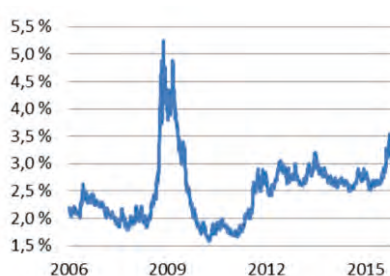
Vrednotenje sektorja

Slika 61:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 62:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BASF	NEMČIJA	5,2 %	67.992	15,30	2,39	7,90
DOW CHEMICAL	ZDA	4,4 %	58.034	16,41	3,04	8,61
DU PONT	ZDA	4,2 %	55.386	24,11	5,47	12,57
BHP BILLITON	AVSTRALIJA	3,1 %	40.925	28,18	1,13	6,87
MONSANTO	ZDA	3,1 %	40.141	18,26	6,51	11,34
AIR LIQUIDE	FRANCIJA	2,9 %	37.555	20,84	3,18	10,77
RIO TINTO	VB	2,6 %	33.857	12,90	1,43	6,37
LYONDELLBASELL	ZDA	2,6 %	33.490	9,44	6,00	6,09
SYNGENTA	ŠVICA	2,5 %	32.169	21,05	3,88	13,59
PRAXAIR	ZDA	2,3 %	29.992	19,33	7,48	11,59

Vir: Bloomberg 2015.

Positivni premiki v drugi polovici leta 2016 (baker, kmetijski pridelki)



mag. Jure Dubravica

Povprečni donosi v letu
2015

Velika cikličnost sektorja –
v letu 2016 je predvidena
večja globalna
gospodarska rast.

Industrija

Tabela 17:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	55,5 %
Evropa brez VB	21,2 %
VB	5,0 %
Japonska	14,6 %
Razvita Azija	1,6 %
EM	2,1 %

Vir: Bloomberg 2015.

Delnice družb iz sektorja industrije so v letu 2015 (do konca novembra) pridobile okrog 13 %, merjeno v evrih. Kljub dobremu donosu, ki ga lahko v celoti pripišemo močnemu dolarju, je sektor v primerjavi z drugimi dosegel povprečen rezultat. Ta je skoraj identičen globalnemu delniškemu indeksu S&P 1200 Global Index. Ne glede na to, da imajo delnice industrijskih družb v globalnem indeksu le 10-odstotno utež, je gibanje sektorja in splošnega delniškega indeksa že vrsto let usklajeno.

Makroekonomsko okolje se je v letu 2015 nekoliko zaostriilo. Upočasnjevanje gospodarstva Kitajske in posledično nižje cene surovin so povzročil upad rudarske in energetske aktivnosti po vsem svetu, kar ocenjujemo kot največji negativni dejavnik leta 2015. Zmanjšanje aktivnosti na področju pridobivanja surovin (črpanje nafte, kopanje rude ...) se neposredno kaže v upadu naročil družb, ki proizvajajo opremo za pridobivanje surovin. Niso pa nizke cene neugodne za celoten industrijski sektor. Predvsem tisti, ki se ukvarjajo s transportom, imajo zaradi nižjih cen goriv nižje transportne stroške.

Ameriške industrijske družbe, ki poslujejo globalno, poleg nižjih cen nafte in materialov tožijo še zaradi prehitre krepitve ameriškega dolarja. Ta jim neposredno zmanjšuje mednarodno konkurenčnost. V letu 2015 (do konca novembra) se je dolar v primerjavi z evrom okrepil za okrog 14 %. Na drugi strani Atlantika, v Evropi, so tega bolj veseli. Šibak evro koristi izvoznikom,

Tabela 18:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	68,9 %
Transportation	23,1 %
Commercial & Professional Serv	8,0 %

Vir: Bloomberg 2015.

vendar jih bolj skrbi upočasnjevanje kitajskega gospodarstva in šibko evropsko okrevanje. Konec leta 2015 se pojavlja še en negativen dejavnik, krepitev geopolitičnega tveganja po svetu. Morebitno nadaljevanje politične negotovosti v posameznih regijah sveta bo pripeljalo do krčenja investicij.

Ker je sektor izredno cikliččen, si pri napovedih pomagamo s spremljanjem gospodarske aktivnosti. Mednarodni denarni sklad je glede globalnega gospodarstva dokaj optimističen za leto 2016, saj predvideva 3,6-odstotno rast, kar je več, kot bo znašala v letu 2015. Večjo rast si obetajo tako na razvitih trgih kot na trgih v razvoju. Pričakujemo lahko, da bosta Severna Amerika in Evropa prednjačili pri rasti prihodkov industrijskih družb v letu 2016. Spodbudno je, da indeks nabavnih menedžerjev (Markit Eurozone Composite PMI) v evroobmočju še vedno signalizira okrevanje (tj. vrednost nad 50), in to že od sredine leta 2013. Zadnja znana vrednost iz novembra 2015 je 54,4, kar je najvišje v zadnjih letih. Še nekaj več rasti gospodarstva lahko pričakujemo v ZDA. Mednarodni denarni sklad napoveduje 2,8-odstotno rast za leto 2016. Podobno pričča tudi indeks nabavnih menedžerjev, ki je konec leta 2015 znašal 56,1 (Markit US Composite PMI).

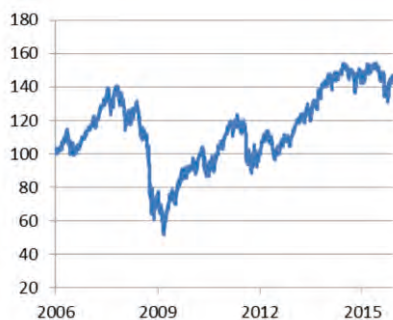
Pričakovana vrednotenja sektorja za leto 2016 so podobna vrednotenjem globalnega delniškega indeksa. Multiplikator dobička (PE) znaša 15,4, kar je okrog

povprečij preteklih let. Podobno velja za multiplikator knjigovodske vrednosti (PB), ki se nahaja na 2,5, in dividendno donosnost, ki je 2,5 %. Z vidika relativnih vrednotenj ne moremo govoriti niti o podcenjenosti niti o precenjenosti sektorja.

Družbe se bodo v letu 2016 še naprej prilagajale nizkim cenam surovin. Pozitiven pogled na prihodnjo globalno gospodarsko aktivnost daje dodatno oporo tečajem industrijskih družb v letu, ki je pred nami.

Gibanje sektorja

Slika 63:
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 64:
Relativno gibanje S&P 1200 Industrial in S&P 1200 v USD

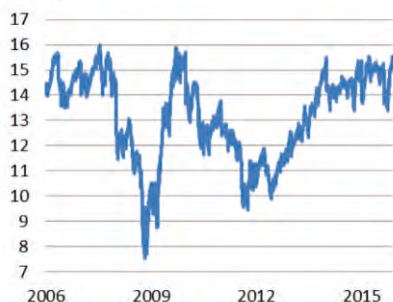


Vir: Bloomberg 2015.

Povprečna vrednotenja.

Vrednotenje sektorja

Slika 65:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 66:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
GENERAL ELECTRIC	ZDA	8,4 %	267.530	23,14	2,74	10,70
3M	ZDA	2,8 %	90.845	20,21	7,93	12,67
BOEING	ZDA	2,7 %	86.955	18,00	14,71	9,68
UNITED TECHNOLOGIES	ZDA	2,3 %	74.889	15,43	2,81	9,40
SIEMENS	NEMČIJA	2,3 %	72.608	14,70	2,42	10,43
HONEYWELL INTERNATIONAL	ZDA	2,2 %	71.667	17,07	4,52	10,11
UNITED PARCEL SERVICE	ZDA	2,1 %	68.298	19,74	48,21	10,45
UNION PACIFIC	ZDA	2,1 %	67.506	14,98	3,51	8,17
DANAHER	ZDA	1,7 %	54.284	22,41	2,87	16,91
LOCKHEED MARTIN	ZDA	1,7 %	52.906	19,48	24,05	11,02

Vir: Bloomberg 2015.

Cene surovin vplivajo na rast in krčenje investicij.



Aleš Šoba
CFA

Najbolj donosen sektor v letu 2015.

Trajne potrošne dobrine

Tabela 19:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	61,7 %
Evropa brez VB	16,0 %
VB	7,6 %
Japonska	12,7 %
Razvita Azija	0,1 %
EM	1,9 %

Vir: Bloomberg 2015.

Sektor trajnih potrošnih dobrin je v letu 2015 (do konca novembra) pridobil 22,9 %, merjeno v evrih, in s tem bil najbolj donosen sektor v letu 2015. Velik del doseženega donosa je posledica krepitve ameriškega dolarja, čeprav to ni bil edini dejavnik. K rasti je pripomoglo tudi nadaljevanje gospodarskega okrevanja, tako ZDA kot Evrope, ter tudi izhodiščna vrednotenja sektorja, ki niso bila posebej visoka. Skozi leto 2015 so se vrednotenja povišala; tako znaša pričakovani multiplikator dobička (PE) 15,5, kar je več kot lani ob takem času (14,4). Kljub temu ne moremo govoriti o kakšnem pretiravanju, je pa to opozorilo, da brez velike rasti dobičkov ni mogoče pričakovati nadpovprečnih donosov.

Tudi za leto 2016 smo zmerno optimistično naravnani, čeprav so pričakovanja, prav zaradi velike rasti v letu 2015, temu primerno nižja. Kljub temu obstajajo nekateri dejavniki, ki še naprej govorijo v prid sektorju.

Makroekonomske okolje ostaja naklonjeno potrošniku, še posebej v ZDA, kjer je brezposelnost upadla na 5 %, rast plač znaša 2,4 % na leto, ameriški potrošnik pa se je od velike finančne krize razdolžil in povečal svoje premoženje v primerjavi z razpoložljivim dohodkom na vrednosti blizu rekorda iz prvega četrletja 2007. Prav tako nizke cene nafte omogočajo večje nakupe drugih dobrin. Da ti dejavniki učinkujejo, kažejo podatki z ameriškega trga avtomobilov, kjer je leto 2015 na poti, da

Tabela 20:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	22,3 %
Consumer Durables & Apparel	14,8 %
Consumer Services	11,8 %
Media	21,3 %
Retailing	29,8 %

Vir: Bloomberg 2015.

postane rekordno in preseže zadnji rekord 17,4 milijona prodanih avtov. Da so Američani razpoloženi za večje nakupe, pričajo tudi podatki z nepremičninskega trga, kjer bo prodanih za 7,1 % več hiš kot v letu 2014. Rahla streznitev lahko pride v obliki višjih obrestnih mer, ki lahko negativno vplivajo na potrošnjo, vendar se pričakuje, da bo zviševanje počasno in blago, tako da učinek ne bi smel biti premočan. Tudi evropsko gospodarstvo kaže znake potrošniškega prebujanja, saj je rast v zadnjem letu posledica domače potrošnje. Tudi tu smo priče zniževanju brezposelnosti in pozitivnim znakom na področju potrošnje. Zadnji pomembni trg, ki ostaja uganka za leto 2016, so države v razvoju na čelu s Kitajsko. Ker ostaja potrošnja na Kitajskem velika, posamezne kategorije pa doživljajo celo pospešitev rasti (prodaja televizij, športnih oblačil, obisk kinodvoran), ne vidimo razloga za preplah.

Znotraj sektorja zaznavamo nadaljevanje trendov iz preteklih let, ki so bili v letu 2015 še bolj izraziti. Podjetja, ki delujejo v segmentih zdravega načina življenja (športna oprema, organska hrana) in ki prevladujejo v spletni prodaji, bodo še naprej privabljala vlagatelje. Zanimivo bo tudi dogajanje na področju plačljive televizije, kjer je zaznati trend upadanja naročnikov ter selitev oglaševalskega denarja k digitalnim ponudnikom. Tradicionalni model televizije počasi izumira, kar pomeni, da se bo pogača

drugače razdelila. Medijske hiše z močno vsebino so najboljše pripravljene na ta prehod.

Leto 2016 bo tako še eno solidno leto, kjer več dejavnikov (vrednotenja, gospodarsko

okolje) kažejo na nadaljevanje trendov iz preteklih let. V ospredju pa bodo znova podjetja, ki so se najbolj prilagodila spremenjenim navadam potrošnikov (spletna prodaja, zdrav način življenja, nov model plačljive televizije).

Makroekonomsko okolje ostaja naklonjeno potrošniku.

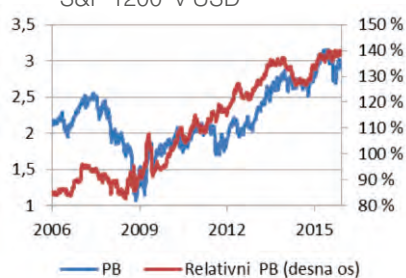
Gibanje sektorja

Slika 67:
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2015.

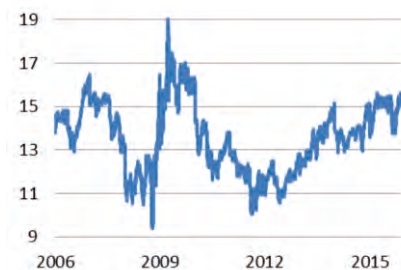
Slika 68:
Relativno gibanje S&P 1200 CD in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

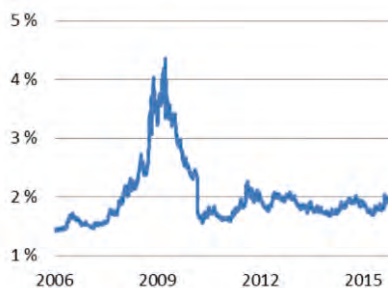
Vrednotenje sektorja

Slika 69:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 70:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

V ospredju znova podjetja, ki so se najbolj prilagodila spremenjenim navadam potrošnikov (spletna prodaja, zdrav način življenja, nov model plačljive televizije).

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AMAZON	ZDA	6,6 %	241.738	117,79	25,08	28,96
WALT DISNEY	ZDA	4,4 %	162.820	20,08	4,08	11,78
HOME DEPOT	ZDA	4,4 %	159.895	25,03	22,28	13,90
TOYOTA MOTOR	JAPONSKA	4,1 %	150.282	10,03	1,42	10,16
COMCAST	ZDA	3,3 %	120.133	18,56	2,89	7,96
MCDONALD'S	ZDA	2,7 %	98.862	23,49	12,61	13,72
NIKE	ZDA	2,3 %	83.675	30,71	8,76	20,18
STARBUCKS	ZDA	2,3 %	83.662	32,50	15,67	17,47
DAIMLER	NEMČIJA	2,2 %	79.485	10,28	1,82	3,56
LOWE'S	ZDA	1,8 %	66.739	23,23	8,38	11,62

Vir: Bloomberg 2015.



Aleš Grbić

Nadpovprečni donosi v letu 2015

Osnovne potrošne dobrine

Tabela 21:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,2 %
Evropa brez VB	17,8 %
VB	16,1 %
Japonska	5,9 %
Razvita Azija	1,8 %
EM	4,2 %

Vir: Bloomberg 2015.

Tabela 22:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food Beverage & Tobacco	60,3 %
Household & Personal Products	20,0 %
Food & Staples Retailing	19,7 %

Vir: Bloomberg 2015.

Letos do konca novembra je globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin z 18,3 % donosa v evrih že drugo leto zapored imel nadpovprečen donos (lani v enakem obdobju 18 % v evrih). Ta donos krepko presega donos globalnega delniškega indeksa, ki je v enakem obdobju dosegel 12,9%, merjeno v evrih.

V zadnjih nekaj letih so diskontni ali spletni trgovci rasli precej hitreje kot klasični. Klasični trgovci imajo velik obseg poslovanja prek klasičnih prodajnih kanalov. Alternativne prodajne poti, prek katerih prodaja poteka precej hitreje, porajajo vprašanje o dolgoročnem položaju klasičnih trgovcev. Klasični trgovci so se na konkurenco odzvali z razvojem svojih alternativnih poti in manjšimi diskonti. A razvoj teh novih prodajnih poti ni zagotovilo, da bo klasičnim trgovcem uspelo ustaviti zdajšnji trend. Pozitivno pri klasičnih trgovcih je to, da imajo zelo veliko finančno moč, kar jim omogoča, da razvijejo lastne uspešne alternativne prodajne poti.

V segmentu pakirane hrane se dogajajo tektonski premiki. Potrošniki so vedno manj lojalni blagovnim znamkam. Klasične supermarket trgovine izgubljajo boj z diskontnimi trgovci in spletno konkurenco. Daljše obdobje majhne gospodarske rasti je očitno povzročilo, da so potrošniki postali cenovno precej občutljivi. Ob tem je razvoj spletnih trgovin pospešeno spremenil navade potrošnika. Teh vplivov se bodo

podjetja najlažje obranila z močno blagovno znamko, saj tako precej omilijo pritiske na ceno. Ti pritiski so najmočnejši na področju pakirane hrane in drugih osnovnih potrošnih dobrin. Pijače in tobak imajo običajno precej boljši položaj, saj so tam blagovne znamke bolj izražene. Po stroškovni plati imajo največja podjetja veliko prihrankov zaradi ekonomije obsega. Proizvajalčeve konkurenčne prednosti izhajajo tudi iz njegovega položaja v razmerju do trgovca ter iz tega, koliko so njegovi proizvodi pomembni za trgovca. Proizvajalcu lahko izredno veliko prinese grajenje in vzdrževanje položaja glavnega dobavitelja za posameznega trgovca.

Zelo verjetno je, da bodo podjetja z najmočnejšimi blagovnimi znamkami na dolgi rok uspešno zviševala cene svojih izdelkov. Na drugi strani lahko na dolgi rok pričakujemo, da bodo podjetja s šibkimi blagovnimi znamkami doživela upad cen. Podjetja s šibkimi blagovnimi znamkami lahko kratkoročno povečajo prodajo le, če se odločijo za okrepitev oglaševanja. Srednjeročno in dolgoročno pa se učinek okrepljenega oglaševanja ne bo več kazal v večji prodaji, razen če bodo trgu ponudila nove konkurenčne izdelke.

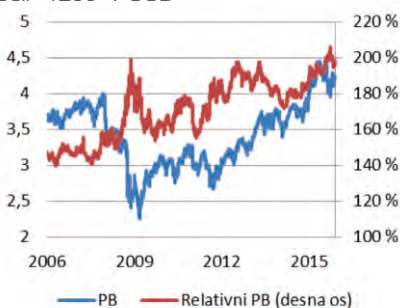
Gibanje sektorja

Slika 71:
Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 72:
Relativno gibanje S&P 1200 CS in
S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Potrošniki so vedno manj lojalni blagovnim znamkam.

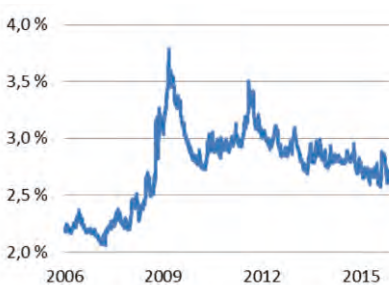
Vrednotenje sektorja

Slika 73:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 74:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Klasični trgovci v boju z diskontnimi trgovci ter spletno konkurenco: preobrat je blizu?

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NESTLE	ŠVICA	6,8 %	210.246	23,07	3,97	15,28
PROCTER & GAMBLE	ZDA	6,1 %	188.211	19,92	3,33	12,84
COCA-COLA	ZDA	5,1 %	157.337	21,38	7,10	17,16
PEPSICO	ZDA	4,5 %	137.240	21,95	10,91	13,46
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	ZDA	4,1 %	127.383	19,75	-	13,86
ALTRIA GROUP	ZDA	3,5 %	106.336	20,53	39,12	14,32
BRITISH AMERICAN TOBACCO	VB	3,3 %	102.399	18,56	12,02	15,90
CVS HEALTH	ZDA	3,2 %	98.026	18,21	2,81	10,87
ANHEUSER-BUSCH INBEV	BELGIJA	2,9 %	90.253	25,56	4,37	14,79
WAL-MART STORES	ZDA	2,7 %	84.568	12,85	2,37	6,90

Vir: Bloomberg 2015.



mag. Barbara Gačnik

Zdravstvo

Tabela 23:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	64,5 %
Evropa brez VB	25,2 %
VB	4,6 %
Japonska	4,3 %
Razvita Azija	1,3 %
EM	0,1 %

Vir: Bloomberg 2015.

Tabela 24:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	25,8 %
Pharmaceuticals, Biotechnology	74,2 %

Vir: Bloomberg 2015.

Za sektorjem zdravstva je že šesto donosno leto zapored. Do konca novembra so delnice, zajete v indeksu S&P Global 1200 Healthcare, zrasle za 18,1 %, merjeno v evrih. V preteklih letih je k donosu najbolj pripomogla biotehnologija, v letu 2015 pa so za doseženi donos najbolj zaslužni proizvajalci iz podsektorja »živiljenjskih znanosti« ter proizvajalci originalnih in generičnih zdravil, ki pomenijo levji delež globalnega indeksa.

Vrednotenja delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, so nekoliko nad 10-letnim povprečjem (20), saj trenutni multiplikator dobička (PE) indeksa znaša 21,9, medtem ko je pričakovani PE za leto 2016 16,3. Precej bolj odstopa knjigovodska vrednost indeksa, ki znaša 3,8, medtem ko je 10-letno povprečje 3,16. Avgustovska korekcija tečajev, ki jo je sprožil škandal pri oblikovanju cen zdravil, je vrednotenja sektorja nekoliko umirila, z nadaljevanjem trenda prevzemov v panogi pa bi delnice lahko rasle tudi v letu 2016.

Po podatkih IMS Health naj bi se do leta 2020 globalno povpraševanje po zdravilih povečalo za okoli 30 %, z zdajšnjega bilijona dolarjev na 1,4 bilijona. V preteklih petih letih se je povpraševanje povečalo za 35 %. Glavnino povpraševanja po zdravstvenih proizvodih bodo še vedno ustvarjale razvite države (63 %), med njimi imajo največji delež ZDA. Rast porabe bodo podpirali demografski trendi in staranje populacije na razvitih trgih ter višji razpoložljivi dohodki in boljša dostopnost zdravstvene oskrbe na razvijajočih se trgih. Na rast porabe bodo vplivale tudi višje cene zaradi vse večje uporabe dražjih special-

iziranih zdravil. Omenjeni trend je še posebno močan v ZDA, kjer so prav cene zdravil trenutno predmet vroče politične razprave, ki bo zaznamovala volilno leto. Dodaten pritisk na cene bo povzročila tudi nedavna konsolidacija med zdravstvenimi zavarovalnicami, te bodo zahtevale večje diskonte. Kljub oviram je po podatkih IMS Health v ZDA do leta 2020 pričakovati rast povpraševanja za 5 do 8 % letno. V Evropi bo poraba v največjih državah do leta 2020 rasla po stopnji 4 do 7 % letno. Rast bo večinoma podprta s širšo uporabo dražjih specializiranih zdravil. V preteklosti se je večina evropskih držav zaradi varčevanja zatekala k širši uporabi generičnih zdravil. V naslednjih petih letih bo poteklo manjše število patentov kot v preteklih petih, zato je učinek prehoda na generična zdravila že dodobra izkoriščen. Evropa je bila sicer med prvimi, ki je sprejela zakonodajo za biosimilarje, ki pomenijo konkurenco dragim biološkim zdravilom, in prehod na biosimilarje bo v prihodnje prinašal večino prihrankov v Evropi. IMS Health ocenjuje, da bodo globalni prihodki od biosimilarjev v naslednjih petih letih zrasli na 41 milijard dolarjev.

V razvijajočih se državah bo rast povpraševanja najbolj odvisna od povečevanja dostopnosti zdravstvene oskrbe. Kitajska, Indija, Brazilija in Indonezija reformirajo svoje zdravstvene sisteme in širijo zdravstveno kritje prebivalstva. Prebivalstvo teh držav skupaj šteje več kot tri milijarde ljudi, njihovo povpraševanje pa bo pomenilo skoraj polovico vse količine prodanih zdravil, ne pa prihodkov, saj bodo večinoma posegali po generičnih zdravilih.

Šesto donosno leto
zapored.

V ZDA vroča razprava o
ceni zdravil.

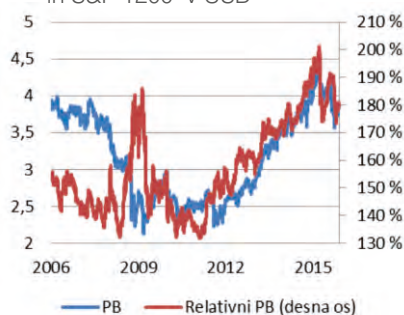
Gibanje sektorja

Slika 75:
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 76:
Relativno gibanje S&P 1200 Health care
in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Biosimilarji bodo vir
prihrankov za državne
blagajne.

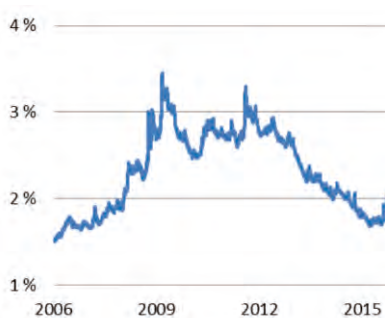
Vrednotenje sektorja

Slika 77:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 78:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Na razvijajočih se trgih bo
po generičnih zdravilih
povpraševalo 3 milijarde
ljudi.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	ZDA	7,1 %	266.707	16,56	3,96	11,46
NOVARTIS	ŠVICA	5,1 %	192.767	16,80	2,68	16,17
PFIZER	ZDA	5,1 %	191.289	15,39	3,11	10,64
ROCHE HOLDING	ŠVICA	4,7 %	178.181	19,57	13,75	12,96
MERCK & CO.	ZDA	3,8 %	143.536	15,33	3,35	10,49
GILEAD SCIENCES	ZDA	3,7 %	140.755	8,71	8,81	6,35
ALLERGAN	ZDA	3,2 %	119.007	20,93	1,75	20,61
AMGEN	ZDA	3,1 %	115.526	16,06	4,37	11,32
BRISTOL-MYERS	ZDA	2,8 %	107.138	35,91	7,51	28,04
BAYER	NEMČIJA	2,7 %	103.244	17,69	4,59	11,76

Vir: Bloomberg 2015.



Damjan Kovačič

Velika korelacija
finančnega sektorja z
borznim ciklom.

Finančne storitve

Tabela 25:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	50,5 %
Evropa brez VB	18,9 %
VB	9,1 %
Japonska	6,3 %
Razvita Azija	8,0 %
EM	7,2 %

Vir: Bloomberg 2015.

Sedem let po veliki finančni krizi imajo finančne družbe še vedno daleč največji vpliv na večino svetovnih delniških indeksov. V ZDA in Evropi je delež finančnega sektorja okoli 20 %, v državah v razvoju pa kar 30 %. Zaradi velikih deležev v svetovnih indeksih in velike korelacije z borznim ciklom običajno finančne delnice ne odstopajo močno od povprečja donosov na delniških trgih. Vseeno pa je zanimivo, da so delnice finančnih družb tako v ZDA, Evropi kot tudi na trgih v razvoju v letu 2015 vse po vrsti zaostajale za donosi na delniških trgih, njihov zaostanek pa je znašal med dvema in štirimi odstotnimi točkami.

Predsednike uprav velikih svetovnih bank še naprej skrbi poslovna negotovost, ki izvira iz vedno bolj zaostrenega in nepredvidljivega regulatornega okolja. Banke so zaradi preteklih grehov od konca krize za kazni in poravnave plačale že več kot 200 milijard dolarjev, okostnjaki pa še naprej padajo iz omar. Dvig kratkoročnih obrestnih mer v ZDA bo sicer rahlo izboljšal pogoje njihovega poslovanja, saj bo pozitivno vplival na čiste obrestne marže in obrestne prihodke, ki pomenijo okoli dve tretjini celotnih prihodkov. Ker pa so neto obrestne marže bank bistveno bolj stabilne od kratkoročnih obrestnih mer, dejansko ni jasno, kakšen bo vpliv rahlo višjih obrestnih mer na obrestne marže in bančne prihodke. Napovedi so, da bo vpliv minimalen, in sicer pod 0,1 %, tako da bodo bančni dobički bistveno bolj odvisni od kreditne aktivnosti in kvalitete bančne aktive. Kar se tiče kvalitete aktive, so v ZDA deleži slabih posojil NPL zelo majhni, komaj 1,2-

Tabela 26:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	49,0 %
Diversified Financials	18,5 %
Insurance	20,3 %
Real Estate	12,2 %

Vir: Bloomberg 2015.

odstotni, vendar pa so banke letos končale cikel sproščanja rezervacij. Tudi bonitetne agencije so počasi že začele zniževati ocene podjetniških obveznic, kar ponavadi pomeni začetek poslabšanja kvalitete bančne aktive in posojilnega portfelja.

Prav tako so se komercialne banke prisiljene umikati iz nekaterih bolj tveganih, v preteklosti zelo dobičkonosnih segmentov investicijskega bančništva in kapitalskih trgov. Poleg tega je vedno bolj jasno, da se bodo banke morale prilagoditi tehnološki revoluciji in konkurenci novih igralcev na področju mobilnih plačil (Apple, Samsung in Google s svojimi mobilnimi denarnicami) ter ponudbi alternativnih kreditnih platform. Vse to povzroča bankam visoke stroške in jih sili v radikalno preoblikovanje tradicionalnih modelov poslovanja.

Znotraj finančnega sektorja je bilo leto posebej težko za globalne upravljavce premoženja, ki so dosegli za okoli 10 odstotnih točk manjši donos od povprečja finančnega sektorja. Globalni upravljavci imajo v svojih portfeljih približno polovico sredstev ameriških vlagateljev, slabih 30 % vlagateljev prihaja iz Evrope, okoli 10 % pa iz Japonske in Avstralije. Čeprav je poslovanje družb za upravljanje okoli trikrat bolj dobičkonosno od povprečja bančnega sektorja, so se upravljavci premoženja soočali z odlivi iz ameriških delniških skladov, že nekaj časa pa so na udaru tako imenovani hedge skladi, tvegani alternativni naložbeni skladi, ki jih vlagatelji množično zapuščajo zaradi visokih provizij in podpovprečnih donosov.

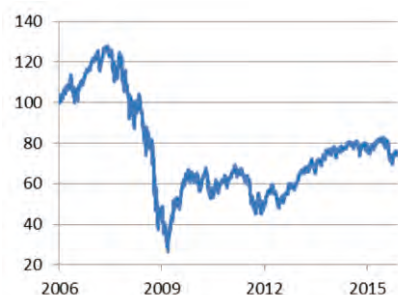
Finančne delnice torej niso pretirano vznemirjale vlagateljev s svojimi donosi, prav tako pa jim niso povzročale prevelike škode v portfeljih. Pričakujemo, da se bo nekaj podobnega dogajalo tudi v letu 2016,

v katerem dajemo, zaradi nadaljevanja ekspanzivne denarne politike centralnih bank, prednost evropskim in japonskim finančnim delnicam pred tistimi v ZDA in državah v razvoju.

Dvig obrestnih mer v ZDA bo imel minimalen pozitiven učinek na čiste obrestne marže.

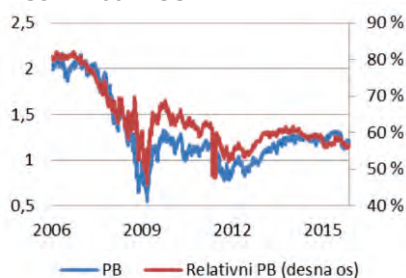
Gibanje sektorja

Slika 79:
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2015.

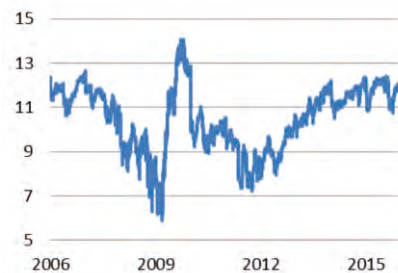
Slika 80:
Relativno gibanje S&P 1200 Financial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

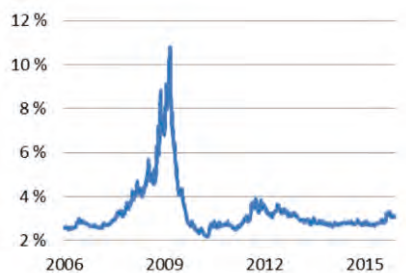
Vrednotenje sektorja

Slika 81:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 82:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

V letu 2016 bodo najbolj privlačne finančne naložbe v Evropi in na Japonskem.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB
WELLS FARGO	ZDA	4,0 %	240.750	13,31	1,64
JPMORGAN CHASE	ZDA	3,9 %	230.075	11,58	1,12
BANK OF AMERICA	ZDA	2,9 %	171.123	12,20	0,78
HSBC HOLDINGS	VB	2,5 %	150.140	10,10	0,83
BERKSHIRE HATHAWAY	ZDA	2,5 %	147.455	18,90	-
CITIGROUP	ZDA	2,5 %	146.074	9,77	0,78
COMMONWEALTH BANK OF AUST.	AVSTRALIJA	1,6 %	94.635	14,56	2,52
ALLIANZ	NEMČIJA	1,4 %	81.528	11,33	1,25
ROYAL BANK OF CANADA	KANADA	1,3 %	79.873	11,49	1,99
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL	JAPONSKA	1,3 %	74.887	10,29	0,74

Vir: Bloomberg 2014.



Aleš Grbić

Nadpovprečni donosi v letu 2015.

Informacijska tehnologija

Tabela 27:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	77,7 %
Evropa brez VB	7,4 %
VB	0,7 %
Japonska	5,0 %
Razvita Azija	0,8 %
EM	8,4 %

Vir: Bloomberg 2015.

V letošnjem letu je do konca novembra globalni sektor IT dosegel 20,9-odstotni donos, merjeno v evrih, kar je nekaj manj kot v enakem obdobju lani (27 %), a še vedno krepko nad dolgoročnim povprečjem donosov delniških naložb. Letošnji donos krepko presega tudi donos splošnega globalnega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je dosegel 12,9 %, merjeno v evrih.

Vsi veliki trgi znotraj informacijske tehnologije so zreli. Zaradi tega se je rast prihodkov sektorja začela upočasnjevati. To sili podjetja v finančni inženiring (prevzemne in združevalne aktivnosti), da tako dosegajo rast prihodkov. Zato imajo finančni profesionalci precej raje podjetja z visoko stopnjo organske rasti ob ustrezni donosnosti poslovanja.

Računalništvo v oblaku je tehnologija, nastala v zadnjih letih. Investitorji so jo dodobra zaznali. Za nekatera podjetja pomeni poslovanje v oblaku priložnost, za druge pa grožnjo. Za lažje razumevanje, za kaj gre: če so denimo nekatere aplikacije dosegljive v oblaku, se povpraševanje po »lokalnih« zmanjšuje. Z leti se bo prehod v oblak še pospešil, saj podjetjem ponuja prihranke na vsaj dveh področjih: manjše naložbe v strojno opremo, saj za poslovanje v oblaku ne potrebujejo visoko zmogljive strojne opreme, in nižji TEKOČI stroški za dostop do aplikacij v oblaku. Zelo enostavno se to vidi na primeru prenosnika Chromebook, ki stane 200 dolarjev ter je povezan z oblakom prek Googleove infrastrukture. Zelo priljubljen je v šolah,

Tabela 28:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipmen	32,0 %
Software & Services	53,5 %
Semiconductors & Semiconductor	14,5 %

Vir: Bloomberg 2015.

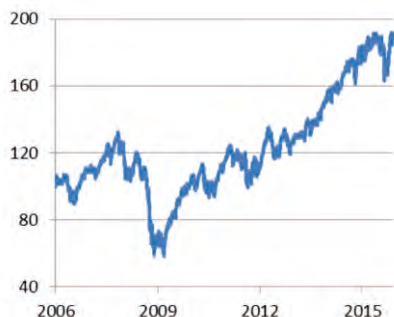
zaradi svoje nizke cene in nabora funkcij. V preteklosti so menili, da bodo osebne računalnike ogrozile tablice. Zdaj so ugotovili, da naj bi imel Chromebook večji vpliv kot tablice, saj ima že zdaj 30 % tržnega deleža. Vpliv poslovanja v oblaku ne bo omejen samo na proizvajalce strojne opreme, to bo grožnja tudi za ponudnike omrežne opreme, pomnilnikov, skratka za vse, ki zdaj ponujajo storitve in opremo, ki jih poslovanje v oblaku lahko popolnoma nadomesti ob enaki kakovosti ter precej manjših vlaganj in nižjih tekočih stroških.

Računalništvo v oblaku ponuja nadpovprečno visoke stopnje rasti v primerjavi s klasičnim segmentom programske opreme, zato se je precej podjetij s področja klasične programske opreme usmerilo tudi v ta segment. Za podjetja, ki ponujajo samo storitve poslovanja v oblaku, lahko pričakujemo, da se bo rast prihodkov upočasnila. Prav tako lahko pričakujemo, da bodo kakršnakoli razočaranja pri poslovanju ali napovedih prihodnjega poslovanja pomenila močan upad delnice ponudnika storitev v oblaku.

Negativen vpliv močnega ameriškega dolarja na rezultate podjetij iz sektorja informacijske tehnologije se bo najverjetneje nadaljeval tudi v letu 2016. Pomembno je, da ni imel občutnega vpliva na investicije podjetij na področju informacijske tehnologije.

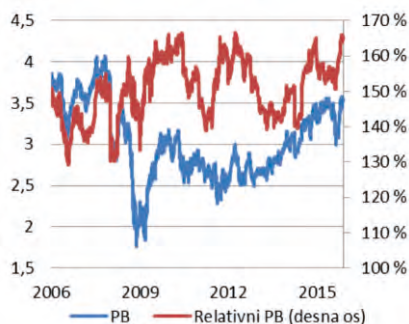
Gibanje sektorja

Slika 83:
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 84:
Relativno gibanje S&P 1200 IT
in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Negativen vpliv močnega ameriškega dolarja na rezultate podjetij iz sektorja IT.

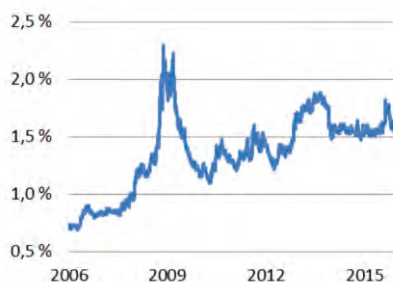
Vrednotenje sektorja

Slika 85:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 86:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Poslovanje v oblaku – priložnosti za ponudnike in nevarnosti za tiste, katerim so konkurenca.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
APPLE	ZDA	13,1 %	580.022	11,94	5,48	6,10
MICROSOFT	ZDA	9,0 %	400.669	20,04	5,69	11,23
FACEBOOK	ZDA	4,9 %	219.979	49,46	7,31	26,37
ALPHABET A	ZDA	4,8 %	214.405	27,06	4,64	15,69
INTEL	ZDA	3,5 %	155.732	15,48	2,86	7,10
VISA	ZDA	3,3 %	145.447	27,99	6,52	15,82
CISCO SYSTEMS	ZDA	3,0 %	131.499	12,13	2,34	6,18
INTL BUSINESS MACHINES	ZDA	2,7 %	118.099	9,43	10,31	7,78
ORACLE	ZDA	2,6 %	116.225	14,97	3,57	8,55
SAMSUNG ELECTRONICS	JUŽNA KOREJA	2,5 %	110.070	9,54	0,96	2,97

Vir: Bloomberg 2015.



mag. Barbara Gačnik

V ZDA se nadaljuje cenovna vojna.

Telekomunikacije

Tabela 29:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	42,8 %
Evropa brez VB	20,4 %
VB	13,0 %
Japonska	10,0 %
Razvita Azija	6,0 %
EM	7,8 %

Vir: Bloomberg 2015.

Donosnost globalnega indeksa telekomunikacij je do konca novembra znašala 11,7 %, merjeno v evrih, in je dobro odstotno točko pod donosom indeksa S&P Global 1200. Trenutni kazalnik vrednotenja delnic v globalnem telekomunikacijskem indeksu PE znaša 18,1 in je blizu 10-letnega povprečja, ki znaša 17,8. Pričakovani multiplikator dobička (PE) za leto 2016 znaša 14,4. Nad 10-letnim povprečjem pa je multiplikator knjigovodske vrednosti (PB), ki trenutno znaša 2,4, medtem ko je povprečje pri 1,85.

Rast delnic, zajetih v indeks Bloomberg Intelligence North America, je do konca novembra znašala 2,29 %, medtem ko je indeks S&P 500 zrasel za 1,04 %, merjeno v dolarjih. Trg ZDA je zrel, konsolidacija končana, konkurenca pa izjemno ostra. TIA pričakuje, da se bodo izdatki za mobilno telefonijo v letu 2016 povečali za 6,4 %, z 233 na 248 milijard dolarjev. Cenovna vojna, ki traja že tretje leto in jo vodijo manjši ponudniki mobilnih storitev, se bo nadaljevala tudi v letu 2016. Neusmiljeno konkurenčno okolje dodatno zastruje še vstop kabelskih ponudnikov na trg mobilnih storitev, kar je precejšnja ovira za rast prihodkov in marž operaterjev. Pričakovani 12-mesečni kazalnik EV/EBITDA delnic, zajetih v indeks Bloomberg Intelligence North America, je konec novembra znašal 6,1 in je za 40,9 % nižji od EV/EBITDA indeksa S&P 500 (10,33). Večja razlika v vrednotenju je sicer nekaj tradicionalnega, vendar je razmik največji po letu 2009 – zaradi pričakovanega dviga obrestnih mer, počasnejše rasti prihodkov in vpliva ostrejšje konkurence na marže operaterjev.

Tabela 30:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Telecommunication	76,0 %
Wireless Telecommunication	22,7 %
Alternative Carriers	1,3 %

Vir: Bloomberg 2015.

Donos delnic evropskih telekomov, zajetih v indeks Stoxx 600 European Telecoms, je letos do konca novembra presegel donos indeksa Stoxx Europe 600 za dobrih 450 odstotnih točk. Trend združevanja znotraj panoge v Evropi je letos močno zaznamoval danski primer poskusa združitve, ki je pokazal, da evropska komisija ni pripravljena odstopati od svojih strogih meril glede konkurence. Večino evropskih trgov obvladujejo trije oziroma štirje večji ponudniki telekomunikacijskih storitev, zato bodo morala podjetja v prihodnje pri združevanjih zadovoljevati stroge pogoje evropske komisije. V povprečju evropski mobilni operaterji pokrivajo 75 % populacije, delež naročnikov, ki uporabljajo 4G omrežje, pa se je v letu 2015 povzpел z 10 % na 15 do 20 % vseh naročnikov. Kazalniki vrednotenja evropskih telekomov so najvišji v zadnjih osmih letih. Prehod na 4G omrežje in optiko daje telekomom večjo cenovno moč, ki je podprta tudi z gospodarskim okrevanjem v regiji. Pričakovani 12-mesečni kazalnik EV/EBITDA delnic, zajetih v zgoraj omenjeni indeks evropskih telekomov, znaša 7, medtem ko je pričakovani EV/EBITDA za delnice indeksa Stoxx Europe 600 8,8.

Donosnost evropskih in ameriških telekomov je v letošnjem letu presegla nacionalne indekse, za azijske telekome pa velja ravno obratno. Delnice, zajete v Bloomberg Asia Pacific Large Cap Telecom, so za indeksom MSCI Asia zaostale za dobre štiri odstotne točke. Investitorji so negotovi glede prihodnje ekonomske rasti v regiji, predvsem na

Kitajskem, ki je največji telekomunikacijski trg na svetu, pozorno pa spremljajo tudi rast prihodkov, ki se upočasnjuje. Širjenje 4G omrežja in večji poudarek na brezžičnem prenosu podatkov bosta glavnega pomena za ponudnike storitev. Trenutni delež uporabnikov 4G omrežja na Kitajskem znaša 30 %, medtem ko je bil lani zgolj 7 %. Vrednotenja azijskih telekomov

so trenutno med najugodnejšimi, pričakovani 12-mesečni kazalnik EV/EBITDA zgoraj omenjenega indeksa azijskih telekomov je konec novembra znašal 5,68, kazalnik indeksa MSCI Asia pa 9,3. Razlika je precejšnja, licence za 4G so zdaj na voljo večini ponudnikov, zato je pričakovati, da se bo konkurenca zaostрила in prešla tudi na področje cen ponujenih storitev.

Stroga merila EU bodo krojila nadaljnji tok prevzemov v Evropi.

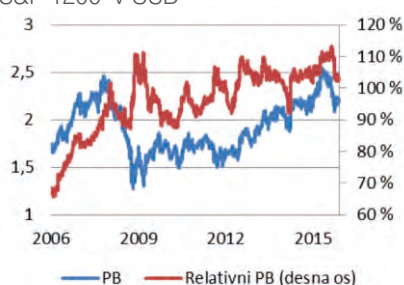
Gibanje sektorja

Slika 87:
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2015.

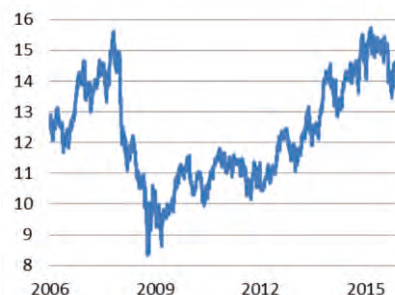
Slika 88:
Relativno gibanje S&P 1200 Telecom in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

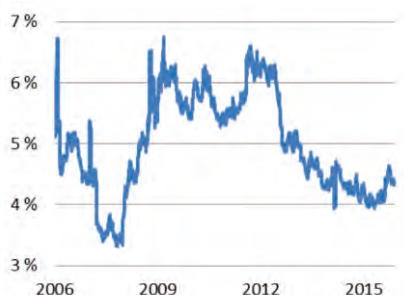
Vrednotenje sektorja

Slika 89:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 90:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Za prihodke na azijskem trgu bo odločilnega pomena širjenje 4G omrežja.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AT&T	ZDA	17,7 %	193.524	12,54	1,71	6,97
VERIZON COMMUNICATIONS	ZDA	15,9 %	173.911	11,49	14,12	6,36
VODAFONE GROUP	VB	7,7 %	83.887	46,43	0,94	7,89
CHINA MOBILE	HONGKONG	5,6 %	61.444	13,36	1,72	4,32
BT GROUP	VB	5,3 %	58.456	15,80	37,32	7,58
DEUTSCHE TELEKOM	NEMČIJA	5,0 %	55.123	23,32	2,86	7,26
TELEFONICA	ŠPANIJA	5,0 %	55.057	14,51	3,09	8,35
TELSTRA	AVSTRALIJA	4,2 %	46.083	15,46	4,79	7,40
SOFTBANK GROUP	JAPONSKA	4,1 %	44.928	13,80	2,56	7,80
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JAPONSKA	3,8 %	41.575	15,03	1,12	5,04

Vir: Bloomberg 2015.



Uroš Selič

Letos govorimo o poražencu med sektorji.

Javna oskrba

Tabela 31:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,8 %
Evropa brez VB	20,3 %
VB	11,0 %
Japonska	5,4 %
Razvita Azija	1,6 %
EM	6,9 %

Vir: Bloomberg 2015.

Sektor javnih dobrin je v letu 2015 doživel prav nasprotno kot prejšnje leto. Medtem ko smo še lani govorili o zmagovalcu, lahko letos govorimo o enem izmed poražencev med sektorji. Globalni indeks javnih dobrin je, merjeno v evrih, ostal praktično nespremenjen, in še to na račun močnega dolarja. Slabše od njega sta se odrezala le sektorja energetika in materiali. Zaostanek gre pripisati letošnji osrednji temi na kapitalskih trgih, začetku dviga obrestnih mer v ZDA. Delnice podjetij iz javnega sektorja so zelo občutljive za spreminjanje obrestnih mer, saj je njihovo poslovanje dokaj stabilno in regulirano, zato jih investitorji pogosto uporabljajo kot nadomestek za obveznice. Obrestna mera 10-letnih ameriških obveznic je od začetka leta začela naraščati in do konca novembra dosegla 2,25 %, medtem ko povprečna dividendna donosnost ameriških podjetij iz sektorja javnih storitev znaša 3,65 %. Razmik, ki znaša 1,4 %, ponuja vlagateljem še vedno privlačno premijo, če upoštevamo, da je dolgoletno povprečje med omenjenimi kategorijami izenačeno.

Podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo električne energije, se zaradi vse večjega vpliva obnovljivih virov srečujejo z vrsto novimi izzivi. Največjo spremembo doživljajo pri vključevanju malih domačih proizvajalcev električne energije v omrežje; ti proizvajalci povečujejo ponudbo in nižajo ceno, kar od podjetij, katerih poslovni model je bil enak zadnjih 100 let, zahteva pravo transformacijo. Največ preglavic imajo konvencionalni proizvajalci v Nemčiji, saj bodo letos proizvajalci iz obnovljivih

Tabela 32:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Utilities	100,0 %

Vir: Bloomberg 2015.

virov svoj delež povečali na blizu 30 odstotkov celotne proizvedene električne energije. Posledično je cena elektrike dosegla zgodovinsko dno pri 30 evrih za megavatno uro, dodaten pritisk pa podjetja občutijo zaradi vse večjih zahtev evropske komisije pri izpustih ogljikovega dioksida. V ZDA, kjer je cena dosti bolj stabilna, pa se soočajo z večletnim trendom upočasnitve rasti povpraševanja po električni energiji, ki je seveda povezana z vedno manj energetsko potratnimi električnimi aparati in večjo ozaveščenostjo uporabnikov.

V letu 2016 v ZDA pričakujemo zmerno politiko dviga obrestnih mer, saj se bo ameriško gospodarstvo nadalje zmerno krepilo in v takšnem okolju bodo podjetja imela več možnosti, da del svojih stroškov prenesejo na potrošnika in s tem zavarujejo svoj zaslužek. Na drugi strani za Evropo pričakujemo dodaten pritisk na sektor, saj politična javnost meni, da je potrošnik že preveč obdavčen in ni potrebe po višjih cenah elektrike, s tega stališča bo sektor manj privlačen.

Vrednotenja v sektorju so v skladu z 10-letnim povprečjem. Trenutni PE globalnega sektorja znaša 15, kazalnik PB pa 1,56. Dividendna donosnost je 3,9 %, za naslednje leto je predvidena pri 4,65 %.

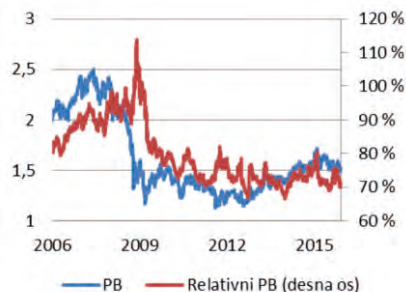
Gibanje sektorja

Slika 91:
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 92:
Relativno gibanje S&P 1200 Utilities in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2015.

Cena elektrike je dosegla zgodovinsko dno pri 30 evrih za megavatno uro.

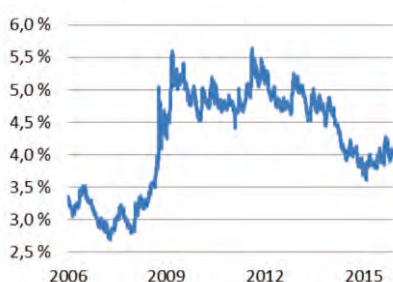
Vrednotenje sektorja

Slika 93:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2015.

Slika 94:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2015.

Dividendna donosnost je 3,9%, za naslednje leto je predvidena pri 4,65%.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Delež	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NATIONAL GRID	VB	5,2 %	47.327	15,51	2,83	10,51
DUKE ENERGY	ZDA	4,8 %	43.988	14,81	1,18	9,50
NEXTERA ENERGY	ZDA	4,7 %	43.409	17,79	2,08	10,26
SOUTHERN	ZDA	4,2 %	38.641	15,79	1,99	10,09
DOMINION RESOURCES	ZDA	4,1 %	37.624	18,44	3,19	12,34
IBERDROLA	ŠPANIJA	4,0 %	36.760	17,78	1,13	9,25
ENEL S	ITALIJA	3,2 %	29.311	13,14	1,22	6,66
AMERICAN ELECTRIC POWER	ZDA	2,9 %	26.188	15,23	1,57	8,51
ENGIE	FRANCIJA	2,7 %	24.564	14,35	0,80	6,09
P G & E	ZDA	2,7 %	24.387	17,39	1,57	8,63

Vir: Bloomberg 2015.



mag. Rene Redžić

Obvezniški trgi

V letu 2015 smo doživeli preobrat v trendu zmanjševanja kreditnih razmikov podjetniških obveznic, pribitki glede na državne obveznice so na ravneh iz leta 2009. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda, v Evropi pa je smotrno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami višje kakovosti in kratkoročnimi obveznicami zunaj naložbenega razreda. Pri tem bi v ospredje postavili izdajatelje dolga iz storitvenih sektorjev, še posebej iz sektorja finančnih storitev ter znotraj sektorja podrejeni bančni dolg.

Pred nami zahtevno leto 2016

Usodo dolžniških trgov so v letu 2015 krojile predvsem centralne banke, še zlasti evropska (ECB) in ameriška (Fed). Na prvem zasedanju ECB v letu 2015 se je zgodilo to, kar se je že dlje časa pričakovalo. Predsednik ECB Mario Draghi je naznanil evrsko različico programa kvantitativnega sproščanja (EAPP).⁹ Programu odkupa kritnih obveznic (CBPP3)¹⁰ in obveznic, zavarovanih s premoženjem (ABSPP),¹¹ se je v marcu pridružil program odkupa državnih obveznic ter obveznic državnih agencij in evropskih institucij na sekundarnem trgu (PSPP)¹² v skupnem znesku 60 milijard evrov na mesec, ki naj bi se po prvotnem načrtu izvajal vse do septembra 2016 oz. dokler se raven inflacije ne približa ciljni stopnji pri 2 %. S tem ukrepom je nameravala ECB svojo bilančno vsoto povečati na 3.000 milijard evrov oz. dobrih 30 % evropskega BDP.

ECB z omenjenim ukrepom ni uspelo potisniti stopnje inflacije v zeleno smer. Inflacija se je tako septembra 2015 na medletni ravni celo obrnila v deflacijo, v oktobru in novembru pa se je ustalila na ravni pri 0,1 %. Na decembrskem zasedanju je ECB program EAPP podaljšala do konca marca 2017 ter skupno vrednost predvidenih odkupov povečala za

dodatnih 360 milijard evrov (slabih 34 % evropskega BDP). Nekoliko je spremenila tudi ustroj programa, ki bo obsegel tudi druge vrste obveznic (obveznice lokalnih in regionalnih oblasti). ECB mesečnega obsega programa odkupov obveznic v nasprotju s pričako-vanji trga ni povečala, je pa znižala obrestno mero za prejete depozite bank za dodatnih 10 bazičnih točk na -0,30 %. Na drugi strani Atlantika se investitorji vse od marca 2015 intenzivno pripravljajo na dvig obrestnih mer v ZDA, ki bi po dobrem desetletju pomenil ponoven začetek procesa normalizacije obrestnih mer. Po pričakovanju trga je dvig obrestne mere v decembru dokaj verjeten, saj se je verjetnost dvignila nad 70 %. Ali se bo dvig v resnici zgodil še letos, pa bo odvisno predvsem od kakovosti gospodarskih podatkov, ki bodo objavljeni do naslednjega zasedanja. Tako kot so tržni udeleženci svoje ravnanje močno prilagodili odločitvam centralnih bank, centralne banke svoje odločitve v zadnjih nekaj letih vse bolj prilagajajo podatkom s trga.

S tem ko tržni udeleženci svoje ravnanje prilagajajo odločitvam centralnih bank, se povečuje likvidnostno tveganje in posledično nihajnost na trgih. Med razlogi za povečano likvidnostno tveganje se omenjajo predvsem spremembe v regulaciji kapitalnih trgov ter posledično zviševanje stroškov poslovanja v bilancah finančnih posrednikov in delovanje centralnih bank, ki so v času po finančni krizi likvidnost na trgih vzdrževale pretežno z ekspanzivno monetarno politiko, a bodo tovrstne ukrepe postopoma opustile (ZDA in Velika Britanija). Centralne banke so s svojimi ukrepi na finančnih trgih zmanjšale raznolikost vlagateljev, ki zdaj sprejemajo podobne investicijske odločitve (t. i. herding) in se pri vlaganju opirajo predvsem na odločitve centralnih bank. Trgi so tako bolj izpostavljeni naglim korekcijam tečajev, centralnim bankam pa je praktično onemogočen »mehak« izhod iz sedanjih monetarnih politik.

ECB je spremenila trajanje in ustroj programa EAPP.

⁹ Expanded asset purchase program.

¹⁰ Covered bond purchase program.

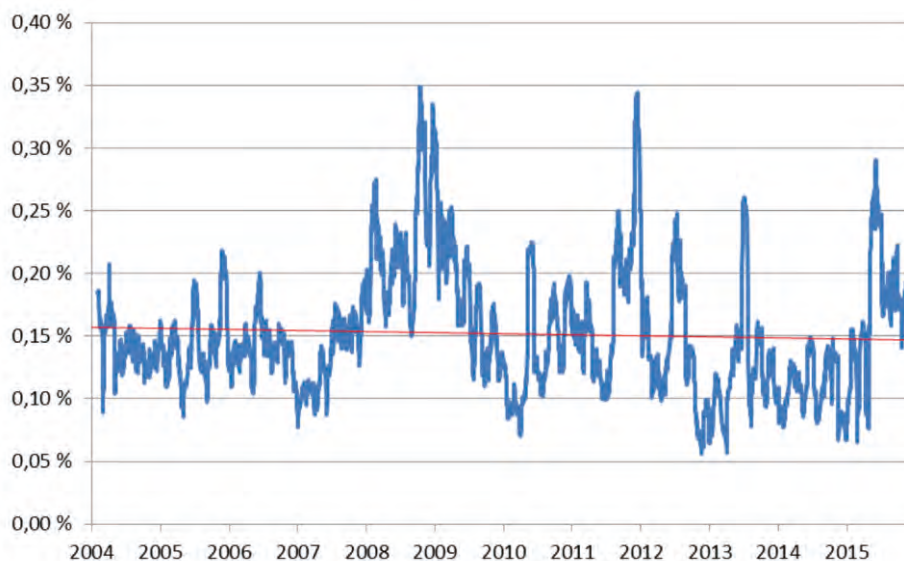
¹¹ Asset-backed security purchase program.

¹² Public sector purchase program.

Na primeru globalnega obvezniškega indeksa iBoxx EUR Overall TR, ki ga sestavljajo državne in podjetniške obveznice izdajateljev znotraj naložbenega razreda, izdane v valuti evro, lahko ugotovimo, da se je v obdobju po letu 2008, ko so ZDA uvedle prvi program kvanti-

tativnega sproščanja (QE1), močno povečala nihajnost na trgih. Temu sta sledila še QE2 med letoma 2010 in 2011 ter QE3 med letoma 2012 in 2014. Povečano nihajnost je mogoče zaznati tudi v letu 2015, ko je svojo različico programa napovedala in začela izvajati ECB.

Slika 95: Pretekla nihajnost indeksa iBoxx EUR Overall TR



Vir: Bloomberg 2015.

V zadnjih nekaj letih so se na globalni ravni povečevala zlasti sredstva v družbah, ki upravljajo vzajemne sklade, ter sredstva v upravljanju centralnih bank. Omenjena deležnika imata tako ob zmanjšanem vplivu bank in alternativnih skladov največji vpliv pri zagotavljanju likvidnosti na finančnih trgih oz. lahko povzročita likvidnostne šoke na trgih. Študija Mednarodnega denarnega sklada o finančni stabilnosti je poleg t. i. herdinga v finančni industriji poudarila tudi povečano korelacijo med posameznimi naložbenimi razredi (denimo med ameriškimi državnimi obveznicami, obveznicami visokih donosnosti, obveznicami in delnicami iz držav v razvoju, surovinami).

V letošnjem prvem četrtletju smo doživeli največji razmik v donosnosti med 10-letnimi obveznicami iz območja evra in ameriškimi obveznicami. Razmik donosnosti se je od

vrha pri 187 bazičnih točkah nekoliko zmanjšal na trenutnih 164 bazičnih točk, a je zgodovinsko gledano še vedno zelo velik. V zadnjih 25 letih smo samo enkrat videli razmik v donosnosti na ravneh okrog 150 bazičnih točk, to je bilo leta 1999. Pomemben vpliv na divergenco obrestnih mer in posledično donosov obveznic razvitih držav so imele nasprotujoče si monetarne politike, predvsem EU in Japonske na eni strani ter ZDA na drugi. Drug pomemben dejavnik divergence obrestnih mer je bil upad cen nafte in drugih energentov. Sprva je veljalo, da bodo pozitivni učinki upada cen vidni zlasti v ZDA, a je, kot kaže, nizka cena energentov najbolj pozitivno vplivala na EU in Japonsko. V ZDA so namreč podjetja ob upadu cen nafte prilagodila predvidene naložbe oz. jih ustrezno zmanjšala. Dejstvo je, da se bo bilančna vsota ECB glede na

Trg pričakuje dvig obrestne mere ZDA še v letu 2015.

bilančno vsoto ameriškega Feda tako v absolutnem kot tudi v relativnem smislu z uvedbo in podaljšanjem programa EAPP povečala. Zaloga državnih obveznic, razpoložljivih za privatni sektor, se bo v ZDA povečala, medtem ko se bo v območju evra ob aktivni vlogi ECB in nacionalnih

centralnih bank zmanjšala. Obe dejstvi govorita v prid nadaljnega povečevanja razmikov v donosnosti obveznic iz območja evra in ameriški obveznicami, a je velik del divergence obrestnih mer v trenutnih ravneh donosnosti obveznic najverjetneje že upoštevan.

Slika 96: Razmik v krivulji donosnosti med 10-letnimi državnimi obveznicami v ZDA in v območju evra



Vir: Bloomberg 2015.

Povečana nihajnost na
trgih kot posledica
»herdinga«

Po lokalnem dnu v januarju 2015, ko se je donosnost 10-letne referenčne ameriške državne obveznice pri 1,64 % znižala na raven iz maja 2013, je sledil odboj, do marca je zahtevana donosnost zrasla do ravni pri 2,24 %, kar je tudi blizu trenutne ravni zahtevane donosnosti pri 2,21 %. Čeprav so se ključni makroekonomski kazalci ZDA skozi leto 2015 izboljševali, je Fed v komunikaciji z javnostjo vse do oktobrskega zasedanja ohranjal defen-

zivno držo. Pričakovati je, da se bo normalizacija obrestnih mer v ZDA v kratkem vendarle začela, čemur so se prilagodile tudi kratkoročne obrestne mere, ki so se vse od začetka leta 2015 ohranjale na podobnih ravneh, oktobra in novembra pa zrasle za približno 21 bazičnih točk. Sicer takšne dinamike dvigovanja obrestnih mer v ZDA kot v preteklih ciklih ni pričakovati.

Slika 97: Razmik v krivulji donosnosti med 10-letnimi in 2-letnimi državnimi obveznicami v ZDA



Vir: Bloomberg 2015.

V letu 2016 najverjetneje ne bo večjih premikov v zahtevani donosnosti ameriških dolgoročnejših obveznic oz. bi se lahko zahtevana donosnost ameriških obveznic ustalila na nekoliko višjih ravneh. Temu v prid govorijo predvsem presežno povpraševanje po dolgoročnih obveznicah z visoko bonitetno oceno in visoko likvidnostjo ter nizki donosi primerljivih obveznic iz preostalih razvitih držav (območje evra, Japonska). Po oceni družbe BlackRock bi lahko globalno povpraševanje po obveznicah s strani regulirane finančne industrije (sem sodijo zavarovalnice, centralne banke, pokojninski skladi in banke) v letu 2016 doseglo 4.800 milijard dolarjev, medtem ko predvidena ponudba novoizdanega dolga znaša 2.500 milijard dolarjev (od tega 1.000 milijard dolarjev pri državnih obveznicah). Na drugi strani največje tveganje za zviševanje zahtevane donosnosti ameriških obveznic pomenijo nepredvidljive poteze ameriškega Feda, naraščajoča korelacija med delnicami in obveznicami ter morebitno nadpovprečno okrevanje evropskega gospodarstva.

ECB se v nasprotju s Fedom kljub okrevanju evropskega gospodarstva še vedno spopada z nizko stopnjo inflacije v območju evra, a se bo ta po napovedih v letu 2016 približala ravni pri 1 % oz. jo presegla. Zadnje ekonomske napovedi kažejo na okrepljeno gospodarsko rast,

podprto predvsem z domačim povpraševanjem. Nepredvidljivo politično tveganje, ki ga prinašajo prihajajoče decembrske volitve v Španiji in težnja Katalonije po odcepitvi od matične države, kot tudi referendum o izstopu Velike Britanije iz EU ustvarjajo veliko negotovost.

V okolju zgodovinsko nizkih obrestnih mer decembrsko znižanje obrestne mere za prejete depozite bank ne bo imelo enakovrednega vpliva na splošno raven in smer gibanja obrestnih mer, učinki bodo tako vidni predvsem pri kratkoročnih obrestnih merah, ki se bodo še dodatno znižale, s tem pa se bodo znižali tudi stroški zadolževanja podjetij. Pri srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih merah je sicer mogoče njihovo dodatno zniževanje in približevanje predkriznim ravnam, a je pred nami zahtevno leto 2016, ki bo terjalo predvsem selektiven pristop k investiranju. Tveganje ohlajanja globalnega gospodarstva se ocenjuje kot veliko, ameriški Fed bo začel normalizacijo obrestnih mer, ponovno se povečuje finančni vzvod sicer malo tveganih podjetij (tako v ZDA kot Evropi), stopnja neplačil obveznosti izdajateljev se zmeroma zvišuje, obeta se nadpovprečno velika neto ponudba izdanega dolga evropskih podjetij (po podatkih Citigroup za 175 milijard evrov obveznic znotraj in 40 milijard evrov obveznic zunaj naložbenega razreda).

Divergenca obrestnih mer v ZDA in Evropi.

Slika 98: Razmik v krivulji donosnosti med 10-letnimi in 2-letnimi državnimi obveznicami v območju evra



Vir: Bloomberg 2015.

Preobrat v trendu kreditnih razmikov evropskih podjetniških obveznic

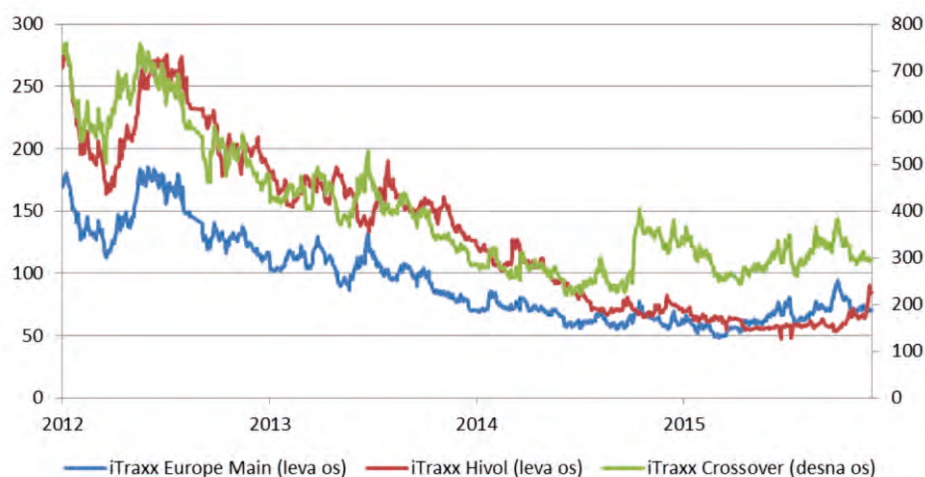
Kreditni razmiki v Evropi so se povečali.

Smo v okolju zgodovinsko nizkih zahtevanih donosnosti državnih obveznic jedrnih držav. Zahtevane donosnosti kratkoročnih (dve leti do zapadlosti) in srednjeročnih (od dve do pet let do zapadlosti) obveznic jedrnih držav (Nemčija, Francija, Nizozemska, Belgija, Finska, Avstrija) so v negativnem območju. Razmiki v donosnosti obveznic obrobni držav (Španija, Italija, Portugalska) nasproti nemški referenčni obveznici so na ravneh iz leta 2009. Slaba tri leta trajajoči trend zmanjševanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah znotraj naložbenega razreda se je ustavil v prvem četrtletju tega leta. Makroekonomske težave, s katerimi se spoprijemajo države v razvoju, so vplivale na ohlajanje globalnega gospodarstva in povečale nihajnost na dolžniških trgih. Ob hkratni rasti inflacijskih pričakovanj v območju evra so se kreditni razmiki v marcu začeli povečevati in so dosegli lokalni vrh v oktobru. V pričakovanju novih stimulatивnih

ukrepov ECB so se kreditni razmiki v oktobru močno zmanjšali in se od tedaj ohranjajo na podobnih ravneh.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main predstavlja 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 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V primerjavi z obveznicami znotraj naložbenega razreda so bile obveznice evropskih družb zunaj naložbenega razreda deležne močnejšega popravka na trgih v prvi polovici oktobra 2014, v letu 2015 pa so se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibali v podobni smeri. Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 219 bazičnih točk, kar je slabih 100 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Slika 99: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja

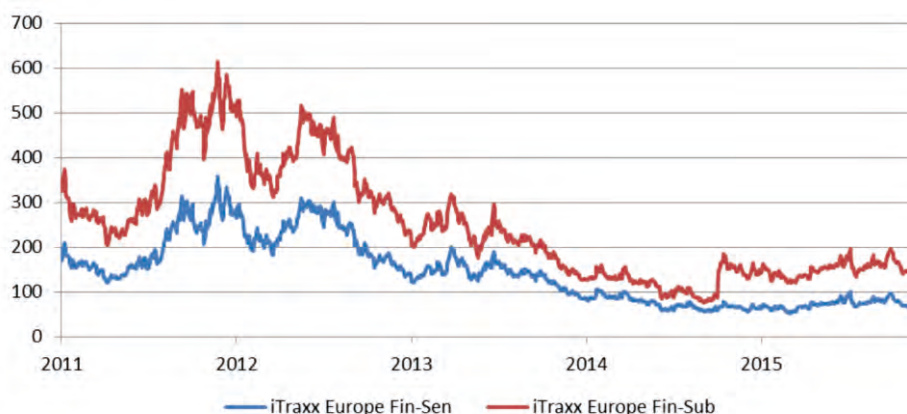


Vir: Bloomberg 2015.

Če se dotaknemo še evropskega finančnega sektorja, lahko ugotovimo, da je bil trend zmanjševanja kreditnih razmikov v tem sektorju v zadnjih nekaj letih še toliko bolj izrazit, kar velja tako za navadni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sen) kot podrejeni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sub). V tem obdobju se je zmanjšal tudi kreditni razmik med navadnim in podrejenim dolgom, saj so investitorji ob nadaljnjem okrevanju evropskega finančnega sektorja in iskanju bolj donosnih naložb sprejemali večje tveganje,

ki ga prinaša podrejeni dolg. V oktobru 2014 so bile podrejene obveznice iz finančnega sektorja podobno kot podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda deležne močnejšega popravka na trgih. Razmiki med obema vrstama dolga se od tedaj naprej ohranjajo na podobnih ravneh. Razmik med navadnimi in podrejenimi obveznicami trenutno znaša 75 bazičnih točk, kar je slabih 30 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Slika 100: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2015.

Pomemben dejavnik, ki vpliva na gibanje zamenjav kreditnega tveganja, je stopnja neplačil obveznosti. Pričakuje se, da se bo globalna stopnja neplačil obveznosti izdajateljev obveznic zunaj naložbenega razreda v letu 2016 zvišala. V nekaterih segmentih tovrstnih obveznic se namreč izdajatelji soočajo z močnimi poslovnimi pritiski, ki vplivajo na njihove prihodke in rast dobičkov. To še zlasti velja za podjetja iz energetike ter panoge surovin in predelovalne industrije. Čeprav glavnina teh podjetij ostaja dobičkonosnih, se bodo pod bremenom dolga v primeru nespre-

menjenega poslovnega okolja morala prestrukturirati. Bonitetna agencija Moody's predvideva v letu 2016 stopnjo neplačil obveznosti v ZDA pri 3,8 %. Čeprav je stopnja neplačil obveznosti pod zgodovinskim povprečjem zadnjih 30 let, ki znaša približno 4,5 %, ni nezanemarljiva rast stopnje neplačil, ki je še pred nekaj leti znašala med 1,5 in 2,5 %. Pri evropskih izdajateljih se po rahlem zvišanju stopnje neplačil obveznosti v letu 2015 na ravni pri 2 % tudi v letu 2016 pričakuje rast stopnje neplačil, ki se bo približala meji 3 %.

Stopnja neplačil obveznosti narašča, a je obvladljiva.

Državne vs. podjetniške obveznice

V ZDA so zanimive podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda.

Pretekla rast na dolžniških trgih je privedla do tega, da so se zahtevane donosnosti državnih in tudi podjetniških obveznicah precej znižale, kar še zlasti velja za obveznice evropskih izdajateljev iz obrobnih držav. Ob ohlajanju globalnega gospodarstva, ki so ga spodbudile države v razvoju (še zlasti Kitajska), ter v okolju ničelne inflacije v območju evra so investitorji povečevali pozicije tudi v obveznicah jedrnih držav. S sprejetjem razširjenega programa EAPP v marcu 2015, katerega ročnost je ECB na decembrskem zasedanju podaljšala v leto

2017, so se zahtevani donosi obveznic jedrnih držav postopoma znižali na nove zgodovinsko nizke ravni. Na drugi strani napovedani proces normalizacije obrestnih mer v ZDA za zdaj ni prinesel večjega vznemirjenja na dolžniških trgih. Makroekonomske težave držav v razvoju, ki se soočajo z upadom gospodarske aktivnosti ter naraščajočim obrestnim in valutnim tveganjem, se bodo najverjetneje nadaljevale tudi v letu 2016, kar se kaže v višjih zahtevanih donosnostih državnih obveznic teh držav.

Tabela 33: Pregled zahtevanih donosnosti 10-letnih državnih obveznic

Država	Donos do dospelja 10-letne obveznice v %*	Δ donosnosti v bazičnih točkah**
Nemčija	0,47	-7
Finska	0,72	+7
Nizozemska	0,63	-4
Avstrija	0,73	+2
Francija	0,79	-3
Velika Britanija	1,82	+7
Irska	0,99	-25
Španija	1,52	-9
Italija	1,42	-47
Slovenija	1,40	-81
ZDA	2,21	+4
Japonska	0,31	-2
Kitajska	3,04	-59
Indija	7,78	-7
Rusija	9,60	-355
Brazilija	15,98	+350
Indonezija	8,57	+46
Filipini	4,18	+35
Čile	4,61	+62

* donos do dospelja obveznic v lokalnih valutah z dne 30. 11. 2015

** sprememba glede na začetek leta 2015

Vir: Bloomberg 2015.

V Evropi so zanimive podjetniške obveznice višje kakovosti in kratkoročne »HY« obveznice.

V ZDA narašča obrestno tveganje v obliki višjih tržnih obrestnih mer, zato ni smotno povečevati izpostavljenosti do ameriških državnih obveznic daljših ročnosti in visoko kakovostnih podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda, katerih kreditni razmiki so blizu predkriznim ravnam. Kljub temu ne pričakujemo večje rasti zahtevane donosnosti ameriških državnih obveznic, saj realni donosi v trenutnem okolju nimajo veliko prostora za rast, inflacijska pričakovanja so se znižala (inflacija na Kitajskem se znižuje, imamo šibak trg surovin, močan dolar), prav tako lahko v letu 2016 v iskanju

donosa pričakujemo povečano povpraševanje po visoko likvidnih ameriških državnih obveznicah med tujimi (predvsem evropskimi in japonskimi) privatnimi investitorji. Glede na to, da so obveznice zunaj naložbenega razreda manj korelirane z gibanjem obrestnih mer, in glede na trenutne pribitke v tem segmentu obveznic ocenjujemo, da je smiselno pri ZDA v letu 2016 poiskati naložbene priložnosti predvsem znotraj tega segmenta.

Medtem ko so se ameriška podjetja kmalu po finančni krizi ponovno začela zadol-

ževati, so evropska podjetja temu sledila z zamikom. Podoben trend je tako pri evropskih podjetjih mogoče zaznati v zadnjih nekaj četrtletjih. Neto dolg se povečuje, čeprav se je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) pri glavnini evropskih družb zmanjšal. Podjetja sicer obvladujejo operativni denarni tok (ODT), a se kazalnika neto dolg/EBITDA (2,3-kratnik) in neto dolg/ODT (2,8-kratnik) po podatkih Citigroupa zvišujeta ter sta presegla vrednosti izpred finančne krize v letih 2008–2009. V splošnem velja, da se ob ohlajanju gospodarske aktivnosti ter zmanjševanju dobičkov in prostega denarnega toka podjetij povečujejo kreditni razmiki pri podjetniških obveznicah, saj se posledično zvišuje stopnja neplačil obveznosti. Pri tem velja omeniti, da se v Evropi pretežno zadolžujejo podjetja iz bolj defenzivnih panog, z nižjo ravno zadolženosti ter z visoko tržno kapitalizacijo.

Upoštevač dejstvo, da se bo stopnja neplačil obveznosti evropskih podjetij v letu 2016 ustalila pod ravni 3 % ter da kreditni pribitki kakovostnih podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda glede na evropske državne obveznice presegajo 100 bazičnih točk, kar je največji pribitek vse od leta 2009, vidimo naložbene priložnosti predvsem pri podjetniških obveznicah z višjo bonitetno oceno (razred AA) ter kratkoročnih obveznicah zunaj naložbenega razreda (razred BB), kjer kreditni pribitki presegajo 400 bazičnih točk.

Zanimiv pogled na globalno ekonomijo nam daje indeks PMI. Medtem ko se globalni proizvodni indeks PMI le s težavo zadržuje nad območjem, ki nakazuje rast (50 in več), se storitveni proizvodni indeks vse od sredine leta 2013 ohranja na ravneh, ki nakazujejo stabilno rast. Pri tem ne smemo zanemariti, da storitveni sektor v razvitih državah pomeni dobre dve tretjini BDP, na Kitajskem pa bo denimo storitveni sektor v letošnjem letu prinesel že dobro polovico BDP. Posledično so zanimiva zlasti podjetja iz storitvenih sektorjev (finančne storitve, telekomunikacije ter mediji, prodaja na drobno in potrošniške storitve znotraj sektorja trajnih potrošnih dobrin). Manj zanimiva se nam zdijo podjetja iz proizvodnih sektorjev (surovine in predelovalna industrija, industrija, osnovne potrošne dobrine – izjema izdelki za gospodinjstvo in osebno uporabo, zdravstvo).

Med podjetniškimi obveznicami bi v ospredje postavili zlasti sektor finančnih storitev in znotraj sektorja bančne obveznice. Vrednotenja znotraj tega sektorja so precej bolj privlačna glede na druge nefinančne sektorje, prav tako ponudba novoizdanega dolga znotraj tega sektorja že vrsto let precej zaostaja za ponudbo novoizdanega dolga v nefinančnih sektorjih. Zanimiv se nam zdi podrejeni dolg (Tier 2), ki ponuja dober donos glede na tveganje, ki spremlja tovrsten dolg. Znotraj podrejenega dolga so zanimive tudi obveznice Tier 1 izdajateljev z visokimi količniki kapitalске ustreznosti. Strnjen pregled priporočil je v spodnji tabeli.

Bančne podrejene obveznice so »top pick«.

Tabela 34: Ključna priporočila

Kategorija	Referenca	Kategorija
ZDA, Evropa	>	EM
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
Bonitetna ocena AA + BB	>	Bonitetna ocena BBB
Storitveni sektorji	>	Proizvodni sektorji
Finančne storitve (banke)	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
Pred kratkim zadolžena podjetja	>	Manj zadolžena podjetja z visoko tržno kapitalizacijo

Naložbeni mozaik je dokument, ki je informativne narave in tako bralcem predstavlja zgolj informativno gradivo. O morebitnih naložbenih odločitvah na podlagi Naložbenega mozaika se je potrebno pred izvedbo posvetovati z osebnim finančnim svetovalcem.

Naložbeni mozaik ne pomeni osebnega priporočila stranki za nakup posameznih finančnih instrumentov niti ne predstavlja storitve investicijskega svetovanja. Družba ne odgovarja bralcu ali kateri koli drugi osebi za morebitno neposredno ali posredno škodo, obveznosti in/ali izgubo, nastalo kot posledica odločitev bralca na podlagi informativnega gradiva Naložbeni mozaik. Družba tudi ne prevzema odgovornosti zaradi napačnih ali nepopolnih podatkov in/ali informacij v informativnem gradivu Naložbeni mozaik, razen v primeru naklepa ali velike malomarnosti družbe ali njenih predstavnikov, kar se presoja po standardu skrbnost dobrega strokovnjaka.

Podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, temveč gre le za podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij. Družba morda je ali še bo za račun skladov v upravljanju ali v lastnem imenu sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, lahko pa so ali bodo to počele tudi osebe, ki so sodelovale pri pripravi tega dokumenta.



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