

POGLED 2017

Monetarna politika izčrpana, prihaja fiskalna



Naložbeni **mozaik**

Naložbeni**mozaik**

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

dr. 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

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

Povzetek

Leto 2016 je bilo zaznamovano z dogodki, ki bodo močno vplivali na podobo Evrope in vsega sveta. Odločitev Velike Britanije, da zapusti Evropsko unijo, in zmaga Donalda Trumpa na volitvah za predsednika ZDA sta močno premešali karte. V prihodnjih letih pričakujemo vse večjo osredotočenost ekonomske politike razvitih držav na fiskalne ukrepe. Na drugi strani se agresivna monetarna politika počasi poslavlja. Ameriška centralna banka Fed je napovedala hitrejšo dvigovanje obrestnih mer v naslednjih letih, medtem ko je ECB znižala vrednost programa kvantitativnega sproščanja. Z izvolitvijo Trumpa za predsednika bodo ZDA začele izvajati ekonomski program t. i. Trumponomics, ki temelji na nižjih davkih, infrastrukturnih projektih in zaostrovanju mednarodne trgovine ter zmanjšanju regulative. Pričakujemo nadaljevanje trenda večje gospodarske rasti v ZDA.

Glavno tveganje v letu 2017 je predvsem politično zaradi niza pomembnih volitev v Evropi, ki lahko pomembno pretresejo kapitalske trge in globalno gospodarstvo. Prva resna preizkušnja bo že marca na nizozemskih parlamentarnih volitvah. Aprila in maja 2017 sledijo francoske volitve. Zmaga Le Penove bi bila seveda nočna mora za Evropo. Najmanj tvegane so videti volitve v Nemčiji, kjer Angela Merkel naskakuje četrti mandat.

Primerjava obvezniških in delniških naložb razkriva, da so slednje še vedno atraktivnejše od obveznic. Pri globalni razpršitvi delniških naložb dajemo prednost evropski regiji, kjer so vrednotenja razmeroma ugodna. Vrednotenja evropskih delnic so še vedno videti zanimiva, saj so se v primerjavi s koncem leta 2015 odstopanja

v prid evropskih delnic še povečala. Primerjava z ZDA pokaže, da so evropske delnice relativno poceni. Na drugi strani so ameriške delnice relativno kot zgodovinsko gledano visoko vrednotene, tako da je v trenutne cene ameriških delnic vključen že marsikateri pozitiven scenarij iz »Trumponomics«. Zadnji podatki za japonsko gospodarstvo so pozitivni, vrednotenja japonskih delnic so privlačna. Negativno izstopa centralna banka (BOJ), ki je priznala, da ne bodo dosegli ciljne dvoidstotne inflacije, in s tem izgubila del kredibilnosti. Optimizem na delniških trgih držav v razvoju so bo s težavo prenesel v leto 2017, predvsem zaradi pričakovanega hitrejšega dvigovanja obrestnih mer Feda in posledično rasti dolarja. V letu 2017 lahko pričakujemo trend povečevanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, zaradi večjih inflacijskih pričakovanj pa tudi zviševanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic.

- **ZDA** – Pozitivni trendi gospodarske rasti so vidni v rezultatih ameriških podjetij, ki so izšla iz recesije dobičkov. V tretjem četrtletju 2016 so namreč dobički na delnico zrasli prvič po letu 2014. Dodatna spodbuda za krepitev dobičkov ameriških podjetij je pričakovano znižanje davčne stopnje na dobičke s 35 na 15 %. Na drugi strani ameriške delnice niso poceni, a so še vedno atraktivnejše od obveznic. Zgodovinska primerjava razkriva, da je ameriški delniški trg vrednoten više od dolgoročnih povprečij, kar pomeni, da je za večje premike navzgor potrebna hitrejša rast dobičkov podjetij. V trenutnih cenah delnic je sicer že zajet del pozitivnih pričakovanj v zvezi z novo davčno reformo.

• **EVROPA** – Za leto 2017 ostajamo optimistični v pogledu na razvoj gospodarstva v evroobmočju. Pričakujemo pozitivne donose evropskih delnic kot posledico še vedno ugodnih vrednotenj, še posebej nasproti ameriškim delnicam, kakor tudi nasproti obveznicam. Vrnitev cikličnih sektorjev, kot so finance, surovine, energija, bo pozitivno vplivala na rast dobičkov. Zmagovalni niz ameriških delnic nasproti evropskim se je nadaljeval tudi v letu 2016. S tem se je povečal tudi diskont evropskih delnic nasproti ameriškim. Diskont pri multiplikatorju knjigovodske vrednosti (PB) znaša skoraj 40 %, kar smo v zadnjih 20 letih redko videli. Delnice prav tako ostajajo zgodovinsko najbolj ugodno vrednotene nasproti obveznicam. Razmik med dividendno donosnostjo evropskih delnic in zahtevanim donosom 10-letnih nemških državnih obveznic je prek 3 %, kar je izjemno veliko razhajanje. Tudi nadaljnji dvig obrestnih mer s teh nizkih ravni ne bo bistveno vplival na atraktivnost delnic.

• **JAPONSKA** – »Trump efekt« se je dotaknil tudi jena, saj je ta v novembru 2016 največ izgubil nasproti ameriškemu dolarju, in sicer okrog 8 %. Poslovni rezultati japonskih podjetij za tretje četrletje kažejo na stabilizacijo poslovanja, saj so podjetja po štirih zaporednih četrletjih upadanja dobičkov prvič izkazovala rast. Zgodovinska primerjava vrednotenja indeksa Topix razkriva, da so japonske delnice pod dolgoročnim povprečjem.

• **EM – DRŽAVE V RAZVOJU** – Vrednotenja delniških trgov držav v razvoju so še vedno nižja od razvitih držav, vendar pa v luči zadnjih političnih sprememb in popravka kazalnikov niso več tako privlačna kot v preteklih letih. Podpora tečajem dajeta predvsem razlika v primerjavi z dražjimi delnicami družb iz razvitih držav in večja pričakovana gospodarska rast.

• **DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH** – Poraženci leta 2015 so postali zmagovalci leta 2016. Do sredine decembra sta bila najbolj donosna sektorja energetika (+29 %) in surovine (+26 %). Na drugi strani sta bila najmanj donosna sektorja zdravstvo (-4 %) in osnovne potrošne dobrine (+3 %). V letu 2017 pričakujemo nadaljevanje hitrejše rasti cikličnih sektorjev, kot so finance, surovine in energija, zaradi hitrejše gospodarske rasti, večjih inflacijskih pričakovanj in pričakovanega znižanja obdavčitve ameriških podjetij.

• **OBVEZNICE** – V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda krajše ročnosti in v državnih obveznicah, vezanih na gibanje inflacije. V Evropi je smotno naložbene priložnosti iskati med podjetniškimi obveznicami višje kakovosti in kratkoročnimi obveznicami zunaj naložbenega razreda. Pri tem bi v ospredje postavili izdajatelje dolga iz sektorja finančnih storitev in znotraj sektorja podrejeni bančni dolg. Pri državah v razvoju je treba biti selektiven. Prednost dajemo podjetniškim obveznicam znotraj obeh naložbenih razredov krajše in srednje ročnosti.

Tabela 1: Hiter POGLED 2017 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 Makroslika: pozitivna pričakovanja (↑), ne pričakujemo bistvenih sprememb (=), negativna pričakovanja (↓).

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

Delniški trgi po regijah



dr. Uroš Vek

ZDA: nova era ekonomske politike »Trumponomics«

Izvolitev Donalda Trumpa za predsednika ZDA je zaznamovala leto 2016. Prvotna strah in negotovost sta se razblinila. Pozornost vlagateljev se je preusmerila v ukrepe za hitrejšo gospodarsko rast. Ekonomski program, ki so mu mediji dali ime »Trumponomics«, temelji na nižjih davkih, infrastrukturnih projektih in zaostrovanju mednarodne trgovine ter zmanjšanju regulative. V prihodnjem letu pričakujemo nadaljevanje trenda večje gospodarske rasti, čeprav velik del napovedanih ukrepov nove administracije ne bo pomembno vplival na gospodarsko aktivnost v letu 2017, ampak šele kasneje. V letu 2016 je FED dvignil obrestno mero zgolj enkrat, in sicer na 0,75 %, medtem ko lahko v prihodnjem letu pričakujem hitrejši tempo

dvigovanja obrestnih mer. Pozitivni trendi gospodarske rasti so vidni v rezultatih ameriških podjetij, ki so izšla iz recesije dobičkov. V tretjem četrtletju 2016 so namreč dobički na delnico zrasli prvič po letu 2014. Dodatna spodbuda za krepitev dobičkov ameriških podjetij je pričakovano znižanje davčne stopnje na dobičke s 35 na 15 %. Na drugi strani ameriške delnice niso poceni, a so še vedno atraktivnejše od obveznic. Zgodovinska primerjava razkriva, da je ameriški delniški trg vrednoten više od dolgoročnih povprečij, kar pomeni, da bo za večje premike navzgor potrebna hitrejša rast dobičkov podjetij. V trenutnih cenah delnic je sicer že zajet del pozitivnih pričakovanj v zvezi z novo davčno reformo.

Ameriška politika pretresla gospodarsko realnost

V predvolilnem boju je večina analitikov vpliv morebitne izvolitve Donalda Trumpa za predsednika ZDA na gibanje delniških trgov ocenjevala izrazito negativno. Glavni razlog za takšen pesimizem je bil v povečani negotovosti in nepredvidljivosti morebitnega Trumpovega predsedovanja. V kampanji je namreč Trump v ospredje postavljaj politiko omejevanja priseljevanja in mednarodne trgovine, medtem ko prave razprave o preostalih ekonomskih predlogih, ki so bili usmerjeni v zniževanje davkov in infrastrukturne projekte ter deregulacijo, sploh ni bilo. Po izvolitvi se je razpoloženje spremenilo, saj je Trump v prvem govoru po zmagi ubral povsem drug ton, ki je bil spravljujejši od tistega v kampanji. Zraven tega so vlagatelji pogled bistveno bolj usmerili na pozitivne vidike njegovega programa. Glavni adut so fiskalni ukrepi, ki bodo, če bodo seveda udejanjeni, pozitivno vplivali na dobičkonosnost ameriških podjetij. Ključni elementi Trumpovega ekonomskega programa so:

- **znižanje davka na osebni dohodek** – davčni predlogi na področju osebnih dohodkov zajemajo zmanjšanje števila davčnih razredov s sedem (39,6, 35, 33, 28, 15, 10 %) na tri (33, 25, 12 %).³ Ameriška institucija Tax Policy Center je izračunala, da bo zvezni proračun s tem izgubil okrog 622 milijard dolarjev prihodkov. Ta izguba davčnih prihodkov bo v celoti pristala v denarnicah potrošnikov. Kupna moč Američanov se bo torej za enak znesek povečala, kar pomeni okrog 5 % celotne ameriške osebne potrošnje. To je pozitivno predvsem za podjetja iz sektorja trajnih potrošnih dobrin;

- **znižanje davka na dohodek pravnih oseb** – trenutno znaša davčna stopnja ameriških podjetij 38,9 %, ⁴ medtem ko je efektivna davčna stopnja bistveno nižja in za celoten ameriški trg znaša slabih 30 % (glej Sliko 1). Med davčno najbolj obremenjena podjetja spadajo tista, ki so vezana pretežno na domači trg in niso

V ospredju bo fiskalna politika.

³ Vir: Citigroup 2016.

⁴ Vir: Tradingeconomics 2016.

vpeta v mednarodno trgovino. Posledično bi največ koristi od davčne reforme imela podjetja, ki večji del prihodkov ustvarijo v ZDA. Trump je močan zagovornik znižanja davkov, in če bi davčno stopnjo za podjetja res znižali na 15 %, bi to pomenilo, da bi se dobički ameriških podjetij povzpeli za 90 milijard dolarjev oziroma za 10 %.⁵ To je tudi najpomembnejši razlog, zakaj so se ameriški delniški trg in podjetja, vezana na domači trg, po volitvah odzvali pozitivno. Posledično so ta pričakovanja deloma že vključena v trenutne cene delnic;

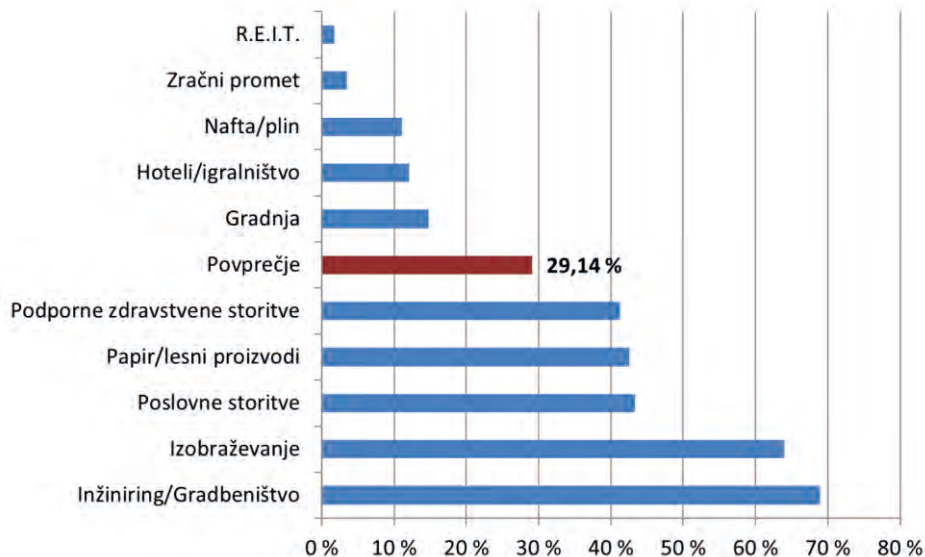
• **zaostrovanje mednarodne trgovine in dvig trgovinskih dajatev** – predsednik ZDA ima direkten vpliv na mednarodno trgovino, saj za dvig dajatev na uvoz blaga in storitev ne potrebuje kongresa, temveč lahko to uveljavi neposredno prek »executive orders«. Zato je pričakovati, da bodo ti ukrepi vidni pred znižanjem davkov in infrastrukturnimi projekti. V kampanji je Trump napovedoval, da bo uvedel 45-

odstotno dajatev na uvoz blaga iz Kitajske, vendar so realne možnosti za ta ukrep majhne. Trenutne ocene so, da se bodo trgovinske dajatve za blago, uvoženo iz Kitajske, povzpele na 15 %, za blago iz Mehike pa na 7 %;

• **investicije v infrastrukturo** – v kampanji so bili napovedani investicijski projekti v višini 500 milijard dolarjev v 10 letih, kar je okrog 2,7 % BDP. Prvi večji investicijski projekti bi se začeli izvajati šele leta 2018, tako da neposrednega učinka v letu 2017 še ne bo občutiti;

• **zmanjšanje regulative** – analiza Federal Financial Analytics ocenjuje, da so se stroški poslovanja finančnih institucij zaradi usklajevanja z novo zakonodajo povzpeli za 70 milijard dolarjev. Znan je tudi Trumpov slogan, da bo za vsako novo pravilo zahteval, da se umakneta dve stari. Skratka, na tem področju bi dejansko največ koristi imela finančna podjetja.

Slika 1: Efektivna davčna stopnja ameriških podjetij



Prikazanih je zgolj pet sektorjev z najvišjo in pet z najnižjo davčno stopnjo ter povprečje, v katerega je zajetih 7.480 podjetij. Podatki s 5. 1. 2016. Vir: Damodaran 2016.

Politika blokad se bo ustavila.

⁵ Vir: Barclays 2016.

Skratka, izvolitev Donalda Trumpa napoveduje tektonske premike v ekonomski politiki ZDA. Novi predsednik je predvsem zagovornik aktivne fiskalne politike z nizkimi davki in močnimi infrastrukturnimi projekti. Na drugi strani je bil močan kritik centralne banke FED in politike kvantitativnega

sproščanja ter izjemno nizkih obrestnih mer. Prednost novega predsednika je tudi v tem, da je republikanska stranka na volitvah dobila večino v obeh domovih ameriškega kongresa. Zato je pričakovati, da se bo politika blokad ustavila in bodo napovedane spremembe sprejete.

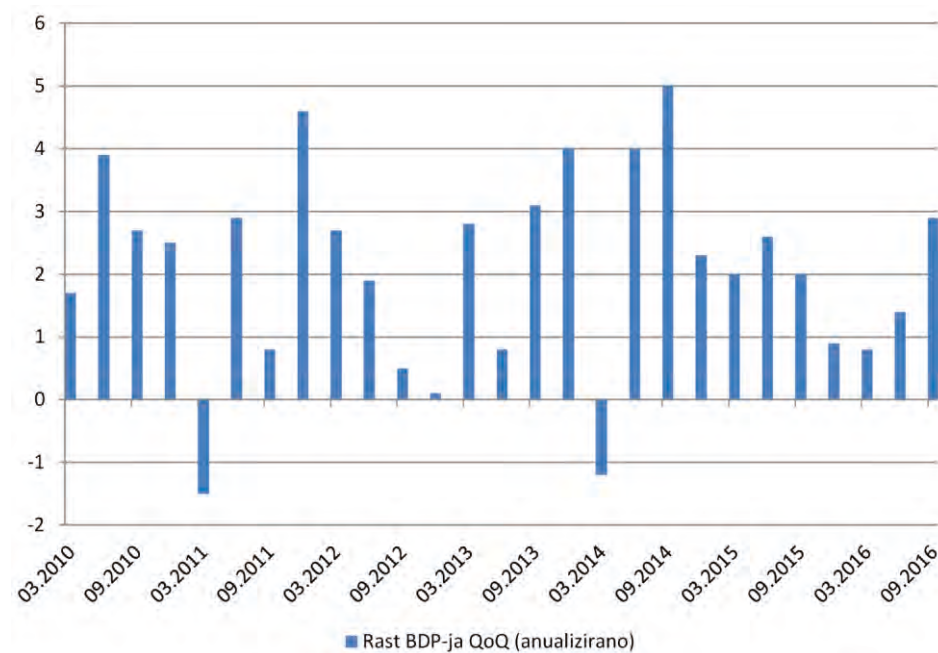
Leto 2016: gospodarska rast se je pospešila v drugi polovici leta

Poglejmo zdaj še ameriško gospodarstvo v letu 2016. ZDA so leto začele s skromno rastjo okrog 0,8 % na letni ravni. V drugem četrletju se je rast povzpela na 1,4 % in dosegla vrh v tretjem četrletju, ko je na letni ravni znašala 3,2 %, kar je največja rast v

zadnjih dveh letih. Razlog za večjo rast gre iskati v rasti izvoza, ki je bila največja v zadnjih treh letih, predvsem zaradi večje prodaje soje v tujino. Pozitivni prispevek je imela obnova zalog, medtem ko je osebna potrošnja nekoliko upadla.

Slab začetek leta, boljši konec.

Slika 2: Četrletno gibanje rasti BDP ZDA na letni ravni



Vir: BEA 2016.

Spodnja slika prikazuje gibanje vodilnega indeksa (CBLI)⁶ ameriškega gospodarstva in gibanje medletne rasti BDP. CBLI je sestavljen iz 10 komponent, ki spremljajo različne sektorje gospodarstva in tako signalizirajo gibanje poslovnega cikla od tri do šest mesecev vnaprej. Prikazano je gibanje od leta 2000 naprej do tretjega četrtletja 2016. Trend gibanja je bil v prou-

čevanem obdobju zelo podoben kot medletna rast BDP. V letu 2016 pa je opaziti razhajanje med gibanjem vodilnega kazalnika in medletno rastjo BDP. Glede na podatke za tretje četrtletje in napovedi novega predsednika Trumpa lahko pričakujemo, da bomo v prihodnjih četrtletjih videli močnejši trend rasti BDP.

Slika 3: Gibanje vodilnega indeksa ameriškega gospodarstva in BDP



Vir: Bloomberg 2016.

Obeti za rast v prihodnje boljši

Obeti za prihodnja leta glede ameriške gospodarske rasti so bistveno boljši, saj se pričakuje večja rast kot v preteklih letih. Napovedana gospodarska rast za leto 2017 je okrog 2,2 %, medtem ko je letošnja pričakovana rast 1,6 %. Podoben trend je opaziti pri inflaciji, ki naj bi se do leta 2018 povzpela na 2,8 % in tako presegla dolgoročno ciljno inflacijo Feda. Barclays je pri napovedi gospodarske rasti in inflacije upošteval poglede, stališča in obljube iz Trumpove predvolilne kampanje. Posledično lahko ocena rasti in inflacije v prihodnje močno odstopa, predvsem zaradi negotovosti glede političnih odločitev, ki jih bo sprejela Bela hiša. Predpostavke, iz katerih so izhajali, so naslednje:

- uveljavitev carin na uvoženo blago v začetku leta 2017,

- davčne olajšave bodo stopile v veljavo v drugem polletju 2017,
- močnejša javna poraba šele v letu 2018,
- vse skupaj bo spremljal postopen dvig obrestnih mer,
- svetovna gospodarska rast bo 3 % v letu 2016 in 3,5 % v letu 2017.

Dejansko bi lahko fiskalne spodbude v ZDA pomembno vplivale na agregatno potrošnjo, industrijo in surovine ter močno prispevale k večjim investicijam in na koncu k rasti trgovine. Tak potek ekonomskega dogajanja je močno odvisen od dejanskega predsedovanja Trumpa v ZDA in prihodnjih volitev v Evropi ter tudi od pogajanj o izstopu Velike Britanije iz EU. Zato je interval zaupanja glede napovedanih rasti mnogo širši, kot je bil v preteklosti.

Gospodarska rast v prihodnje bo večja.

⁶ Conference Board Leading Index.

Tabela 2: Napovedi za ZDA

	% sprememba glede na predhodno leto		
	Napovedi		
	2016	2017	2018
BDP*	1,6	2,2	2,5
CPI**	1,3	2,6	2,8
TRPB***	-2,5	-2,3	-2,4
Proračunski primanjkljaj****	-4,0	-4,0	-3,0

* Realni BDP

** Consumer prices

*** Tekoči račun plačilne bilance v % BDP

**** Proračunski primanjkljaj v % BDP

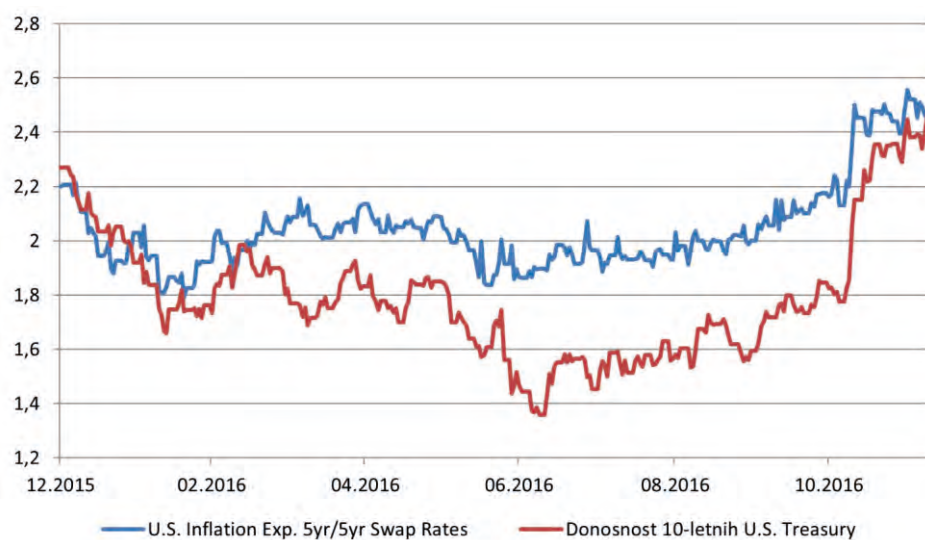
Vir: Barclays: Global outlook, Turning point, 2016.

Izvolitev Trumpa je dvignila napovedi.

Ocene proračunskega primanjkljaja v ZDA ne zajemajo napovedi novega predsednika ZDA o fiskalnih spodbudah. Če jih bo uresničil, bodo številke bistveno drugačne od predstavljenih v Tabeli 2. Trumpova izvolitev je namreč povzročila, da so pričakovanja o vlogi ekspanzivne fiskalne politike praktično eksplodirala. Vlagatelji so v njegovih nastopih in retoriki prepoznali oživitev inflacije, predvsem prek znižanja davkov in povečanja proračunskega

primanjkljaja zaradi večjih infrastrukturnih investicij. To se je pokazalo tudi v rasti pričakovane inflacije in rasti donosnosti 10-letnih državnih obveznic. Pričakovanja o gibanju inflacije v prihodnjih petih letih so se povzpela na 2,4 %, donosnost 10-letnih državnih obveznic pa na 2,3 %. Donosnost ameriških obveznic je namreč dosegla dno v začetku julija pri okrog 1,35 %. Skratka, preobrat na trgu obveznic je bil močan.

Slika 4: Gibanje inflacijskih pričakovanj in donosnosti 10-letnih ameriških državnih obveznic (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

FED bo v prihodnje hitreje dvigoval obresti

Člani FOMC⁷ so na enem izmed zadnjih zasedanj v letu 2015 predstavili svoja pričakovanja o višini obrestne mere ob koncu leta 2016. Zgolj eden izmed 17 je menil, da bo obrestna mera nižja od 1 %; večina jih je menila, da bo med 1 in 1,75 %. Realnost v letu 2016 je bila popolnoma drugačna. Do konca decembra ni bilo nobenega dviga obrestne mere. Očitno je, da je bil FED preveč optimističen glede ekonomske aktivnosti ZDA in rasti cen.

Na zadnjem zasedanju v letu 2016, ki je bilo 14. decembra, je FOMC sprejel odločitev, da dvigne obrestno mero za 25 bazičnih točk na 0,75 %. Pred zadnjim zasedanjem so bila pričakovanja trga o dvigu obrestne mere praktično enotna: vsi udeleženci so

pričakovali dvig obrestne mere. FED je v svoji komunikaciji poudaril, da si lahko v prihodnje obetamo hitrejše dvigovanje obrestnih mer, predvsem zaradi večjih inflacijskih pričakovanj in vse boljših razmer na trgu delovne sile ter hitrejše gospodarske rasti. Medtem ko so v predhodnih komunikacijah omenjali zgolj dva dviga v letu 2017, zdaj napovedujejo tri.

Pogled članov FOMC na obrestne mere za leto 2017 je relativno enoten, saj jih 14 od 17 meni, da bodo obrestne mere ob koncu leta 2017 med 1 in 1,75 %. Za leto 2018 je pogled bistveno širši in se giba med 2 in 2,75 %. Na dolgi rok naj bi se obrestna mera gibala med 2,5 in 3 %.

Zgolj en dvig v letu 2016.

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

	2016	2017	2018	2019	Dolgi rok
manj od 0,25					
0,25–0,5					
0,5–0,75	17				
0,75–1,00		2			
1,00–1,25		4	1	1	
1,25–1,50		6			
1,50–1,75		4	1		
1,75–2,00			5		
2,00–2,25		1	3	1	
2,25–2,50			2	2	1
2,50–2,75			2	3	6
2,75–3,00			1	4	7
3,00–3,25			1	4	
3,25–3,50			1		1
3,50–3,75				1	1
3,75–4,00				1	
4,00					

En član FOMC ni oddal dolgoročnih projekcij za gibanje obrestne mere.
Vir: FED 2016.

⁷ Federal Open Market Committee – odbor za odprti trg. To je organ, ki sprejema monetarno politiko v ZDA.

Tempo dvigovanja
obrestnih mer se bo
pospešil.

Izvolitev Trumpa za predsednika ZDA je prinesla tudi nekaj negotovosti glede odnosov z ameriško centralno banko. V predvolilni kampanji je namreč Trump zavzel izrazito negativno stališče do dosedanje monetarne politike nizkih obrestnih mer in kvantitativnega sproščanja. Novi predsednik bo v prihodnje pomembno vplival na monetarno politiko Feda, saj bo pristojen za imenovanje novih članov FOMC. Pričakuje se, da bo v odbor imenoval bolj konservativne kandidate, ki

so manj naklonjeni eksperimentiranju z monetarno politiko.

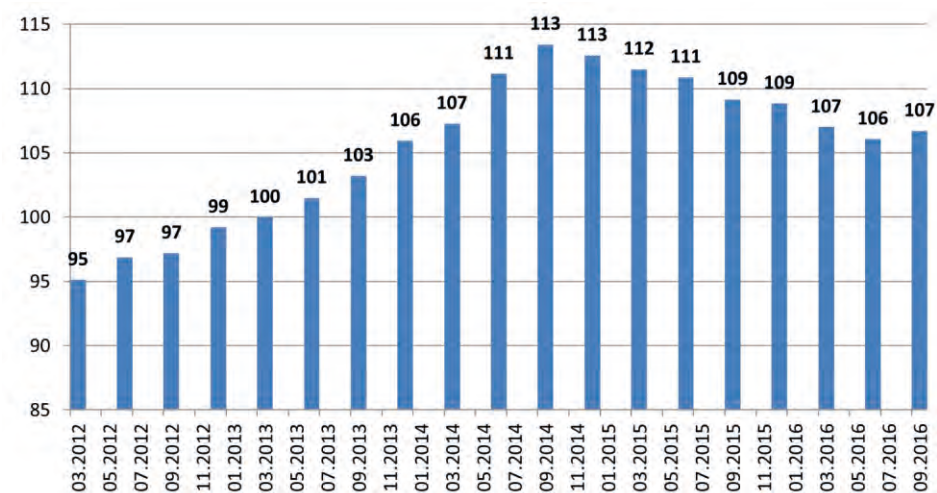
Poleg tega je ekonomski program novega predsednika, ki temelji na nizkih davkih in močnih infrastrukturnih investicijah, izrazito inflacijsko naravnano. V tem primeru bi moral FED pospešiti dvigovanje obrestnih mer in vprašanje, kakšna bo interpretacija teh dejanj, na strani administracije predsednika Trumpa.

Vrednotenja delniškega trga

Četrtni poslovni rezultati ameriških podjetij so se prvič po letu 2014 izboljšali. Vse od zadnjega četrtnega leta 2014 je namreč dobiček na delnico ameriških podjetij iz indeksa S&P 500 upadal. V tretjem četrtnem letu 2016 pa smo dočakali konec recesije

dobičkov v ZDA. Po sedmih četrtnih zapored je dobiček na delnico (EPS) zrasel, ob tem da so bile napovedi izrazito pesimistične, saj se je sprva pričakoval upad v višini 2,2 %.

Slika 5: Gibanje dobička na delnico (EPS) indeksa S&P 500



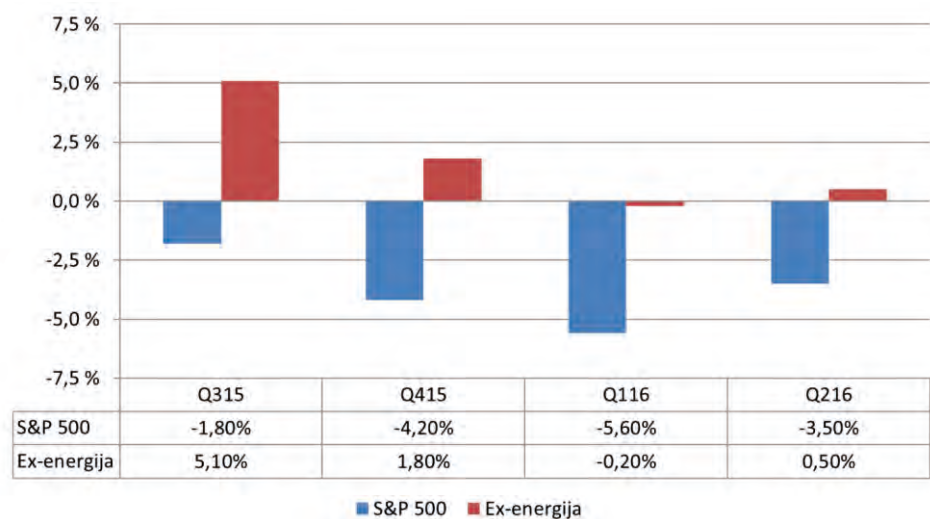
Konec recesije dobičkov
ameriških podjetij.

Prikazan je dobiček na delnico v dolarjih v zadnjih 12 mesecih – Trailing 12M.
Vir: Bloomberg 2016.

Analiza pretekle rasti EPS indeksa S&P 500 pokaže, da se je največji upad EPS zgodil v prvem četrtnem letu 2016, in sicer za 5,6 %. V drugem četrtnem letu 2016 je bil upad EPS že manjši, in sicer za 3,5 %. Glede na dejstvo, da se je cena nafte v obdobju od sredine leta 2014 do leta 2016 z okrog 100 dolarjev znižala na 30 dolarjev za sod, je razumljivo, da lahko glavino izgub pripisemo energetskega sektorju. Iz tega

razloga je smiselno gledati gibanje EPS celotnega indeksa ob predpostavki, da izločimo vpliv izgub energetskega sektorja. Tako so upadi EPS manjši in je indeks imel upad dobička zgolj v prvem četrtnem letu (glej Sliko 6). Skratka, slika je popolnoma drugačna in očitno je, da je bil vpliv energetskega sektorja na gibanje dobička celotnega indeksa izjemno velik.

Slika 6: Gibanje rasti dobička na delnico (EPS) indeksa S&P 500



Vrednotenja nadpovprečna.

Vir: FactSet 2016.

Zgodovinska analiza multiplikatorjev razkriva, da je ameriški delniški trg nadpovprečno vrednoten, zato ni pričakovati bistvenih premikov navzgor zaradi širitve multiplikatorjev. To pomeni, da bodo prihodnje rasti delniških tečajev veliko bolj odvisne od rasti poslovanja podjetij in ne od

rasti multiplikatorjev, čemur smo bili priča v preteklosti. V nadaljevanju bomo podrobneje predstavili vpliv znižanja davkov na poslovanje ameriških podjetij. Nižji davki namreč dajejo vlagateljem upanje na večje dobičke in s tem ugodnejše multiplikatorje.

Tabela 4: Vrednotenje ameriškega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja	Dolgoročna mediana
Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB	2,92	2,71
Multiplikator dobička – PE	21,14	16,74
Multiplikator – PS	2,00	1,47
Dividendna donosnost	2,06	2,81
EV/EBITDA	13,16	10,32

Ameriške delnice manj atraktivne kot pred leti.

Trenutno vrednotenje, narejeno za indeks S&P 500 na dan 9. 12. 2016.

Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od leta 1990 do 30. 9. 2016; PE od leta 1954 do 30. 9. 2016; dividendna donosnost od leta 1970 do 30. 9. 2016; EV/EBITDA od leta 1990 do 30. 9. 2016.

Kazalniki so vsi tekoči (trailing).

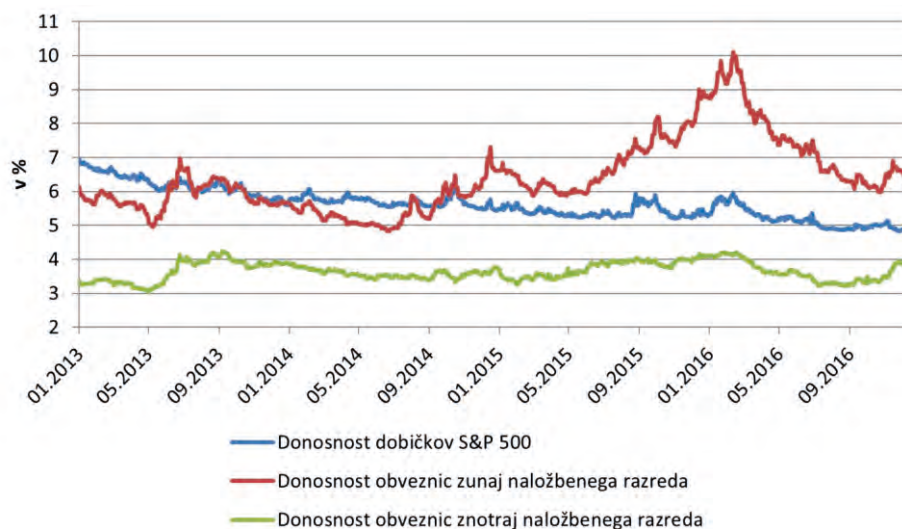
Vir: Bloomberg 2016.

Glede na relativno visoka vrednotenja so ameriške delnice v primerjavi s preostalimi naložbenimi razredi izgubile privlačnost in postale manj atraktivne. Razmik med donosnostjo dobičkov⁸ podjetij S&P 500 in obveznicami znotraj naložbenega razreda se je namreč v letu 2016 še dodatno skrčil. Donosnost obveznic naložbenega razreda

se je v začetku decembra 2016 gibala okrog 4 % in se je nekako ohranila na ravni z začetka leta. Na drugi strani je donosnost dobičkov podjetij iz indeksa S&P 500 upadla s 5,3 na 4,7 %. Delnice so tako manj atraktivne kot pred leti, vendar še vedno atraktivnejše od obveznic.

⁸ Earnings yield.

Slika 7: Primerjava gibanja donosnosti posameznih naložbenih razredov



Donosnost dobičkov: inverzni multiplikator PE.
 Donos obveznic zunaj naložbenega razreda: Barclays US Corporate High Yield.
 Donos obveznic znotraj naložbenega razreda: FINRA – BLP Active Investment Grade US Corporate Bond Yield.
 Vir: Bloomberg in lastni izračuni 2016.

Rast dobičkov v letu 2017

Po dveh letih upadanja dobičkov in stagnacije se v prihodnjem letu pričakuje največja rast dobičkov po letu 2014. Podrobnejša analiza rezultatov podjetij v tretjem četrtletju daje dodatno potrditev pozitivnemu trendu rasti dobičkov. Izmed vseh podjetij v indeksu S&P 500 jih je namreč kar 72 % objavilo EPS, ki je večji od pričakovanj. To je delež, ki je nad petletnim povprečjem. Nekoliko slabša je analiza prihodkov, kjer je 54 % vseh podjetij objavilo prihodke nad pričakovanji, kar je v skladu s petletnim povprečjem. Za leto 2017 se pričakuje rast prihodkov v višini 5,9 % in rast dobičkov za 11,4%.⁹

Ob uresničitvi davčnih načrtov Trumpove administracije si lahko v prihodnje obetamo močnejšo rast dobičkov ameriških podjetij. Če bodo predlogi o nižjih davčnih stopnjah v celoti uveljavljeni, in sicer da bo obdavčitev dobičkov podjetij znižana na 15 %, se napoveduje, da bodo dobički na delnico ameriških podjetij (EPS) dodatno zrasli za 10 odstotnih točk. Ta argument je pomembno pripomogel tudi k temu, da so

se delniški trgi pozitivno odzvali na izvolitev Trumpa za predsednika ZDA. Skratka, ta pričakovanja so deloma že zajeta v cenah delnic.

Spodnja tabela predstavlja ključne povzetke Trumpove reforme obdavčitve podjetij. Davčna reforma je pisana na kožo ameriškim podjetjem, predvsem tistim, ki so vezana na ameriško in ne mednarodno gospodarstvo. Trenutni predlog znižanja obdavčitve dobičkov na 15 % bi pomenil za 1.800 milijard dolarjev manj davčnih obveznosti za ameriška podjetja. To je zgolj neposredni pozitivni učinek za podjetja. Na drugi strani znašajo repatriacija neobdavčenih dobičkov in odprava olajšav ter širitev davčne osnove bistveno manj. To luknjo bi tako morali pokriti z zadolževanjem ali višjimi davki na drugih področjih.

Trump bi znižal davčno stopnjo na 15 %.

Tabela 5: Predlog Trumpove davčne reforme za podjetja

UKREP	PODROBNOSTI	FINANČNI UČINEK
Znižanje davčne stopnje na dobiček podjetij	S 35 na 15 %	Povečala bi se dobiček in denarni tok podjetij. Dobitek podjetij S&P 500 bi se povečal za okrog 1.800 mrđ \$ v 10 letih.
Stroški investicij; negativna obravnava obresti	Vsi stroški investicij, zajeti v znižanje davčne osnove; obresti ne bi zniževale davčne osnove.	Povečala bi se denarni tok in IRR. Odprava davčnega štita bi izničila prednosti dolga pred kapitalom. Zmanjšala bi se pripravljenost za financiranje z dolgom.
Repatriacija akumuliranih neobdavčenih dobičkov po nižji stopnji	Trump predlaga 10-odstotno obdavčitev vseh dobičkov tujih hčerinskih podjetij ameriških multinacionalk.	Denarna fleksibilnost za investicije, prevzeme itd. Pozitiven vpliv v višini 148 mrđ \$.
Odprava nekaterih davčno priznanih stroškov in širitev davčne baze	Odprava večine olajšav za podjetja, razen za R&D	Nižja obdavčitev dobička znižuje vrednost olajšav. Vsekakor bi to pomenilo dodatna sredstva proračuna v višini 170 mrđ \$.

Odprava davčnega štita.

Vir: Barclays 2016.



Aleš Šoba
CFA

Evropa: optimizem pod političnim vprašajem

Za leto 2017 glede gospodarstva v evroobmočju ostajamo optimistično razpoloženi. Res je, da so se nekateri pozitivni učinki izpeli (nizke cene nafte, šibak evro), kombinacija še vedno stimulatивne monetarne politike ECB in fiskalnih spodbud pa kaže na še eno leto nadpovprečne rasti (1,7 %), kar skupaj z višjo inflacijo prinaša tudi višje obrestne mere. Glavno tveganje je znova politično, tokrat v obliki niza pomembnih volitev, ki lahko vnesejo dodatno negotovost v gospodarstvo.

Leto 2016 je bilo zaznamovano z dogodki, ki bodo močno vplivali na podobo Evrope in vsega sveta. Odločitev Velike Britanije, da zapusti EU (Brexit), in zmaga Donalda Trumpa sta (oziroma še bosta) močno premešali karte. Na začetku leta 2016 so napovedovali, da bosta ta dva dogodka, če

se bosta uresničila (oba sta bila ocenjena za malo verjetna), negativno vplivala na delniške trge. A, zanimivo, negativnega vpliva ni bilo. Zlasti zmaga Trumpa v ZDA je pospešila razvoj dogodkov, ki se je začel nakazovati že v mesecih pred ameriški volitvami. Leta skromne gospodarske rasti, nizke inflacije (deflacije) in nizkih obrestnih mer pod vplivom agresivne monetarne politike se poslavljajo – vsaj tako kaže. To je bilo obdobje, ko se je denar selil v obveznice in defenzivne sektorje (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine) znotraj delnic. V drugi polovici leta 2016 pa so v ospredje stopili ciklični sektorji pod vplivom višjih obrestnih mer, višje pričakovane inflacije ter večjih fiskalnih spodbud. Ti dejavniki bodo delovali tudi v letu 2017, čeprav je bila rotacija med sektorji izjemno močna.

Ostajamo naklonjeni evropskim delnicam

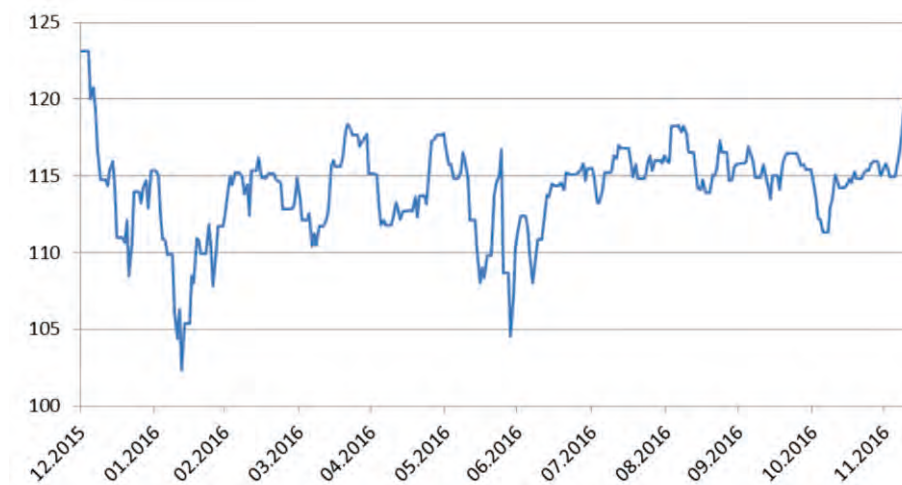
V letu 2017 pričakujemo pozitivne donose na evropske delnice, in sicer kot posledico še vedno ugodnih vrednotenj (posebej nasproti ameriškim delnicam, kakor tudi nasproti obveznicam). Vrnitev cikličnih sektorjev (finance, surovine, energija) bo pozitivno vplivala na rast dobičkov, medtem ko bo monetarna politika, kljub drugačni filozofiji iz preteklih let, ostala stimulatивna. Večjo vlogo bo prevzela fiskalna politika, katere katalizator je Trump. Poleg davčne reforme v ZDA lahko davčno reformo pričakujemo tudi v Franciji in mogoče celo v Italiji, kjer imajo eno najvišjih obdavčitev podjetij v svetu. Kar gre prav tako v prid evropskim delnicam, je negativen sentiment (rekordni odlivi iz evropskih delniških skladov).

Glavna tveganja za evropske delnice in evropsko gospodarstvo ostajajo politična – volitve v Franciji, na Nizozemskem, v Nemčiji in, kot kaže, tudi v Italiji. Nadaljnji upor proti elitam bi lahko na oblast prinesel stranke s skrajnimi pogledi. Po drugi strani pa bi ugoden razplet teh volitev pomenil dodaten pozitiven dejavnik za delniške trge.

Na podlagi tega ostajamo naklonjeni evropskim delnicam, še posebej ob spremembi režima (vrnitev inflacije) in »končno« koncu ljubezni med vlagatelji in obveznicami (višje obrestne mere).

Vrnitev cikličnih sektorjev.

Slika 8: Gibanje evropskih delnic v letu 2016



MSCI Europe
Vir: Bloomberg in lastni izračun 2016.

V prid evropskim delnicam je negativen sentiment.

Gospodarsko okrevanje se bo nadaljevalo

Gospodarska slika evroobmočja nam še vliva optimizem. Okrevanje iz preteklega obdobja se bo nadaljevalo tudi v letu 2017, čeprav se bodo nekateri elementi, ki so v minulih letih spodbujali večjo gospodarsko rast, izpeli (šibak evro, nizke cene nafte, nizke obrestne mere). Vprašanje je torej, koliko lahko ti dejavniki še pripomorejo k večji rasti. Glavna zgotoba postajajo fiskalne spodbude. Evropska centralna banka (ECB) je z agresivnim znižanjem obrestnih mer naredila veliko uslugo prezadolženim državam, ki zdaj lažje servisirajo svoj dolg kljub njegovemu velikemu deležu v BDP. Odločitev ZDA, da gredo v smeri agresivnejše fiskalne politike (nižji davki, investicije v infrastrukturo), bo vplivala tudi na Evropo, ki ji bo, kot vedno, sledila.

V letu 2016 se je okrevanje evroobmočja nadaljevalo. Vpliv Brexita je bil zanemarljiv, saj ni prinesel negotovosti, ki so jo napovedovali analitiki. ECB tako pričakuje, da bo rast v letih 2016 in 2017 1,7 %, v letih 2018 in 2019 pa 1,6 %. Investicijska banka Goldman Sachs ocenjuje, da je potencialna rast evroobmočja le 1 %, kar je

posledica majhne rasti prebivalstva in nizke produktivnosti. Glede na to lahko pričakujemo ciklično pospešitev rasti, a dolgoročno bo trendna rast med 1 in 1,5 %. Lahko rečemo, da ne bo vrnitve v stare čase, ko je bila rast nad 2 %.

Da vse kaže na nadaljevanje pozitivne rasti, priča tudi optimizem med nabavnimi menedžerji, ki se meri s kazalnikom PMI. Vrednost v novembru je znašala 53,7 (vrednost nad 50 kaže na nadaljevanje gospodarske rasti).

Gospodarsko okrevanje se bo v letu 2017 nadaljevalo.

Slika 9: Sprememba BDP YoY v % v evroobmočju



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 10: Indeks nabavnih menedžerjev – PMI za evroobmočje



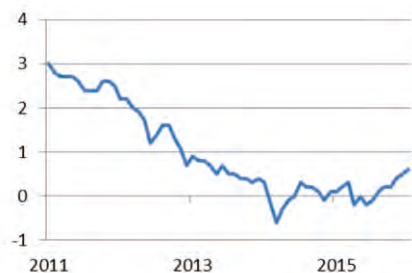
Vir: Bloomberg 2016.

Inflacija in inflacijska pričakovanja

Pričakujemo, da se bo v prihodnjih letih stopnja inflacije dvignila, vendar ne bo dosegla ciljne v višini 2 %. ECB napoveduje, da bo 1,3 % v letu 2017, 1,5 % v letu 2018 in 1,7 % v letu 2019. Občutek je,

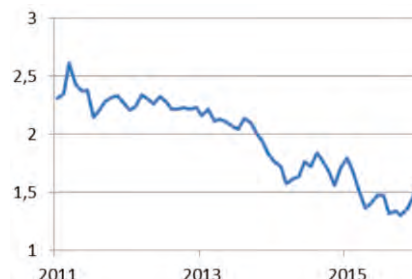
da je z vidika inflacije in inflacijskih pričakovanj najhujše za nami. Tako trenutna inflacija kot inflacijska pričakovanja so v zadnjih mesecih v vzponu in podoben trend pričakujemo tudi v letu 2017.

Slika 11: Inflacija v evroobmočju (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 12: Inflacijska pričakovanja (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

Strah pred deflacijo se je pomaknil v ozadje.

Monetarna in fiskalna politika v letu 2017

Tudi v letu 2017 bo v ospredju delovanje ECB oziroma njena monetarna politika. Na decembrskem zasedanju ECB je prišlo do spremembe programa odkupovanja vrednostnih papirjev. Kar majhno presenečenje je bilo, da so se odločili zmanjšati mesečni znesek odkupov z 80 na 60 milijard evrov od marca 2017 do decembra 2017. Lahko rečemo, da gre za postopen izhod iz nekonvencionalnih

ukrepov ECB v boju z majhno gospodarsko rastjo ter nizko inflacijo oziroma deflacijo. Kar pa so trgi pozdravili, je sprememba kriterijev, katere vrednostne papirje lahko odkupuje ECB (krajša ročnost, tudi pod depozitno obrestno mero (-0,4%)). Glede na pričakovano gibanje gospodarske rasti in inflacije v prihodnjih letih lahko predvidevamo, da bo ECB podaljšala program QE še v leto 2018 in da bo ključne

obrestne mere ohranila na zdajšnjih ravneh še po letu 2018.

Monetarna politika torej ostaja izjemno ohlapna in stimulatívna, vendar manj kot v preteklem letu. Pot zahtevanih donosov državnih obveznic vodi navzgor, vendar bo ta pot počasna in še ne bi smela negativno vplivati na delniške trge. Monetarna politika je dosegla svoje meje, čas je za večji vpliv fiskalne politike in strukturnih reform.

V letu 2016 bo prvič po petih letih fiskalna politika pozitivno vplivala na gospodarsko rast. Obdobje »varčevanja«, katerega cilj je bil zmanjšanje proračunskih primanjkljajev in zaježitev naraščanja dolgov, je za nami.

Fiskalna politika bo tako tudi v letu 2017 ostala stimulatívna, saj so zdajšnje vlade ob presenetljivih volilnih izidih drugje (vzpon populistov) bolj naklonjene proračunskim primanjkljajem in povečanju javnih izdatkov.

Da se bližamo spremembi miselnosti, lahko vidimo celo v Nemčiji. Evropska komisija julija ni kaznovala Portugalske in Španije, ker nista dosegli proračunskih ciljev. To je podprl celo nemški finančni minister Schäuble, ki je privolil tudi v znižanje davkov doma v višini dveh milijard evrov in povišanje otroških dodatkov v letu 2017 ter znižanje davkov v višini 17 milijard evrov v letu 2018.

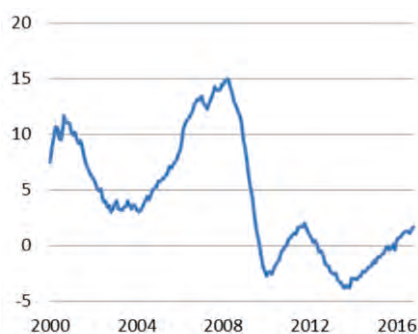
Monetarna politika se je izčrpala, pobudo prevzema fiskalna.

Brezposelnost še naprej upada, kreditni cikel se nadaljuje

Da je gospodarstvo evroobmočja na pravi poti, priča tudi nadaljevanje upadanja brezposelnosti. Po več letih smo se znova spustili pod raven 10 %. Kljub vsemu ostaja brezposelnost glede na predkrizne čase (2008–2009) visoka, zato bo tudi delovanje politične oblasti (fiskalne spodbude) še naprej usmerjeno v njeno zniževanje.

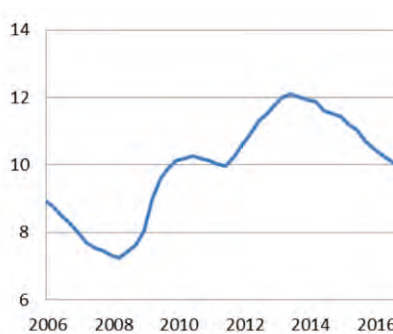
Kot smo zapisali že lani, je najpomembnejši kazalnik, da agresivna monetarna politika deluje, obuditev in rast kreditiranja bank. V letu 2016 se je trend povečevanja obsega posojil nefinančnim družbam nadaljeval. Zadnji podatki za oktober 2016 kažejo, da je rast kreditov podjetjem večja za 1,7 %, gospodinjstvom pa 1,9 %.

Slika 13: Posojila nefinančnim družbam medletno (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 14: Stopnja brezposelnosti v evroobmočju (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

Stopnja brezposelnosti je končno pod 10 %.

Tabela 6: Napovedi za EMU

	% sprememba glede na predhodno leto		
	2016	Napovedi 2017	2018
BDP	1,7	1,7	1,6
CPI*	0,2	1,3	1,5
Brezposelnost**	10,2	10,1	9,8
Obrestna mera***	0,00	0,00	0,00

* Consumer prices

** Stopnja brezposelnosti

*** Ciljna obrestna mera ECB na koncu obdobja

Vir: ECB in Barclays 2016.

Politično tveganje – glavno tveganje v letu 2017

Brexit in Trump sta zaznamovala finančne trge v letu 2016.

Nepričakovani politični razpleti (Brexit, Trump, italijanski referendum) niso pustili negativnih posledic v evropskem gospodarstvu. Res pa je, da bodo nekateri učinki vidni šele čez čas. Finančni trgi si glede tega še ne delajo pretiranih skrbi. Tudi leto 2017 bo v znamenju političnih dogodkov, ki lahko še kako povečajo negotovost. Tako bomo spremljali volitve na Nizozemskem, v Franciji in Nemčiji.

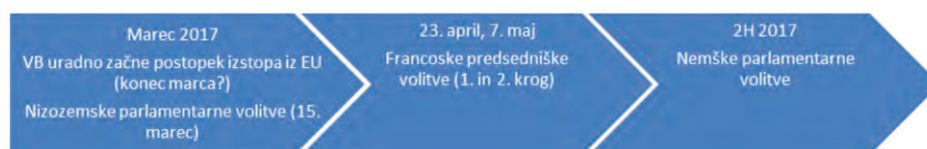
Izid referendum v Veliki Britaniji ni prinesel upada gospodarske rasti, kot je bilo napovedano. In tudi odziv na zmago Donalda Trumpa na ameriških volitvah je bil

nasproten od pričakovanj, saj je strah zamenjalo upanje, da bo njegova politika naklonjena podjetjem in gospodarstvu (davčna reforma, investicije v infrastrukturo). Sta pa ta dva dogodka še dodatno spodbudila ozračje, nastrojeno proti vladajočim elitam, in pokazala, da je v prihodnjem letu v političnem smislu možno vse.

Po drugi strani bi bil pozitiven razplet na prihajajočih volitvah pozitiven signal in bi vsaj delno umiril negotovo politično situacijo v Evropi.

Slika 15: Politični kašipot 2017

Politični dogodki bodo največje tveganje v letu 2017.



Prva resna preizkušnja bo že marca na nizozemskih parlamentarnih volitvah. Še pred časom je kazalo, da bo zmagal voditelj skrajno desne Stranke za svobodo Geer Willders, saj je v volilnih anketah vodil večino časa v letih 2015 in 2016. Še posebej mu je zrasla podpora med migrantsko krizo. Vendar se je položaj obrnil in zdaj v anketah vodi trenutni premier Mark Rutte. Šlo bo na tesno, prihod ekstremnega desničarja na oblast na Nizozemskem pa bi še dodatno dal krila Marine Le Pen na francoskih volitvah.

Največja preizkušnja bodo francoske volitve aprila in maja 2017. Najverjetneje se bosta v drugem krogu pomerila kandidat desnosredinske republikanske stranke François Filon in skrajna desničarka Marine Le Pen. Zmaga Filona bi bila pozitivna za Evropo in tudi za otoplitev odnosov z Rusijo, saj velja Filon za dobrega Putinovega prijatelja. Njegova zmaga dopušča tudi možnost zmanjšanja davčnih bremen za podjetja, saj ima Francija eno

najvišjih stopenj obdavčitve dobička podjetij v svetu (33,5 %). Zmaga Le Penove pa bi bila nočna mora za Evropo. Da ima resne možnosti, se kaže v gibanju zahtevane donosi francoskih državnih obveznic, katerih razmik do nemških se je v zadnjih tednih leta 2016 močno povečal.

Najmanj tvegane so videti volitve v Nemčiji, kjer Angela Merkel naskakuje četrti mandat, in kot je videti zdaj, ga bo tudi dobila. Vendar tudi v Nemčiji populistična desnica Alternative für Deutschland pridobiva podporo, kar utegne v prihodnje postati resna grožnja vodilnim elitam. Kot zadnje bi omenili še Italijo, kjer je padla Renzijska vlada. Tudi tu lahko v letu 2017 pričakujemo oblikovanje nove vlade, kar pa je v Italiji že stalna praksa, in tudi ni pričakovati večjih reform.

Finančni trgi so že danes nervozni zaradi možnosti zmage Marine Le Pen na francoskih predsedniških volitvah.

Vrednotenja delniškega trga

Ob pogledu na evropske delnice v letu 2017 se kot ključno postavlja vprašanje, ali se bo preobrat iz defenzivnih sektorjev v ciklične nadaljeval.

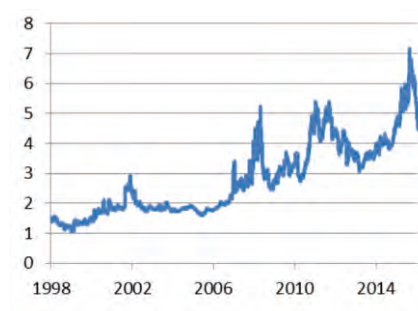
V preteklih letih so deflacijski strahovi in neumorno upadanje zahtevanih donosov državnih obveznic imeli dramatičen vpliv na gibanje sektorjev evropskih delnic. Defenzivni sektorji, ki so veljali za nadomestek za obveznice (»bond proxy«), so močno pridobivali (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine), medtem ko so bili ciklični sektorji na čelu z bankami glavni poraženec vedno nižjih obrestnih mer. Sredi leta 2016 se je to spremenilo. Kot vse kaže, se je skoraj 35-letni trend upadanja obrestnih mer ustavil. Deflacijske grožnje so se pomaknile v ozadje in znova se je začelo govoriti o inflaciji in večji

gospodarski rasti. V takem okolju so v ospredje stopili ciklični sektorji (finance, energija, surovine). Rotacija je bila silovita in seveda se postavlja vprašanje, ali se bo to v letu 2017 nadaljevalo.

Naše mnenje je, da se bo, saj pričakujemo nadaljnjo rast obrestnih mer, ki imajo ključno vlogo v tem procesu. Na drugi strani pa je bila rotacija tako silovita, da je glavnina premika že za nami. Med defenzivnimi sektorji je najbolj prizadeto zdravstvo, kjer so vrednotenja že postala zanimiva. Na drugi strani pa so osnovne potrošne dobrine še najbolj zrele za prilagoditev navzdol. Navzgor pa imajo še vedno največ potenciala evropske banke, ki so bile najbolj osovraženi sektor v zadnjih desetih letih. Preostali sektorji imajo večino prilagoditve že za sabo.

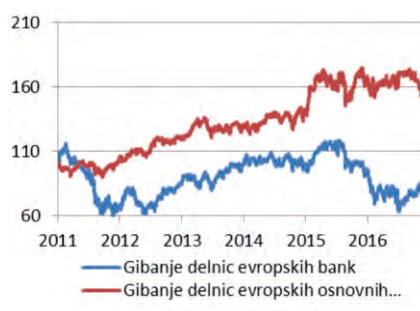
Močna rotacija iz defenzivnih v ciklične sektorje v drugi polovici leta 2016.

Slika 16: Razmerje P/B med osnovnimi potrošnimi dobrinami in bankami



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 17: Gibanje delnic evropskih bank in osnovnih potrošnih dobrin



Vir: Bloomberg 2016.

Glede na navedeno menimo, da evropski portfelj kaže rahlo ciklično usmerjenost, predvsem skozi finance, saj pričakujemo

nadaljevanje trendov iz druge polovice leta 2016: višje cene nafte, višje obrestne mere, višjo inflacijo.

Finančni sektor ima vodilno vlogo pri tej rotaciji, predvsem pod vplivom višjih obrestnih mer.

Dobički evropskih podjetij: končno rast v letu 2017

Nadpovprečna rast evropskih dobičkov v letu 2017.

Stagnacija dobičkov evropskih podjetij se je nadaljevala tudi v letu 2016. Ocenjuje se, da bodo dobički v tem letu upadli za 2 % (v zadnjih petih letih so zrasli le v letu 2014!). Glavni krivec za letošnji upad je sektor financ (-15 %). V letu 2015 je bil to surovinski sektor (-45 %). Brez teh dveh sektorjev je bila rast dobičkov v letih 2015 in 2016 2 % in 4 %.

Prav ta stagnacija dobičkov je eden izmed glavnih razlogov, da evropske delnice od leta 2008 močno zaostajajo za ameriški. Dobički evropskih podjetij ostajajo daleč pod ravnmi izpred krize, medtem ko so ameriški že zdavnaj presegli prejšnje vrhove.

Tabela 7: Napoved dobičkov za STOXX 600

STOXX Europe 600 – napoved dobičkov						
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EPS	21,6	21,2	23,7	24,9	25,9	26,9
Rast dobičkov	-3 %	-2 %	12 %	5 %	4 %	4 %
Rast dobičkov ex finance	-8 %	4 %	12 %	3 %	2 %	3 %
Rast prihodkov	1 %	3 %	8 %	1 %	-1 %	1 %
Profitna marža	5,6 %	5,6 %	5,8 %	6,0 %	6,2 %	6,3 %
Rast dobičkov finance	9 %	-15 %	12 %	10 %	9 %	7 %
Rast dobičkov ex surovine	4 %	-2 %	7 %	6 %	6 %	5 %
Rast dobičkov surovine	-45 %	-1 %	69 %	1 %	-13 %	-4 %
Rast dobičkov ex finance & surovine	2 %	4 %	5 %	4 %	5 %	4 %

Vir: Goldman Sachs 2016.

Profitne marže evropskih podjetij so nizke v primerjavi z zgodovino.

V letu 2017 naj bi se ta trend stagnacije in upadanja dobičkov končno (!) preobrnil. Oba sektorja, ki sta bila v preteklosti glavna krivca za upadanje dobičkov (finance in surovine), bosta imela dobro leto. Tako se pričakuje, da bo rast dobičkov znašala 12 %, kar bi bilo največ po letu 2010. V letih 2018–2020 naj bi se rast spet umirila proti vrednostim 4 do 5 %, saj se bodo učinki višjih cen surovin in nafte izpeli.

Kot smo že zapisali v lanski številki Mozaika, imajo evropska podjetja še ogromno rezerve pri rasti dobičkov. Če pogledamo gibanje profitne marže podjetij, ki sestavljajo indeks MSCI Europe, ugotovimo, 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 doživeli vrnitev na prejšnje vrhove, kar se tiče dobičkonosnosti.

Evropske delnice na zgodovinskih povprečjih

Glede na dejstvo, da se evropske delnice v letu 2016 niso praktično nikamor premaknile (čeprav so bila medletna nihanja velika), argumenti, ki smo jih zapisali v lanski številki, še naprej veljajo. Vrednotenja evropskih delnic so še vedno videti zanimiva (v primerjavi s koncem leta 2015 so se odstopanja v prid evropskim delnicam še povečala), predvsem, ko jih

primerjamo z drugimi (relativno) delniškimi regijami (ZDA – še dražja), kakor tudi nasproti obveznicam (razmik med dividendnim donosom in donosom nemških državnih obveznic je še večji). Če jih pogledamo samostojno (absolutno), pa ugotovimo, da so vrednotenja na zgodovinskih povprečjih.

Prevrednotenje evropskih delnic, ki smo ga doživeli v letih 2012–2015, se je umirilo. Glede na lastno zgodovino sama vrednotenja ne kažejo na večjo podcenjenost.

Najmanj atraktivne so evropske delnice z vidika kazalnika PE (P – tečaj delnice, E – dobiček na delnico), ki je na začetku

decembra 2016 znašal 14,5 (od leta 2005 v povprečju 11,5). Ampak ta kazalnik ne kaže celotne slike, saj so profitne marže daleč pod zgodovinskimi povprečji. Če bi uporabili normalizirane profitne marže (Shiller PE), bi bila slika povsem drugačna. Pri normaliziranih profitnih maržah so evropske delnice med ugodnejšimi v svetu.

Vrednotenja evropskih podjetij so na zgodovinskih povprečjih.

Slika 18: Gibanje multiplikatorja pričakovan PE MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2016.

Primernejša sta kazalnika PB (P – tečaj, B – knjigovodska vrednost) in dividendna donosnost, kjer so evropske delnice v skladu z zgodovinskimi povprečji oziroma celo pod njimi.

Kazalnik PB znaša 1,79, kar je pod povprečjem (2,06). Tudi pri dividendni donosnosti, ki je trenutno 3,59 %, so videti ugodno vrednotene (povprečje 3,16 %). Oba kazalnika kažeta na to, da smo pri evropskih delnicah daleč od evforije.

Slika 19: Gibanje multiplikatorja PB MSCI Europe



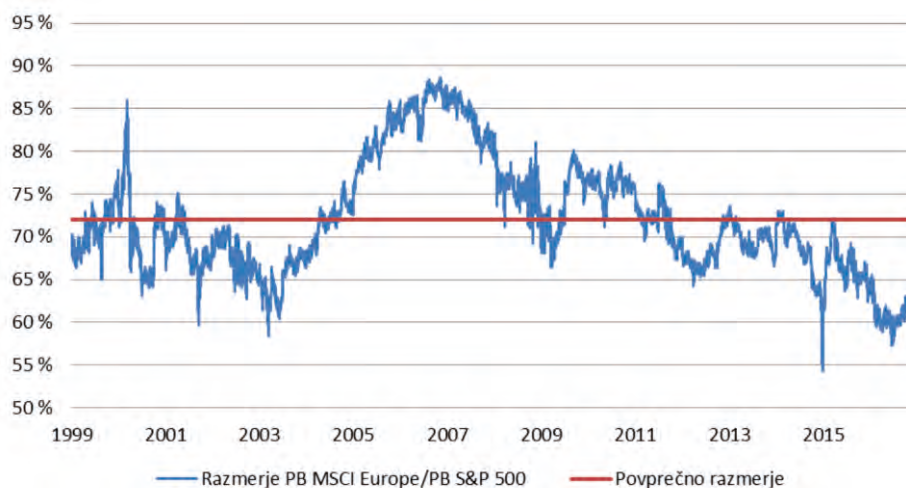
Vir: Bloomberg 2016.

Razhajanje z ameriškimi se večja

Zmagovalni niz ameriških delnic nasproti evropskim se je nadaljeval tudi v letu 2016. S tem se je povečal tudi diskont evropskih delnic nasproti ameriškim. Diskont pri kazalniku PB znaša skoraj 40 %, kar smo v

zadnjih 20 letih redko videli. Učinek izvolitve Trumpe je bil še posebej izrazit v zadnjem delu leta, ko je napovedana ameriška davčna reforma spodbudila domišljijo vlagateljev.

Slika 20: Primerjava evropskih in ameriških delnic na podlagi multiplikatorja PB



Evropske delnice še ugodneje vrednotene v primerjavi z ameriškimi.

Vir: Bloomberg 2016.

Rekordno poceni nasproti obveznicam

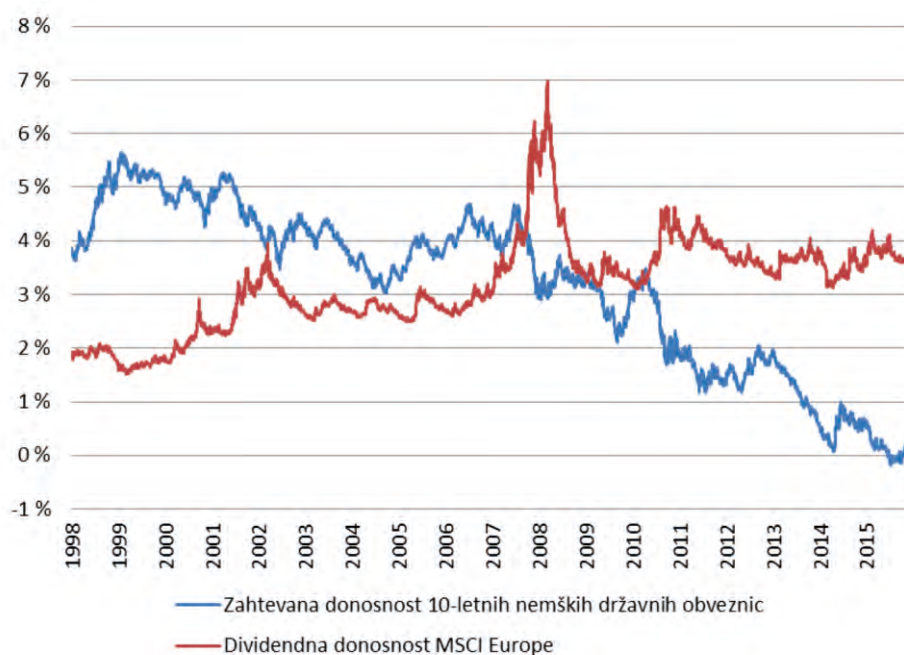
Trend vedno nižjih obrestnih mer, ki smo mu bili priča zadnjih 35 let, se je v letošnjem poletju iztekel (vsaj videti je tako). Največja sprememba je prišla po Brexitu, ko so se zahtevani donosi angleških državnih obveznic najprej spustili na najnižjo raven v vsej svoji zgodovini (od leta 1694). Takrat so se pojavili prvi dvomi, ali svetovno gospodarstvo sploh potrebuje tako nizke obrestne mere, saj so vedno večji negativni učinki (povečana finančna nestabilnost, vprašljiv poslovni model bank, težave pokojninskih skladov) vedno bolj prihajali v ospredje. Težava je bila tudi vzpon populistov, ki med drugim trdijo, da so centralne banke s svojo politiko odgovorne za povečano neenakost med ljudmi. Skratka, nastal je občutek, da je monetarna politika izčrpana.

Kljub obratu pri obrestnih merah pa te še vedno ostajajo rekordno nizke (celo malenkost pod ravnmi izpred enega leta). Delnice so tako še naprej zgodovinsko najbolj ugodno vrednotene nasproti obveznicam. Razmik med dividendno donosnostjo evropskih delnic in zahtevanim donosom 10-letnih nemških državnih obveznic je prek 3 %, kar je izjemno velika razlika. Tudi nadaljnji dvig obrestnih mer s teh nizkih ravni ne bo bistveno vplival na atraktivnost delnic.

Na podlagi tega ostajamo izrazito naklonjeni evropskim delnicam nasproti tako državnim kot podjetniškim obveznicam.

Postopen dvig obrestnih mer ne vpliva na izrazito podcenjenost evropskih delnic nasproti obveznicam.

Slika 21: Primerjava zahtevane donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic in dividendne donosnosti indeksa MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2016.

Nadaljevanje gospodarskega okrevanja, rast dobičkov, še vedno nizke obrestne mere ter večji pomen fiskalnih spodbud nas ob še vedno nizkih vrednotenjih

navdajajo z optimizmom, da bodo evropske delnice imele pozitivno leto 2017.



dr. Uroš Vek

Japonska: rekordno nizka brezposelnost daje upanje na rast inflacije

Predsedniku japonske vlade Šinzu Abeju ni uspelo v celoti uresničiti ciljev ekonomske politike »Abenomics«. Gospodarska rast je bila od leta 2014 naprej anemična, inflacija je daleč od zelene ravni 2 %. Glavni napredek je vlada dosegla na področju trga dela, kjer ji je uspelo znižati brezposelnost na najnižjo raven v zadnjih 20 letih, in sicer na 3 %. Zadnji podatki o prostih delovnih mestih in iskalcih zaposlitve kažejo, da je prostih mest 40 % več kot iskalcev zaposlitve. Abe pa je bil v letu 2016 med prvimi, ki je prepoznal tok časa, tako da je Japonska postala prvi in glavni zagovornik večje vloge fiskalne politike za zagon gospodarske rasti. Avgusta je bil uveden poseben program fiskalnih spodbud v višini 6.200 milijard jenov, od tega 4.600 milijard v letu 2016. V sliki Japonske negativno izstopa centralna banka BOJ, ki je na

zasedanju 1. novembra priznala, da v fiskalnem letu 2017 ne bodo dosegli ciljne dwoodstotne inflacije. Ta cilj je zdaj prestavila v leto 2018. To samo potrjuje nemoč centralne banke, ki tudi z množičnimi monetarnimi ukrepi težko vpliva na gibanje inflacije. BOJ je tako izgubila velik del kredibilnosti, ki naj bi jo imela centralna banka. »Trump efekt« se je dotaknil tudi jena, saj je v novembru 2016 največ izgubil nasproti ameriškemu dolarju, in sicer okrog 8 %. Poslovni rezultati japonskih podjetij za tretje četrtletje kažejo na stabilizacijo poslovanja, saj so podjetja po štirih zaporednih četrtletjih upadanja dobičkov prvič izkazovala rast. Zgodovinska primerjava vrednotenja indeksa Topix razkriva, da so japonske delnice pod dolgoročnim povprečjem.

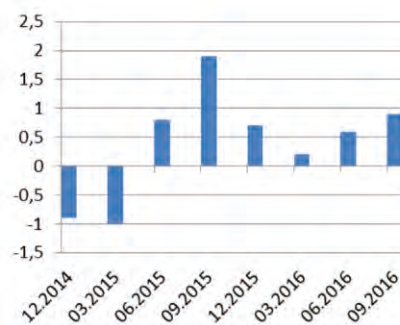
Pretekla leta je zaznamovala negativna rast izvoza.

Japonska pospešuje gospodarsko aktivnost

Japonski predsednik vlade Šinzo Abe je ob prihodu na oblast v decembru 2012 napovedal ekonomsko politiko »Abenomics«, ki naj bi s kombinacijo monetarne in fiskalne politike ter strukturnimi reformami omogočila vzpostavitev okolja za večjo gospodarsko rast in dwoodstotno inflacijo. Teh pričakovanj pa mu ni uspelo v celoti preoblikovati v ekonomske rezultate. Gospodarska rast je bila od leta 2014 anemična. Glavni razlog je predvsem

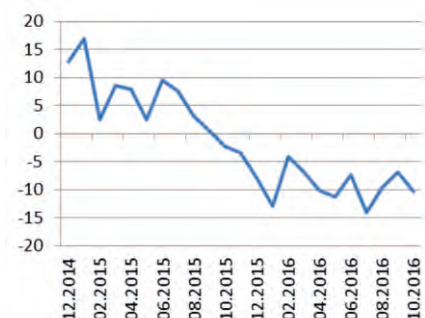
uvedba višjih davkov v letu 2014, kar je pripeljalo do manjše potrošnje in posledično slabše gospodarske rasti. Izvoz in investicije, pomembna gospodarska stebra, v zadnjem času niso bistveno prispevali h gospodarski rasti. Izvoz že od začetka leta 2015 izkazuje negativen trend, predvsem zaradi rasti vrednosti jena. Posledično so japonski izdelki na mednarodnih trgih dražji in povpraševanje manjše.

Slika 22: Gibanje japonskega BDP na medletni ravni



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 23: Gibanje izvoza Japonske na medletni ravni



Vir: Bloomberg 2016.

Glavni napredek je vlada predsednika Abeja dosegla na trgu dela, kjer ji je uspelo znižati brezposelnost na najnižjo raven v zadnjih 20 letih, in sicer na 3 %. Zadnji podatki o prostih delovnih mestih in iskalcih zaposlitve kažejo, da je 40 % več prostih delovnih mest kot iskalcev zaposlitve. Japonska ima sicer nizko brezposelnost, vendar se ubada z nizko stopnjo rasti plač,

kar negativno vpliva na potrošnjo. Vlada se tega zaveda in je napovedala reformo trga dela s ciljem, da dvigne stopnjo udeležbe zaposlenih na trgu dela, zviša produktivnost in plače. Nova reforma naj bi izenačila plačilo začasnih in trajno zaposlenih delavcev v podjetjih. V prihodnje lahko na Japonskem pričakujemo hitrejšo rast plač, kar bi dodatno pripomoglo k višji inflaciji.

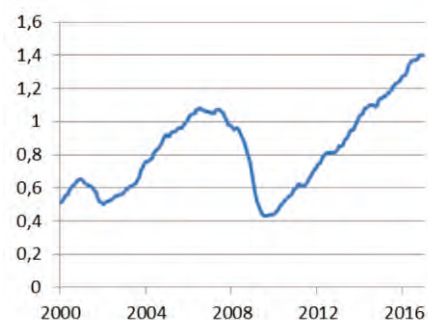
Stopnja brezposelnosti je rekordno nizka.

Slika 24: Japonski trg dela



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 25: Razmerje med prostimi delovnimi mesti in iskalci zaposlitve



Vir: Bloomberg 2016.

V letu 2016 je Japonska postala prvi in glavni zagovornik večje vloge fiskalne politike za zagon gospodarske rasti. Avgusta je bil uveden poseben program fiskalnih spodbud v višini 6.200 milijard jenov, od tega 4.600 milijard v letu 2016. Denar je namenjen predvsem za infrastrukturne projekte in upokoјence z nizkimi dohodki. Med infrastrukturnimi projekti je

največji dokončanje magnetne železniške proge od Tokia do Osake.

Napovedi za gospodarsko rast v prihodnjem letu so obetavnejše, predvsem zaradi pozitivnega vpliva fiskalnega programa in posledično večjega proračunskega primanjkljaja ter ugodnejšega valutnega razmerja jena z dolarjem.

Tabela 8: Napovedi za Japonsko

	% sprememba glede na predhodno leto		
	2016	Napovedi 2017	2018
BDP*	0,8	1,2	0,7
CPI**	-0,3	0,4	1
TRPB***	3,8	3,5	3,5
Proračunski primanjkljaj****	-5,2	-5,6	5,3

* Realni BDP

** Consumer prices

*** Tekoči račun plačilne bilance v % BDP

**** Proračunski primanjkljaj v % BDP

Vir: Barclays: Global outlook, Turning point, 2016.

Napovedi za leto 2017 so obetavnejše.

BOJ ni sposobna dvigniti inflacije

BOJ je priznala poraz in izgubila velik del kredibilnosti.

Na zasedanju Japonske centralne banke (BOJ) 1. novembra sta njen predsednik Harukido Kuroda in organ, pristojen za določanje monetarne politike, priznala, da ne bodo dosegli ciljne dwoodstotne inflacije v fiskalnem letu 2017. BOJ je ob začetku izvajanja programa kvantitativnega sproščanja naznanila, da želi doseči dvig inflacije na 2 % in da pričakuje dosego tega cilja v letu 2017. Ta cilj pa je zdaj prestavila v leto 2018. Za nedoseganje ciljne rasti cen so navedli naslednje razloge:

- zvišanje davka na dodano vrednost v letu 2014,
- upad cen nafte,
- upad gospodarske aktivnosti v državah v razvoju, predvsem na Kitajskem.

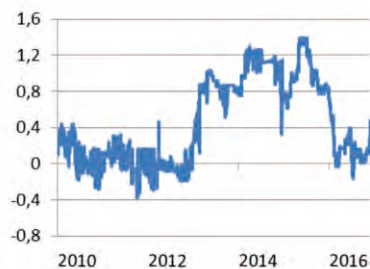
To samo zrcali nemoč centralne banke, ki tudi z množičnimi monetarnimi ukrepi težko

vpliva na gibanje inflacije. BOJ je tako izgubila velik del kredibilnosti, ki bi jo kot centralna banka morala imeti.

Na zadnjem zasedanju so kratkoročno obrestno mero ohranili pri $-0,1\%$, medtem ko so dodali, da zdaj ciljajo dolgoročno obrestno mero okrog 0. To pomeni, da ciljajo donosnost 10-letnih državnih obveznic okrog 0. Prav tako so malenkostno povečali sredstva za nakup delnic in nepremičnin, ki jih izvajajo z nakupi »ETF«. Bilančna vsota BOJ je v letu dni narasla za okrog 20 odstotnih točk na 90 % BDP.

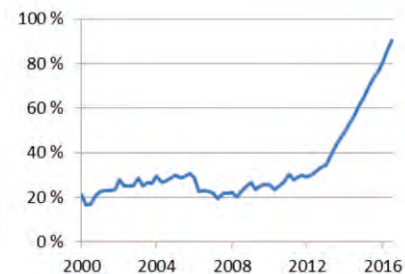
Inflacijska pričakovanja so sledila trendu preostalih razvitih držav, ob izvolitvi Trumpa za predsednika ZDA pa so se nekoliko povzpela.

Slika 26: Japonska inflacijska pričakovanja



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 27: Delež bilančne vsote BOJ v BDP Japonske



Vir: Bloomberg 2016.

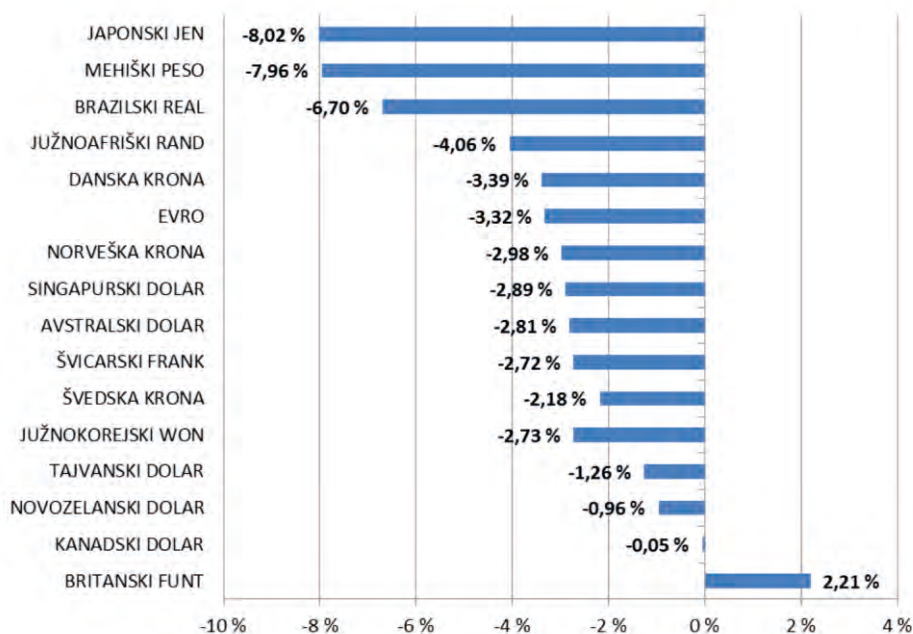
Ciljna dolgoročna obrestna mera je 0.

»Trump efekt« se je dotaknil tudi jena

Izvolitev Donalda Trumpa za novega predsednika ZDA je močno vplivala na pomembne trgovinske partnerje ZDA. Napovedani dvig trgovinskih dajatev, v volilni kampanji sta bili v ospredju predvsem Kitajska in Mehika, se je namreč

zrcalil v upadu vrednosti valut. V novembru 2016 je nasproti ameriškemu dolarju največ izgubil japonski jen, in sicer okrog 8 %, sledi mehiški peso z nekaj pod 8 %.

Slika 28: Gibanje tujih valut nasproti dolarju



Najbolj je novembra upadel jen.

Gibanje valut nasproti USD v novembru 2016.
Vir: Bloomberg 2016.

Upadanje vrednosti jena je sledilo rasti razlike v donosnosti ameriških in japonskih 10-letnih državnih obveznic. Donosnost ameriških državnih obveznic se je namreč

od volitev povzpela z 1,85 na 2,38 % oziroma za 0,53 odstotne točke, medtem ko se donos japonskih ni kaj bistveno spremenil.

Slika 29: Gibanje donosnosti 10-letnih obveznic (v %)



Donosnost ameriških državnih obveznic je po volitvah zrasla.

Sprememba izražena v odstotnih točkah od začetka avgusta do 5. 12. 2016.
Vir: Bloomberg 2016.

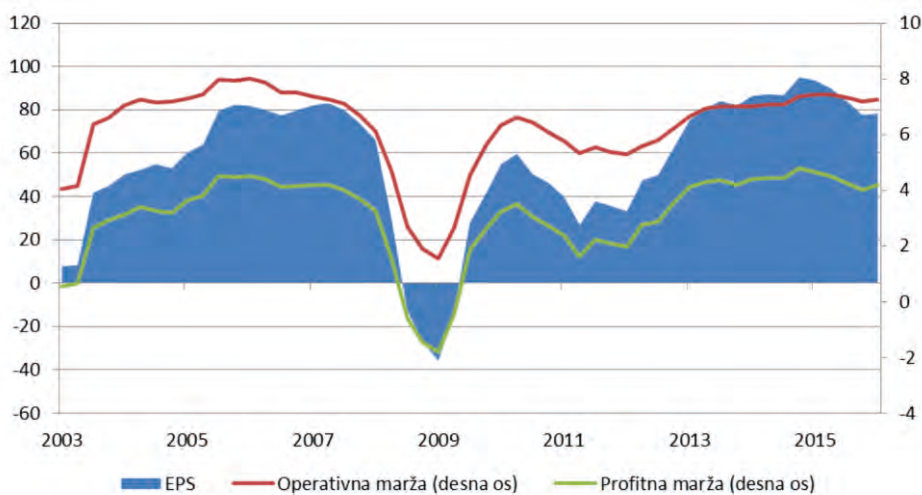
Vrednotenja delniškega trga

Poslovni rezultati japonskih podjetij za tretje četrletje kažejo na stabilizacijo poslovanja, saj so podjetja po štirih zaporednih četrletjih upadanja dobičkov prvič izkazovala rast. Rezultati so presegli pričakovanja, ki so bila izredno pesimistična, saj

se je pričakoval upad dobičkov za 14 %, predvsem zaradi apreciacije jena. Glede na dejstvo, da je jen po izvolitvi Trampa začel deprecirati nasproti dolarju, lahko v prihodnjih četrletjih pričakujemo nadaljevanje rasti dobičkov japonskih podjetij.

Slika 30: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa Topix (v %)

Rezultati japonski podjetij so se stabilizirali.



Vir: Bloomberg 2016.

Zgodovinska primerjava vrednotenij indeksa Topix razkriva, da so japonske delnice pod dolgoročnim povprečjem. Predvsem izstopa visoka dividenda donosnost, ki se trenutno giba okrog 2 %, medtem ko je bila dolgoročno okrog 1 %. Razlog gre iskati predvsem v spremenjeni miselnosti in stopnji razvoja japonskih podjetij. Podjetja so namreč prišla do

spoznanja, da so dividende pomemben vir dohodka za vlagatelje in posledično pomemben dejavnik pri sprejemanju investicijskih odločitev. Na drugi strani so japonska podjetja prešla iz faze močnih investicij v zrelo fazo poslovanja, kjer so denarni tokovi močnejši in stabilnejši. Tako lahko namenijo več za izplačilo dividend.

Tabela 9: Vrednotenje japonskega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja	Dolgoročna mediana
Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB	1,33	1,48
Multiplikator dobička – PE	19,89	23,44
Multiplikator – PS	0,78	0,64
Dividendna donosnost	1,93	1,07
EV/EBITDA	9,32	9,95

Trenutno vrednotenje narejeno za indeks Topix na dan 9. 12. 2016.

Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od leta 1973 do 30. 9. 2016; PE od leta 1993 do 30. 9. 2016; dividenda donosnost od leta 1993 do 30. 9. 2016; EV/EBITDA od leta 1994 do 30. 9. 2016.

Kazalniki so vsi tekoči (trailing).

Vir: Bloomberg 2016.

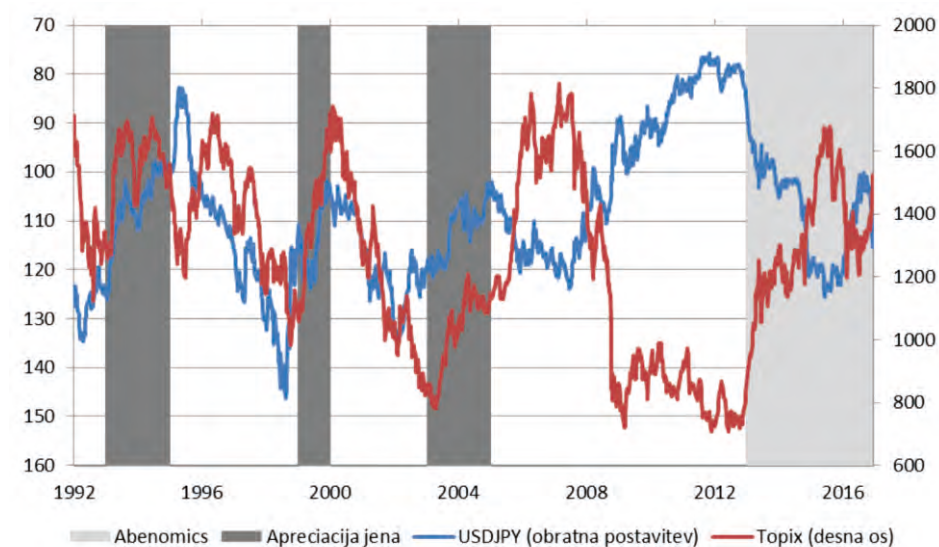
Japonske delnice so vrednotene pod dolgoročnim povprečjem.

V prvi polovici leta je indeks Topix izgubil več kot 20 % vrednosti, od poletja naprej pa se je situacija izboljšala. Slika je drugačna, če gledamo gibanje Topixa od uvedbe Abenomics v decembru 2012, saj je od takrat zrasel za več kot 50 %. Rast indeksa je sovpadala z deprecijacijo jena nasproti ameriškemu dolarju. Valutno razmerje dolar

: jen je do sredine leta 2015 zraslo z 80 na 125 jenov za dolar. Vendar zgodovina kaže, da je ta korelacija zgolj naključna. Iz spodnje slike namreč izhaja, da je bilo od leta 1992 naprej več obdobj, ko je hkrati prišlo do apreciacije jena in rasti japonskega delniškega trga, in sicer so to obdobja 1993–1994, 1999 in 2003–2006.

Časovno prekrivanje deprecijacije jena in rasti Topixa je zgolj naključno.

Slika 31: Gibanje valutnega križa USDJPY in TOPIX



Vir: Bloomberg 2016.

V prihodnje bo ključno gibanje domače potrošnje, saj se večina japonskih poslovnih ciklov začne z rastjo izvoza, kar se kasneje prelevi v rast potrošnje in

investicij. Ta cikel preoblikovanja rasti iz izvoznega v domači sektor ima možnost, da se uresniči v prihodnjem letu.



mag. Jure Dubravica

EM – države v razvoju: pred nami je leto večje volatilnosti

Leto 2016 je bilo v marsičem prelomno. Za mnoge države je bilo to leto stabilizacije in okrevanja, ko je gospodarska rast po več letih upočasnjevanja ponovno nekoliko večja. Delnice družb iz držav v razvoju so pretrgale večletni negativni trend, in kot je videti v času pisanja tega prispevka, bodo po rasti v povprečju presegle tudi delnice družb iz razvitih držav. Na kratko nekaj najbolj očitnih razlogov za ta optimizem: rast cen surovin, odpoklic Dilme Rousseff s položaja brazilske predsednice, kitajsko gospodarstvo raste v skladu s planom, (pre)nizka vrednotenja in (pre)velike razlike do vrednosti družb iz razvitih držav ter

počasnejši tempo dvigovanja ključne obrestne mere v ZDA. Če ne bi bilo ameriških volitev, bi lahko napovedali še eno podobno leto, tako pa so se zadeve nekoliko obrnile na glavo oziroma so v tem trenutku manj jasne, kot bi bile sicer. Z izvolitvijo novega ameriškega predsednika se je namreč trend rasti delnic prekinil. Veter sprememb, ki je zajel razviti del sveta, še kar ne pojenja. Najprej je presenetil Brexit, nato Donald Trump. Tudi leto 2017 lahko postreže s kakšnimi »političnimi presenečenji«, s tem da bomo takrat vsi že manj presenečeni.

Slika 32: Gibanje MSCI Emerging Markets Indexa



Vir: Bloomberg 2016.

Novi ameriški predsednik je v predvolilnem boju precej grobo govoril o ameriških trgovinskih partnerjih, med katerimi najdemo mnogo držav v razvoju. A kot vemo, eno so besede, drugo dejanja. Je pa ves čas postavljaj pod vprašaj mednarodne trgovinske dogovore, tako da bo na tem področju v kratkem zagotovo prišlo do sprememb. V nagovoru javnosti je napovedal odstop od transpacifiškega partnerstva TPP (njem sodeluje marsikatera država v razvoju, vendar brez

Kitajske). Predvidoma se bodo v prihodnje države z ZDA dogovarjale na bilateralni ravni, dogovor pa bo odvisen od pozicije moči. Proces globalizacije, ki kroji usodo mednarodnih gospodarskih tokov, se bo upočasnjal, naredil korak nazaj. Kako bodo s tem prizadete posamezne države, bo jasno, ko bo steklo mednarodno dogovarjanje. Pretiran protekcionizem se v tem pogledu Ameriki lahko tudi maščuje, saj gre za dvostranska razmerja. Največje ameriške družbe pomemben del prihodkov

ustvarijo v tujini in nespretno zaostrovanje mednarodnih odnosov ne bo koristilo nobeni strani.

Proti koncu leta se je občutno spremenila vrednost ameriškega dolarja. Ta se je ponovno okrepil in nič ne kaže, da bi se to v letu 2017 spremenilo. Močnejši dolar v povprečju škodi državam v razvoju, predvsem tistim, ki imajo veliko potrebo po mednarodnem zadolževanju in so hkrati zadolžene v ameriškem dolarju. Na drugi strani pa močan dolar v kombinaciji z višjimi cenami surovin državam, ki izvažajo surovine, prinaša tudi pomembne koristi. V povprečju so se zato nekoliko okrepile valute držav izvoznic surovin, medtem ko so druge izgubljale vrednost.

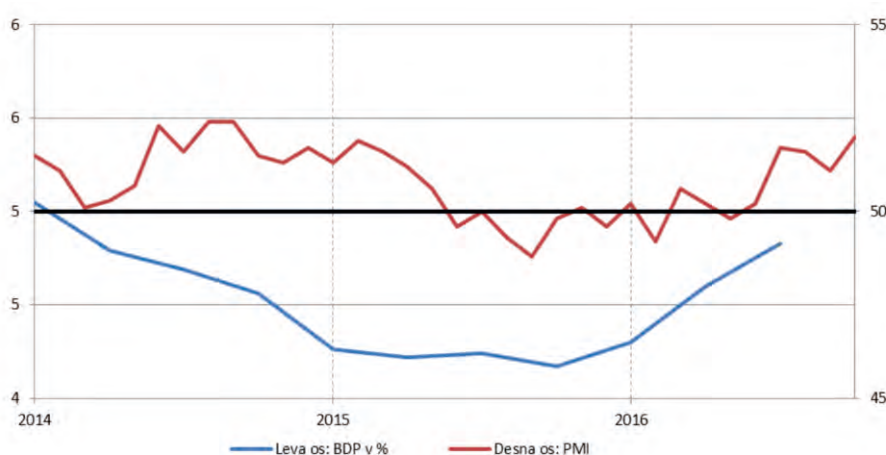
Še ena »ameriška zadeva«, ki ima globalen vpliv, so obrestne mere. Tempo njihovega dvigovanja v ZDA se lahko nepričakovano nekoliko pospeši, kar bi bilo za države v razvoju sicer manj tragično kot pred leti, bi pa to povzročilo večjo volatilnost na kapitalskih trgih. Z dvigovanjem obrestnih mer se podraži zadolževanje, kar v kombinaciji z močnejšim dolarjem dodatno obremeni dolžnike v dolarjih. Krepitev ameriškega dolarja in pričakovane višje obrestne mere so že sprožile pritiske na

mednarodne kapitalske tokove – v dveh tednih po izvolitvi Trumpa so v azijskih državah v razvoju globalni skladi prodali za več kot 11 milijard dolarjev delnic in obveznic.

Povprečna pričakovana gospodarska rast držav v razvoju se dviguje in bo po ocenah Barclays Researcha dosegla 4,3 % v letu 2016 in 4,9 % v letu 2017. V skupini držav BRIC sta trenutno dve, ki rasteta nadpovprečno (Indija, Kitajska), in drugi dve, ki sta v recesiji (Brazilija, Rusija). V letu 2016 se v tej skupini pričakuje okrog 5,3-odstotna rast in v letu 2017 5,7-odstotna. Izmed večjih držav se počasnejši tempo rasti napoveduje na Kitajskem, kjer se nadaljuje postopno ohlajanje gospodarstva, v Mehiki, ki v ZDA izvozi za 27 % BDP in je pod drobnogledom novega ameriškega predsednika, ter v Turčiji, ki lahko z močnejšim ameriškim dolarjem in višjimi obrestnimi merami zabrede v resne težave. Večina držav v razvoju ima v ameriških dolarjih med 10 in 25 % BDP (v devetdesetih letih je ta delež znašal med 60 in 80 %). Izjeme so Turčija, Čile, Peru in Rusija, kjer delež presega kritično mejo 40 % BDP. Vendar ima Čile večino dolga zavarovanega, medtem ko se v Rusiji pričakuje močnejši rubelj.

V ospredju bodo vrednost ameriškega dolarja, dvigovanje obrestnih mer, mednarodni trgovinski dogovori in cene surovin.

Slika 33: Države v razvoju – BDP na letni ravni in indeks nabavnih menedžerjev (PMI)



Vir: Bloomberg 2016.

Izboljšana gospodarska slika se obeta v državah izvoznicah surovin. Rusija in Brazilija se bosta poslovili od recesije. Zaradi višjih cen surovin bodo olajšanje občutile tudi zalivske in afriške države. Z novo ero protekcionalizma lahko pričaja-

kujemo šibkejši izvoz, ki pa ni bil v najboljši formi niti pred Trumpom. Močnejši dolar v tem pogledu koristi izvoznikom. Morebitne trgovinske ovire pa najbrž tudi ne bodo vzpostavljene čez noč.

Vrednotenja delniškega trga

Letošnja rast tečajev je nekoliko zmanjšala veliko razliko med vrednotenji družb iz držav v razvoju v primerjavi z razvitimi državami. Vrednost multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju se je s 64 % povišala na okrog 70 % vrednosti PB razvitih držav, s tem se je razmerje nekoliko približalo dolgoročnim razlikam. Opazna odstopanja so tudi v primerjavi multi-

plikatorja dobička (PE), kjer obstaja veliko razhajanje med enimi in drugimi trgi. To se je dodatno povečalo v zadnjem delu leta, po izvolitvi novega ameriškega predsednika. V državah v razvoju se za leto 2017 v povprečju pričakuje PE 13,7, medtem ko je v razvitih državah 17,9. Dividendna donosnost je v obeh segmentih trga 2,5 %.

Slika 34: Prikaz razmerja multiplikatorja PB držav v razvoju (EM) in razvitih držav (DM) ter dolgoročna povprečja razlik



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 35: Prikaz multiplikatorja PE držav v razvoju (EM) in razvitih držav (DM) ter dolgoročna povprečja razlik

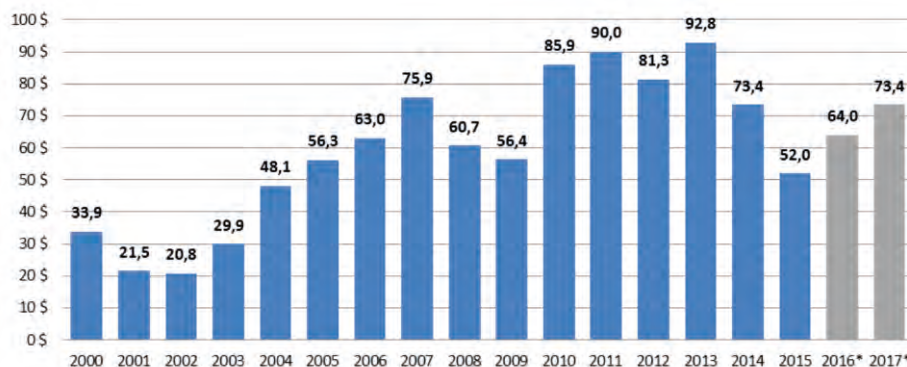


Vir: Bloomberg 2016.

Z vidika vrednotenja so delniški trgi držav v razvoju še vedno cenejši od razvitih držav, vendar pa ob upoštevanju zadnjih političnih sprememb in popravkov kazalnikov niso več tako privlačni kot v preteklih letih.

Podpora tečajem daje predvsem razlika v primerjavi z dražjimi delnicami družb iz razvitih držav in večja pričakovana gospodarska rast.

Slika 36: Dobiček na delnico (v USD) za MSCI Emerging Markets Index



*Bloomberg estimate
Vir: Bloomberg 2016.

Če strnemo prej napisano, pričakujemo v letu 2017 povečano volatilnost na kapital-skih trgih držav v razvoju. Nekaterim se je

smiselno izogniti, nekaj je pa tudi zanimivih priložnosti.

Kitajska

V drugem največjem svetovnem gospodarstvu se nadaljuje postopno upočasnjevanje gospodarske rasti, za zdaj brez večjih pretresov. V teku je tranzicija od odvisnosti od investicij, industrije in izvoza k domači potrošnji in storitvam. Po že znanem konceptu država vsake toliko še vedno poskrbi za stimulacijski paket, ki poživi gospodarstvo in vzdržuje postopen tempo

upočasnjevanja. Za leto 2017 je ponovno pričakovana manjša gospodarska rast, med 6,2 in 6,5 % (2016: okrog 6,6 %). Scenarij trdega pristanka, ki se je napovedoval, se (še) ni uresničil niti se ne pričakuje v letu 2017. Še vedno pa obstajajo nekatere resne težave oziroma grožnje za kitajsko gospodarstvo in stabilnost države.

Tabela 10: Rast kitajskega BDP in inflacija

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
BDP	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6	6,2
Inflacija	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,1	2,3

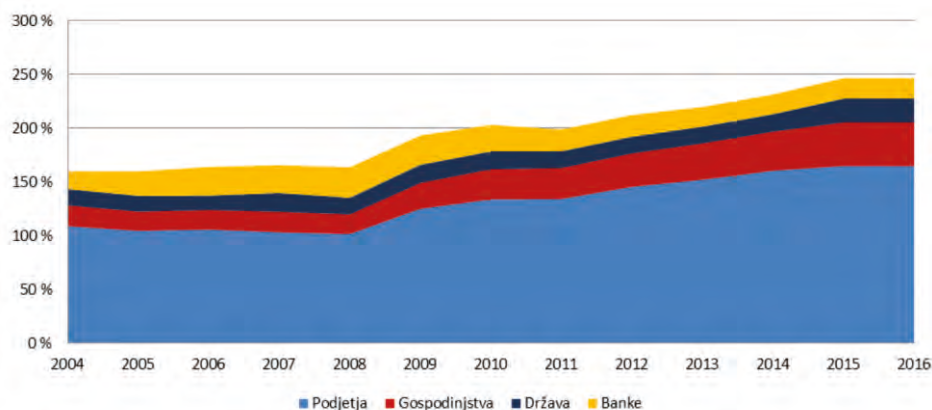
* 2016 in 2017: napoved
Vir: Mednarodni denarni sklad 2016.

Nadaljuje se upočasnjevanje gospodarske rasti.

Ena največjih kitajskih težav je rekordno velik nakopičen dolg podjetij. Ta se je še nekoliko povečal in znaša 160 % kitajskega BDP. Posledično se je povečal tudi celotni dolg, ki po ocenah Bloombergga znaša 260 % BDP, pred 10 leti je bil »le« okrog 160 %. Tako strma rast zadolževanja lahko sproži obsežno finančno krizo. Situacijo ublaži dejstvo, da ima Kitajska visoko stopnjo

varčevanja prebivalstva in dovolj domačih finančnih virov, ki to financirajo. Upravljanje tega nakopičenega dolga je izziv, s katerim se spopada trenutna kitajska oblast. Super cikel bančnega in zunajbančnega (»shadow-banking«) zadolževanja je naredil svoje in iz tega klopčiča se je težko izmotati.

Slika 37: Dolg posameznih subjektov kot delež BDP (v %)

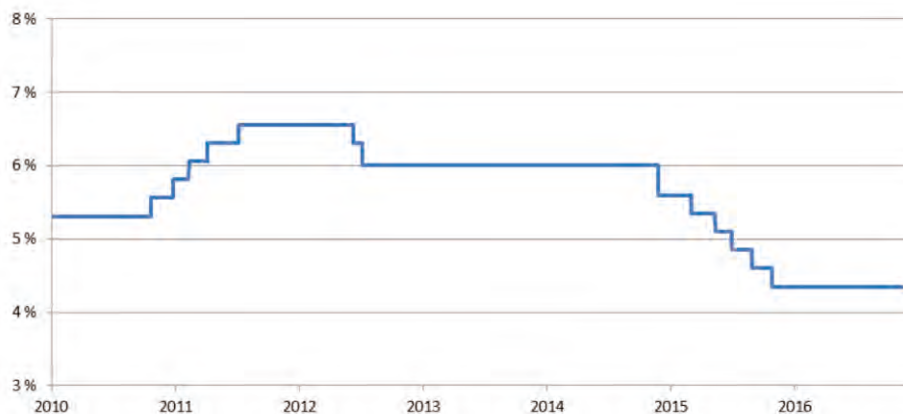


Vir: Bloomberg 2016.

O tem, koliko je slabih posojil na Kitajskem, obstajajo različne ocene. Uradne številke govorijo o 1,8 % posojil (NPL), alternativni izračuni o 8 % (metodologija MDS), kar je okrog 13 % kitajskega BDP. Če uradnim kitajskim podatkom prištejemo še inovativno kategorijo »posebnih posojil«, kjer gre za posojilojemalce, ki so teoretično na meji možnosti vračanja posojil, praktično pa že prek nje, pridemo do

številke 5,9 %. Velik podjetniški dolg obremenjuje politiko centralne banke, ki mora z višino obrestnih mer delati v rokavicah – prenizke pregrejajo gospodarstvo in napihujejo balone, previsoke pa obremenjujejo servisiranje dolga. V letu 2017 pričakujemo rahlo »zategovanje« denarne politike prek različnih selektivnih operacij na denarnem trgu, vendar brez večjih obrestnih šokov.

Slika 38: Ciljna obrestna mera kitajske centralne banke (1-letna)



Vir: Bloomberg 2016.

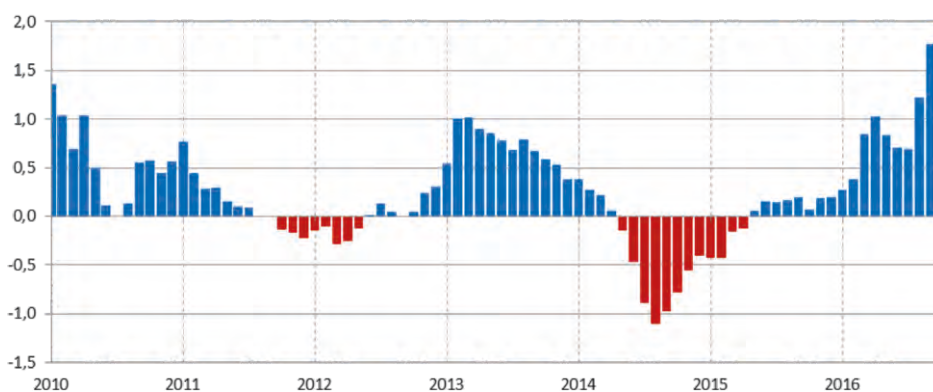
Po že znanem konceptu država vsake toliko poskrbi za stimulacijski paket, ki poživi gospodarstvo.

V zadnjem letu je bila ponovno dosežena velika rast cen novogradenj v največjih kitajskih mestih. Samo oktobra 2016 je bila zabeležena rekordna, več kot 10-odstotna medletna rast cen. Cene nepremičnin v največjih mestih so na absurdno visokih ravneh, rast cen je posledično zajela tudi manjša mesta. Letošnji sprožilec povpraševanja po nepremičninah je bil januarski borzni zlom, ko so delniški tečajji v Šanghaju upadli za okrog 25 %. Denar se je iz delniških naložb selil v nepremičnine, za katere mnogi verjamejo, da lahko njihova vrednost le raste. Kljub veliki rasti cen so

gospodinjstva relativno nizko zadolžena. Hipoteke znašajo pod 25 % BDP, medtem ko je leta 2007 v ZDA hipotekarni dolg znašal okrog 100 % BDP. Nepremičnine in gradbeništvo imajo neposredno 13-odstotni delež BDP, skupaj z drugimi storitvami pridemo na okoli 20 %. Oblasti si tudi na tem področju prizadevajo za preobrat investicijskega cikla z željo, da bi se rast cen in investicije v nepremičnine zmanjšale, preden pride do poka balona (ukrepi: omejitve lastništva, povečuje se obvezni delež lastne udeležbe pri nakupu, omejitev najvišje cene ipd.).

Strma rast zadolževanja
in rekordno velik dolg
kitajskih podjetij

Slika 39: Mesečna sprememba cen nepremičnin v največjih kitajskih mestih (v %)



Vir: Bloomberg 2016.

Mednarodno konkurenčnost Kitajske izboljšuje šibek renminbi. Ta je v primerjavi z ameriškim dolarjem v novembru dosegel osemletno dno. Tako je letos izgubil več kot 5 % vrednosti v primerjavi z dolarjem. Trend apreciacije dolarja in depreciacije kitajskega renminbija je jasen, nekateri že namigujejo na manipulacijo kitajskih oblasti z namenom izboljšanja mednarodne konkurenčnosti. Kitajska se ubada tudi z velikimi odlivi kapitala v tujino, ki jih je Trumpova izvolitev dodatno pospešila.

Pripravljajo ukrepe za omejitev »neustreznih« kapitalskih tokov v tujino. Posledično bo manj mednarodnih investicij. Podjetja bodo potrebovala dovoljenje države za večje tuje investicije, te so lahko le v dejavnosti, s katero se ukvarja družba, ali pa, če so v interesu Kitajske. Takšna poteza ustreza tudi vladam tujih držav (kitajskim trgovskim partnerjem), kjer se je v javnosti že začelo kazati negodovanje zaradi kitajskih investicij.

Velika rast cen
nepremičnin

Slika 40: Tečaj kitajskega renminbija v primerjavi z ameriškim dolarjem – USDCNY



Vir: Bloomberg 2016.

Trend upadanja vrednosti kitajske valute v primerjavi z ameriško

Na kratko še o Trumpovem napovedanem umiku iz mednarodnega trgovskega dogovora (TPP), kamor Kitajska niti ni vključena. S to potezo ameriškega predsednika se odpira priložnost za večjo veljavo azijskega dogovora RCEP (Regional Comprehensive Economic

Partnership), v katerem sodeluje 16 azijskih držav, ki zajemajo 30 % globalne ekonomije in skoraj polovico svetovnega prebivalstva. V okviru tega dogovora bi Kitajska lahko pridobila večji vpliv. Države se usklajujejo o višini uvoznih tarif in pravih mednarodne trgovine.

Vrednotenje delniškega trga

Najbolj pester borzni mesec je bil januar. Delnice kitajskih družb so se v zelo kratkem času pocenile za več kot 20 %. Situacija je postala tako resna, da si je regulator na hitro izmislil nekaj pravil, s katerimi je omejil prodajo. Kasneje so se razmere nekoliko umirile, vendar si tečaji v Šanghaju in

Šenzenu do trenutka tega pisanja niso opomogli v celoti oziroma niso presegli januarskih vrhov. Del denarja, ki je zapustil delniške naložbe, se je preselil v nakup nepremičnin, ki dajejo občutek večje varnosti in manjše volatilnosti.

Slika 41: Gibanje indeksa CSI 300 v letu 2016



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 42: Gibanje indeksa Hang Seng v letu 2016

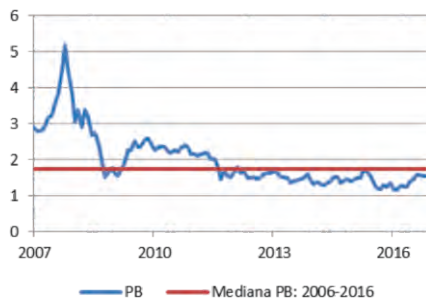


Vir: Bloomberg 2016.

Gledano skozi prizmo relativnih multiplikatorjev, kot sta PE in PB, trg kitajskih delnic ne kaže znamenj precenjenosti (PE

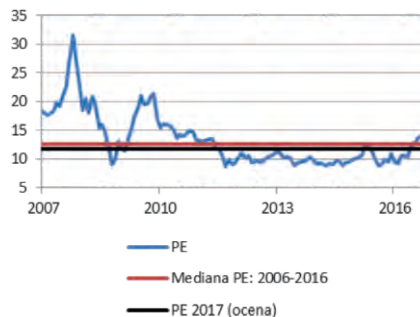
znaša 13,5 in PB 1,6, dividendna donosnost je 2,3 %). Tečajji so se približali dolgoročnim povprečjem.

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



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 44: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) kitajskih delnic

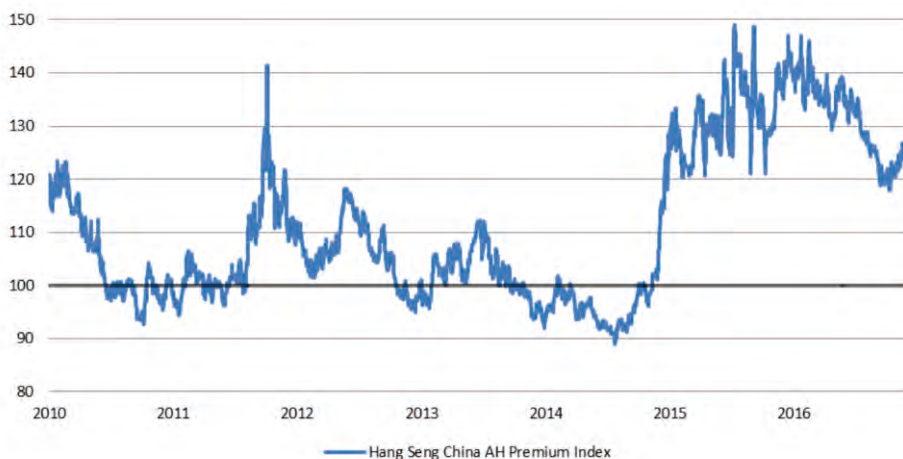


Vir: Bloomberg 2016.

Upad delnic, ki kotirajo na borzah celinske Kitajske, je povzročil zmanjšanje razlike v primerjavi z delnicami istih družb v Hongkongu. Lani so bile celinske kotacije višje za 35 %, letos so dražje »le« še za 23 %.

Glede na primerjavo cen med posameznimi borzami še vedno velja, da se lahko investitorji varneje počutijo v Hongkongu kot v Šenzenu ali Šanghaju.

Slika 45: Primerjava med tečajji delnic v Hongkongu in celinski Kitajski



Vir: Bloomberg 2016 – Hang Seng China AH Premium Index.

Tečajji delnic so se približali dolgoročnim povprečjem.

Brazilijska

Po zadnjih podatkih se gospodarstvo Brazilijske še vedno krči. Gospodarska rast je negativna že sedmo zaporedno trimesečje (3Q 2016). V letu 2016 se pričakuje upad v višini 3,3 %. BDP je na ravneh iz leta 2010. Za odtonek več optimizma se nakazuje v letu 2017, ko se pričakuje skromno okrevanje. Glavna notranja tveganja so

povezana z morebitnim neuspehom vlade pri izpeljavi fiskalne konsolidacije. Zunanja tveganja pa so daljše obdobje manjše gospodarske rasti v razvitih državah in državah v razvoju, še posebej na Kitajskem, nizke cene izvoznih surovin in zaostreni finančni pogoji.

Tabela 11: Rast brazilskega BDP in inflacija

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
BDP	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-3,8	-3,3	0,5
Inflacija	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	9,0	5,4

*2016 in 2017: napoved.
Vir: Mednarodni denarni sklad 2016.

Brazilijska v vrtincu političnih sprememb

Največje gospodarstvo Latinske Amerike je v znamenju političnih sprememb, ki so sprožile val optimizma na delniških trgih. Dilma Rousseff so najprej začasno, nato pa trajno odstavili s položaja predsednice države, vajeti je prevzel podpredsednik Michel Temer. Država se je znašla v strupeni mešanici recesije, inflacije, vse večjega proračunskega primanjkljaja in vse višje brezposelnosti. Michel Temer je napovedal številne reforme, kot so preureditev pokojninskega sistema, delavskih pravic in zamrznitev realne proračunske porabe za naslednjih 20 let. Ponovno lahko pričakujemo množične demonstracije, saj se mnogi počutijo ogoljufane, ker trenutnega

predsednika ni uradno izvolilo ljudstvo in ni dobil mandata za tovrstne varčevalne reforme. Stiska ljudi se medtem povečuje. Vse več je brezposelnih. Brazilijska je vedno veljala za državo z nizko stopnjo brezposelnosti, v zadnji krizi pa se je ta povišala na 11,8 %, kar so ravni iz leta 2004.

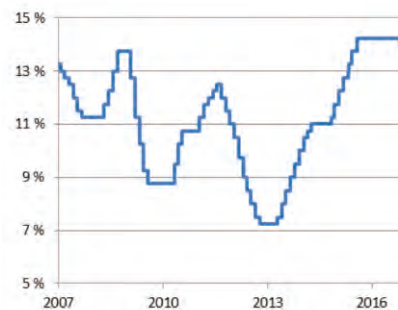
Brazilska centralna banka je začela postopno zniževati obrestne mere. Kratkoročna obrestna mera SELIC je trenutno na 13,75 %. Počasi se znižuje tudi inflacija, ki je v zadnji recesiji strmo narasla. Po zadnjih podatkih je na letni ravni znašala 7,9 %. V letu 2017 bi tako lahko dosegla ciljno vrednost centralne banke v višini 4,5 % ± 2 %.

Slika 46: Stopnja brezposelnosti v Brazilijski



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 47: Ciljna obrestna mera centralne banke (SELIC)



Vir: Bloomberg 2016.

Nekaj olajšanja domačemu gospodarstvu prinašajo višje cene surovin, predvsem železove rude. Brazilija je drugi največji izvoznik železove rude na svetu. Ta se je v letu 2016 v dolarjih podražila za več kot 50 %. Največji svetovni proizvajalec železove rude, brazilski Vale, sporoča, da lahko pri takšnih cenah brez težav zmanjša dolg za načrtovanih 10 milijard dolarjev. Kako bo s cenami surovin v letu 2017, je sicer težko

napovedati. Dejstvo je, da so nizke cene v preteklih letih tudi zmanjšale ponudbo, kar ustreza zdajšnjim proizvajalcem. Hkrati se je v letu 2016 zgodil impulz »kreditnega« povpraševanja iz Kitajske, ki je največji uvoznik železove rude na svetu, krepitev dolarja pa je povpraševanje po surovinah le še pospešila. Ta nihaj je lahko tudi kratkoročne narave.

Brezposelnost na 10-letnem vrhu

Slika 48: Cena železove rude na tono



Vir: Bloomberg 2016.

Kljub pomembni vlogi cen surovin na mednarodnem trgu za Brazilijo je ta, kar se izvoza tiče, zaprto gospodarstvo. V deležu BDP pomeni izvoz »le« okrog 11 % BDP. Če malo zaokrožimo številke, letno izvozijo za okrog 200 milijard dolarjev. Večina izvoza je usmerjena v azijske države (najpomem-

bnejša zunanjetrgovinska partnerica je Kitajska), sledijo evropske in latinsko-ameriške države. Najpomembnejše izvozno blago so različne rude (na prvem mestu je železova) in nafta; ta z železom in jeklom skupaj pomeni okrog 20 % celotnega izvoza in dobra 2 % brazilskega BDP.

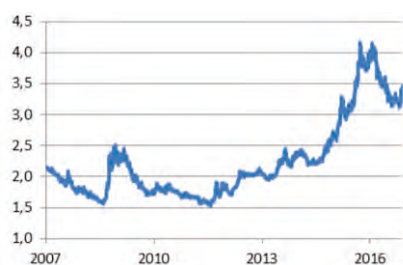
Kljub pomembni vlogi cen surovin za Brazilijo je ta, kar se izvoza tiče, zaprto gospodarstvo.

Vrednotenje delniškega trga

Depresija prejšnjih let je popustila in tečaji delnic so končno zrasli. Brazilija je letošnji prvak in trend rasti je prekinil šele Donald Trump. V času tega pisanja beležimo okrog 40-odstotno rast delniškega indeksa Bovespa. V kombinaciji z močnejšim brazilskim realom je rast v evrih okrog 65-

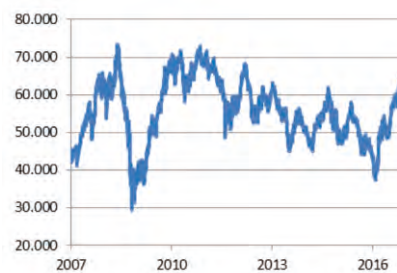
odstotna. Brazilski real, ki je leto začel s strmim okrevanjem, je ob izvolitvi Donalda Trumpa doživel močnejšo korekcijo. V samo treh dneh je izgubil 7,3 %, kar je največja kratkoročna deprecijacija po letu 2008.

Slika 49: Tečaj brazilskega reala v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 50: Brazilski delniški indeks Bovespa



Vir: Bloomberg 2016.

Previdno na brazilskem delniškem trgu

V letu 2016 sta se uskladila dva dogodka, popravile so se cene surovin in odstavili so problematično predsednico, ob tem da so investitorji čakali predvsem na slednji dogodek. Podoben »politični rally« se je leta 2014 zgodil v Indiji (takrat so tečajni zrasli za več kot 40 % in takratni vrh še danes ni presežen) ter leta 2015 v Argentini (tudi takrat so tečajni presegli 40-odstotno rast, in če upoštevamo visoko inflacijo, še danes niso presegli takratnih ravni). Tako čez palec, po 40-odstotni »politični« letni rasti ni več šlo tako gladko kot prej. Podobno lahko pričakujemo tudi za Brazilijo, s tem da

gredo Braziliji danes na roko višje cene surovin (pomembna je predvsem cena železove rude, ki je letos, kot rečeno, zrasla za več kot 50 %).

Pri naložbah se ne bi zanašali le na relative kazalnike, vendar ne moremo mimo dejstva, da so ti občutno višji kot lani. Pred letom dni je pričakovani PE znašal 10,5, danes je 15,5. Kazalnik PB je bil 1, danes je 1,5. Tudi dividendna donosnost se je znižala s 4,7 % na 2,8 %. Previdnost na brazilskem delniškem trgu tako ni odveč.

Slika 51: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) brazilskih delnic



Vir: Bloomberg 2016.

Rusija

Rusko gospodarstvo se počasi posvaja od najdaljše recesije v zadnjih dveh desetletjih. Kažejo se prva znamenja stabilizacije po tem, ko se je morala Rusija prilagoditi dvojnemu šoku: nižjim cenam nafte in mednarodnim sankcijam. Gospodarstvo zato ne zaživi že vse od uvedbe sankcij leta 2014 zaradi vloge Rusije v ukrajinski krizi. Eden od ukrepov zahodnih držav je tudi omejitev dostopa do tujih virov financiranja.

V prvih desetih mesecih leta se je gospodarstvo skrčilo za 0,3 % in bo ostalo na nizkih negativnih ravneh vse do konca leta, po tem ko je leta 2015 upadlo za 3,7 %. Leto 2017 bo v znamenju šibkega okrevanja, pričakuje se rast BDP okrog 1 %. Ob koncu tega leta bi inflacija lahko znašala okrog 6 % in se približala ciljni stopnji 4 % do konca leta 2017.

Tabela 12: Rast ruskega BDP in inflacija

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
BDP	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,7	-0,8	1,1
Inflacija	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,2	5,0

* 2016 in 2017: napoved.

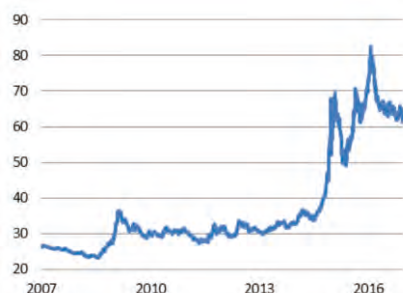
Vir: Mednarodni denarni sklad 2016.

V letu je 2016 so se zvišale cene nafte, kar ima izredno blagodejen vpliv na ruski državni proračun in gospodarstvo. Naj spomnimo, skoraj polovica fiskalnih prihodkov izvira iz nafte in plina, zato je povečevanje proračunskega primanjkljaja v minulih letih postalo običajno. Kot pozitivno lahko omenimo tudi umiritev

volatilnosti ruskega rublja. Medtem ko je v letu 2015 zanihal med vrednostjo 50 in 75 rubljev za dolar, se je v večini leta 2016 vrednost ustalila okrog 65 rubljev. Kot zanimivost, še pred dogodki v Ukrajini je valuta nihala v pasu med 30 in 35 rubljev za dolar, takrat je tudi sodček nafte stal več kot 100 dolarjev.

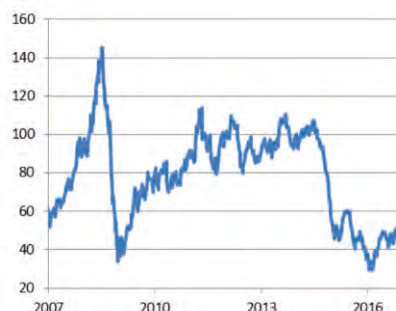
Višje cene nafte imajo blagodejen vpliv na ruski državni proračun.

Slika 52: Tečaj ruskega rublja v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 53: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih



Vir: Bloomberg 2016.

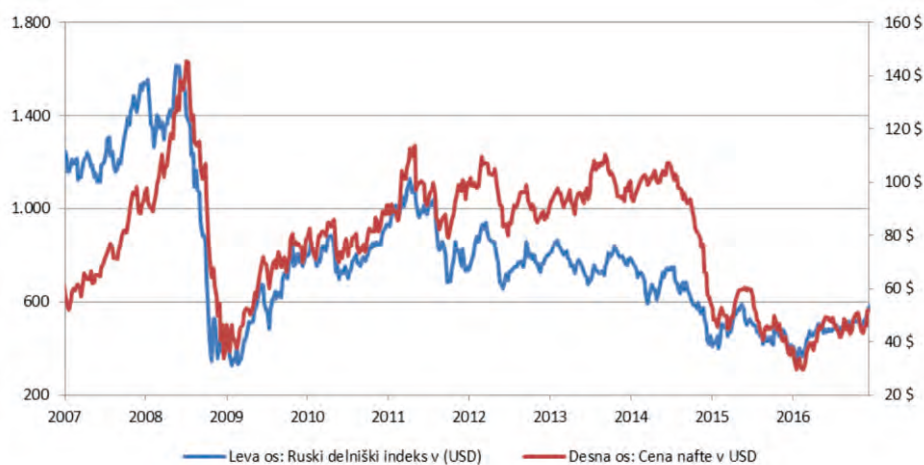
Vrednotenja delniškega trga

Privlačnost ruskega trga se skriva v nižjih relativnih kazalnikih v primerjavi s preostalimi primerljivimi državami. Ti so od lani zrasli, a so še vedno med najnižjimi na svetu. Za leto 2017 je multiplikator PE ocenjen na 7,8 in je glede na lanskih 5,4 zrasel. Podobno je s PB, ki znaša 0,9 (lani 0,5), in dividendno donosnostjo, ki je 3,7 % (lani 5,4 %). Nižja vrednotenja so odgovor

na politična tveganja, ki visijo nad Rusijo že vrsto let. Velik vpliv na tečaje ima cena nafte na mednarodnih trgih. Ta se je v letu 2016 podražila, podobno kot so zrasli ruski delniški tečaji. Pozitiven signal ruskim delnicam bi pomenil tudi umik oziroma omilitev mednarodnih gospodarskih sankcij, na kar se špekulira z novoizvoljenim ameriškim predsednikom.

Slika 54: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih in indeksa ruskih delnic

Privlačnost ruskega trga se skriva v nižjih vrednotenjih.



MSCI Russia Index.
Vir: Bloomberg 2016.

Indija

Najhitreje rastoče veliko gospodarstvo sveta ohranja hiter tempo rasti. Aktualni podatki kažejo na 7,3-odstotno rast in podobno pričakujemo tudi v letu 2017. Umirja se »tradicionalno« visoka inflacija. Po zadnjih podatkih je bila okrog 5 % na letni ravni in trenutno ne pomeni resnih težav – po indijskih standardih nizka inflacija je posledica ugodnih vremenskih

razmer in upada cen hrane (hrana ima okrog 50-odstotno utež v košarici cen). Centralna banka Indije RBI temu sledi in postopno znižuje obrestno mero, v letu 2016 jo je znižala na 6,25 %. Dobri podatki prihajajo tudi iz proizvodnje, kjer indeks PMI že vse leto presega vrednost 50 – najvišja je bila oktobra 54,4.

Tabela 13: Rast indijskega BDP in inflacija

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
BDP	3,9	8,5	10,3	6,6	5,1	6,9	7,3	7,6	7,6	7,6
Inflacija	9,2	10,6	9,5	9,4	10,2	10,0	5,9	4,9	5,5	5,2

* 2016 in 2017: napoved.
Vir: Mednarodni denarni sklad 2016.

V letu 2016 je RBI uradno sprejela politiko ciljne inflacije v višini 4 % \pm 2 %. Gre za pomembno potrditev politike zoper visoko inflacijo, ki jo je začel Raghuram Radžan, eden najuspešnejših svetovnih guvernerjev, ki je sicer že zapustil guvernerski položaj. Radžan, nekdanji vodilni ekonomist Mednarodnega denarnega sklada, je prevzel vaje indijske centralne banke leta

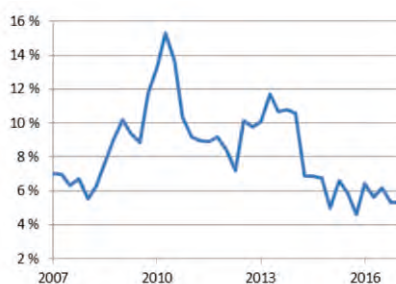
2013, ko se je Indija spopadala z več kot 10-odstotno inflacijo. Do leta 2016 je izredno uspešno vodil politiko te ustanove in sredi leta 2016, ko mu je inflacijo uspelo zmanjšati za polovico, vse presenetil z izjavo, da se ne bo potegoval za drugi mandat (mandat traja tri leta). Vodenje centralne banke je tako v sep-tembru prevzel indijski ekonomist Urdžit Patel.

Slika 55: Indeks nabavnih menedžerjev (PMI) v proizvodnji



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 56: Inflacija na letni ravni



Vir: Bloomberg 2016.

Najhitreje rastoče veliko gospodarstvo sveta ohranja hiter tempo rasti.

Osrednji nepričakovani dogodek leta, ki se je dotaknil slehernega Indijca, je bila menjava bankovcev za 500 in 1000 indijskih rupij (INR). O vladnem projektu menjave dveh bankovcev najvišje vrednosti (protivrednost okrog 7 in 14 evrov) je državljanje v živo po televiziji obvestil sam indijski premier Narendra Modi. Z izjavo, da naslednjega dne ukinjajo dva bankovca najvišjih vrednosti, je med ljudmi sprožil pravi preplah – Indija velja za deželo gotovine in ta dva bankovca pomenita 86 % gotovine v obtoku. V dneh, ki so sledili, je Modi potpežljive Indijce javno zaprosil za 50 dni podpore projektu. Stara bankovca so nadomestili z novima v vrednosti 500 in 2000 rupij. Namen demonetizacije

bankovcev je, po izjavi vlade, presekati s korupcijo, financiranjem terorizma in nelegalnim pridobivanjem denarja. Mediji so naslednje dni poročali o dolgih vrstah ljudi pred bankami in bankomati. Ocene o vplivu menjave bankovcev na BDP so različne, tudi nasprotujoče si, gotovo pa ne bo v vseh segmentih gospodarstva enak. Tako se ocenjuje, da bo negativni učinek na BDP zaradi pomanjkanja likvidnosti opazen dve četrtletji in bi lahko vzel tudi do 1 % rasti. Po drugi teoriji pa bi lahko menjava celo spodbudila povečanje BDP, ker bi se v ekonomijo vrnil del nelegalno pridobljenega denarja, ki prej ni bil v obtoku. Kakšen bo dejanski učinek, bo znano v kratkem.

Inflacija je nižja kot pretekla leta.

Vrednotenje delniškega trga

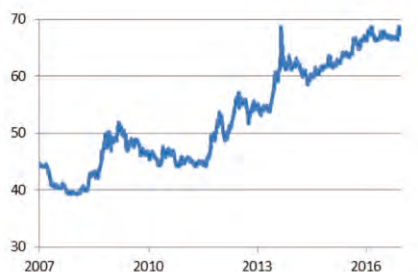
Po začetni korekciji so tečajji indijskih delnic rasli vse do novembra, ko sta dva dogodka presekala trend rasti in povečala volatilitno na kapitalnih trgih. Prvi je bil presenetljiva izvolitev novega ameriškega predsednika

in drugi nepričakovani umik dveh najpomembnejši bankovcev iz obtoka. Tečajji na indijski borzi so tisti dan v povprečju zanihali za več kot 6 % in v naslednjih dneh padli še nekoliko globlje.

Volatilitnost domače valute je v pasu pod 4 % v primerjavi z dolarjem, kar so vrednosti, ki

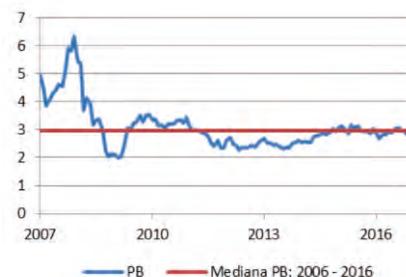
jih je indijska rupija dosegala v minulih običajnih letih.

Slika 57: Tečaj indijske rupije v primerjavi z ameriškim dolarjem



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 58: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic



Vir: Bloomberg 2016.

Relativni kazalniki so na višjih ravneh kot lani ob takšnem času: pričakovani PE za leto 2017 znaša 18,7, PB 2,8 in dividendna donosnost 1,5 %. Kljub nekoliko višjim relativnim kazalnikom v primerjavi s pov-

prečjem držav v razvoju gledamo na indijski trg z nekaj več optimizma. Veter v jadra pomenijo ohlapnejša monetarna politika, umirjena inflacija, pozitiven trend gospodarske rasti in posamezne vladne reforme.

Slika 59: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic



MSCI India Index.
Vir: Bloomberg 2016.

Menjava bankovcev za 500 in 1000 rupij v letu 2016, ki pomenita 86 % gotovine v obtoku.

Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Energetika

Tabela 14:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	64,4 %
Evropa brez VB	20,7 %
VB	4,8 %
Japonska	1,0 %
Razvita Azija	1,8 %
EM	7,3 %

Vir: Bloomberg 2016.

Tabela 15:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	55,1 %
Oil & Gas Exploration & Produc	20,9 %
Oil & Gas Equipment & Services	9,5 %
Oil & Gas Storage & Transporta	8,5 %
Oil & Gas Refining & Marketing	5,2 %
Oil & Gas Drilling	0,5 %
Coal & Consumable Fuels	0,2 %

Vir: Bloomberg 2016.

Letošnje leto je bilo za delnice iz sektorja energetike prelomno. Medtem ko je še na začetku leta kazalo, da se bo opustošenje na naftnih in surovinskih trgih iz preteklega leta nadaljevalo, se je v sredini leta zgodil preobrat, in kot kaže, bodo delnice iz sektorja energetike ene izmed najboljših letošnjih naložbenih skupin. Namreč, v povprečju so delnice, merjeno v evrih, od začetka leta pridobile skoraj 25 %, kar je

nadpovprečno v primerjavi s splošnim svetovnim indeksom, ki je pridobil 9 %. Ta zasuk je seveda izredno koreliran z gibanjem cene nafte, ki je v prvih letošnjih mesecih, predvsem zaradi špekulativnih prodaj, dosegla skoraj neverjetno ceno 30 dolarjev za sod. Za naftno industrijo je ta cena pomenila velik šok, saj so pri projekcijah mejne cene nafte večinoma uporabljali spodnjo mejo 50 dolarjev.

Delnice iz sektorja energetika so po preobratu v letu 2016 postale ena izmed najboljših letošnjih naložbenih skupin.

Slika 60: Gibanje cene nafte BRENT



Vir: Bloomberg 2016.

Novembrsko zasedanje članic Opeca

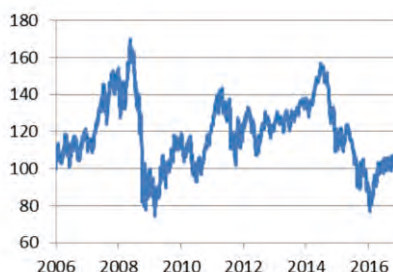
Rast cene nafte v prvi polovici tega leta je bila posledica delovanja temeljnih ekonomskih sil, ponudbe in povpraševanja. Medtem ko smo prejšnje leto kot razlog za upad cene nafte omenjali presežke na ponudbeni strani, lahko letos kot glavno gonilo popravka cene omenimo povečano povpraševanje, predvsem iz držav v razvoju Indije in Kitajske. Letos je naftni trg še vedno neuravnotežen v prid ponudbe, vendar projekcije Mednarodne agencije za energijo kažejo, da bo že v prihodnjem letu uravnotežen, leta 2019 pa bo dnevni primanjkljaj znašal skoraj milijon sodov. Pomemben prispevek k letošnji rasti cene nafte je bila tudi odločitev z novembrskega zasedanja članic Opeca, ki so skupaj z drugo največjo svetovno proizvajalko Rusijo dosegle dogovor o zmanjšanju dnevne količine načrpane nafte. Prvo zmanjšanje po letu 2008 je nedvomno pozitivno za ceno nafte, skeptikom pa dokaz, da Opec, čeprav se je njegov tržni delež v zadnjih petih letih s 40 % zmanjšal na 33 %, ni »mrtev«. Višje cene nafte bodo najbolj veseli v naftni industriji, ki je po dveh mučnih letih drastičnega zmanjšanja investicij in števila zaposlenih zelo dobro pripravljena na pozitivne

spremembe, to pa je tudi dobra podlaga za nadaljnji pozitiven sentiment do delnic podjetij iz sektorja energetika. Ob tem naftnem vrtiljaku se je zelo dobro pokazalo, kako uspešno poslujejo največji naftni velikan, ki so kljub velikan-skemu zmanjšanju prihodkov ohranili enako dividendno politiko, še več, največji ameriški velikan Exxon Mobil je – skoraj neverjetno v tem okolju – dividendo celo malenkostno dvignil, kar samo po sebi govori o kakovosti podjetja. Obratno pa velja za manjša podjetja, ki so se večinoma ukvarjala s prestruktuiranjem ali odprodajo dejavnosti, nekatera pa so celo propadla.

Pogled v prihodnje leto je za energetski sektor zelo obetaven, saj verjamemo, da bo novembrska novica v prihodnjem letu tlakovala pot ceni nafte vse do 60 dolarjev ali več, kar se bo pozitivno pokazalo v cenah delnic. V ZDA pa bo naftna industrija lahko računala tudi na pomoč novoizvoljenega predsednika Trumpa, ki namerava, vsaj tako je obljubljal v predvolilnih bojih, znižati davke podjetjem in omejiti naravovarstvene predpise.

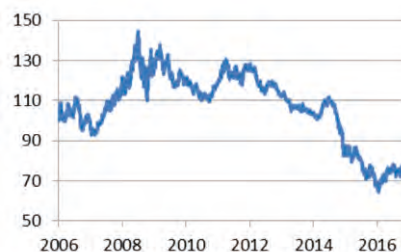
Gibanje sektorja

Slika 61:
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2016.

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



Vir: Bloomberg 2016.

Za prihodnje leto se tlakuje pot ceni nafte vse do 60 dolarjev ali več.

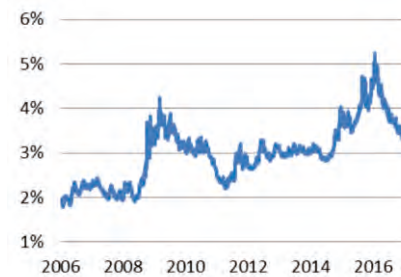
Vrednotenje sektorja

Slika 63:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 64:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL	ZDA	348.297	41,34	2,16	12,81
CHEVRON	ZDA	206.326	88,40	1,49	11,91
TOTAL	FRANCIJA	119.700	15,17	1,28	7,16
ROYAL DUTCH SHELL	NIZOZEMSKA	111.607	26,35	1,17	9,73
SCHLUMBERGER	ZDA	111.320	73,47	2,79	19,75
BP	V. BRITANIJA	109.706	33,89	1,27	7,85
CONOCOPHILLIPS	ZDA	59.367	#N/A N/A	1,74	17,24
EOG RESOURCES	ZDA	57.912	#N/A N/A	4,97	24,07
STATOIL	NORVEŠKA	56.525	104,79	1,48	5,00
CNOOC	KITAJSKA	55.502	#N/A N/A	1,10	6,48

Vir: Bloomberg 2016.



Damjan Kovačič

Prvi pozitivni donos
surovin v tem desetletju

Surovine in predelovalna industrija

Tabela 16:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	37,2 %
Evropa brez VB	29,6 %
VB	5,2 %
Japonska	9,3 %
Razvita Azija	7,2 %
EM	11,4 %

Vir: Bloomberg 2016.

Surovinski sektor je v letu 2016 dočakal prvi pozitivni donos to desetletje, točka preloma se je zgodila sredi januarja, ko so materiali in surovine po petih letih neusmiljenega medvedjega trga očitno dosegli ciklično dno. Surovinski indeks CRB in indeks industrijskih kovin (aluminij, baker, nikelj in cink) sta v dolarjih od vrha v letu 2011 do letošnjega dna strmoglavila za neverjetnih 60 %, cene kmetijskih pridelkov so zdrsnile za skoraj 40 %, delnice rudarskih družb pa so izgubile celo tri četrtine vrednosti.

Že dve leti zapored smo imeli v Infondovem Mozaiku srečno roko pri napovedi ključnih trendov in smeri gibanja tečajev surovin in surovinskih delnic. Tako smo lani ugotavljali, da so »povprečne cene surovin že nižje od dna leta 2008 in da so strmoglavile na nivoje iz leta 2002, kjer se je začel zadnji veliki bikovski trend rasti (2002–2009)«. Naša pričakovanja za leto 2016 so bila zato previdno konstruktivna z napovedjo nadaljnje presežne ponudbe pri večini surovin in pozitivnih premikov v drugi polovici leta.

Namesto zmernih pozitivnih premikov smo nato doživeli silovito eksplozijo tečajev. Vratolomni odboj surovinskih delnic se je zgodil v času, ko so jim globalnih upravljavci skladov množično obrnili hrbet z zgodovinsko rekordno nizko izpostavljenostjo do sektorja, ki je bila na začetku leta kar za 2,2 standardnega odmika nižja od zgodovinskih povprečij. Od januarskega dna je tako surovinski indeks CRB v dolarjih zrasel za četrtno, industrijske

Tabela 17:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Diversified Chemicals	14,4 %
Diversified Metals & Mining	16,9 %
Fertilizers & Agricultural Che	8,4 %
Industrial Gases	7,5 %
Commodity Chemicals	7,7 %
Specialty Chemicals	13,6 %
Construction Materials	7,1 %
Steel	9,1 %
Paper Packaging	5,1 %
Other	6,7 %

Vir: Bloomberg 2016.

kovine so se podražile za 35 % (cink za kar 80 %), cene hrane in kmetijskih pridelkov so višje za skoraj 15 %, borzni tečaji rudarskih družb pa so se v tem obdobju več kot podvojili. Najbolj spektakularne, tudi več stodontne rasti tečajev so dosegle delnice že skoraj odpisanih družb znotraj sektorja, ki so bile sredi radikalnega prestrukturiranja ali na robu insolvenčnih postopkov.

Na strani povpraševanja je bil za surovinski kompleks morda odločilen spomladanski stimulativen paket ukrepov v višini 500 milijard dolarjev, s katerim so kitajske oblasti v prvi polovici leta uspešno ustavile zastoj v gospodarski aktivnosti, ohranile visoko raven kreditiranja, stabilizirale naložbe v infrastrukturo in oživile ključni nepremičninski sektor.

Za surovine je dobra novica, da se bo v letu 2017 globalna gospodarska rast verjetno nekoliko okrepila, velikopotezni Trumpov infrastrukturni naložbeni paket pa bo, ob še naprej vročem ameriškem nepremičninskem sektorju, postal pomemben nov vir povpraševanja po gradbenih materialih, jeklu, lesu, industrijskih kovinah in drugih surovinah. Po dolgih letih stradanja in radikalnega zmanjševanja investicij bodo rudarske družbe previdne in ne bodo na vrat na nos hitele s povečevanjem proizvodnih zmogljivosti, zato lahko v posameznih primerih nastanejo ozka grla na strani ponudbe.

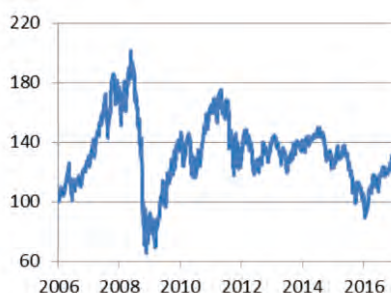
V letu 2017 zato pričakujemo, da se bodo ob močni rasti investicijskega povpraševanja in zmerni rasti fizičnega povpraševanja nadaljevali pozitivni trendi v surovinskem sektorju, vendar pa kljub izredno ugodnim razmeram ne smemo pričakovati tako premočrtne rasti kot v letu 2016. Vlagatelji morajo biti psihološko pripravljeni na

močnejša nihanja cen surovin na terminskih trgih in delnic na borzah. Po tako strmi rasti surovinskih delnic je povsem običajno, da pride do enega ali več močnejših medletnih popravkov vrednosti (velikosti okoli 20 %), kar ocenjujemo kot nakupno priložnost.

Borzni tečaji rudarskih družb so se od januarskega dna več kot podvojili.

Gibanje sektorja

Slika 65:
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2016.

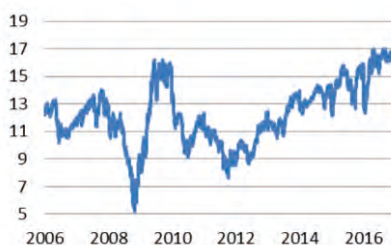
Slika 66:
Relativno gibanje S&P 1200 Material in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

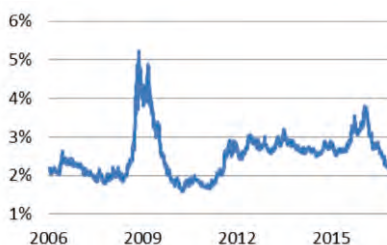
Vrednotenje sektorja

Slika 67:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 68:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Nadaljevanje trenda rasti na krilih močnega investicijskega povpraševanja

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BASF	NEMČIJA	78.943	18,16	2,71	8,97
DU PONT	ZDA	61.404	22,97	6,84	13,26
DOW CHEMICAL	ZDA	61.069	15,85	2,58	8,75
BHP BILLITON	AVSTRALIJA	59.629	19,97	1,93	7,25
RIO TINTO	V. BRITANIJA	53.286	17,32	1,97	7,98
GLENCORE	ŠVICA	51.083	33,08	1,30	9,21
MONSANTO	ZDA	43.247	22,26	10,10	13,63
AIR LIQUIDE	FRANCIJA	40.399	20,15	3,06	12,91
BHP BILLITON	AVSTRALIJA	35.707	18,10	1,75	7,25
SYNGENTA	ŠVICA	35.096	24,19	4,70	15,49

Vir: Bloomberg 2016.

Večje korekcije bodo dobra nakupna priložnost za vstop.



mag. Jure Dubravica

Nadpovprečni donosi v
letu 2016

Industrija

Tabela 18:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	52,9 %
Evropa brez VB	23,7 %
VB	4,4 %
Japonska	14,2 %
Razvita Azija	1,3 %
EM	3,2 %

Vir: Bloomberg 2016.

Po več letih povprečne rasti je bilo leto 2016 ponovno nadpovprečno za »ciklike«, kamor sodi tudi industrijski sektor. Odločilen je bil zadnji del leta, ko je za pospešek tečajev delnic poskrbel kar sam Donald Trump z napovedjo obsežnih investicij v ameriško infrastrukturo in nižje obdavčitve. Svoje so dodale tudi višje cene surovin. Do začetka decembra so tečaji delnic industrijskih družb v povprečju zrasli za okrog 15 % (v evrih), medtem ko je globalni indeks pridelal 10 % rasti. Po doseženi donosnosti je sektor četrti najdonosnejši izmed sektorjev GICS.

Vrednotenja sektorja so se skozi leto povišala. Pričakovani multiplikator dobička (PE) za leto 2017 znaša 16,7 in je nad svojim povprečjem preteklih let. Tudi v primerjavi s povprečjem celotnega trga so tečaji vrednoteni višje. Velika pričakovanja investitorjev glede izboljšanja poslovanja puščajo malo prostora za morebitna razočaranja družb. Glede na trenutni velik optimizem in pospešek rasti v zadnjem delu leta ter višja vrednotenja, ki imajo sicer tudi vsebinsko podporo, je naš pogled na sektor nevtralen, kar pomeni, da ne priporočamo presežne izpostavljenosti. Treba se bo bolj poglobiti v posamezne segmente znotraj sektorja in izbrati družbe, kjer je potencial rasti večji.

Severna Amerika bo ponovno gonilo rasti prihodkov, medtem ko globalne razmere še vedno niso prav dobre. Trumpovi infrastrukturni načrti bodo prišli do izraza v drugi polovici leta in prihodnjih letih. Veliko

Tabela 19:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	69,0 %
Transportation	22,3 %
Commercial & Professional Serv	8,4 %

Vir: Bloomberg 2016.

si od njih obetajo predvsem manjše in srednje velike ameriške družbe, katerih tečaji so v zadnjih mesecih leta občutno presegle rast velikih. Višje vrednosti ameriškega dolarja bodo terjale svoj dolg pri največjih ameriških družbah, ki velik delež prihodkov ustvarijo v tujini, medtem ko evropskim industrijskim izvoznikom in drugim po svetu to ustreza. Tudi predvidoma na novo vzpostavljeni mednarodni trgovinski sporazumi bodo na novo definirali izvoz ameriških industrijskih proizvodov. Višje cene surovin pritegnejo investicije v pridobivanje surovin, kar ustreza proizvajalcem strojev in opreme ter ponudnikom spremljajočih storitev, podobno kot velja ob zagonu gradbeništvu oziroma infrastrukturnih projektov. Od Trumpovega predsedovanja si povečanje naročil obeta tudi vojaška industrija. Manjši del industrijskega sektorja so transportne družbe, kjer pa bodo zaradi višjih cen nafte tožili zaradi višjih stroškov. Evropo, kjer višji PMI vliva nekaj optimizma, bremenita nejasen razplet Brexita in nova politična negotovost, povezana z volitvami v posameznih državah članicah EU. Trgi v razvoju so bolj pisana zmes, v povprečju pa se v letu 2017 v mnogih državah pričakuje boljše gospodarska slika kot leto poprej.

Gibanje sektorja

Slika 69:
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2016.

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



Vir: Bloomberg 2016.

Vrednotenja družb so nad večletnimi povprečji.

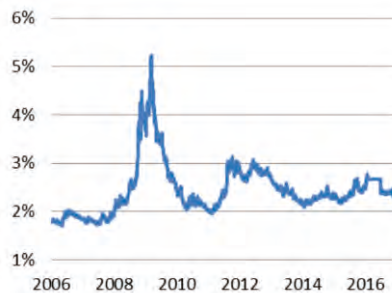
Vrednotenje sektorja

Slika 71:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 72:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
GENERAL ELECTRIC	ZDA	265.300	21,33	3,43	18,52
3M	ZDA	101.308	21,84	8,94	13,42
SIEMENS	NEMČIJA	97.920	15,38	2,72	10,52
BOEING	ZDA	91.139	22,08	46,37	12,81
UNITED TECHNOLOGIES	ZDA	85.309	16,63	3,10	10,07
HONEYWELL INTERNATIONAL	ZDA	83.591	17,61	4,62	11,94
UNION PACIFIC	ZDA	81.649	21,01	4,27	10,82
UNITED PARCEL SERVICE	ZDA	77.803	20,52	38,06	10,89
LOCKHEED MARTIN	ZDA	71.753	21,17	32,51	12,97
CATERPILLAR	ZDA	52.743	29,22	3,57	11,90

Vir: Bloomberg 2016.

Določena mera optimizma je že zajeta v cenah.



Aleš Šoba
CFA

Pospešitev gospodarske
rasti in večja rast plač v
letu 2017

Trajne potrošne dobrine

Tabela 20:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	43,8 %
Evropa brez VB	15,5 %
VB	5,8 %
Japonska	25,0 %
Razvita Azija	0,0 %
EM	9,9 %

Vir: Bloomberg 2016.

Sektor trajnih potrošnih dobrin ima za sabo solidno leto, saj je do začetka decembra pridobil 6,5 % (v evrih). V črno je prišel v zadnjih mesecih, ko je zmaga Donalda Trumpa na ameriških predsedniških volitvah prinesla optimizem, da bodo ameriška podjetja in potrošniki manj obdavčeni. Resda še ne vemo, kakšna bo podoba davčne reforme, vendar so pričakovanja velika in to je vtilo optimizem vlagateljem, ki so v zadnjih mesecih leta 2016 preusmerili sredstva v ciklične panoge, med katere sodijo tudi trajne potrošne dobrine.

Za leto 2017 pričakujemo, da se bo to razpoložje ohranilo, saj lahko na podlagi ameriških reform in fiskalnih spodbud pričakujemo večjo gospodarsko rast ter posledično večji optimizem potrošnika. Glede na to, da vrednotenja podjetij niso visoka (celo pod vrednotenji trga), lahko pričakujemo, da bo ta sektor eden izmed donosnejših.

Gospodarsko okolje ostaja naklonjeno potrošniku. Stopnja brezposelnosti upada v večini držav. V Evropi se je tako po dolgem času spustila pod 10 %, v ZDA je upadla na 4,6 %. Pozitiven premik je tudi pri rasti plač. The Atlanta FED Wage Growth Tracker, ki spremlja nominalno rast plač posameznikov, je oktobra ugotovil za 3,9 % večjo rast kot novembra leta 2015. To kaže na zelo zdravo rast plač (in bolj agresivno ukrepanje Fed). Po drugi strani pa potrošnja ni povsem sledila rasti plač –

Tabela 21:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	32,4 %
Consumer Durables & Apparel	8,4 %
Consumer Services	14,7 %
Media	21,8 %
Retailing	22,6 %

Vir: Bloomberg 2016.

razlog je v tem, da ameriški potrošnik več varčuje (6 % razpoložljivega dohodka). Če k pozitivni sliki na trgu dela prištejemo še dejstvo, da je vrednost premoženja Američanov na zgodovinskem vrhu, potem lahko pričakujemo dobro leto za ameriškega potrošnika. Največja nevarnost pa bodo posledično višje obrestne mere, ki vplivajo predvsem na odločitve za nakupe večjih dobrin (nepremičnina, avto). Vendar ta učinek v letu 2017 še ne bi smel pretehtati. Tudi potrošnja gospodinjstev v Evropi bo ostala na visoki ravni – tudi tukaj so pozitivni premiki pri brezposelnosti, medtem ko rast plač še zaostaja.

Znotraj sektorja bosta v ospredju manjša davčna obremenitev podjetij v ZDA in močan ameriški dolar. Največjo obremenitev imajo zdaj ameriška podjetja, ki poslujejo le v ZDA. Na drugi strani pa globalno usmerjena podjetja že uživajo nižje efektivne davčne stopnje, poleg tega jim ne gresta na roko močan dolar in napoved protekcionističnih ukrepov. Podjetja, ki bodo imela največ koristi od nove administracije v ZDA, so tako domači trgovci, restavracije, medijske hiše in tudi evropska podjetja, ki so močno prisotna v ZDA. Poleg teh pa še vedno ostajamo naklonjeni podjetjem, ki so dolgoročni zmagovalci (spletna prodaja); ta bodo resda začasno pod pritiskom rotacije v druge podsektorje, vendar se bo čez čas premik ustavil in bo znova v ospredju poslovanje podjetij. Z vidika vrednotenja pa je daleč najcenejši podsektor avtov, kjer

obstaja velik dvom, ali se bo rast prodaje na ključnih trgih (ZDA, Evropa, Kitajska) nadaljevala. Diskont nasproti trgu je bil redko tako velik.

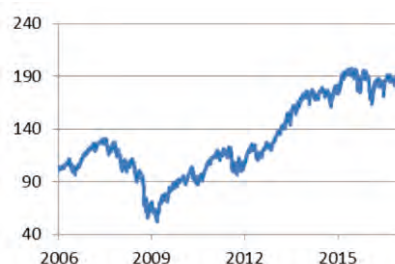
Vse kaže, da bo leto 2017 še eno uspešno leto za sektor trajnih potrošnih dobrin. Gospo-

darska rast bo dobila pospešek, višja rast plač, nižji davki ter naklonjenost cikličnim sektorjem bodo ob še vedno zmernih vrednotenjih dobra popotnica za prihodnje leto.

Zmagovalci bodo podjetja, usmerjena na ameriški trg.

Gibanje sektorja

Slika 73:
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2016.

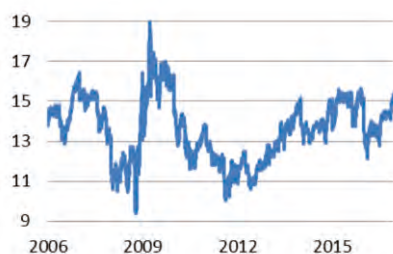
Slika 74:
Relativno gibanje S&P 1200 CD in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

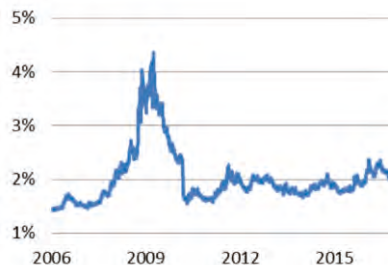
Vrednotenje sektorja

Slika 75:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 76:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Rotacija v ciklične sektorje ustreza trajnim potrošnim dobrinam.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AMAZON	ZDA	345.447	77,87	20,53	24,07
TOYOTA MOTOR	JAPONSKA	186.309	12,57	1,28	12,03
WALT DISNEY	ZDA	157.837	17,46	3,88	10,54
COMCAST	ZDA	156.556	19,93	3,11	8,60
HOME DEPOT	ZDA	153.684	21,03	28,95	11,97
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	ŠPANIJA	99.967	31,15	9,22	18,25
MCDONALD'S	ZDA	95.242	21,37	#N/A N/A	13,12
LVMH MOET HENNESSY	FRANCIJA	88.789	22,03	3,58	11,07
STARBUCKS	ZDA	80.871	27,45	14,58	15,02
DAIMLER AG	NEMČIJA	73.209	8,18	1,35	2,87

Vir: Bloomberg 2016



Aleš Grbić

Podpovprečni donosi v letu 2016

Meje zniževanja stroškov

Osnovne potrošne dobrine

Tabela 22:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,9 %
Evropa brez VB	21,2 %
VB	11,6 %
Japonska	6,1 %
Razvita Azija	1,7 %
EM	4,5 %

Vir: Bloomberg 2016.

Globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin je do začetka decembra 2016 zrasel za 3,95 % (v evrih) in po dveh nadpovprečnih letih dosegel podpovprečen donos, saj je lani v enakem obdobju zrasel za 17 % (v evrih).

Podjetja iz sektorja imajo ugodno in stabilno makroekonomsko okolje v razvitem svetu, za katerega so značilne izredno nizke obrestne mere. Precej jih ima možnosti nadaljnjega zniževanja stroškov. Za ta sektor je značilno, da ima precej podjetij izrazite konkurenčne prednosti, v povprečju relativno visoke dividende in nizke stopnje organske rasti prodaje. Dolgoročni potencial tega sektorja ni najboljši ob predpostavki, da bodo podjetja velik del prihrankov iz procesa zniževanja stroškov prisiljena investirati nazaj v podjetje prek razvoja novih izdelkov, povišanih stroškov trženja in podobno. To bi lahko v prihodnjih nekaj letih pripeljalo do ne preveč ugodnih tveganju prilagojenih donosov.

Obstajajo meje, do katerih podjetja iz sektorja še lahko nižajo stroške. Konsenz na trgu je takšen, kot da te meje ne obstajajo in se nižanje stroškov lahko nadaljuje v nedogled. Povečana vlaganja v blagovno znamko na primer pomenijo, da se podjetje na ta način bori s konkurenco oziroma išče boljši pogajalski položaj za povišanje svojih prodajnih cen ali nevtraliziranje povišanja stroškov vhodnih surovin. S temi investicijami si podjetja na dolgi rok omejujejo rast svojih marž.

Tabela 23:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food Beverage & Tobacco	58,3 %
Household & Personal Products	19,9 %
Food & Staples Retailing	21,8 %

Vir: Bloomberg 2016.

Za dolgoročne investitorje bi lahko bil zanimiv podsektor sestavin, ki je pogosto spregledan. Zanj sta značilna zdrava dinamika in dobro poslovanje podjetij. Še posebej so zanimiva podjetja iz industrije arom in dišav. Ta imajo najvišje marže in vzdržne donose na investirani kapital. Visoki donosi na investirani kapital izhajajo iz narave industrije, ki ne potrebuje veliko kapitala, hkrati pa dosega visoke marže. Organske stopnje rasti so relativno visoke glede na sektor osnovnih potrošnih dobrin, skoraj polovico prodaje ustvarijo na razvijajočih se trgih.

V segmentu pivovarjev je bila letos najodmevnejša novica ABI InBevov prevzem SABMillerja. S tem bo nastalo daleč največje pivovarsko podjetje, ki bo občutno povečalo svoje stroškovne prednosti. Zaradi relativno skromne globalne rasti v segmentu osnovnih potrošnih dobrin lahko tudi v prihodnje pričakujemo dokaj živahno aktivnost prevzemov in združitvev.

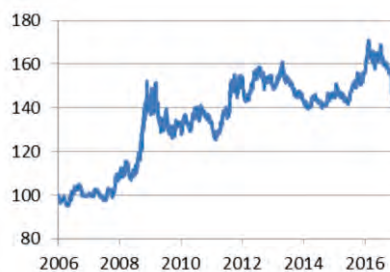
Gibanje sektorja

Slika 77:
Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 78:
Relativno gibanje S&P 1200 CS in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Spregledan podsektor sestavin

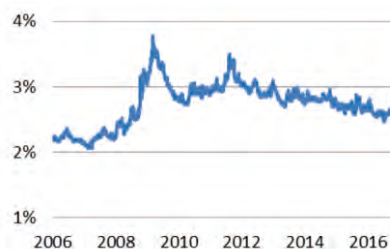
Vrednotenje sektorja

Slika 79:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 80:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Okrepitev vodilnega svetovnega pivovarja

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
COCA-COLA	ZDA	171.327	21,97	6,95	16,98
PROCTER & GAMBLE	ZDA	213.538	21,78	3,94	14,10
WAL-MART STORES	ZDA	203.697	16,22	2,78	7,96
ALTRIA GROUP INC	ZDA	122.240	21,86	43,93	14,99
ARCHER-DANIELS-MIDLAND	ZDA	25.339	20,77	1,53	11,35
UNILEVER	V. BRITANIJA	47.711	19,96	7,26	13,47
BROWN-FORMAN	ZDA	9.359	26,03	14,14	18,42
CAMPBELL SOUP	ZDA	17.166	19,29	11,42	11,78
CLOROX	ZDA	14.038	21,65	51,35	13,04
COLGATE-PALMOLIVE	ZDA	55.728	23,47	#N/A N/A	14,45

Vir: Bloomberg 2016.



mag. Barbara Gačnik

Zdravstvo

Tabela 24:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	70,0 %
Evropa brez VB	20,2 %
VB	3,9 %
Japonska	4,7 %
Razvita Azija	1,2 %
EM	0,0 %

Vir: Bloomberg 2016.

Tabela 25:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	27,6 %
Pharmaceuticals, Biotechnology	72,4 %

Vir: Bloomberg 2016.

Leto vzponov in padcev

Za sektorjem zdravstva je leto vzponov in padcev. Prevladovali so slednji. Do začetka decembra 2016 je indeks delnic S&P Global 1200 Healthcare izgubil 6,36 % vrednosti, merjeno v evrih. Sektor je začel zaostajati že julija 2015, po vrsti negativnih dogodkov, kot so javne razprave o upravičenosti visokih cen zdravil, nespodbudni rezultati kliničnih raziskav, ostra konkurenca med proizvajalci originalnih zdravil, regulatorne spremembe v zvezi z davčno inverzijo in splošna negotovost glede izida predsedniških volitev v ZDA. Po izvolitvi Donalda Trumpa so farmacevtske delnice zajele nekoliko sape, vendar neznanke glede prihodnje politike nove administracije, predvsem, kaj se bo zgodilo z Obamovo zdravstveno reformo, zadržujejo tečaje farmacevtskih delnic v negativnem območju.

Kljub korekcijam tečajev so vrednotenja delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 17,7. Trenutni multiplikator dobička (PE) indeksa znaša 20,4, pričakovani za leto 2017 pa 14,5. Knjigovodska vrednost indeksa, ki znaša 3,4, se je približala 10-letnemu povprečju (3,3). Dividendna donosnost delnic, zajetih v omenjeni indeks, znaša 2,2 %.

Po napovedih instituta Quintiles IMS bodo globalni izdatki za zdravstvo do leta 2021 zrasli na 1.500 milijard dolarjev. Rast izdatkov se umirja, v preteklih petih letih je v povprečju znašala 9 %, pričakovana globalna rast v prihodnjih petih pa se bo gibala od 4 do 7 %. Na razvitih trgih bo na rast izdatkov vplivala predvsem večja poraba novih originalnih in specialnih zdravil, na razvijajočih se trgih ali popularno imenovanih pharmerging trgih pa bo na rast najbolj vplival povečan obseg porabe neoriginalnih zdravil.

ZDA ostajajo največji farmacevtski trg in MDS ocenjuje, da bodo tam izdatki v prihodnjih petih letih rasli po letni stopnji 6 do 9 %. Rast v letu 2016 se je upočasnila. Razloge gre iskati v izjemnosti let 2014 in 2015, ko so rast prihodkov spodbudili

manjše število zapadlih patentov, zgodovinsko velika rast cen originalnih in generičnih zdravil ter nova inovativna zdravila proti hepatitisu C, ki so prinesla visoko stopnjo ozdravljivosti. Visoke cene zdravil še naprej ostajajo glavni kamen spotike in vprašanje, kolikšno moč pri oblikovanju cen zdravil bodo v prihodnosti ohranili farmacevti, ostaja največja neznanka v panogi. Zasluditi je dva trenda, in sicer rast zahtevanih rabatov za inovativna zdravila in deflacijo cen generičnih zdravil zaradi konsolidacije distributerjev in večjega števila odobritev pri FDA. Dokler nova ameriška vlada ne oblikuje jasnih smernic, ki jim bo sledila v zdravstvu, lahko pričakujemo večjo volatilitnost ameriških farmacevtskih delnic.

Najšibkejšo rast pričakujemo na trgih razvite Evrope. Po ocenah MDS bodo izdatki za zdravstvo do leta 2021 naraščali po stopnji 1 do 4 %. Na relativno majhno rast izdatkov bodo vplivali šibka gospodarska rast v regiji in strožja merila držav, ki bodo omejevale izdatke za zdravstvo. Evropske države so vzpostavile močne mehanizme, s katerimi omejujejo cene inovativnih zdravil in dostop do specifičnih zdravil, zato nova inovativna zdravila v Evropi težko dosežejo izjemne premije na cene. Bolj kot na same cene zdravil pa se evropske države osredotočajo na vzdržnost zdravstvenih proračunov, opaziti je tudi trend skupnega nastopa držav nasproti farmaceutom, s čimer se dosežejo večja transparentnost cen in boljša pogajalska izhodišča. Po podatkih MDS so doseženi rabati na cene zdravil v povprečju okrog 17-odstotni, medtem ko se v ZDA gibljejo okrog 30 %, kljub temu pa so cene enakih zdravil v Evropi nižje kot v ZDA.

Med 20 največjih farmacevtskih trgov se uvršča kar devet držav iz »pharmerging« regije, med njimi je Kitajska drugi največji trg na svetu. Na izdatke »pharmerging« trgov bo vplival povečan obseg prodaje neoriginalnih zdravil, saj ta pomenijo 78 % vseh izdatkov za zdravstvo. Do leta 2021 bodo zdravstveni izdatki na teh trgih

rasli po stopnji 6 do 9 %. Rast izdatkov se zlagoma umirja, saj so v preteklih petih letih ti naraščali po stopnji 10,3 % letno. V zadnjih dveh letih je to rast omejevala predvsem šibkejša gospodarska rast, najbolj so bile prizadete države, kjer so proračuni odvisni od gibanja cen surovin na trgu. Manjša proračunska sredstva so narekovala prilagoditev načrtovanih zdravstvenih reform. Zdravstveni izdatki na prebivalca

so na »pharmerging« trgih v primerjavi z razvitimi trgi še vedno izjemno nizki in po podatkih MDS v povprečju znašajo 117 dolarjev, medtem ko so v ZDA 1.955 dolarjev na prebivalca, na Japonskem 577 dolarjev, na največjih petih trgih Evrope pa 513 dolarjev na prebivalca. Na nizke izdatke vplivata predvsem nižja stopnja dostopnosti zdravstvene oskrbe ter občutno večja poraba cenejših generičnih zdravil.

Šibkejša rast v Evropi narekuje strožja merila za izdatke.

Gibanje sektorja

Slika 81:
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 82:
Relativno gibanje S&P 1200 Health care in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

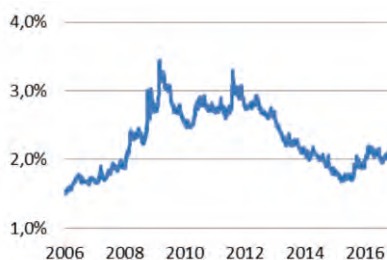
Vrednotenje sektorja

Slika 83:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 84:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Rast na razvijajočih se trgih se umirja.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	ZDA	288.201	16,73	4,20	11,51
PFIZER	ZDA	181.530	13,10	3,04	10,55
NOVARTIS	ŠVICA	172.045	14,71	2,20	14,26
MERCK	ZDA	159.309	16,22	3,87	10,81
ROCHE HOLDING	ŠVICA	148.170	15,46	10,50	10,50
UNITEDHEALTH	ZDA	143.819	19,98	4,05	11,29
AMGEN	ZDA	100.704	12,41	3,47	8,25
SANOFI	FRANCIJA	98.023	13,49	1,80	10,11
MEDTRONIC	IRSKA	95.039	16,05	2,01	12,28
ABBVIE	ZDA	95.001	13,02	15,90	11,66

Vir: Bloomberg 2016.



Damjan Kovačič

Izjemno velika rast
finančnih delnic v drugi
polovici leta 2016

Dejavniki, ki bodo
poganjali rast finančnih
delnic v letu 2017

Finančne storitve

Tabela 26:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	49,6 %
Evropa brez VB	18,8 %
VB	8,2 %
Japonska	5,7 %
Razvita Azija	7,1 %
EM	10,7 %

Vir: Bloomberg 2016.

Po slabem začetku leta in dveh večjih 15- in 20-odstotnih korekcijah tečajev v januarju in juniju so finančne delnice zaostajale za donosi globalnih delniških indeksov za nekaj več kot deset odstotnih točk. Nato se je zgodil močan odboj globalnih finančnih delnic, ki so v drugi polovici leta v dolarjih zrasle za okoli 30 %, od začetka leta pa za skoraj 15 %. Posebej eksplozivna je bila rast cen delnic ameriških bank, ki so v drugi polovici leta zrasle za skoraj 50 % (od tega lahko polovico rasti pripišemo navdušenju vlagateljev po Trumpovem triumfu), od začetka leta pa za skoraj 25 %.

Delnice bank, zavarovalnic in ponudnikov finančnih storitev so praviloma najbolj občutljive za pospešek gospodarske aktivnosti v zreli fazi borznega in poslovnega cikla. V zadnjih tednih so se predvsem ameriške banke nekoliko presenetljivo znašle v skoraj idealnem politično-finančnem okolju, zaradi katerega so postale najbolj zaželeni naložba globalnih upravljavcev investicijskih skladov. Glavni dejavniki, ki bodo v letu 2017 poganjali tečaje finančnih delnic, so pospešek v gospodarski aktivnosti, ki dviguje povpraševanje po kreditiranju, posebej, ker posamezniki in podjetja na splošno niso preveč zadolženi, njihovo premoženje pa dosega rekordne vrednosti; dvig tržnih obrestnih mer in inflacijskih pričakovanj, kar ima pozitiven vpliv na neto obrestne marže (letošnji enoodstotni dvig obrestnih mer pomeni v povprečju za okoli 10 % večje čiste dobičke bank); pozitivni učinki napovedanega nižjega davka na dobiček ameriških podjetij in morebitno rahljanje zadušljivega primeža finančne regulative v ZDA, ki jo posebej Dodd-Frankova zakonodaja iz leta 2010. Nekatere

Tabela 27:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	57,7 %
Diversified Financials	21,9 %
Insurance	20,4 %
Real Estate	0,0 %

Vir: Bloomberg 2016.

največje svetovne banke imajo v oddelkih, ki nadzirajo skladnost poslovanja, zaposlenih že več deset tisoč ljudi, kar jim letno povzroča za več milijard dolarjev dodatnih stroškov.

Zanimivo je, da so vrednotenja finančnih delnic tudi po spektakularni rasti po Trumpovi zmagi še vedno zelo ugodna. Glede na osnovne kazalnike poslovanja so še vedno relativno najcenejše izmed vseh sektorjev. Globalne finančne delnice namreč kotirajo pri zelo zmernih vrednotenjih, pri 13-kratniku letošnjih ocenjenih dobičkov, nekoliko nad knjigovodsko vrednostjo, v povprečju pa dosegajo okoli devetodstotni donos na kapital (ROE).

Globalni upravljavci se bodo v svojih letnih poročilih lahko pohvalili, da so nadpovprečno izpostavljeni do finančnega sektorja, in sicer je njihova trenutna izpostavljenost do bančnega sektorja za skoraj dva standardna odmika nad zgodovinskimi povprečji. Večina profesionalnih upravljavcev skladov pričakuje, da bo v letu 2017 krivulja donosnosti obrestnih mer še bolj strma, njihova inflacijska pričakovanja pa so celo na 12-letnem vrhu. Ob tako izjemni izpostavljenosti institucionalnih vlagateljev je v prvi polovici leta 2017 mogoče pričakovati tudi močnejša nihanja in kratkoročne negativne korekcije finančnih delnic, ki jih ocenjujemo kot dobro priložnost za nakup. V letu 2017 zato priporočamo nadpovprečno izpostavljenost do finančnih naložb v vseh geografskih regijah, v ZDA, Evropi, na Japonskem in državah v razvoju.

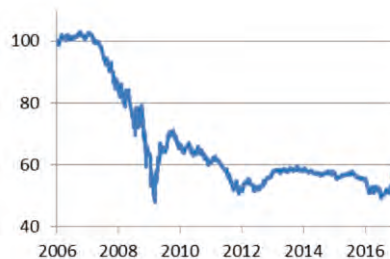
Gibanje sektorja

Slika 85:
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 86:
Relativno gibanje S&P 1200 Financial
in S&P 1200 v USD

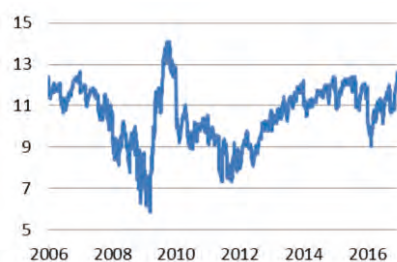


Vir: Bloomberg 2016.

Vrednotenja finančnih delnic so še vedno zelo ugodna.

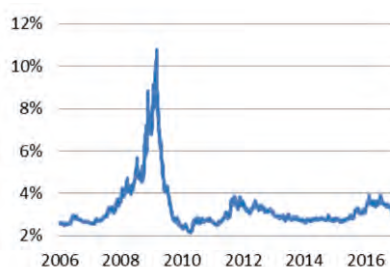
Vrednotenje sektorja

Slika 87:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 88:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Morebitne negativne korekcije tečajev bodo dobra priložnost za nakup.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB
JPMORGAN CHASE	ZDA	288.672	14,57	1,34
WELLS FARGO	ZDA	270.807	14,30	1,62
BANK OF AMERICA	ZDA	220.181	15,57	0,95
BERKSHIRE HATHAWAY	ZDA	200.541	22,77	#N/A
CHINA CONSTRUCTION	KITAJSKA	169.595	5,72	0,85
CITIGROUP	ZDA	161.459	12,74	0,81
HSBC HOLDINGS	V. BRITANIJA	155.754	14,44	0,88
COMMONWEALTH BANK OF A.	AVSTRALIJA	98.362	14,56	2,30
ROYAL BANK OF CANADA	KANADA	96.328	12,65	2,08
GOLDMAN SACHS GROUP	ZDA	90.753	15,33	1,27

Vir: Bloomberg 2016.



Aleš Grbić

Zorenje trga pametnih telefonov

Informacijska tehnologija

Tabela 28:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	72,6 %
Evropa brez VB	7,4 %
VB	0,2 %
Japonska	5,7 %
Razvita Azija	1,4 %
EM	12,8 %

Vir: Bloomberg 2016.

Globalni sektor IT je do začetka decembra 2016 dosegel 18,59-odstotni donos, merjeno v evrih, kar je nekaj več kot v enakem obdobju lani, ko je bil donos 17 %, obakrat torej precej nad dolgoročnim povprečjem donosov delniških naložb, ki se giblje okoli 8 %. Tudi letos, kot rečeno, donos sektorja IT krepko presega donos splošnega globalnega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je dosegel 12,85 %, merjeno v evrih.

Podjetja, ki poslujejo na trgu pametnih telefonov, so imela v zadnjih četrletjih precejšnje težave. Razlog je v tem, da povpraševanje po Applovih pametnih telefonih ni doseglo pričakovanj. Še posebej je bila neugodna informacija, da je podjetje prvič po letu 2003 doživelo upad prihodkov na četrletni ravni. Tudi preostali ponudniki pametnih telefonov se niso odrezali bistveno bolje. Operacijski sistem Android je malenkost pridobil pri tržnem deležu. Kot kaže, bo prvič v desetletju rast prodaje pametnih telefonov pod 10 %. Teza o prehodu uporabnikov z navadnih mobilnih telefonov na pametne sicer še vedno drži. Verjetno se bo tudi srednjeročno ta proces še nadaljeval, dolgoročno pa je realneje pričakovati upočasnitev rasti prodaje pametnih telefonov. Tudi pri Applu si ne moremo več obetati velike rasti prodaje pametnih telefonov oziroma lahko pričakujemo občutno nižje stopnje rasti. Izredno pozitivno pri njih je, da imajo stranke zelo visoke stroške prehoda k drugemu ponudniku, zato lahko upravičeno pričakujemo, da bodo zdajšnji imetniki tudi v prihodnje kupovali pametne telefone pri Applu, kar bo pozitivno vplivalo na njihov prosti denarni tok.

Tabela 29:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipment	27,7 %
Software & Services	55,6 %
Semiconductors & Semiconductor	16,7 %

Vir: Bloomberg 2016.

Dva izmed najbolj prepoznavnih trendov sta digitalizacija poslovanja in poslovanje v oblaku. Oboje je strukturna sprememba. Za ponudnike teh storitev je značilno, da jih ima precej izrazite konkurenčne prednosti. Te izhajajo iz intelektualne lastnine in stroškov zamenjave, ki bi jih imele stranke ob prehodu k drugemu ponudniku. Za podjetniške uporabnike je najbolje, da izberejo storitve podjetij z izrazitimi konkurenčnimi prednostmi, saj pri njih večinoma dobijo najboljše razmerje med uporabno vrednostjo in stroški. V tehnološkem sektorju so vlagatelji običajno po krivici spregledali razdrobljeni segment ponudnikov internetnih storitev, saj se raje osredotočajo na podjetja, ki razvijajo najnovije produkte programske in strojne opreme. A z razvojem digitalnih vsebin in poslovanja v oblaku se večajo konkurenčne prednosti ponudnikov teh storitev, delno tudi zaradi strukturnih sprememb, ki pa jih vlagatelji običajno ne zaznajo. Nekatera podjetja v tem segmentu so v precej boljšem položaju kot preostala.

Znotraj sektorja polprevodnikov so nadpovprečno rast dosegali ponudniki analognih čipov, ki so zrasli za okoli 8 % na letni ravni. Njihova nadpovprečna rast izhaja iz vedno več vsebin (napredni sistemi pomoči pri vožnji, napredne kamere, radarji ...) v avtomobilih, ki za to potrebujejo analogne čipe. V tem segmentu je opaziti tudi zelo močno prevzemno in združitevno aktivnost. Delnice teh podjetij so v letu 2016 zrasle v povprečju za več kot 40 %; v te cene so vključeni pozitivni scenariji razvoja trga analognih čipov. Marsikdo je pozabil, da je tudi ta segment ciklični, tako kot celotni podsektor polprevodnikov. Ob misli na samovozeče avtomobile ga čaka precej svetlejša prihodnost.

Gibanje sektorja

Slika 89:
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 90:
Relativno gibanje S&P 1200 IT
in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Trend digitalizacije in
poslovanja v oblaku

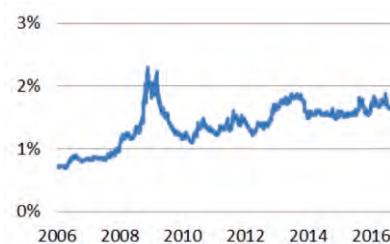
Vrednotenje sektorja

Slika 91:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 92:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Svetla prihodnost
proizvajalcev analognih
čipov

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
APPLE INC	ZDA	573.386	12,67	4,74	6,37
MICROSOFT	ZDA	454.693	20,91	6,85	11,76
FACEBOOK	ZDA	264.367	29,14	6,37	18,08
ALPHABET	ZDA	226.166	23,38	4,16	13,10
TENCENT	KITAJSKA	213.349	35,49	9,53	24,74
SAMSUNG	JUŽNA KOREJA	199.012	12,14	1,24	3,55
INTEL	ZDA	159.919	13,56	2,65	7,86
ORACLE	ZDA	156.989	15,49	3,51	9,13
INTL BUSINESS MACHINES	ZDA	149.416	12,33	9,31	10,29
CISCO SYSTEMS	ZDA	146.416	12,83	2,41	6,77

Vir: Bloomberg 2016.



mag. Barbara Gačnik

Morebitno nadaljevanje konsolidacije na trgu v ZDA

Telekomunikacije

Tabela 30:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	35,7 %
Evropa brez VB	17,0 %
VB	6,9 %
Japonska	19,8 %
Razvita Azija	5,5 %
EM	15,3 %

Vir: Bloomberg 2016.

Donosnost globalnega indeksa telekomunikacij je do začetka decembra 2016 znašala 2,65 %, merjeno v evrih, in je za indeksom S&P Global 1200 zaostala za 730 odstotnih točk. Trenutni kazalnik vrednotenja delnic globalnega telekomunikacijskega indeksa PE znaša 19,6 in je nad 10-letnim povprečjem, ki je 15,9. Pričakovani PE za leto 2017 znaša 13,85. Kazalnik PB trenutno znaša 1,98 in je na 10-letnem povprečju (1,88). Dividendna donosnost znaša 4,37 %.

V letu 2017 je po podatkih Bloomberga pričakovana rast prihodkov družb, zajetih v globalni telekomunikacijski indeks, slaba 2 %. Dobičkonosnost družb naj bi se nekoliko izboljšala, saj naj bi dobički zrasli za dobre 4 %. Kazalnik EV/EBITDA trenutno znaša 6,99, v letu 2017 pa je njegova ocenjena vrednost 6,5.

Geografsko gledano so se v letu 2016 najbolj odrezale delnice ameriških telekomunikacijskih družb, zajetih v indeks S&P 500 Telecommunication Services. Do zgoraj omenjenega dne so pridobile 16,6 %, merjeno v evrih, in presegle donosnost indeksa S&P 500, katerega rast je znašala 10,6 %. Pričakovani dvig obrestnih mer, za katerega so delnice telekomov z visokimi dividendami bolj občutljive, je razlog, da kazalnik EV/EBITDA delnic, zajetih v ameriški telekomunikacijski indeks, ki znaša 6,89, zaostaja za kazalnikom indeksa S&P 500, ki znaša 10,15. V letu 2017 na trgu telekomunikacij v ZDA ni pričakovati bistvenih sprememb poslovnega okolja. Vodilni ponudniki bodo nadaljevali cenovno vojno, konkurenčno okolje pa zastruje še vstop kablinskih ponudnikov na trg mobilne telefonije. Izvolitev Donalda Trampa za sektor pomeni potencialno spremembo regulatornega okvira in morebitne zamenjave na vrhu protimonopolne agencije bi lahko spet spodbudile nadaljnjo konsolidacijo znotraj sektorja. Sprint bi lahko ponovno razmislil o prevzemu T Mobile USA, ki je v večinski lasti Deutsche Telekom, najverjetneje pa ne bi bil edini, saj je zanimiv tudi za nekatere kablanske ponudnike. Ponudb za

Tabela 31:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Telecommunication	63,4 %
Wireless Telecommunication	35,4 %
Alternative Carriers	1,3 %

Vir: Bloomberg 2016.

prevzem pa ni pričakovati pred drugo polovico leta 2017. V začetku leta bo namreč potekala avkcija frekvenc in ameriška zakonodaja prepoveduje prevzeme, dokler potekajo avkcije. Leto 2017 bo zaznamovano tudi s številnimi testirani nove generacije omrežja 5G, vendar se njegova komercialna uporaba načrtuje po letu 2020.

Delnice evropskih telekomov, zajetih v indeks Stoxx Europe 600 Telecommunications, so letos do začetka decembra izgubile 18,3 % vrednosti in močno zaostale za indeksom Stoxx Europe 600. Slabši donosi so posledica pričakovanega zmanjšanja prihodkov iz gostovanja, ki ga namerava Evropska unija odpraviti do julija 2017, večjih kapitalskih izdatkov za širjenje optične mreže, manjše 4G diferenciacije in diskontov na paketno ponudbo. Upad tečajev je spodbudila tudi rotacija od defenzivnih panog k cikličnim. Dosedanja rast prihodkov je zelo skromna in znaša 0,11 %, za leto 2017 pa Bloomberg ocenjuje, da se bodo prihodki povečali za 0,9 %. Pozitivno bo na prihodke vplival predvsem večji prenos podatkov. Rast EBITDA evropskih telekomov v letu 2017 je ocenjena na 2,7 %, podobno kot v letu 2016, kar pomeni skromno zvišanje EBITDA marže za 60 odstotnih točk na 33,25 %. Evropske telekome, ki so s svojimi storitvami navzoči tudi na razvijajočih se trgih, čaka nekoliko zahtevnejše leto. Trumpova napovedana protekcionistična politika je spremenila pričakovanja glede gospodarske rasti teh držav, zanihale pa so tudi valute. Pričakovani 12-mesečni kazalnik EV/EBITDA delnic, zajetih v zgoraj omenjeni indeks evropskih telekomov, znaša 6,32, medtem ko je pričakovana EV/EBITDA za delnice indeksa Stoxx Europe 600 8,48.

Delnice, zajete v Bloomberg Asia Pacific Large Cap Telecom, so za indeksom MSCI Asia zaostale za 545 odstotnih točk. Za poslovanje telekomov te regije so značilni ostra konkurenca na trgu, upadajoči prihodki iz mobilne telefonije in vse večji prenos podatkov. Nadaljujejo se

obsežne kapitalske investicije za izboljšanje hitrosti in kakovosti omrežja, predvsem zaradi vse večjega prenosa videovsebin. Japonski in kitajski trg imata stabilno strukturo s tremi vodilnimi ponudniki storitev, rast prihodkov pa spodbujajo predvsem vse večja penetracija 4G uporabnikov, prenos podatkov in tudi vedno bolj

dostopni pametni mobilni telefoni. Vrednotenja azijskih telekomov so trenutno med najugodnejšimi, pričakovani 12-mesečni kazalnik EV/EBITDA zgoraj omenjenega indeksa azijskih telekomov znaša 5,89, kazalnik indeksa MSCI Asia pa 9,14.

Odprava gostovanja je močan veter v prsi evropskim telekomom.

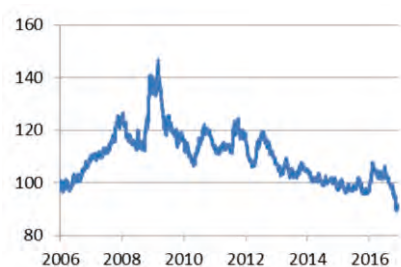
Gibanje sektorja

Slika 93:
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 94:
Relativno gibanje S&P 1200 Telecom in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

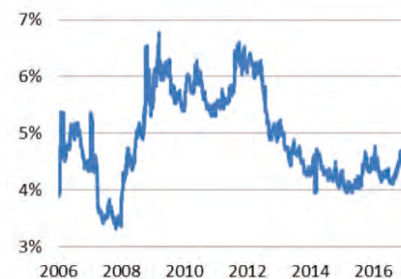
Vrednotenje sektorja

Slika 95:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 96:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Ostra konkurenca na azijsko pacifiških trgih

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AT&T	ZDA	236.328	14,34	2,03	6,93
CHINA MOBILE	HONGKONG	204.086	13,78	1,56	4,06
VERIZON COMMUNICATIONS	ZDA	198.722	13,26	10,30	7,13
NTT DOCOMO	JAPONSKA	85.206	14,78	1,81	7,06
NIPPON TELEGRAPH	JAPONSKA	80.481	12,29	1,06	4,82
DEUTSCHE TELEKOM	NEMČIJA	73.123	18,54	2,57	6,14
SOFTBANK	JAPONSKA	69.889	9,15	3,70	8,34
KDDI	JAPONSKA	63.670	13,33	2,14	5,77
VODAFONE	V. BRITANIJA	62.933	33,34	0,85	6,72
TELSTRA	AVSTRALIJA	41.757	14,31	3,81	6,65

Vir: Bloomberg 2016.



Uroš Selič

Leto 2016 je bilo za sektor javnih dobrin polno izzivov.

Javna oskrba

Tabela 32:
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	54,4 %
Evropa brez VB	22,0 %
VB	8,1 %
Japonska	4,0 %
Razvita Azija	1,5 %
EM	10,1 %

Vir: Bloomberg 2016.

Leto 2016 je bilo za sektor javnih dobrin polno izzivov, povezanih predvsem s pričakovani vlagateljev, kdaj in za koliko se bo dvignila ključna obrestna mera. Tako približno se je gibal tudi globalni indeks javnih dobrin, ki je že drugo leto zapovrstjo ostal praktično nespremenjen; čeprav je bil v prvem delu leta v samem vrhu naložbenih skupin, pa je v drugem delu leta vso prednost izgubil. Poleti je namreč postalo očitno, da se bo zadnji mesec v letu v ZDA zgodil dvig obrestne mere, kar je na sektorjih, ki so občutljivi za takšne odločitve, pustilo velik negativen pečat. Zgodovinsko gledano je sektor javnih dobrin v mesecih pred prvim dvigom temeljne obrestne mere zaostajal za splošnim indeksom, saj se vlagatelj, ki iščejo dividendne donose, ponudijo tudi druge naložbene skupine, kot so obveznice, ki posledično postanejo atraktivnejše. Obrestna mera 10-letnih ameriških obveznic je ob koncu novembra dosegla 2,40 %, medtem ko povprečna dividendna donosnost ameriških podjetij iz sektorja javnih storitev znaša 3,5 %. Razlika, ki znaša 1,1 %, je zelo blizu meje 1 %, ki velja kot dolgoletno povprečje razlike med omenjenima kategorijama.

Trendi v pridobivanju električne energije ostajajo do okolja prijazno naravnani. V ZDA se je odvisnost od termoelektrarn v zadnjih 10 letih zmanjšala, in sicer s 50 % vse proizvedene elektrike na 33 % v letu 2015, in se je praktično izenačila s plinskimi elektrarnami. Do leta 2020 naj bi se delež elektrike iz termoelektrarn zmanjšal še na 25%. Strmo rast dosegajo proizvajalci elektrike iz obnovljivih virov, ki so v enakem obdobju delež povečali za 5 % in dosegajo

Tabela 33:
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Electric Utilities	59,6 %
Multi-Utilities	29,9 %
Gas Utilities	6,6 %
Independent Power Producers &	1,5 %
Water Utilities	2,4 %

Vir: Bloomberg 2016.

sedemodstotni tržni delež med proizvajalci električne energije. Zaradi vse bolj učinkovitih in vse manj energetsko potratnih aparatov se je zmanjšala rast prodaje elektrike, ki je še pred tremi leti – in to vse od leta 1949 – v povprečju znašala 4,1 % letno. Predvidena rast do leta 2030 znaša v povprečju 1,25 %, odvisna pa bo od ameriške gospodarske rasti in rasti prebivalstva. V Evropi se slika v zadnjem letu ni kaj dosti spremenila. Nemčija s svojo zeleno politiko stiska v kot proizvajalce električne energije. Cena elektrike se zaradi obilice dodatne ponudbe alternativnih proizvajalcev giba globoko pod 30 evri za kilovatno uro, na drugi strani pa potrošniki tega darila ne občutimo, saj nam regulatorji z novimi davki elektriko podražijo.

V letu 2016 lahko pričakujemo umirjeno politiko obrestnih mer in stabilno makro-okolje, kar bi predvsem v ZDA ob dodatnem izboljšanju razmer na trgu nepremičnin lahko vodilo k večji porabi elektrike na vseh področjih. Kljub rahlemu dvigu obrestne mere bo sektor z visokimi dividendami privlačen za vlagatelje, ki imajo radi podjetja s stabilnim denarnim tokom in več desetletnimi rastočimi dividendami.

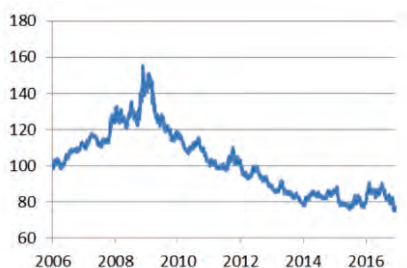
Gibanje sektorja

Slika 97:
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 98:
Relativno gibanje S&P 1200 Utilities in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

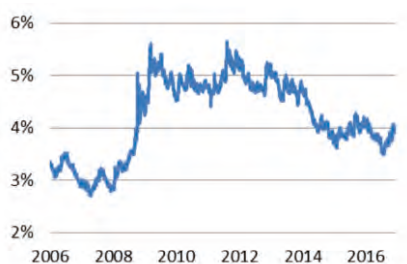
Vrednotenje sektorja

Slika 99:
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 100:
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2016.

Strmo rast dosegajo proizvajalci obnovljivih virov.

Največja podjetja v sektorju

Top 10	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NEXTERA ENERGY	ZDA	52.534	18,75	2,28	10,79
DUKE ENERGY	ZDA	49.219	16,22	1,29	10,07
SOUTHERN	ZDA	44.421	16,61	1,93	12,33
DOMINION RESOURCES	ZDA	44.127	19,74	3,14	14,31
NATIONAL GRID	V. BRITANIJA	41.049	14,43	2,75	10,78
ENEL	ITALIJA	40.585	12,58	1,16	6,49
IBERDROLA	ŠPANIJA	37.161	14,16	1,03	8,84
EXELON	ZDA	30.248	13,07	1,24	8,63
ENGIE	FRANCIJA	29.126	11,71	0,70	5,41
AMERICAN ELECTRIC POWER	ZDA	28.372	16,17	1,74	9,40

Vir: Bloomberg 2016.



mag. Rene Redžić

Velika občutljivost obveznic za spremembe obrestnih mer

Obvezniški trgi

V letu 2017 lahko pričakujemo trend povečevanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, zaradi večjih inflacijskih pričakovanj pa tudi zviševanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda krajše ročnosti ter v državnih obveznicah, vezanih na gibanje inflacije. V Evropi 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 sektorja finančnih storitev ter znotraj sektorja podrejeni bančni dolg. Pri državah v razvoju je treba biti selektiven. Prednost dajemo podjetniškim obveznicam znotraj obeh naložbenih razredov krajše in srednje ročnosti.

Še eno zahtevno leto

V trenutnem okolju zgodovinsko nizkih obrestnih mer se investitorji v dolžniške vrednostne papirje soočajo z dilemo, kje iskati naložbe, ki bodo prinašale ustrezen donos ob še sprejemljivem tveganju, ki ga prinašajo takšne naložbe. Investitorji v dolžniške vrednostne papirje sicer ustvarjajo donos iz prejetih obresti ter morebitnih kapitalskih dobičkov, nizka zahtevana donosnost obveznic pa v danih okoliščinah ponuja le majhno nadomestilo za investitorje, ki so izpostavljeni velikemu tveganju izgube kapitala. Takšno okolje zahteva ustrezno prilagajanje naložbenih portfeljev.

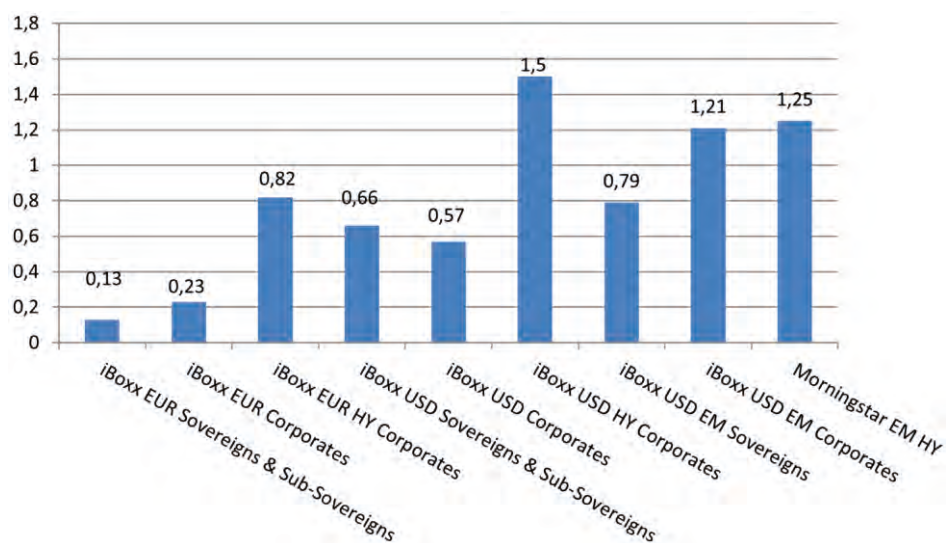
V času povečane negotovosti na trgih investitorjem koristi kazalnik, ki kaže, kakšna bi morala biti sprememba obrestne mere, da bi se to izrazilo kot izguba kapitala v naložbenem portfelju. Pri večini dolžniških naložb, ki jih imamo v posesti na daljši rok,

se manjša sprememba obrestne mere običajno ne izrazi kot izguba kapitala, saj naložba ustvari pozitiven donos s prejetimi obrestmi. Na neki točki, ki jo lahko imenujemo točka preloma, pa zvišanje obrestnih mer že povzroči izgubo kapitala. Poznati točko preloma je pomembno za investitorje in sprejemanje investicijskih odločitev. Ob predpostavki, da vsi drugi dejavniki ostanejo nespremenjeni, je naložbena kategorija z najvišjo točko preloma tista, ki bo najbolj »kljubovala« dvigu obrestnih mer.

V ameriški investicijski družbi DoubleLine so razvili kazalnik (tako imenovani Shermanov koeficient), ki kaže zgoraj opisano točko preloma. S pomočjo kazalnika merimo pričakovani donos na enoto tveganja (donos/trajanje), kar nam omogoča ustrezno primerjavo med naložbenimi kategorijami. Interpretacija kazalnika je dokaj enostavna. Denimo, da dobimo vrednost kazalnika 1. V tem primeru velja, da bi morale obrestne mere v prihodnjih 12 mesecih zrasti za 100 bazičnih točk (1%), da bi se to pokazalo kot negativna donosnost sklada. Nižji je kazalnik, manjša mora biti sprememba (rast) obrestne mere, da vpliva na donosnost sklada.

Na spodnji sliki lahko na primeru reprezentativnih obvezniških indeksov iz družine Markit Iboxx ter Morningstar ugotovimo, da je Shermanov koeficient krepko pod mejo 1, ki je bila dosežena v predkriznem obdobju, pri praktično vseh naložbenih razredih, izrazito nizek pa je pri evropskih državnih in podjetniških obveznicah. Opazno naraste le pri evropskih in ameriških podjetniških obveznicah zunaj naložbenega razreda (tako imenovanih »high yield« – HY) ter podjetniških obveznicah iz držav v razvoju.

Slika 101: Shermanov koeficient



Vir: Markit 2016, lasten izračun.

V nadaljevanju podajamo pogled družbe Citi Research na pričakovane donose na dolžniških trgih v letu 2017. Pri tem upoštevajo morebitno kapitalsko rast (izgubo) in donos iz prejetih obresti. Priporočila gredo v smeri zmanjševanja izpostavljenosti oziroma zavzetja nevtralne pozicije pri državnih obveznicah, tako ameriških, obrobnih držav z območja evra ter pri obveznicah iz držav v razvoju v lokalni valuti. Izjema so državne obveznice jedrnih držav območja evra ter britanske državne obveznice. Prav tako je po mnenju Citi Researcha smiselno zmanjšati izpostavlje-

nost do dolarskega dolga državnih in podjetniških obveznic iz držav v razvoju zaradi predvidene rasti dolarja in s tem zviševanja stroškov zadolževanja zaradi valutnih razlik, nadpovprečne pretekle rasti tovrstnih obveznic na letni ravni, krepitve protekcionizma ter trenda zmanjševanja neposrednih tujih investicij in odtoka kapitala iz držav v razvoju. V splošnem velja, da so pričakovani donosi v letu 2017 precej pod povprečjem preteklih let v praktično vseh naložbenih segmentih, v nekaterih segmentih celo negativni.

Pričakujemo lahko podpovprečne donose.

Tabela 34: Napovedi in pričakovani donosi v letu 2017

	Spot*	Napoved	Pričakovani donos
Državne obveznice**			
ZDA	2,38	2,60	0,0 %
EMU	1,08	0,99	3,1 %
Nemčija	0,28	0,15	2,7 %
Japonska	0,03	0,00	0,2 %
Velika Britanija	1,42	1,13	5,8 %
Države v razvoju (lokalna valuta)	–	–	–0,8 %
Podjetniške obveznice***			
Citi US IG	131	155	0,8 %
Citi US HY	490	575	–0,3 %
iBoxx EUR IG	90	100	1,1 %
iBoxx EUR HY	345	400	1,1 %
Citi ESBI EM v USD	354	370	2,9 %

*Podatki z dne 30. 11. 2016.

** Napovedi obresti se nanašajo na zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic, pri EMU gre za tehtano povprečje zahtevanih donosnosti.

*** Napovedi razmikov se nanašajo na kreditne razmike v bazičnih točkah, pričakovani donos upošteva tudi stopnjo neplačil obveznosti (na primeru US IG 0 %, EUR IG 0 %, US HY 4,11 %, EUR HY 2,19 %, ESBI EM 0 %).

Vir: Citi Research in Bloomberg 2016.

ZDA – v ospredju fiskalna politika in normalizacija obrestnih mer

Po mesecih predvolilne bitke, ki je zaposlovala svetovne medije in seveda tudi vlagatelje, so v ZDA v začetku novembra izvolili novega predsednika. To je nepričakovano postal Donald Trump, kar kratkoročno prinaša večjo negotovost na kapitalske trge. Zdi se, da se z njegovo zmago dokončno spreminja tudi politična paradigma prejšnjih let, ki je v ospredju postavljala monetarno politiko. Monetarna politika je opravila svoje in čas je, da štafetno palico prevzame fiskalna politika. Po mnogih letih varčevanja in zmanjševanja proračunskih primanjkljajev prav zdaj, prvič po koncu velike gospodarske krize iz let 2007–2009, fiskalna politika postaja stimulatívna. K tej spremembi miselnosti je precej pripomogel vzpon takšnih populističnih politikov, kot je Trump. Fiskalna vzdržnost se tako znova prestavlja v ozadje in tak razplet je pozitiven za svetovno gospodarstvo ter za delniške trge, manj pa za dolžniške trge, saj bolj ekspanzivna fiskalna politika s seboj prinaša večje proračunske primanjkljaje držav kot tudi večje inflatorne učinke.

Zahtevana donosnost referenčnih 10-letnih ameriških državnih obveznic se je julija 2016 znižala na vsega 1,3 % (kljub takratnim dobrim gospodarskim podatkom), najverjetneje tudi zaradi izglasovanega izstopa Velike Britanije z območja evra. Sledilo je zviševanje zahtevane donosnosti, tudi na račun podobnega trenda pri japonskih in evropskih državnih obveznicah. Že pred ameriški volitvami je bila opazna rast inflacijskih pričakovanj v ZDA, najverjetneje zaradi naraščajočih cen nafte in drugih energentov. Ob teh dejavnikih ter presenetljivem izidu ameriških volitev so vlagatelji dobili nov razlog za zmanjšanje izpostavljenosti do dolžniških naložb.

Večjega zvišanja stopnje inflacije v ZDA sicer v prihodnjem letu najverjetneje ne bo, trenutno zviševanje zahtevane donosnosti pa gre pripisati predvsem rasti realnih donosov in večjim pričakovanjem glede prihodnjih donosov obveznic (pričakovani dvigi obrestne mere v ZDA v letu 2017).

Zviševanje zahtevane donosnosti državnih obveznic

Slika 102: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice



Vir: Bloomberg 2016.

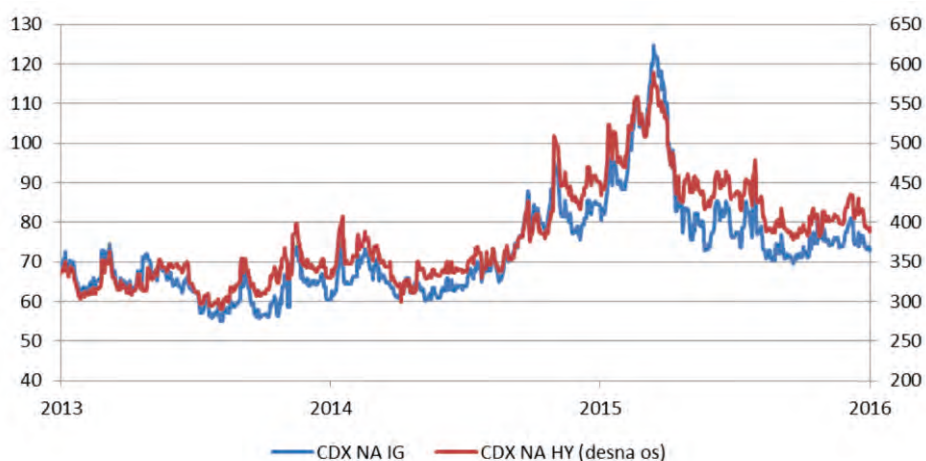
Visoki ustvarjeni pretekli donosi v segmentu ameriških podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Spreminja se paradigma o okolju nizke inflacije, ki je veljala v obdobju po finančni krizi.

Zviševanje zahtevane donosnosti državnih obveznic se kaže v večji občutljivosti kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah. Dokazano je, da ustvarjenim donosom pogostokrat sledijo denarni tokovi v posameznih naložbenih segmentih in ne obratno. Zviševanju zahtevane

donosnosti državnih obveznic, ki jih investitorji štejejo kot merilo netvegane obrestne mere, do neke mere sledijo denarni odlivi tudi iz segmenta podjetniških obveznic, kar dodatno povečuje kreditne razmike. Spodnja slika prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS) na primeru ameriških družb. Primerjalni indeks Markit CDX NA IG predstavlja gibanje CDS na primeru 125 ameriških družb znotraj naložbenega razreda, Markit CDX NA HY pa gibanje CDS 100 ameriških družb zunaj naložbenega razreda.

Stopnja neplačil obveznosti se znižuje.

Slika 103: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2016.

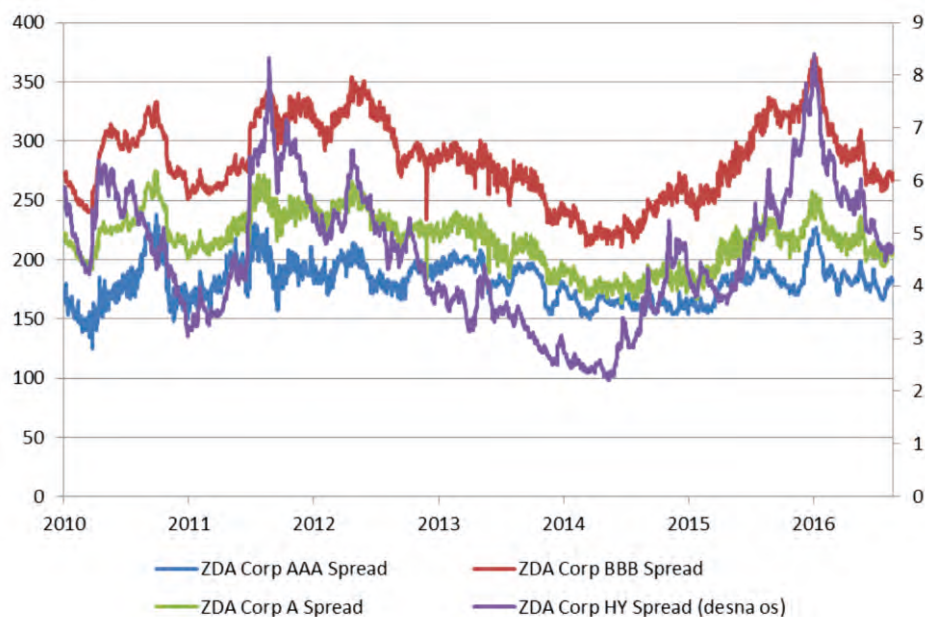
Opazna je pozitivna korelacija med naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih petih letih v povprečju znaša 0,76). V primerjavi z obveznicami znotraj naložbenega razreda so obveznice ameriških družb zunaj naložbenega razreda med koncem leta 2015 in začetkom leta 2016 doživele še močnejši popravek na trgih.

Poleg dviga obrestne mere Fed v decembru 2015 je na kreditne razmike vplivalo tudi močno zvišanje stopnje neplačil obveznosti, še zlasti zaradi podjetij iz sektorja energije. Stopnja neplačil obveznosti je takrat po letu 2009 dosegla nove vrhove. Po marcu 2016 so se kreditni

razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibali v podobni smeri. Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 316 bazičnih točk, kar je slabe štiri bazične točke več od zgodovinskega povprečja zadnjih štirih let. V primerjavi z referenčno 10-letno ameriško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih šestih let. Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da so razmiki med razredi AAA/BBB in A/BBB pod dolgoročnimi povprečji (AAA/BBB za 27 bazičnih točk, A/BBB za 11 bazičnih točk).

Razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečji

Slika 104: Gibanje razmikov znotraj bonitetnih razredov



Vir: Bloomberg 2016.

Zanimivi so podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda in podrejeni dolg.

Na primeru ameriških podjetij ugotavljamo, da finančni vzvod podjetij ostaja nadpovprečno visok. Stopnja neplačil obveznosti se bo v letu 2017 predvidoma znižala (po oceni Moody's pod 4 %), tudi po zaslugi okrevanja surovinskih trgov. Velika zadolženost podjetij ostaja podprta z nizkimi stroški zadolževanja. Menimo, da višji pričakovani donosi pri ameriških podjetniških obveznicah v primerjavi s podjetniškimi obveznicami drugih razvitih držav niso dovolj tehten razlog za zmanjševanje kreditnih razmikov v tem naložbenem segmentu, upoštevajoč tudi visoka vrednotenja podjetij ter restriktivnejšo politiko Fed. V okolju zviševanja zahtevane donosnosti prihajajo v ospredje ciklične panoge, kjer dajemo prednost finančnemu sektorju (banke in zavarovalnice). Zanimiv se nam zdi zlasti podrejeni dolg (Tier 1) izdajatelj z visokimi količniki kapitalne ustreznosti.

Ključna priporočila: V ZDA narašča obrestno tveganje v obliki višjih tržnih obrestnih mer, zato ni smotno povečevati izpostavljenosti do državnih (izjema so državne obveznice, vezane na gibanje inflacije) in podjetniških obveznic daljših ročnosti ter manj kakovostnih podjetniških

obveznic znotraj naložbenega razreda, katerih kreditni razmiki so se nadpovprečno zmanjšali. Glede na to, da so obveznice zunaj naložbenega razreda manj korelirane z gibanjem obrestnih mer, in glede na zniževanje stopnje neplačil obveznosti ocenjujemo, da je smiselno v ZDA v letu 2017 poiskati naložbene priložnosti predvsem znotraj tega segmenta krajše ročnosti.

Tabela 35: Ključna priporočila za ZDA

Kategorija	Referenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
HY	>	IG
Bonitetna ocena AA/A/BB	>	Bonitetna ocena BBB
Finančni sektor	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0-5 let (ročnost)	>	5-10 let/10-30 let (ročnost)

Evropa – vse kaže na obrat trenda

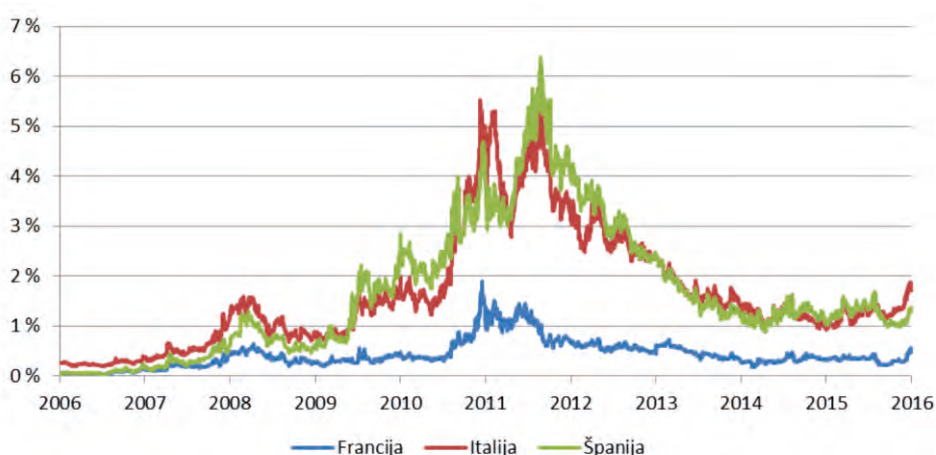
Zadnja napoved ECB za prihodnje leto kaže na gospodarsko rast območja evra v višini 1,7 %. Inflacija naj bi dosegla 1,3 %. Tveganja za nedoseganje napovedane gospodarske rasti vidimo v restriktivnejši politiki ameriškega Feda in kreplitvi dolarja, kar lahko vpliva na gospodarsko rast držav v razvoju, saj se zvišujejo stroški njihovega zadolževanja (čezmejnega dolarskega dolga je po ocenah za dobrih 10.000 milijard dolarjev). Šibke lokalne valute držav v razvoju terjajo kapitalske kontrole in (ali) dvige obrestnih mer, kar negativno vpliva na globalno gospodarsko rast. Kljub rasti inflacijskih pričakovanj v Evropi menimo, da ECB pri stopnji inflacije v prihodnjem letu ne bo izpolnila svojega mandata. Nadalje menimo, da so obrestne mere dosegle svoje dno in lahko v prihodnjih letih pričakujemo postopen obrat trenda (rastoče obrestne mere in posledično zviševanje zahtevanih donosnosti obveznic). ECB z zadnjo potezo, ko se bodo predvideni nakupi obveznic z aprilom 2017 zmanjšali za 20 milijard evrov na mesečni ravni, odpira vrata postopnemu opuščanju programa kvantitativnega sproščanja ter povečuje negotovost na trgih. V takšnih razmerah smo v segmentu državnih

obveznic bolj naklonjeni obveznicam iz jedrnih držav (Nemčija, Finska, Nizozemska, Avstrija). Populizem in rastoče politično tveganje v Evropi (neizglasovane ustavne spremembe v Italiji in posledična nezaupnica vladi Mattea Renzija, nizozemske parlamentarne volitve in predsedniške volitve v Franciji prihodnje leto z možnostjo vzpona skrajne desnice) dodatno vodita v zviševanje zahtevane donosnosti obrobni držav s slabšo makroekonomsko sliko (Italija, Portugalska). Pri Portugalski se postavlja tudi vprašanje vzdržnosti bančnega sistema in napoveduje spremenjena bonitetna ocena bonitetne agencije DBRS. Znižanje pod prag naložbenega razreda bi pomenilo, da portugalske državne obveznice niso več primerne za odkup pri ECB.

Spodnja slika prikazuje razmike v donosnosti izbranih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Za Francijo in Italijo so razmiki nad dolgoročnim povprečjem zadnjih 10 let (premija za politično tveganje), za Španijo pa slabih 40 bazičnih točk pod dolgoročnim povprečjem.

Obrestne mere so dosegle dno.

Slika 105: Razmiki v donosnosti v primerjavi z 10-letno nemško obveznico



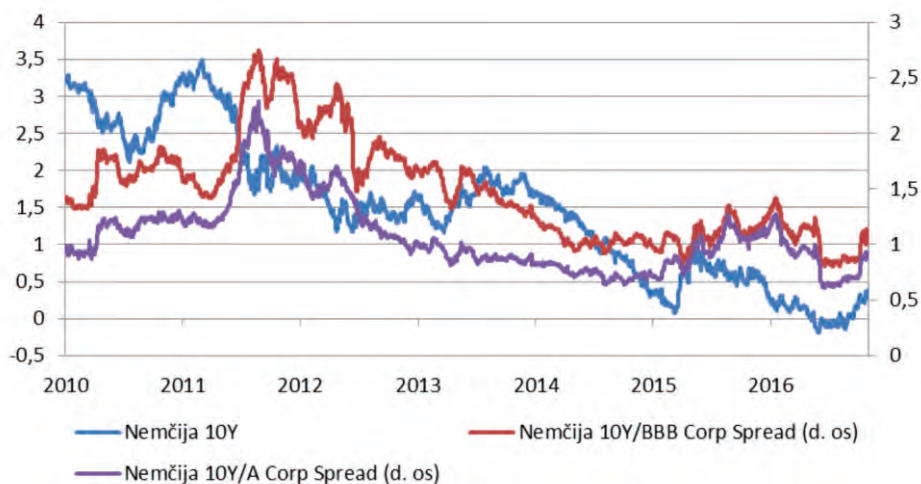
Vir: Bloomberg 2016, lasten izračun.

Divergenca zahtevanih donosov znotraj državnih obveznic

Pretekli donosi v segmentu evropskih podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Podjetniške obveznice znotraj naložbenega razreda bodo imele tudi v letu 2017 podporo ECB, ki verjetno ne bo zmanjševala trenutnega obsega nakupov znotraj programa CSPP. Pričakujemo lahko, da bo ECB odkupila med 80 in 100 milijardami evrov dolga, kar znaša po podatkih Citigroup dobro polovico predvidenega neto izdanega dolga evropskih podjetij v letu 2017. Čeprav imamo pri evropskih družbah opravka z rekordnimi razlikami med stroški kapitala in stroški dolga, ostajajo družbe pri svoji finančni strategiji precej konservativne. Evropske družbe se v zadnjih petih letih niso bistveno zadolževale, izjema so le

nekatero družbe z visoko tržno kapitalizacijo, ki so se zadolževale pretežno za namene prevzemov. Ocenjujemo, da so evropske družbe ugodno vrednotene, pretekla razdolžitvev družb pa ugodno vpliva na stopnjo neplačil obveznosti, ki bo po mnenju bonitetne agencije Moody's tudi v letu 2017 ostala na nizkih ravneh blizu 2 %. V primerjavi z referenčno 10-letno nemško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih šestih let. Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da so razmiki med razredi AAA/BBB in A/BBB pod dolgoročnimi povprečji (AAA/BBB za 43 bazičnih točk, A/BBB za 23 bazičnih točk).

Slika 106: Gibanje razmikov državne vs. podjetniške obveznice

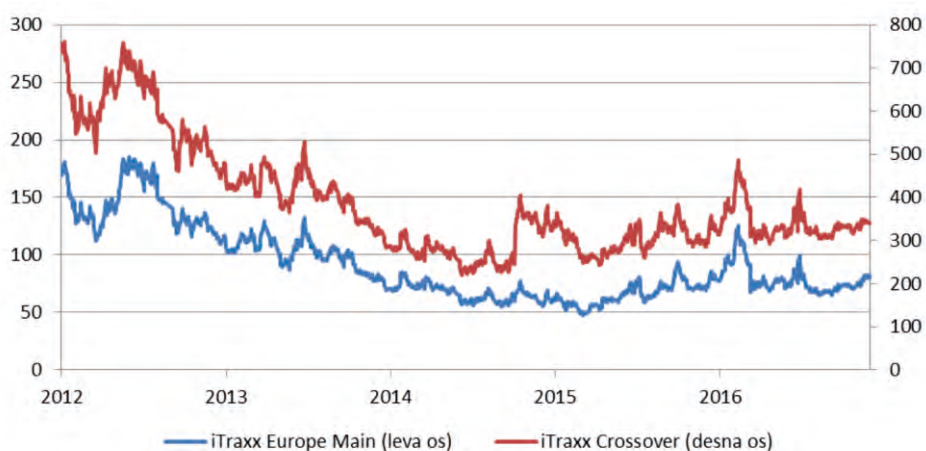


Vir: Bloomberg 2016, lasten izračun.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main predstavlja gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, 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 zadnjih dveh letih pa se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v

podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih šestih letih v povprečju znaša 0,88). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 259 bazičnih točk, kar je v skladu z zgodovinskim povprečjem zadnjih štirih let. Menimo, da se bodo tveganja glede opuščanja programa kvantitativnega sproščanja ter rastoča inflacijska pričakovanja pokazala v povečevanju kreditnih razmikov v obeh naložbenih segmentih podjetniških obveznic.

Slika 107: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2016.

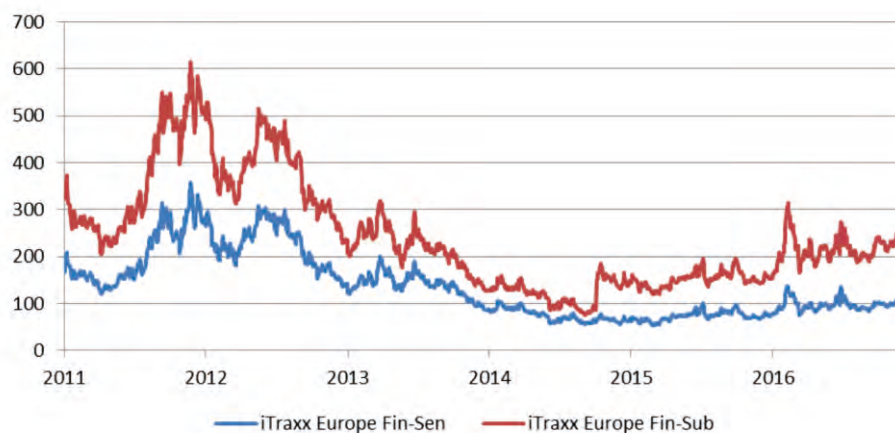
V okolju višje zahtevane donosnosti prihajajo v ospredje ciklične panoge, kjer dajemo prednost finančnemu sektorju (banke). Zdi se, da je po 10 letih od začetka finančne krize regulatorno okolje končno nekoliko bolj naklonjeno finančnemu sektorju, kar bi lahko pozitivno vplivalo na dobičkonosnost bank. Potrebe po financiranju bank ostajajo skromne, v prihodnjem letu zapade veliko finančnega dolga, ki pa ne bo v enaki meri refinanciran. Posledično se bo ponudba tovrstnega dolga v letu 2017 dodatno zmanjšala. Zanimiv se nam zdi zlasti podrejeni dolg (Tier 2) izdajateljcev z visokimi količniki kapitalske ustreznosti ter s prihodnjim letom dopuščen podrejeni kratkoročni dolg, ki se bo lahko delno všteval v regulatorni minimalni kapital, a le za potrebe kritja tržnih tveganj (Tier 3).

Na primeru 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 okrepanju evropskega finančnega sektorja in iskanju donosnejših 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 tema vrstama dolga so se vse do letošnjega januarja ohranjali na podobnih ravneh. Ob povečanih finančnih tveganjih (Brexit in njegov vpliv na britanske banke, težave italijanskega in portugalskega bančnega sistema) se je razmik med navadnim in podrejenim dolgom nadpovprečno povečal. Trenutno znaša 137 bazičnih točk, kar je slabih 40 bazičnih točk več od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Evropske družbe ne povečujejo dolga.

Slika 108: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2016.

»TOP pick« so podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda in podrejeni bančni dolg.

Ključna priporočila: V Evropi se je trend upadanja obrestnih mer ustavil, naraščajo inflacijska pričakovanja, zato ni smotno povečevati izpostavljenosti do državnih (izjema so državne obveznice, vezane na gibanje inflacije) in podjetniških obveznic daljših ročnosti ter manj kakovostnih podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda, katerih kreditni razmiki so se

nadpovprečno zmanjšali. Glede na to, da so obveznice zunaj naložbenega razreda manj korelirane z gibanjem obrestnih mer in glede na nizko stopnjo neplačil obveznosti ocenjujemo, da je v Evropi v letu 2017 smiselno poiskati naložbene priložnosti predvsem znotraj tega segmenta krajše ročnosti. Prav tako bi v ospredje postavili podrejeni bančni dolg.

Tabela 36: Ključna priporočila za Evropo

Kategorija	Preferenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
HY	>	IG
Bonitetna ocena AA/A/BB	>	Bonitetna ocena BBB
Finančni sektor	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let (ročnost)	>	5–10 let/10–30 let (ročnost)

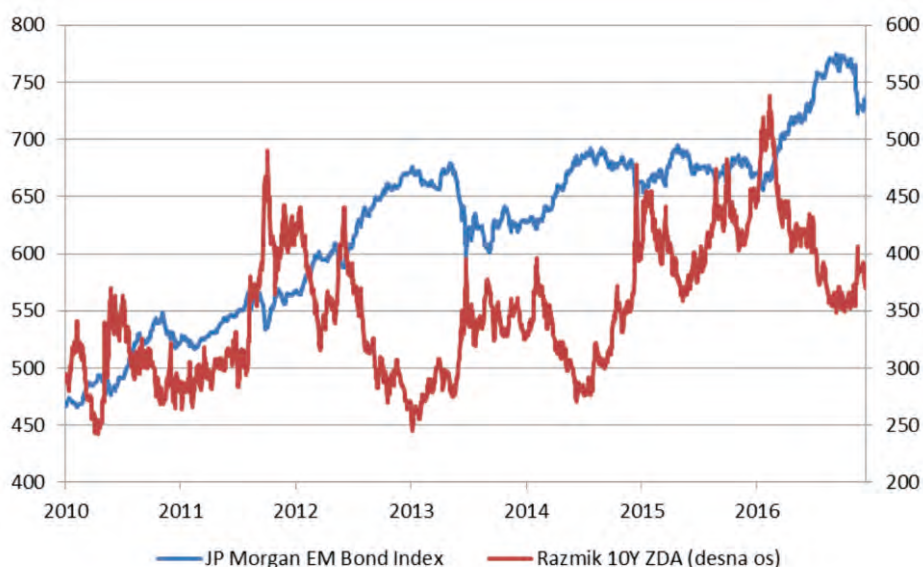
Trgi v razvoju – previdnost in selektivnost

Investitorji na trgih v razvoju so bili po turbulentnem januarju (skrbi zaradi ohlajanja Kitajske) v nadaljevanju leta deležni nadpovprečne rasti na dolžniških trgih. V iskanju donosov (rekordni prilivi v obvezniške sklade kot posledica nizkih obrestnih mer v razvitih državah), ob izboljšanem političnem in makrookolju, ohlapnejših monetarnih politikah centralnih bank držav v razvoju ter ob stabilizaciji

surovinskih trgov je reprezentativni indeks JP Morgan EM Bond, ki ga sestavljajo pretežno državne obveznice iz držav v razvoju, vse do začetka letošnjega novembra zrasel za dobrih 14 %. Po nepričakovani zmagi Donalda Trumpa, ki s seboj prinaša protekcionistične ukrepe in krepitev ameriškega dolarja, pa je obvezniški indeks upadel za slabih 5 %.

Nadpovprečna rast obveznic

Slika 109: Gibanje indeksa obveznic iz držav v razvoju in razmikov glede na 10Y ZDA



Vir: Bloomberg 2016.

Potrebna bo selektivnost.

V ZDA prihaja v ospredje fiskalna politika, ki prinaša večje inflatorne učinke in višjo pričakovano donosnost ameriških državnih obveznic, posledično tudi obveznic iz držav v razvoju. Tveganje naraščajočih obrestnih mer v ZDA se bo izrazilo tudi v valutnem tveganju v državah v razvoju ter s tem v obveznicah v lokalnih valutah. Prav tako je pričakovati podpovprečne donose na dolarskem delu dolga državnih in podjetniških obveznic, kjer se ob močnejšem dolarju zvišujejo stroški zadolževanja v tem naložbenem segmentu. Zgornji dejavniki govorijo v prid povečevanju razmikov (trenutno 369 bazičnih točk, kar je 20 bazičnih točk nad

povprečjem zadnjih sedmih let) nasproti ameriškim referenčnim obveznicam, svoje lahko dodajo tudi pričakovani manjši prilivi v obvezniške sklade. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko ter ob stabilizaciji surovinskih trgov tudi državam izvoznicam surovin. V prihodnjem letu tuji analitiki pričakujejo znižanje temeljnih obrestnih mer v Indiji, na Tajskem, v Braziliji, Čilu, Kolumbiji, Ukrajini in Rusiji. Na drugi strani je mogoč dvig obrestnih mer v Turčiji in Mehiki, države vzhodne in jugovzhodne Evrope (izjema je Romunija) ter Kitajska pa najverjetneje ne bodo posegale na področje obrestnih mer.

Podjetniške pred državnimi obveznicami

Po slabem začetku leta so bili investitorji deležni tudi nadpovprečne rasti v segmentu podjetniških obveznic (razmiki glede na državne obveznice so trenutno 30 bazičnih točk pod dolgoročnim povprečjem). Nižji stroški zadolževanja družb, stabilizacija surovinskih trgov ter izboljšano makro- in mikrookolje govorijo v prid dobremu poslovanju teh družb v letu 2017 ter izboljšanim temeljnimi kazalniki poslovanja (po podatkih Barclays bo predvidena povprečna rast EBITDA v letu 2017 na primeru indeksa MSCI EM 11 %), prav tako ne pričakujemo, da bi se povečeval njihov finančni vzvod.

Stopnja neplačil obveznosti podjetij iz držav v razvoju naj bi se ob zgoraj navedenih podpornih dejavnikih znižala z letošnjih 3,8 % na 1,5 do 2,5 % v letu 2017.

Ključna priporočila: Tveganje naraščajočih obrestnih mer v ZDA se bo izrazilo v valutnem tveganju v državah v razvoju ter s tem v obveznicah v lokalnih valutah. Prav tako je pričakovati podpovprečne donose na dolarskem delu dolga državnih in podjetniških obveznic, kjer se ob močnejšem dolarju zvišujejo stroški zadolževanja v tem naložbenem segmentu. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko ter ob stabilizaciji surovinskih trgov tudi državam izvoznicam surovin. Stroški zadolževanja družb iz držav v razvoju so se v letu 2016 pomembno znižali, finančni vzvod podjetij se ne povečuje. Posledično pričakujemo nižjo stopnjo neplačil obveznosti podjetij. Kljub podpovprečnemu razmiku med podjetniškimi in državnimi obveznicami dajemo prednost podjetniškim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

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

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

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



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