

**POGLED 2018**

Robustna gospodarska rast kot dobra podlaga  
za preobrat v monetarni politiki



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

<u>3</u>	Povzetek
<u>6</u>	Delniški trgi po regijah
<u>6</u>	- ZDA (dr. Uroš Vek)
<u>16</u>	- Evropa (Aleš Šoba, CFA)
<u>24</u>	- Japonska (dr. Uroš Vek)
<u>30</u>	- EM – države v razvoju (mag. Jure Dubravica)
<u>46</u>	Delniški trgi po sektorjih
<u>46</u>	- Energetika (Uroš Selič)
<u>48</u>	- Surovine in predelovalna industrija (Damjan Kovačič)
<u>50</u>	- Industrija (mag. Jure Dubravica)
<u>52</u>	- Trajne potrošne dobrine (Aleš Šoba, CFA)
<u>54</u>	- Osnovne potrošne dobrine (Aleš Grbič)
<u>56</u>	- Zdravstvo (mag. Barbara Gačnik)
<u>58</u>	- Finančne storitve (Damjan Kovačič)
<u>60</u>	- Informacijska tehnologija (Aleš Grbič)
<u>62</u>	- Telekomunikacije (mag. Barbara Gačnik)
<u>64</u>	- Javna oskrba (Uroš Selič)
<u>66</u>	Obvezniški trgi (mag. Rene Redžič)
<u>77</u>	Kazalniki in referenčni grafi

---

# Povzetek

Leto 2017 si bomo zapomnili po zelo stabilnem makroekonomskem okolju, ki je dajalo močno podporo tveganim naložbam. V prvem polletju 2017 je bila globalna gospodarska rast nadpovprečna, saj je znašala 3,1%, medtem ko je bila v obdobju 2011–2016 zgolj 2,7%. Globalna rast ima robustne temelje, saj se je brezposelnost v razvitih državah znižala na eno izmed najnižjih ravni od svetovne finančne krize, in sicer na 5,7%. Za ta gospodarski cikel je značilno, da se je dotaknil praktično vseh regij, saj je standardni odklon rasti med 177 državami na svetu eden izmed najmanjših po letu 2000.

V naslednjem letu pričakujemo nadaljevanje pozitivnih gospodarskih trendov v smeri sinhrono in uravnotežene globalne gospodarske rasti. Večina razvitih držav posluje blizu potencialnega BDP ali celo nad njim. Sprejeta nova davčna reforma v ZDA obeta povečanje gospodarske rasti za okrog 0,5 odstotne točke. Hkrati ne pričakujemo bistvenega povečanja inflacijskih pritiskov. V letu 2018 se tako napovedujejo trije dvigi obrestnih mer najmočnejše centralne banke na svetu, ameriškega Feda. Evropa ni več bolni člen svetovnega gospodarstva. Po letih razočaranj evroobmočje dosega največjo gospodarsko rast v zadnjem desetletju. Lahko rečemo, da smo trenutno sredi zlatega obdobja, kjer uživamo nadpovprečno gospodarsko rast ob nizki inflaciji. Pri tem pa je najbolj zanimivo, da se analitiki strinjajo, da je ta rast ena najbolj uravnoteženih in robustnih, kar daje upanje, da je pred nami še nekaj let mirne gospodarske plovbe. Največje tveganje je tehnična ločitev EU in Velike Britanije oziroma Brexit. Podobno kot v Evropi je v državah v razvoju na prvem mestu politično tveganje, in sicer zaostrovanje konflikta med ZDA in Severno Korejo ter morebitno zaostrovanje trgovinske politike ZDA, predvsem do Mehike in Kitajske. Globalno gledano so sicer tveganja, ki bi lahko

ogrozila nadaljevanje uravnotežene gospodarske rasti, relativno majhna.

Bistvenih sprememb pri naši investicijski tezi nismo naredili. Še vedno menimo, da so delniške naložbe atraktivnejše od obvezniških. Pri globalni razpršitvi delniških naložb dajemo prednost evropski regiji, kjer so vrednotenja ugodnejša in se dobičkonosnost evropskih podjetij v primerjavi z ameriškimi izboljšuje. Na drugi strani so ameriške delnice relativno kot zgodovinsko gledano visoko vrednotene. Tokrat bi v ospredje postavili tudi japonski delniški trg, saj je bila rast delniških tečajev v letu 2017 posledica rasti dobičkov podjetij in ne dviga multiplikatorjev. Poleg tega je japonski delniški trg zgodovinsko gledano pod dolgoročnim povprečjem na podlagi primerjave z več multiplikatorji. Pretekla rast delniških trgov držav v razvoju pa je povzročila, da te delnice niso več bistveno podcenjene, temveč so se vrednotenja približala dolgoročnim povprečjem.

- **ZDA** – Rast ameriškega gospodarstva se je v drugem in tretjem četrtletju 2017 pospešila. Mednarodni denarni sklad (IMF) za prihodnja leta napoveduje nadaljevanje pozitivnega trenda in rast, ki bo nad potencialnim BDP. V prihodnjih četrtletjih lahko pričakujemo tudi nadaljevanje trenda rasti potrošnje in investicij. Centralna banka bo sledila gradualizmu pri dvigovanju obrestnih mer, saj primanjkuje inflacijske inercije. Poslovno leto 2017 je bilo za ameriška podjetja zelo uspešno, saj je dobiček na delnico zrasel za več kot 11% v primerjavi z enakim obdobje lani. Razlog za skokovito rast dobičkov gre pripisati ponovni profitabilnosti ameriškega energetskega sektorja. Ameriški delniški indeksi so v večletnem bikovskem trendu, kar je pripeljalo do vrednotenj, ki so zgodovinsko in relativno gledano bistveno nad povprečjem.

---

• **EVROPA** – Okrevanje evroobmočja je v letu 2017 presenetilo večino ekonomistov. Rast naj bi po mnenju evropske komisije znašala 2,2 %, kar je krepko nad napovedmi z začetka leta, ki so bile pri 1,7 %. Po dvojni recesiji in več letih lažnih upanj zdaj vsi kazalniki kažejo, da je ta rast vzdržna in da smo končno priča »normalnemu« okrevanju. Tudi za naprej smo lahko optimistični. Tako kazalnik EC Economic Sentiment Indicator kot tudi proizvodni indeks nabavnih menedžerjev (PMI Manufacturing) sta na rekordnih vrednostih. Vrednotenja še naprej ostajajo med zanimivejšimi, še posebej nasproti ameriškim delnicam in tudi obveznicam. Zaradi tega menimo, da imajo evropske delnice še ogromno prostora za nadaljnjo rast v letu 2018.

• **JAPONSKA** – Japonsko gospodarstvo je dočakalo sedmo zaporedno četrletje gospodarske rasti. Pozitivno razpoloženje japonskih podjetij se zrcali tudi v gibanju investicij, ki so v zadnjem četrletju zrasle za 3 % na letni ravni. Ozko grlo japonskega gospodarstva je trg dela. Zmago zdajšnje vladne garniture na zadnjih volitvah lahko interpretiramo kot potrditev abenomike. Japonski delniški trg je bil edini med razvitimi državami, kjer je bila rast delniških tečajev posledica rasti dobičkov podjetij in ne dviga multiplikatorjev. Japonski delniški trg je zgodovinsko gledano pod dolgoročnim povprečjem na podlagi primerjave z več multiplikatorji.

• **EM – DRŽAVE V RAZVOJU** – Gospodarska rast držav v razvoju je bila v povprečju večja kot pretekla leta. Makroekonomsko okolje se bo v letu 2018 še bolj okrepilo. Povprečna gospodarska rast držav v razvoju bo po ocenah IMF v višini 4,6 % v letu 2017 in 4,9 % v letu 2018 ter 5 % v srednjeročnem prihodnjem obdobju. Rast tečajev delnic je bila ponovno

hitrejša kot na razvitih trgih. Razlike med vrednotenji, ki so obstajale v preteklih letih, se zmanjšujejo in dosegajo dolgoletna povprečja.

• **DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH** – V letu 2017 je bil najbolj donosen sektor informacijske tehnologije (+25,5 %), sledi sektor surovin (+8,9 %). Na drugi strani se je najslabše odrezal sektor energije (–12,2 %) in telekomunikacij (–8,6 %). V globalnem pogledu z vidika vrednotenja pozitivno izstopata sektorja finance in energija, medtem ko sta najvišje vrednotena sektorja osnovne potrošne dobrine in informacijska tehnologija.

• **OBVEZNICE** – V letu 2018 lahko pričakujemo trend povečevanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, zaradi večjih inflacijskih pričakovanj in opuščanja monetarnih spodbud pa tudi zviševanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic. 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 izdajatelji znotraj in zunaj naložbenega razreda nižje kakovosti ter krajše ročnosti. Prav tako bi omenili finančni sektor ter podrejeni dolg bank in zavarovalnic. Pri državah v razvoju je treba biti selektiven, saj naraščajo specifična državna tveganja. Prednost dajemo državnim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

Tabela 1: Hiter POGLED 2018 po državah

	Makroslika <sup>1</sup>	Vrednotenje <sup>2</sup>
<b>Razviti trgi</b>		
<b>ZDA</b>	↑	↓
<b>Japonska</b>	=	↑
<b>EU</b>	↑	↑
• Nemčija	↑	=
• Francija	↑	↑
• Italija	=	↑
• Španija	↑	↑
• Velika Britanija	=	=
<b>Trgi v razvoju</b>		
<b>Kitajska</b>	=	↑
<b>Indija</b>	↑	=
<b>Rusija</b>	↑	↑
<b>Brazilija</b>	=	=
<b>EM – Ex BRIC</b>	=	↑

Vir: Infond.

<sup>1</sup> Makroslika: pozitivna pričakovanja (↑), ne pričakujemo bistvenih sprememb (=), negativna pričakovanja (↓).

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

# Delniški trgi po regijah



dr. Uroš Vek

## ZDA: gospodarstvo pospešuje, vrednotenja naložb nadpovprečna

Ameriško gospodarstvo je v letu 2017 imelo hitrejšo rast, ta se je pospešila predvsem v drugem in tretjem četrtletju 2017, ko se je gibala okrog 3 % na letni ravni. IMF za prihodnja leta napoveduje nadaljevanje pozitivnega trenda in rast, ki bo nad potencialnim BDP. Glavna dejavnika gospodarske rasti v ZDA in s tem zapiranja proizvodne vrzeli sta bila ameriški potrošnik in v zadnjih nekaj četrtletjih predvsem privatne investicije. V prihodnjih četrtletjih lahko pričakujemo nadaljevanje podobnega trenda. Potrošnja gospodinjstev bo v prihodnje nadpovprečna, saj trenutne razmere na trgu dela nakazujejo na pomanjkanje delovno aktivnega prebivalstva, kar bo vodilo v hitrejši dvig plač in posledično večjo potrošnjo. Centralna banka bo sledila gradualizmu pri

dvigovanju obrestnih mer, saj primanjkuje inflacijske inercije. Rasti cen kljub mnogim monetarnim ukrepom ni opaziti. Osnovna inflacija, se pravi brez upoštevanja cene hrane in energentov, je v letu 2017 dejansko upadla in je v oktobru znašala okrog 1,8 % na letni ravni. Poslovno leto 2017 je bilo za ameriška podjetja zelo uspešno, saj je dobiček na delnico zrasel za več kot 11 % v primerjavi z enakim obdobjem lani. Razlog za skokovito rast dobičkov gre iskati v ponovni profitabilnosti ameriškega energetskega sektorja. Ameriški delniški indeksi so v večletnem bikovskem trendu, saj so od konca leta 2009 v povprečju na letni ravni dosegali dvoštevilčno rast, in sicer okrog 16 % merjeno v evrih. Posledično je to pripeljalo do vrednotenja, ki so zgodovinsko in relativno gledano bistveno nad povprečjem.

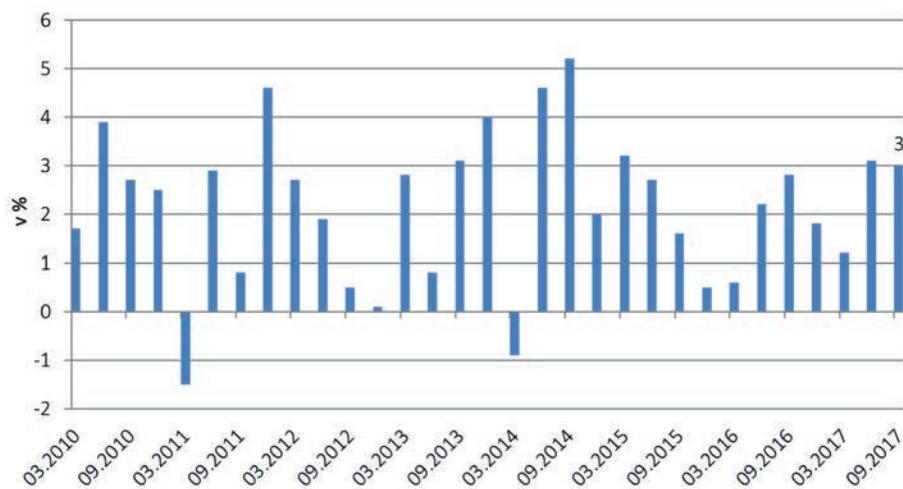
## Ameriško gospodarstvo je v drugi polovici 2017 pospešilo

V drugem in tretjem četrtletju 2017 se je rast pospešila.

Ameriško gospodarstvo je v letu 2017 raslo hitreje od pričakovanih, medtem ko je še v letu 2016 rast negativno presenetila. Predvsem v drugem in tretjem četrtletju 2017 se je rast pospešila in se je gibala okrog 3 % na letni

ravni. Za zadnje četrtletje 2017 so pričakovanja nekoliko manjša, a ne glede na to bo gospodarska rast v letu 2017 zadovoljiva in bo znašala okrog 2 % (IMF 2017).

Slika 1: Četrtletno gibanje rasti BDP ZDA – na letni ravni

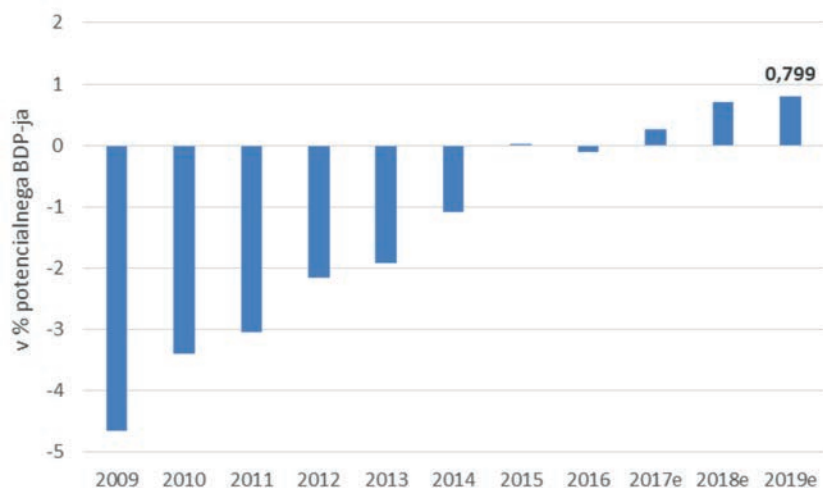


Vir: BEA 2017.

Gospodarsko okrevanje ZDA po svetovni finančni krizi iz leta 2008 je bilo šibko, predvsem če gledamo rast v luči povojnega obdobja. Hkrati je treba poudariti, da se je zmanjšala potencialna rast BDP. Na podlagi napovedi IMF se je proizvodna vrzel ZDA v

celoti zapolnila leta 2015, medtem ko je leta 2013 znašala še slaba 2 %. IMF za prihodnja leta napoveduje nadaljevanje pozitivnega trenda in rast, ki bo nad potencialnim BDP. Za leto 2019 ocenjuje, da bo rast za 0,8 % na potencialom ameriškega gospodarstva.

Slika 2: Proizvodna vrzel oziroma »output gap<sup>3</sup>« za ZDA



V prihodnje bo rast nad potencialnim BDP.

Ocena za leta 2017, 2018, 2019.

Vir: IMF World Economic Outlook, October 2017.

## K rasti pripomogle potrošnja in investicije

Glavna dejavnika gospodarske rasti v ZDA in s tem zapiranja proizvodne vrzeli sta bila ameriški potrošnik in v zadnjih nekaj četrletjih predvsem privatne investicije. Potrošnja gospodinjstev raste nadpovprečno, saj je ta rast v septembru 2017 na letni ravni znašala

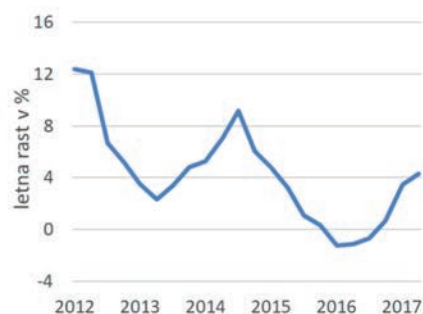
2,7 %, medtem ko je dolgoročno povprečje okrog 2,4 %. Še močnejši trend je opaziti pri privatnih investicijah v osnovna sredstva, ki so zrastle za 4,3 %, medtem ko je dolgoročno povprečje okrog 2,5 %.

Slika 3: Realna poraba v ZDA



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis 2017.

Slika 4: Privatne investicije v osnovna sredstva



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis 2017.

<sup>3</sup>Output gap oziroma proizvodna vrzel je razlika med dejanskim in potencialnim BDP države, izražena v odstotkih BDP. Negativna proizvodna vrzel nakazuje, da gospodarstvo deluje pod svojimi maksimalnimi proizvodnimi zmogljivostmi.

Dejavnika, ki sta negativno vplivala na gospodarsko rast, sta bila državna potrošnja in ustavitvev okrevanja nepremičninskega sektorja. Na začetku leta 2017 je bila rast investicij v nepremičnine, potrebne za bivanje,

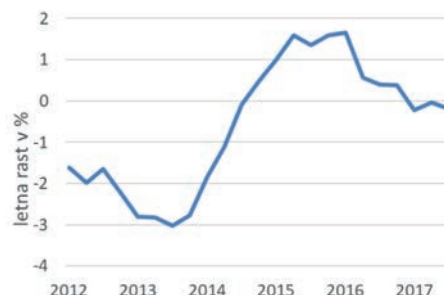
na dnu zadnjih petih let, vendar še vedno pozitivna. Državna potrošnja na drugi strani je sredi leta na letnih ravni imela rahlo negativno rast.

Slika 5: Realne investicije v nepremičnine



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis 2017.

Slika 6: Realna državna potrošnja



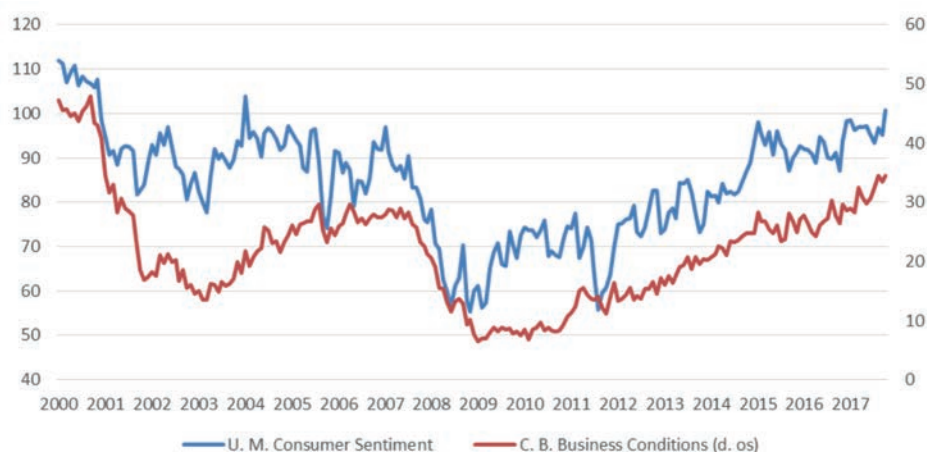
Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis 2017.

Investicije rastejo nadpovprečno.

V prihodnjih četrletjih lahko pričakujemo nadaljevanje podobnega trenda. Potrošnja gospodinjstev bo nadpovprečna, saj trenutne razmere na trgu dela nakazujejo na pomanjkanje delovno aktivnega prebivalstva,

kar bo vodilo v hitrejši dvig plač in posledično večjo potrošnjo. To se zrcali tudi v rasti zaupanja potrošnikov, ki je doseglo vrh po letu 2004.

Slika 7: Zaupanje potrošnikov in poslovna klima



Vir: Bloomberg 2017.

Zaupanju potrošnikov je sledila tudi krepitev ugodne poslovne klime, ki je prav tako na večletnem vrhu. Naraščanje zaupanja potrošnikov in ugodna poslovna klima se delno

zrcalita tudi v visokih ravneh vodilnih ameriških kazalnikov, kot sta CB US Leading Index<sup>4</sup> in ISM Manufacturing PMI,<sup>5</sup> ki nakazujeta prihodnje gibanje gospodarstva.

<sup>4</sup> CB US Leading Index vključuje deset kazalnikov, ki nakazujejo prihodnje gibanje gospodarstva.

<sup>5</sup> Indeks ISM Manufacturing PMI temelji na raziskavi Instituta of Supply Management, ki vključuje 300 podjetij in obravnava področja zaposlovanja, proizvodnje, zalog, novih naročil in dobav.



Slika 8: Gibanje vodilnih indeksov ameriškega gospodarstva



Vodilni kazalniki so na visokih ravneh.

Vir: Bloomberg 2017.

IMF-ova napoved gospodarske rasti za ZDA se giba okrog 2 %, medtem kot Barclays napoveduje 2,2-odstotno gospodarsko rast. Glede na to, da se vsi ključni kazalniki gibljejo v

smeri rasti in so na zelo visokih ravneh, je možno, da bodo napovedi gospodarske rasti za leto 2018 presežene.

Tabela 2: Napovedi za ZDA

	% sprememba glede na predhodno leto		
	2017	Napovedi 2018	2019
<b>BDP – realni</b>	2,2	2,3	1,9
<b>Inflacija</b>	2,2	2,3	2,2
<b>Brezposelnost</b>	4,4	3,8	3,5

Vir: Barclays: Global Outlook, Rational Exuberance, 2017.

## Največje tveganje NAFTA

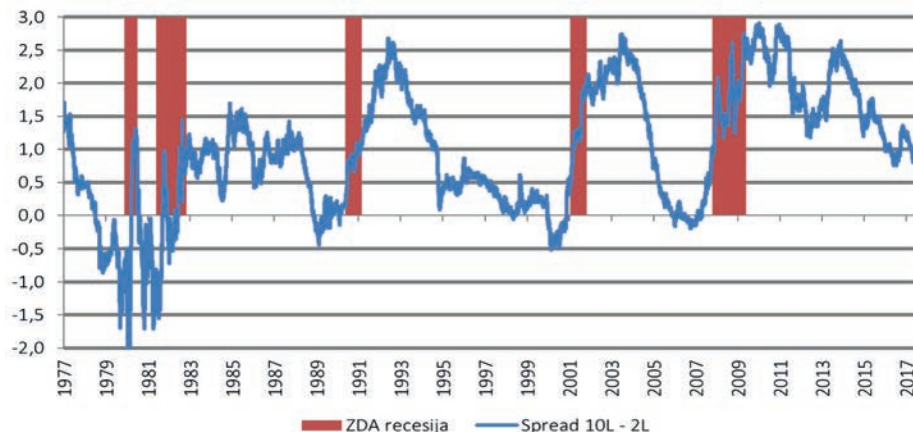
Glede na predhodno predstavljene podatke je verjetnost recesije v ZDA v naslednjem letu zelo majhna, a v celoti tega ne moremo izključiti. Vsi doslej znani podatki sicer ne kažejo na zaostrovanje gospodarskih razmer v bližnji prihodnosti. To potrjuje tudi recesijski kazalnik, ki prikazuje gibanje razmika med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero ameriških državnih obveznic. Zgodovinsko gledano so bile kratkoročne obrestne mere višje od dolgoročnih pred vsako recesijo od leta 1980 naprej. Trenutno smo že daleč od razmer, ki bi nakazovale prihodnjo recesijo.

Največje tveganje v prihodnjem letu za ameriško gospodarstvo izhaja iz nesprejetja trgovinskega sporazuma NAFTA, ki ureja

trgovinske odnose med Kanado, ZDA in Mehiko. Pogajalska retorika se je v zadnjem času zaostрила in obstajajo možnosti, da bi se administracija predsednika Trumpa celo odločila zapustiti pogajalsko mizo. Vendar to ne bi pomenilo, da bi se ZDA dejansko umaknile iz pogajanj, saj predsednik ZDA za ta manever potrebuje potrditev v ameriškem kongresu, glede na izkušnje iz preteklosti pa to ne bi bilo prav enostavno. Pomembno je tudi dejstvo, da so tiste ameriške zvezne države, katerih volivci so na zadnjih volitvah pretežno volili Trumpa, hkrati tudi največje izvoznice v Mehiko. Izstop iz NAFTA bi bil najbolj boleč ravno za te države, kar pa ni v interesu predsednika ZDA.

Recesije še ni na vidiku.

Slika 9: Recesijski kazalnik



Vir: lastni izračuni, Bloomberg 2017.

## Inflacija omogoča počasno dvigovanje obrestnih mer

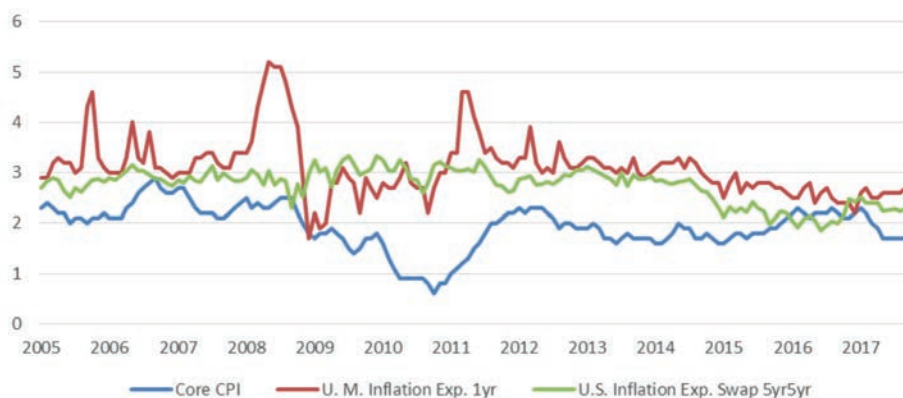
Jerome Powell bo novi predsednik Feda.

Predsednik Trump je z imenovanjem Jeroma Powella za novega predsednika ameriške centralne banke Fed<sup>6</sup> umaknil s prizorišča pomembno tveganje. Nekateri vlagatelji so namreč izrazili pomisleke nad določenimi kandidati, saj naj bi bili nagnjeni k bolj agresivni monetarni politiki oziroma bi se hitreje lotili zmanjševanja ogromne bilančne vsote Feda. Izbrani kandidat Jerome Powell je bil za vlagatelje zelena izbira, saj zastopa strujo, ki bo nadaljevala začrtano pot trenutne predsednice Feda Janet Yellen.

Ameriška centralna banka je skozi leto 2017 dvignila obrestno mero z 0,75 % na 1,25 % in v decembru je sledil še zadnji dvig na 1,5 %. Ta korak je bil na trgu v celoti pričakovan, saj se je ocenjeval z okrog 95,6-odstotno verjetnostjo

(Bloomberg 2017). Gradualizem pri dvigovanju obrestnih mer gre pripisati predvsem pomanjkanju inflacijske inercije. Rasti cen kljub mnogim monetarnim ukrepom ni opaziti. Osnovna inflacija, se pravi brez upoštevanja cene hrane in energentov, je v letu 2017 dejansko upadla in je v oktobru znašala okrog 1,8 % na letni ravni. Kazalniki, ki nakazujejo na gibanje cen v prihodnje, prav tako ne kažejo bistvenih premikov navzgor. Razloge za nizko inflacijo v tokratnem poslovnem ciklu gre pripisati tehnologiji, ki je v mnogih sektorjih povzročila ostrejšo konkurenco in boj za stranke. Dober primer je trgovina na drobno v ZDA, kjer so trgovine z oblačili in obutvijo pod močnim konkurenčnim pritiskom, saj se prodaja množično seli na splet.

Slika 10: Gibanje osnovne inflacije in inflacijskih pričakovanj v ZDA



Vir: Bloomberg 2017.

<sup>6</sup> Fed – Federal Reserve.

Povezava med inflacijskimi pričakovanji in ekonomsko aktivnostjo se običajno ujame v Phillipsovi krivulji, ki prikazuje zgodovinsko inverzno razmerje med brezposelnostjo in inflacijo. Ta povezava je trenutno šibka, saj je brezposelnost v ZDA okrog 4,1 %, medtem ko je inflacija v letu 2017 upadla. Vendar je to razmerje pod velikim pritiskom globalizacije in tehnologije, ki sta pomembno prispevali k šibki medsebojni povezanosti. Zgodovinsko

gledano ozko grlo na trgu dela prej ko slej pripelje do višjih ravni cen. Večjih oziroma dramatičnih premikov ni pričakovati, temveč počasno rast. Posledično so bile napovedi FOMC<sup>7</sup> na zadnjem zasedanju usmerjene v gradualizem in počasno dvigovanje obrestnih mer v prihodnje. V letu 2018 se pričakujejo še dodatni trije dvigi, tako da naj bi obrestna mera Fed a konec leta 2018 znašala okrog 2,1 % in leta 2019 2,7%.

Tabela 3: Pričakovanja članov FOMC glede višine ključne obrestne mere na koncu posameznega leta

	2017	2018	2019	2020	Dolgi rok
<b>manj od 0,25</b>					
<b>0,25–0,5</b>					
<b>0,5–0,75</b>					
<b>0,75–1,00</b>					
<b>1,00–1,25</b>		1			
<b>1,25–1,50</b>	14	1	1	1	
<b>1,50–1,75</b>	2	1	1		
<b>1,75–2,00</b>		3			
<b>2,00–2,25</b>		6			
<b>2,25–2,50</b>		3	2	1	3
<b>2,50–2,75</b>		1	5	2	6
<b>2,75–3,00</b>			3	1	6
<b>3,00–3,25</b>			1	8	
<b>3,25–3,50</b>			2		1
<b>3,50–3,75</b>			1	1	
<b>3,75–4,00</b>					
<b>4,00</b>				2	

Konec leta 2018 se pričakuje 2,1-odstotna obrestna mera.

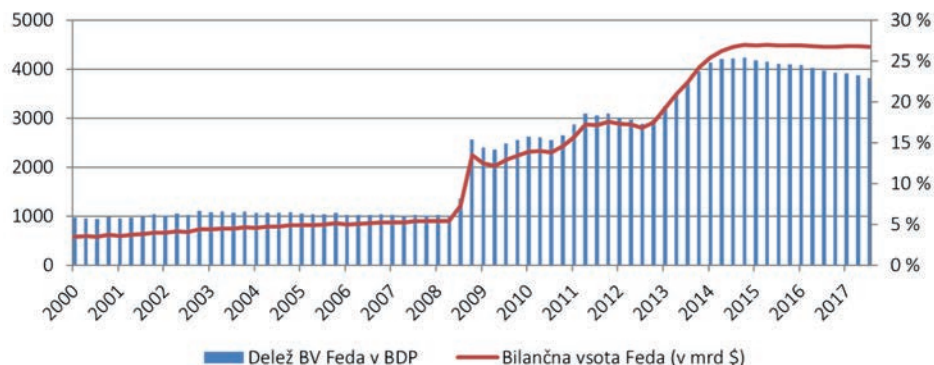
En član FOMC ni oddal dolgoročnih projekcij za gibanje obrestne mere.  
Vir: Fed 2017.

Pomembna naloga, ki se je lotil Fed, je tudi zmanjšanje več kot 4.500 milijard dolarjev velike bilančne vsote. Od oktobra 2017 naprej bodo vsak mesec znesek reinvestiranja vrednostnih papirjev, ki so bili kupljeni med izvajanjem programov kvantitativnega sproščanja, zmanjšali za 10 milijard dolarjev. Ta znesek bodo vsake tri mesece še povečali, vse dokler ne dosežejo meje 50 milijard dolarjev na mesečni ravni. Skratka, gre za nasproten proces in nov mejnik v monetarni politik. Zato

lahko pričakujemo zmanjšanje likvidnosti na finančnih trgih, vendar so zneski relativno majhni in proces zelo počasen, tako da večjih negativnih posledic za finančne trge ni pričakovati. Dejstvo pa je, da se je ta proces začel, kar je po svoje tudi pomembno sporočilo. Delež bilančne vsote v BDP se je v zadnjih nekaj letih zmanjšal, medtem ko nominalna vrednost bilančne vsote ostaja nespremenjena. V prihodnje lahko tudi na tem področju pričakujemo upadanje.

<sup>7</sup> FOMC – Federal Open Market Committee.

Slika 11: Gibanje bilančne vsote Feda



Vir: lastni izračuni, Bloomberg 2017.

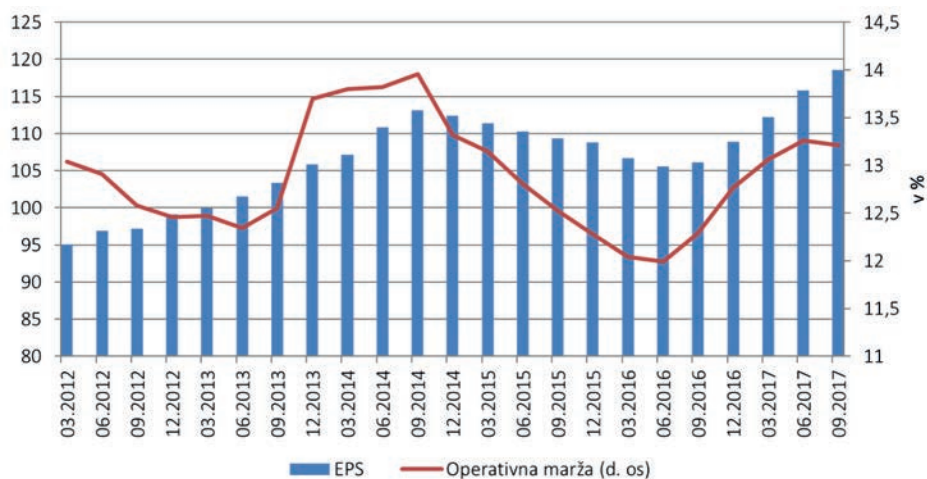
## Vrednotenja delniškega trga

Energetski sektor se je vrnil k dobičkonosnosti.

Poslovno leto 2017 je bilo za ameriška podjetja zelo uspešno, saj je dobiček na delnico zrasel za več kot 11 % v primerjavi z enakim obdobjem lani. Predvsem tretje četrletje 2017 je izstopalo kot zelo dobičkonosno, saj je 74 % vseh podjetij objavilo dobiček, ki je bil večji od pričakovanj, medtem ko jih je 66 % objavilo večje prihodke od pričakovanj. Trend rasti dobičkov ameriških podjetij zdaj vztraja že

peto četrletje zapored, dvig je v povprečju znašal okrog 2,3 %. Razlog za skokovito povečanje dobičkov gre pripisati ponovni profitabilnosti ameriškega energetskega sektorja. Podjetja so se uspešno prilagodila novim okoliščinam. Vložila so ogromno truda v znižanje stroškov, predvsem investicij in dela, ter tako ponovno postala dobičkonosna, čeprav se je cena nafte za polovico znižala.

Slika 12: Gibanje dobička na delnico in operativne marže indeksa S&P 500



Vir: Bloomberg 2017.

Ameriški delniški indeksi so v večletnem bikovskem trendu, saj so od konca leta 2009 v povprečju na letni ravni dosegali dvoštevilično rast, in sicer okrog 16 % merjeno v evrih. To je pripeljalo do vrednotenij, ki so zgodovinsko gledano bistveno nad povprečjem. V tokratno primerjavo smo vključili tudi 25-letno povprečje posameznik kazalnikov, ki jih je objavila največja ameriška in tudi mednarodna

finančna skupina J. P. Morgan. Glavno gonilo rasti delniških tečajev v preteklih letih so bile monetarne spodbude, kot so nizke obrestne mere in programi kvantitativnega sproščanja. V bližnji preteklosti, po izvolitvi novega predsednika ZDA, pa je glavni razlog davčna reforma. Ta naj bi znižala davčno stopnjo podjetij s 35 % na 20 % in s tem povečala dobičke ameriških podjetij.

Vrednotenja so nad zgodovinskim povprečjem.

Tabela 4: Vrednotenja ameriškega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja*	Dolgoročna mediana**	25-letno povprečje***
<b>Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB</b>	3,24	2,75	2,9
<b>Multiplikator dobička – PE</b>	22,14	16,88	16
<b>Multiplikator prihodkov – PS</b>	2,20	1,48	–
<b>Multiplikator denarnega toka – PCF</b>	17,86	14,44	10,7
<b>Dividendna donosnost v %</b>	1,91	2,78	2
<b>EV/EBITDA</b>	13,20	10,36	–

\* Trenutno vrednotenje narejeno za indeks S&P 500 na dan 30. 11. 2017.

\*\* Dolgoročno vrednotenje: PB, PS in PCF od 1990 do 30. 9. 2017, PE od 1954 do 30. 9. 2017; dividendna donosnost od 1970 do 30. 9. 2017; EV/EBITDA od 1990 do 30. 9. 2017. Vsi kazalniki so tekoči (trailing).

\*\*\* J. P. Morgan – Guide to the markets na dan 31. 10. 2017.

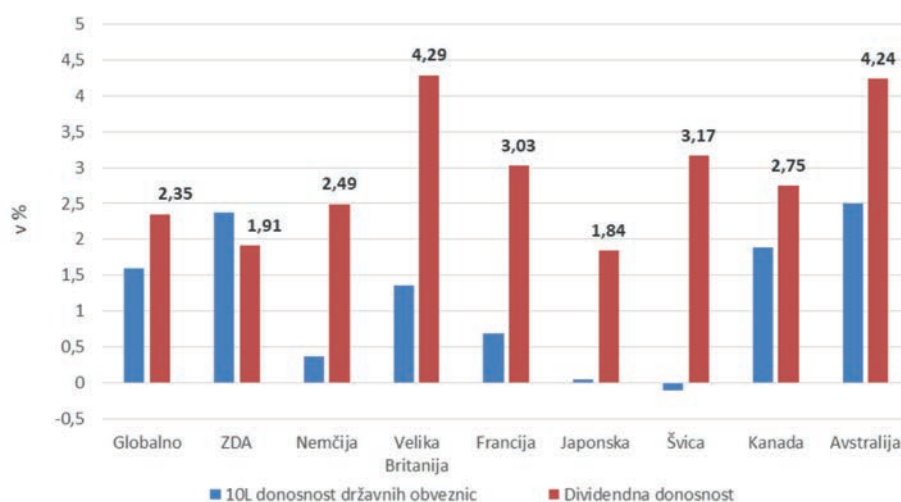
Vir: Bloomberg, J. P. Morgan 2017.

Drug pomemben vidik, ki prav tako nakazuje relativno visoko vrednotenje ameriškega delniškega trga, je primerjava dividendne donosnosti in donosnosti desetletne ameriške državne obveznice. Globalno gledano so delnice še vedno atraktivnejše od obveznic. Dividendna donosnost globalnih delnic je višja od donosnosti desetletnih državnih obveznic, ki se gibajo okrog 1,6 %. Na drugi strani je ameriški delniški trg edini, kjer je dividendna donosnost nižja od donosnosti desetletnih

državnih obveznic, in sicer za 0,47 odstotne točke. Ostali trgi vsi izkazujejo višjo dividendno donosnost. Največjo razliko med donosnostjo dividend in obveznic je zaznati na delniških trgih Švice, Velike Britanije, Francije in Nemčije. Skratka, ta relativna primerjava je pokazala, da so delnice še vedno atraktivne. Poleg tega je dodatno potrdila relativno visoko vrednotenje ameriškega delniškega trga in posledično njegovo manjšo privlačnost.

Vrednotenja višja pri relativni primerjavi

Slika 13: Primerjava donosnosti državni obveznic in dividendne donosnosti

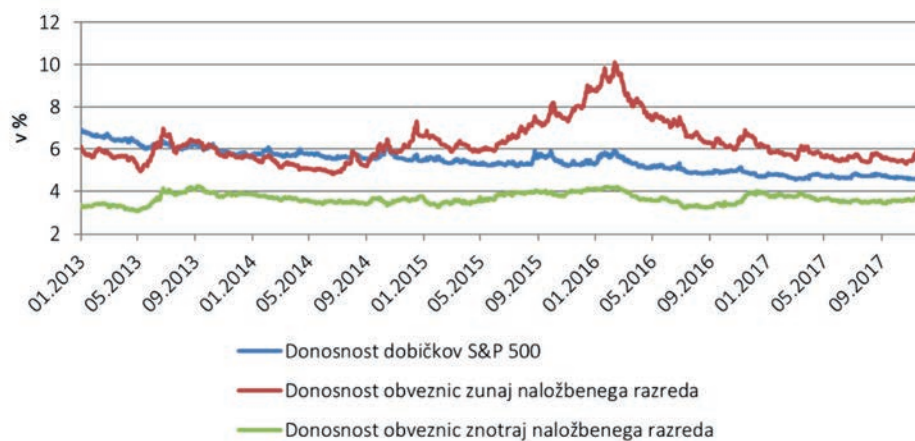


Vir: Citi, Bloomberg 2017.

Relativno visoka vrednotenja ameriških delnic v primerjavi z ostalimi naložbenimi razredi so zmanjšala njihovo atraktivnost. Razmik med donosnostjo dobičkov<sup>8</sup> podjetij S&P 500 in obveznicami znotraj naložbenega razreda se je namreč v letu 2017 še dodatno skrčil.

Donosnost obveznic naložbenega razreda se je v začetku decembra 2017 gibala okrog 3,7 %. Na drugi strani je donosnost dobičkov podjetij iz indeksa S&P 500 upadla s 4,8 % na 4,5 %. Delnice so tako manj atraktivne kot pred leti, vendar še vedno atraktivnejše od obveznic.

Slika 14: Primerjava gibanja donosnosti posameznih naložbenih razredov



Vir: Bloomberg 2017.

---

## Sprejetje zgodovinske davčne reforme v zaključni fazi

Velika verjetnost je, da bo davčna reforma sprejeta še v letu 2017. Ameriški senat jo je potrdil s tesno večino, in sicer z 51 glasovi za in 48 glasovi proti. V tem političnem procesu je zdaj na vrsti glasovanje v predstavnem domu, izpeljali naj bi ga do konca leta. Glede na mnoge polemike in zaplete je velika verjetnost, da bo davčna reforma sprejeta še do konca tega leta. Trenutne ocene napovedujejo, da bo sprejetje reforme prineslo okrog pol odstotne točke h gospodarski rasti v letu 2018, če bo reforma sprejeta do konca leta (Barclays 2017).

Ključne spremembe davčne reforme se nanašajo na podjetja, predvsem gre za znižanje davčne stopnje za dobičke s 35 % na 21 %. Za ameriške multinacionalke je pomembna obravnava akumuliranih tujih dobičkov. Država se je odločila za enkratno obdavčitev tujih akumuliranih dobičkov po stopnji 15,5 % (likvidna sredstva) oziroma po stopnji 8 % (nelikvidna sredstva). Še posebej pomembna je uveljavitev tako imenovanega teritorialnega davčnega sistema ZDA, ki z uvedbo davka na globalni nematerializirani nizko obdavčeni dohodek (GILTI)<sup>9</sup> in olajšave za tuji nematerializirani dohodek (FDII)<sup>10</sup> ponuja multinacionalkam hkrati korenček in palico glede na realokacijo nematerializiranih sredstev v ZDA. Če na primer ameriško

hčerinsko podjetje v tujini locira večino nematerializiranih sredstev (intelektualno lastnino, patente in podobno), je obdavčitev vseh dohodkov iz tega naslova minimalno 10,5 %. Če pa to isto podjetje locira nematerializirana sredstva v ZDA, je upravičeno do 37,5-odstotne davčne olajšave, kar pomeni, da znaša efektivna davčna stopnja teh dohodkov 13,125 %. Ta majhna razlika v obdavčitvi pomembno zmanjša spodbudo ameriških podjetij, da nematerializirana sredstva držijo v tujini.

Učinek davčne reforme na dobiček ameriških podjetij bo pozitiven, saj se bo efektivna davčna stopnja s trenutnih 26 % znižala na okrog 20,7 %. Barclays ocenjuje, da bo dobiček na delnico zrasel za okrog 6,3 % v letu 2018 (predpostavka v primeru, da bo reforma sprejeta v letu 2017), če upoštevamo učinek uvedbe teritorialne obdavčitve in enkratni učinek repatriacije dobičkov. Največji vpliv na dobičke bo pri podjetjih iz sektorjev osnovnih potrošnih dobrin, financ in industrije. Na drugi strani bodo negativni vidik davčne reforme, uvedbo teritorialnega sistema, občutila podjetja, ki imajo velik del nematerializiranih sredstev v tujini, kot so podjetja iz tehnološkega in zdravstvenega sektorja (Barclays 2017).

Dobički bodo obdavčeni po 21-odstotni davčni stopinji.

Dobiček na delnico bo posledično zrasel za okrog 6,3 %.

---

<sup>9</sup> Global intangible low-taxed income.

<sup>10</sup> Foreign-derived intangible income.



Aleš Šoba  
CFA

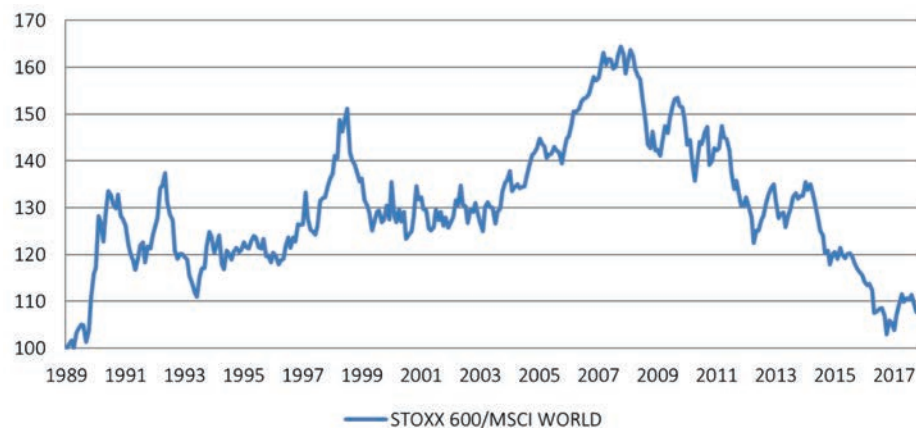
## Evropa: nadaljevanje pozitivne zgodbe

Evropske delnice so do konca novembra 2017 dosegle rast v višini 6,5 %. Velika rast dobičkov podjetij (pričakovanja se gibajo med 10 % in 15 % za leto 2017) in močno evropsko gospodarstvo sta ob manjši politični negotovosti vrnila zaupanje vlagateljev. Če se ozremo nazaj, lahko rečemo, da je bilo to prvo leto, ko nismo imeli večjih šokov. Po veliki finančni krizi smo se ubadali še z evropsko dolžniško krizo, ukrajinsko krizo, vzponom populizma, ki je dosegel vrhunec z Brexitom, grožnjo deflacije, migrantsko krizo in še bi lahko naštevali. Odločilen trenutek je prišel s prepričljivo zmago Emmanuela Macrona na francoskih predsedniških volitvah, ki je pomenila poraz najhujše oblike populizma.

Poleg tega je agresivna politika Evropske centralne banke (ECB) končno obrodila sadove in gospodarska slika evroobmočja je videti najboljše od velike finančne krize naprej.

Po našem mnenju izboljšanje gospodarske slike, večja rast dobičkov in zmanjšanje populizma še ne odsevajo popolnoma v tečajih evropskih delnic. Vrednotenja še naprej ostajajo med zanimivejšimi, še posebej nasproti ameriškim delnicam in tudi obveznicam. Zaradi tega menimo, da imajo evropske delnice še ogromno prostora za nadaljnjo rast v letu 2018. S tega vidika priporočamo, naj imajo vlagatelji v delniškem portfelju večji delež evropskih delnic.

Slika 15: Gibanje evropskih delnic nasproti globalnim



Vir: Bloomberg, lastni izračun 2017.

## Zlato obdobje evropskega gospodarstva

Po letu 2017 lahko rečemo, da Evropa ni več bolni člen svetovnega gospodarstva. Po letih razočaranj evroobmočje dosega največjo gospodarsko rast v zadnjem desetletju. Lahko rečemo, da smo trenutno sredi zlatega obdobja, kjer uživamo nadpovprečno gospodarsko rast ob nizki inflaciji. Pri tem je najbolj zanimivo, da se analitiki strinjajo, da je ta rast ena najbolj uravnoteženih in robustnih, kar daje upanje, da je pred nami še nekaj let mirne plovbe.

Glavna zasluga gre nedvomno ECB. Leta ultra ohlapne monetarne politike z rekordno nizkimi obrestnimi merami ter odkupi državnega in podjetniškega dolga so dosegli svoj namen. Podjetja in gospodinjstva znova optimistično zrejo v prihodnost. Resda vse rane velike finančne krize še niso ozdravljene (brezposelnost med mladimi je še vedno previsoka) in ciljna inflacija še ni dosežena, smo pa daleč od kriznih trenutkov.

Nadpovprečna gospodarska rast in nizka inflacija kažeta na idealno okolje.

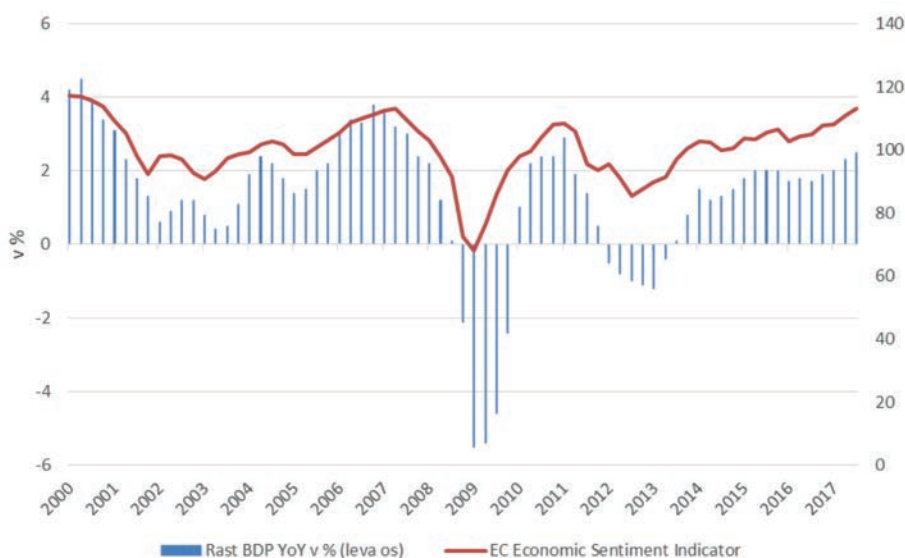


## Pričakujemo nadaljnjo rast BDP

Okrevanje evroobmočja je v letu 2017 presenetilo večino ekonomistov. Rast naj bi po mnenju evropske komisije znašala 2,2 %, kar je krepko nad napovedmi z začetka leta, ki so bile pri 1,7 %. Po dvojni recesiji in več letih lažnih upanj zdaj vsi kazalniki kažejo, da je ta rast vzdržna in da smo končno priča »normalnemu« okrevanju. Tudi za naprej smo lahko optimistični. Tako kazalnik EC Economic

Sentiment Indicator kot tudi proizvodni indeks nabavnih menedžerjev (PMI Manufacturing) sta na rekordnih vrednostih. Trenutno smo v fazi, ko velika gospodarska rast generira višjo zaposlenost, kar posledično znova dviguje domačo potrošnjo. Za leti 2018 in 2019 se tako pričakuje nadpovprečna rast BDP v višini 2,1 % in 1,9 %.

Slika 16: Rast BDP na evroobmočju in gibanje EC Economic Sentiment Indicatorja



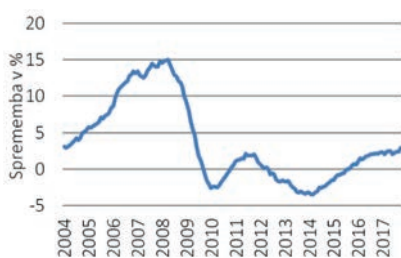
Vir: Bloomberg 2017.

Brezposelnost se še naprej znižuje in se je v oktobru 2017 spustila na 8,8 %. Tudi za leti 2018 in 2019 ostajamo optimistični, da se bo brezposelnost spustila pod 8 % in se približala najnižjim ravnom, ki so bile dosežene pred finančno krizo. Še nekaj četrletij imamo pred seboj, preden bodo imela podjetja težavo pridobiti delovno silo.

Da je kondicija evropskega gospodarstva dobra, kaže tudi rast kreditiranja podjetij, ki je v vzponu. V oktobru je bila ta največja po finančni krizi (2,9 %). Seveda je še daleč pod ravnmi izpred finančne krize, ampak to je dobro, saj kaže, da še nekaj časa ne bo prišlo do pregrevanja gospodarstva.

Brezposelnost se približuje predkriznim ravnom.

Slika 17: Posojila nefinančnim družbam



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 18: Stopnja brezposelnosti v EMU



Vir: Bloomberg 2017.

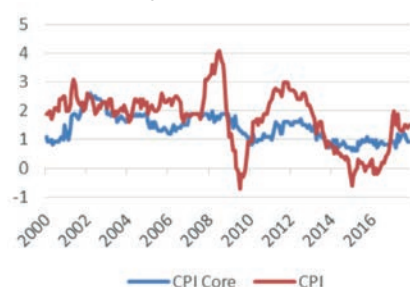
## Inflacija ostaja na nizkih ravneh

Seveda se pojavlja vprašanje, kdaj bomo ob tej gospodarski rasti dočakali večje inflacijske pritiske. Verjetno največja uganka današnjega časa je, kako to, da jih v tem gospodarskem

ciklu ni zaznati. Mogoče je to vprašanje še bolj na mestu za ZDA, ki so dlje v gospodarskem ciklu.

Inflacija ostaja pod 2 %.

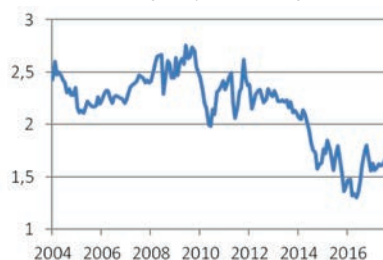
Slika 19: Inflacija v %



Vir: Bloomberg 2017.

Kot vidimo iz zgornjih grafov, ostajajo tako inflacija kot inflacijska pričakovanja pod ciljno ravno. Pričakovanja so, da bo inflacija ostala pod 2 % tudi v prihodnjih letih. Pričakovali bi sicer, da se bo nižja brezposelnost prelevila v večjo rast plač in posledično inflacijo, a se v tem ciklu to ne zgodi. Zanimiv primer je Nemčija, kjer rast plač ostaja pod 2 % kljub brezposelnosti v višini 3,6 %, kar je zgodovinsko gledano izjemno nizko. Da ni zaznati večje rasti plač, v Nemčiji lahko

Slika 20: Inflacijska pričakovanja v %



Vir: Bloomberg 2017.

pripišemo več dejavnikom, tako cikličnim kot strukturnim: večji delež storitvenega sektorja, kjer sta raven in rast plač nižji; manjša inflacijska in plačna pričakovanja zaradi dolgotrajno nizke inflacije; integracija delavcev iz srednje Evrope in poudarek nemških sindikatov bolj na varnosti delovnih mest kot pa na rasti plač. Nemčija kot največje gospodarstvo v Evropi tako drži kapico, da plače ne rastejo hitreje.

## ECB počasi normalizira monetarno politiko

Zaradi »prenizke« inflacije lahko pričakujemo, da bo navkljub močnemu gospodarskemu okrevanju politika ECB ostala izjemno ohlapna. To pomeni, da bodo nizke obrestne mere še nekaj časa z nami. Trgi praktično ne pričakujejo dviga ključne obrestne mere do konca leta 2019. ECB bo z začetkom leta 2018 zmanjšala mesečne odkupe obveznic s 60 milijard na 30 milijard evrov (do septembra 2018). Odkupi naj bi se nadaljevali tudi po tem datumu, vendar v manjšem obsegu. Naslednji korak bo najverjetneje dodatno zmanjšanje do konca leta 2018. Sčasoma se bo monetarna politika

ob okrevanju gospodarstva in odpravljeni grožnji deflacije morala znova preusmeriti k cilju finančne stabilnosti. Leta nekonvencionalnih ukrepov bodo sicer še nekaj časa kazala posledice v cenah različnih premoženjskih razredov (predvsem izkrivljena slika pri obveznicah, cene nepremičnin), kjer smo priča lovu za donosom (search for yield). Zaradi slabih odločitev v preteklosti (dvig ključne obrestne mere v letih 2008 in 2011) se ECB zdaj ne bo mudilo, čeprav bi gospodarstvo že lahko prebavilo višje obrestne mere.

Tabela 5: Napovedi za EMU

	% sprememba glede na predhodno leto		
	2017	Napovedi 2018	2019
<b>BDP – realni</b>	2,3	2,2	2
<b>Inflacija</b>	1,5	1,5	1,6
<b>Brezposelnost</b>	9,1	8,2	7,5

Vir: Barclays: Global Outlook, Rational Exuberance, 2017.

## Vrednotenja delniškega trga

V desetih letih od začetka velike finančne krize se je strah počasi umaknil s finančnih trgov in znova smo priča večjemu navdušenju (višjim vrednotenjem) vlagateljev. Sinhronizirana globalna rast skupaj z največjim monetarnim eksperimentom v zgodovini je omogočila idealno okolje za vse vrste premoženja. Pretiravanja tako najdemo v marsikaterem segmentu (bitcoin, evropske »junk« obveznice, umetnine ...). Še najmanj pretiravanj je na področju delnic. Mogoče lahko za ameriške rečemo, da so vrednotenja nedvomno povišana, ostaja pa del delniških trgov znotraj sprejemljivega. Evropske delnice izpolnjujejo ta kriterij, kjer vrednotenja niso šla v pretiravanja in vlagateljem še vedno

omogočajo pričakovane donose, primerljive z zgodovinskimi povprečji.

Pričakovali bi, da se bosta učinek ekspanzivne monetarne politike (nizke obrestne mere) in največja gospodarska rast na evroobmočju prelevila v »višja vrednotenja«, še posebej zdaj, ko je rast dobičkov znova v vzponu. Tega v letu 2017 ni bilo zaznati, čeprav so bila določena ključna tveganja odpravljena (francoske volitve). Na podlagi tega zgodba za leto 2018 ostaja enaka. Evropske delnice so ugodneje vrednotene nasproti ameriškim (tudi če jih prilagodimo za razliko v sestavi sektorjev). Še naprej pa izstopa rekordno razhajanje nasproti obveznicam.

Evropske delnice se niso pridružile evforiji na nekaterih trgih.

## Evropske delnice ostajajo na zgodovinskih povprečjih

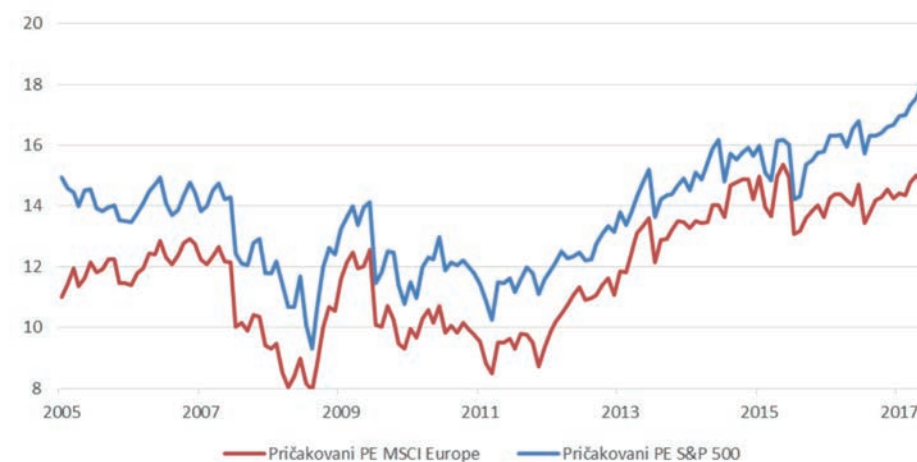
Vrednotenja evropskih delnic sama po sebi ne kažejo na »zgodovinsko« priložnost, vendar so v nasprotju z drugimi naložbenimi razredi in delniškim segmentom znotraj zgodovinskih povprečij.

Kot smo ugotovili že lani, so videti najmanj atraktivne z vidika pričakovanega multiplikatorja dobička PE, ki se v letu 2017 ni kaj posebej spreminjal in znaša 14,7 (od leta 2005

povprečje 11,8). Čeprav so na podlagi tega kazalnika vedno ugodneje vrednotene nasproti ameriškim, pa se je ta razlika v letu 2017 še povečala (3,2 proti povprečju 2). Treba je vedeti, da imajo ameriška podjetja trenutno rekordne marže, evropska pa so še pod prejšnjimi vrhovi. Pritiski na marže (večja rast plač, višje obrestne mere, višja amortizacija zaradi preteklih investicij) se bodo prej pojavili pri ameriških podjetjih kot pri evropskih.

Vrednotenja evropskih delnic ostajajo na zgodovinskih povprečjih.

Slika 21: Gibanje kazalnika pričakovanj PE MSCI Europe in S&P 500



Vir: Bloomberg in lastni izračuni 2017.

Argument, da morajo evropske delnice kotirati z diskontom zaradi različne sektorske sestave (tu mislimo predvsem na delež sektorja informacijske tehnologije – 25 % nasproti 5 %), saj ima S&P 500 večji delež v sektorjih z višjimi vrednotenji, drži le delno. Študije so pokazale, da tudi če prilagodimo oba indeksa, tako da imata enako velik delež sektorjev, ostajajo

ameriške delnice občutno dražje. Zato razloga za to razhajanje ne moremo iskati le v ameriških tehnoloških delnicah, prej nasprotno. V spodnji tabeli vidimo, da sta le dva ameriška sektorja vrednotena ugodneje, in eden izmed njih je prav informacijska tehnologija. Kje je torej balon pri ameriških tehnoloških delnicah?

Tabela 6: Primerjava PE 2018 MSCI Europe in S&P 500

Sektor	Evropa	ZDA	Razlika
Trajne potrošne dobrine – CD	12,5	19,76	-7,27
Osnovne potrošne dobrine – CS	19,24	19,57	-0,33
Energija – E	15,69	24,74	-9,02
Finančne storitve – F	11,86	14,84	-2,98
Zdravstvo – H	15,72	16,35	-0,63
Industrija – I	16,94	18,65	-1,71
Informacijska tehnologija – IT	20,43	17,58	2,84
Surovina in materiali – M	14,94	17,71	-2,77
Telekomunikacije – TS	14,78	12,53	2,25
Javna oskrba – U	14,18	18,37	-4,19
<b>Povprečni PE 2018</b>	<b>15,63</b>	<b>18,01</b>	<b>-2,38</b>
<b>Mediana PE 2018</b>	<b>15,32</b>	<b>18,04</b>	<b>-2,72</b>

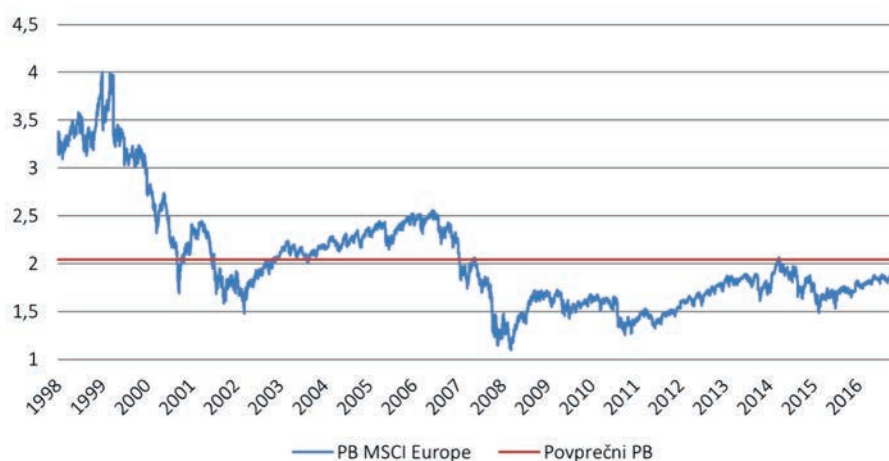
Vir: Bloomberg 2017.

Sestava delniških indeksov ne razloži podcenjenosti evropskih delnic nasproti ameriškim.

Da ni evforije pri evropskih delnicah, nam kažejo ostali kazalniki, kot sta multiplikator knjigovodske vrednosti PB in dividendna donosnost, kjer so evropske delnice v skladu z zgodovinskimi povprečji oziroma celo pod njimi.

Kazalnik PB znaša 1,88, kar je pod zgodovinskim povprečjem (2,04). Smo blizu dna iz leta 2002. Tudi pri dividendni donosnosti, ki je trenutno 3,37 %, so videti ugodno vrednotene (povprečje 3,17 %). Redko smo pred veliko finančno krizo videli tako visoko dividendno donosnost.

Slika 22: Gibanje kazalnika PB MSCI Europe



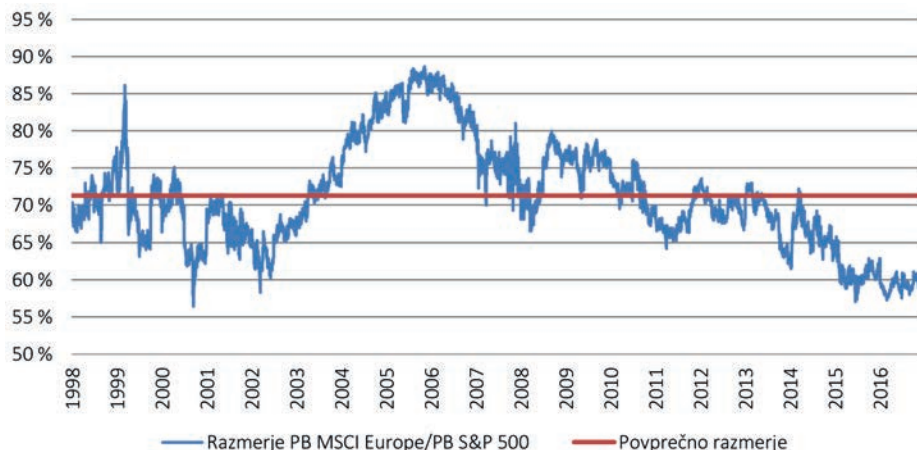
Vir: Bloomberg 2017.

## Razhajanje z ameriškimi se še vedno večja

Če ameriški dolar nasproti evru ne bi tako oslabil, bi ameriške delnice nadaljevale svoj zmagovalni niz tudi v letu 2017, saj so v lokalni valuti znova presegle donosnost evropskih delnic (18 % nasproti 6,5 %). Edino močan evro je prevesil razmerje v korist evropskih delnic.

Na podlagi tega se je diskont evropskih podjetij, če upoštevamo multiplikator PB, še poglobil. Zdaj znaša že okoli 43 %. Podobno kot smo videli pri kazalniku PE, so evropske delnice bolj privlačne.

Slika 23: Primerjava evropskih in ameriških delnic na podlagi multiplikatorja knjigovodske vrednosti PB



Vir: Bloomberg 2017.

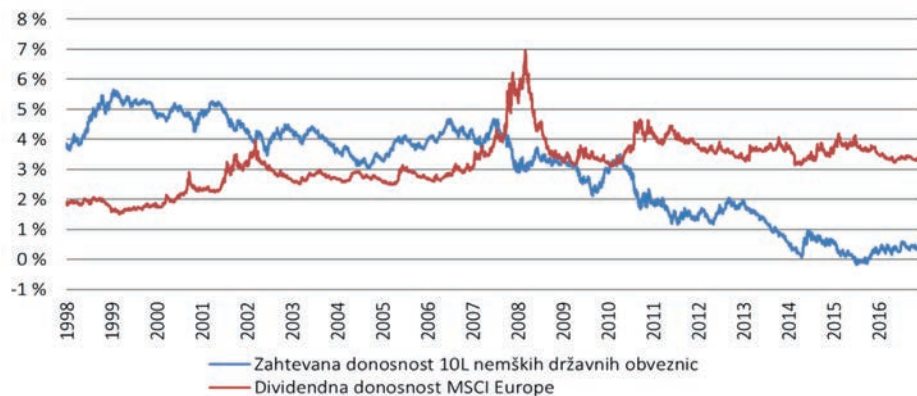
Evropske delnice rekordno poceni nasproti ameriškimi

## Rekordno poceni nasproti obveznicam

Naša teza, da se je trend upadanja obrestnih mer v letu 2016 končal, se je v letu 2017 potrdil, saj se obrestne mere niso spustile pod ravni, dosežene v preteklem letu. Na drugi strani pa tudi nismo bili priča strmemu vzponu, saj ostaja politika ECB še naprej stimulativna ter še ni bilo čutiti inflacijskih pritiskov. Zato pa je razlika med evropskimi delnicami in državnimi ter podjetniškimi obveznicami tudi

konec leta 2017 ogromna. Razmik med dividendno donosnostjo evropskih delnic in zahtevanim donosom 10-letnih nemških državnih obveznic ostaja na ravni 3 %. Še vedno nam ni jasno, kateri vlagatelj (razen če je zakonsko zavezan) bi investiral v državne obveznice in sprejel takšen minimalni donos. Enostavno ni ekonomske logike.

Slika 24: Primerjava zahtevane donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic in dividendne donosnosti indeksa MSCI Europe



Vir: Bloomberg 2017.

Obveznice ostajajo najmanj privlačen naložbeni razred.

## Dobički evropskih podjetij: nadaljevanje rasti v letu 2018

Rast dobičkov se bo v letu 2018 nadaljevala.

V letu 2017 so evropski dobički »končno« znova zrasli. Goldman Sachs predvideva, da bodo v celotnem letu večji za 15%. Po več letih stagnacije gre za velik premik in podoben trend naj bi se nadaljeval tudi v letu 2018, ampak z

manjšo intenziteto (10%), saj se bo rast v surovinskem sektorju umirila. Bodo pa rasli vsi sektorji. Gonilo rasti bo finančni sektor, ki je, zanimivo, tudi najnižje vrednoten.

Tabela 7: Napoved dobičkov za STOXX 600

STOXX Europe 600 – napoved dobičkov					
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>EPS</b>	21,4	24,7	27,1	28,2	29,1
<b>Rast dobičkov</b>	-0,9	15,4	9,7	4,1	3,2
<b>Rast dobičkov ex finance</b>	4	14	10	2	1
<b>Rast prihodkov</b>	1	9	7	1	0
<b>Profitna marža</b>	5,8	6,1	6,3	6,3	6,4
<b>Rast dobičkov finance</b>	-6	17	11	9	8
<b>Rast dobičkov ex surovine</b>	2	12	11	4	4
<b>Rast dobičkov surovinski sektor</b>	-5	53	4	0	-3
<b>Rast dobičkov ex finance &amp; surovine</b>	6	10	10	2	1

Vsi podatki razen EPS v %.  
Vir: Goldman Sachs 2017.

Glavni razlog, zakaj evropske delnice v zadnjih letih niso sledile ameriškim, najdemo v stagnaciji dobičkov evropskih podjetij. Evropskim podjetjem je tako v letu 2017 šele po sedmih letih uspelo povečati dobičke. Medtem ko je dobičkonosnost evropskih podjetij še vedno blizu cikličnemu dnu, pa se

ameriška gibljejo blizu zgodovinskih vrhov. Če pogledamo spodnji graf, vidimo, da gibanje dobičkov v celoti razloži, zakaj so evropske delnice v tem ciklu močno zaostale. V naslednjih letih pričakujemo, da se bo obrat, ki se je začel v letu 2017, tudi nadaljeval.

Slika 25: Evropske delnice so v tem ciklu močno zaostale tako pri dobičkih kot pri donosnosti

Vodilno vlogo prevzema finančni sektor.



Vir: Bloomberg 2017.

## Evropske delnice: naklonjenost cikličnim sektorjem

V drugi polovici leta 2016 smo bili priča močnemu obratu iz defenzivnih sektorjev v ciklične. Razlog je bila sprememba režima, kjer so se deflacijske grožnje pomaknile v ozadje, v ospredje pa sta stopili večja gospodarska rast in inflacija. Poleg tega so dno dosegle obrestne mere, kar kaže, da smo bili res priča koncu 35-letnega upadanja obrestnih mer.

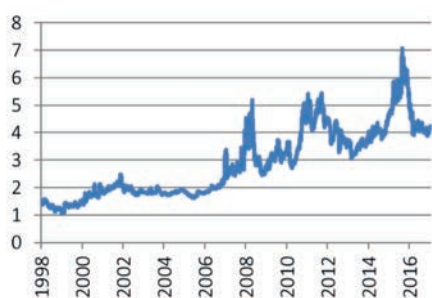
Obrat se v letu 2017 ni nadaljeval tako silovito. Resda sta bila najbolj donosna sektorja informacijske tehnologije in industrije, na drugi strani pa je bil najslabši sektor energija. Na dnu najdemo še osnovne potrošne dobrine, zdravstvo in telekomunikacije, kar vseeno kaže, da so bili defenzivni sektorji bolj v

ozadju, vendar razlike niso bile tako izrazite kot v drugi polovici leta 2016.

Za leto 2018 podobno kot za leto 2017 ohranjamo večjo naklonjenost cikličnim sektorjem. Okolje, kjer je rast evroobmočja večja kot 2 %, kjer je ECB na poti normalizacije obrestnih mer in kjer se politična tveganja zmanjšujejo, kažejo na nadaljevanje obrata iz defenzivnih v ciklične sektorje. Še vedno menimo, da bodo v tem okolju znova v ospredju finance, ki, kot vidimo, na spodnjih grafih ostajajo občutno ugodneje vrednotene kot denimo sektor osnovnih potrošnih dobrin. Po letošnjem premoru pričakujemo, da bodo evropske banke zmanjšale zaostanek.

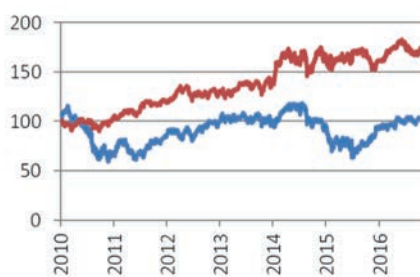
Obrat iz defenzivnih v ciklične sektorje se bo v letu 2018 nadaljeval.

Slika 26: Razmerje P/B med osnovnimi potrošnimi dobrinami in bankami



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 27: Gibanje delnic evropskih bank in osnovnih potrošnih dobrin



Vir: Bloomberg 2017.

Evropske banke ostajajo atraktivno vrednotene.



dr. Uroš Vek

## Japonska: abenomika dobila potrditev na volitvah

Japonsko gospodarstvo je dočakalo sedmo zaporedno četrletje gospodarske rasti. V primerjavi z drugimi razvitimi državami je sicer nekoliko manjša, vendar robustna. Nadaljevanje tega trenda v zadnjem četrletju 2017 in v začetku leta 2018 lahko pripelje do tega, da bo ta gospodarski cikel eden izmed najdaljših na Japonskem po drugi svetovni vojni. Pozitivno razpoloženje japonskih podjetij se zrcali tudi v gibanju investicij, ki so v zadnjem četrletju zrasle za 3 % na letni ravni. Ozko grlo japonskega gospodarstva je trg dela. Razmerje med delovnimi mesti, ki so na voljo, in iskanci zaposlitve je pri vrednosti 1,55 na 43-letnem vrhu, medtem ko je stopnja brezposelnosti

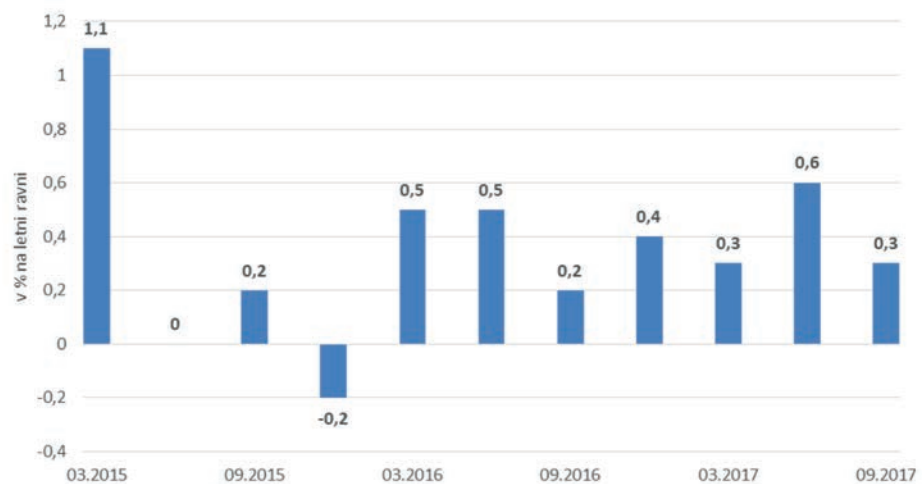
upadla na 2,8 %. Zmago zdajšnje vladne garniture na zadnjih volitvah lahko interpretiramo kot potrditev ekonomske politike premiera Šinza Abeja oziroma njegove abenomike ter hkrati kot znamenje zaupanja v monetarno politiko, kot jo vodi japonska centralna banka BOJ. Zadnja leta je bil japonski delniški trg celo bolj donosen od ameriškega, merjeno v lokalni valuti. Japonski delniški trg je bil edini trg med razvitimi državami, kjer je bila rast delniških tečajev posledica rasti dobičkov podjetij in ne dviga multiplikatorjev. Japonski delniški trg je zgodovinsko gledano pod dolgoročnim povprečjem na podlagi primerjave z več multiplikatorji.

### Gospodarska rast vse robustnejša

Japonsko gospodarstvo je v oktobru dočakalo sedmo zaporedno četrletje gospodarske rasti, in sicer 0,3 % glede na predhodno četrletje in na letni ravni okrog 1,7 %. V primerjavi z drugimi razvitimi državami je gospodarska rast nekoliko manjša, vendar robustna. Nadaljevanje tega trenda v zadnjem četrletju 2017 in

v začetku leta 2018 lahko pripelje do tega, da bo ta gospodarski cikel eden izmed najdaljših na Japonskem po drugi svetovni vojni. Japonska podjetja so v preteklosti močno investirala v azijskem prostoru, kar jim je v tem gospodarskem ciklu obrodilo sadove.

Slika 28: Četrletno gibanje rasti realnega BDP Japonske



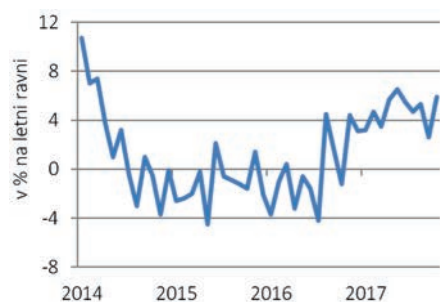
Vir: Bloomberg 2017.

Sedmo zaporedno četrletje  
gospodarske rasti



Ugodno globalno gospodarsko okolje prav tako pozitivno vpliva na izjemno izvozno usmerjeno japonsko gospodarstvo. Industrijska proizvodnja je v zadnjih mesecih v vzponu in z 5,9 % dosega eno izmed največjih rasti v zadnjih letih. Pozitivno razpoloženje japonskih podjetij

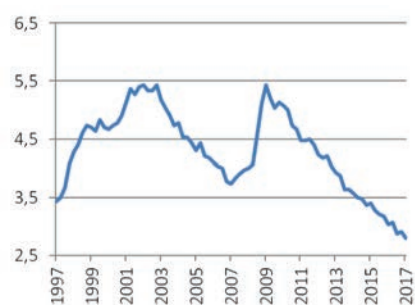
Slika 29: Rast industrijske proizvodnje



Vir: Bloomberg 2017.

Ozko grlo japonskega gospodarstva je trg dela. Razmerje med delovnimi mesti, ki so na voljo, in iskalci zaposlitve je doseglo 43-letni vrh pri 1,55, medtem ko je stopnja brezposelnosti upadla na 2,8 %. Kljub velikemu povpraševanju na trgu dela bistvenih dvigov plač ni opaziti. To lahko pojasnimo s tem, da na Japonskem še

Slika 31: Stopnja brezposelnosti na Japonskem

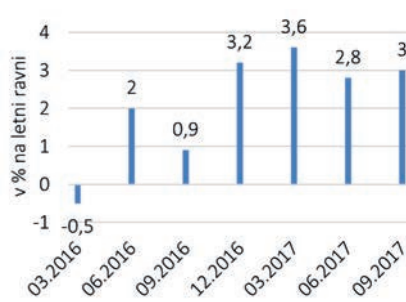


Vir: Bloomberg 2017.

Zadnji podatki vodilnih kazalnikov za japonsko gospodarstvo nakazujejo na nadaljevanje pozitivnega trenda gospodarske rasti. Indeks

se zrcali tudi v gibanju investicij, ki so v tretjem četrtletju zrasle za 3 % na letni ravni. Rast investicij je treba gledati tudi skozi prizmo prihajajočih olimpijskih iger, ki jih bo Japonska gostila leta 2020.

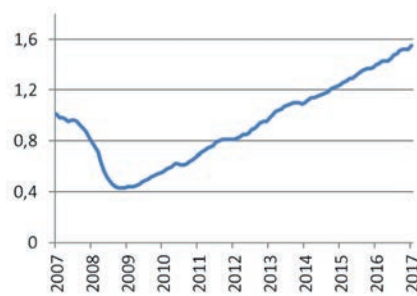
Slika 30: Gibanje investicij oziroma Capex



Vir: Bloomberg 2017.

vedno prevladuje zaposlitev do upokojitve in je menjavanje zaposlitve redkost. Posledično je prehajanje od manj plačanih služb k bolj plačanim upočasnjeno. Pomemben dejavnik, ki prispeva k rigidnosti plač, je dejstvo, da je število zaposlenih v sektorjih z velikimi potrebami po delu majhen.

Slika 32: Razmerje med delovnimi mesti in iskalci zaposlitev

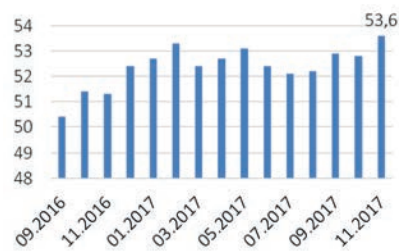


Vir: Bloomberg 2017.

nabavnih menedžerjev je najvišji ravni v zadnjih petih letih. Na visokih ravneh je prav tako zaupanje japonskih potrošnikov.

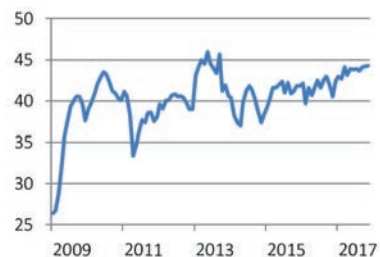
Ozko grlo japonskega gospodarstva je trg dela.

Slika 33: Indeks nabavnih menedžerjev PMI



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 34: Zaupanje potrošnikov



Vir: Bloomberg 2017.

Glede na pozitivne kazalnike se v prihodnje na Japonskem pričakuje nekoliko večja gospo-

darska rast, in sicer okrog 1,6% v letu 2018.

Tabela 8: Napovedi za Japonsko

	% sprememba glede na predhodno leto		
	2017	2018	2019
<b>BDP – realni</b>	1,5	1,6	1,2
<b>Inflacija</b>	0,5	0,6	1,1
<b>Brezposelnost</b>	2,8	2,7	2,6

Vir: Barclays: Global Outlook, Rational Exuberance, 2017.

## Abenomika dosegla močno podporo

Na volitvah konec oktobra 2017 je japonski premier Abe dosegel zgodovinsko zmago, saj je njegova stranka, liberalna demokracija, osvojila dvotretjinsko večino v parlamentu. Ta zmaga je Šinzu Abeju podelila nov mandata za nadaljevanje ekonomske politike, poimenovalne abenomika. Poleg tega se pričakuje, da bo izpolnil predvolilno obljubo in spremenil japonsko povojno pacifistično ustavo. Gre predvsem za priznanje japonskim oboroženim silam za njihovo vlogo v družbi, medtem ko pacifističnega duha ustave ne bi spreminjal.

Z ekonomskega vidika je zmaga Abeja na zadnjih volitvah predvsem potrditev njegove ekonomske politike abenomike in hkrati pomembna obveza za njeno nadaljevanje. Predvolilne obljube vključujejo davčne olajšave za podjetje, ki bodo zaposlenim dvignila plače za vsaj 3%. Ta poteza predvsem zrcali obup vlade nad počasno rastjo plač. Večji prihodki proračuna od dviga davka na dodano vrednost v oktobru 2019, in sicer s trenutnih 8% na 10%, naj bi se uporabili za izobraževanje,

tako da bi vsem generacijam omogočili brezplačen dostop do javnega izobraževalnega sistema.

Zmaga zdajšnje vladne garniture na zadnjih volitvah lahko interpretiramo tudi kot znamenje zaupanja monetarni politiki japonske centralne banke BOJ. Bil bi veliko presenečenje, če Kuroda ne bi bil imenovan za guvernerja BOJ še za naslednji mandat – zdajšnji se mu izteče v letu 2018. Abe namreč javno hvali prizadevanja in ukrepe, ki jih izvaja BOJ za doseg ciljne inflacije okrog 2%. S kvantitativnim programom odkupa vrednostnih papirjev in targetiranjem donosnosti 10-letne državne obveznice pri 0% ter negativnimi obrestnimi merami za poslovne banke se BOJ že lep čas trudi doseči zastavljeni cilj. V letu 2017 je sicer prišlo do rahlega pozitivnega premika, saj se je inflacija vse leto 2017 počasi vzpenjala in v avgustu in septembru 2017 že dosegla okrog 0,7% na letni ravni, potem pa je oktobra zdrsnila na zgolj 0,2%.

Novi mandat za abenomiko

Slika 35: Gibanje japonske inflacije



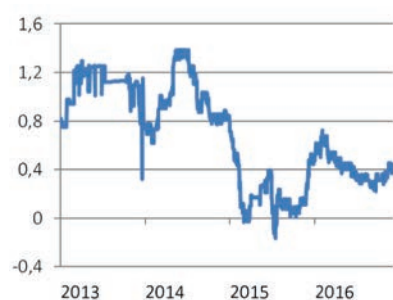
Vir: Bloomberg 2017.

Inflacijska pričakovanja so za BOJ nekoliko spodbudnejša, saj je pozitivnejši trend opaziti že zadnjih nekaj mesecev. Z ukrepi japonske vlade glede dviga plač in vsemi monetarni ukrepi se pričakuje dvig inflacije na raven ciljne, okrog 2 %, v prihodnjih letih. Vendar je celoten proces počasen in uspeh na področju inflacije je skromen kljub ogromnim naporom BOJ. Dejstvo namreč je, da centralna banka

trenutno uporablja ves svoj arzenal monetarnih ukrepov. Posledično je bilančna vsota BOJ narasla na 94 % BDP, kar pomeni povečanje denarne mase za slabih deset odstotnih točk v enem letu. To so ogromne številke, in če bo prišlo do močnejšega trenda rasti inflacije, lahko pričakujemo tudi zasuk monetarne politike in prve korake do zmernejše poti.

Pričakovani dvig plač za 3 %

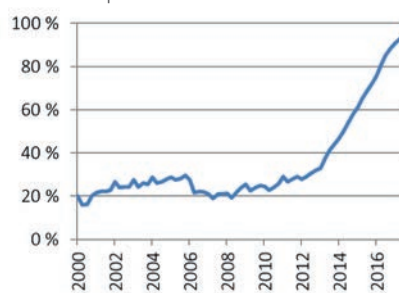
Slika 36: Inflacijska pričakovanja



Vir: Bloomberg 2017.

Japonska se predvsem spopada s pomembnim geopolitičnim tveganjem, ki izvira s Korejskega polotoka. Severna Koreja je namreč že večkrat preizkušala rakete dolgega doseg, ki so preletele Japonsko in padle v Tihi ocean. ZDA in

Slika 37: Gibanje bilančne vsote BOJ v BDP Japonske



Vir: Bloomberg 2017.

njene zaveznice vračajo udarec z največjimi vojaškimi vajami v regiji. Skratka, napetost se stopnjuje in negativno vpliva na investicijsko klimo v celotni regiji.

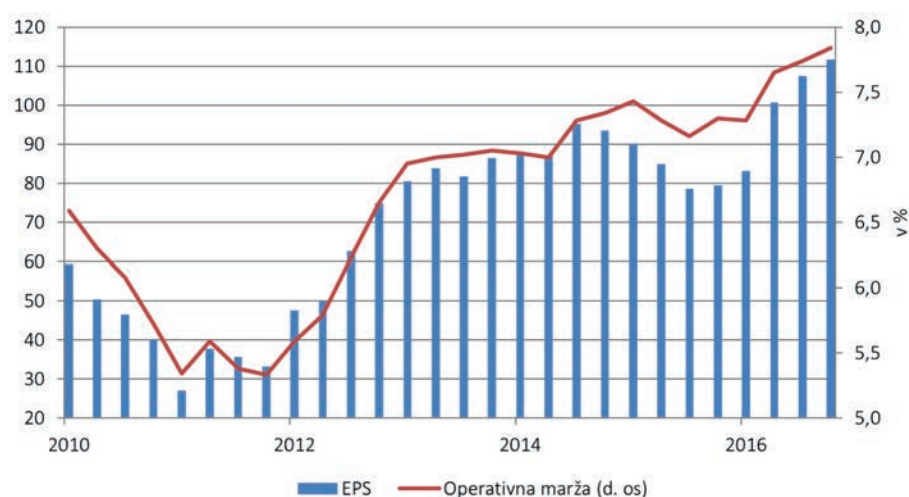
## Vrednotenja delniškega trga

Visoka dobičkonosnost japonskih podjetij

Zadnja leta je bil japonski delniški trg celo donosnejši od ameriškega, merjeno v lokalni valuti. V letu 2017 bistvene razlike v donosih med tema trgoma ni, tako da večjih razlik ni pričakovati niti na koncu leta. Ne glede na velike rasti preteklih let je dobičkonosnost

japonskih podjetij še naprej visoka. Dobiček na delnico raste že nekaj četrletij zapored. Poleg tega marža iz poslovanja dosega vrhove iz leta 2006 pri okrog 8 %. Pričakovanja za naslednje leto se gibajo med sedem in deset odstotki rasti dobička na delnico.

Slika 38: Gibanje dobička na delnico (EPS) in marž podjetij iz indeksa Topix v %



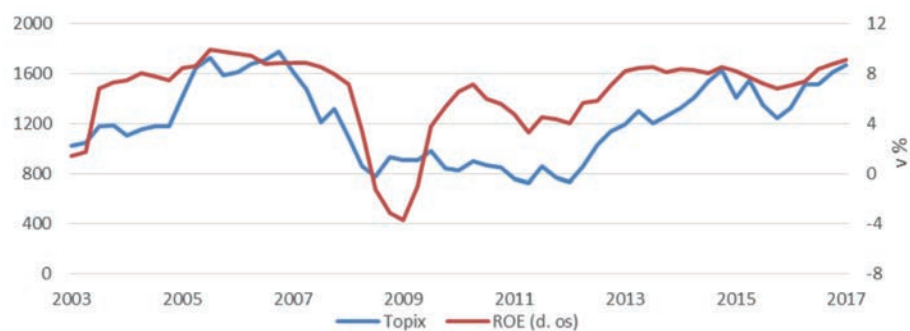
Vir: Bloomberg 2017.

Japonski delniški trg je bil edini med razvitimi državami, kjer je bila rast delniških tečajev posledica rasti dobičkov podjetij in ne dviga multiplikatorjev. Nadaljevanje rasti dobičkov japonskih podjetij bo ohranilo pozitivno razpoloženje na delniškem trgu. Zgodovinsko

gledano je bila korelacija med gibanjem donosa na lastniški kapital in delniškim indeksom Topix pozitivna. Glede na dejstvo, da pričakujemo nadaljevanje rasti dobičkov, si obetamo rast delniških trgov tudi v letu 2018.

Slika 39: Gibanje japonskega delniškega indeksa in donosa na kapital

Pozitivno razpoloženje na delniškem trgu



ROE – return on equity, donos na lastniški kapital.  
Vir: Bloomberg 2017.

Po vrednotenjih so japonske delnice popolnoma drugačna zgodba kot na primer ameriške, kjer so vrednotenja visoka. Japonski delniški trg je zgodovinsko gledano pod dolgoletnim povprečjem na podlagi primer-

jave z več multiplikatorji. Dividenda donosnost japonskih podjetij je bistveno višja od dolgoletnega povprečja, medtem ko je multiplikator dobička bistveno pod povprečjem.

Tabela 9: Vrednotenje japonskega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja	Dolgoročna mediana
<b>Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB</b>	1,37	1,42
<b>Multiplikator dobička – PE</b>	15,87	22,33
<b>Multiplikator prihodkov – PS</b>	0,87	0,65
<b>Dividendna donosnost</b>	1,87	1,08
<b>EV/EBITDA</b>	9,29	9,80

Trenutno vrednotenje narejeno za indeks Topix na dan 5. 12. 2017.

Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od 1973 do 30. 9. 2017; PE od 1993 do 30. 9. 2017; dividenda donosnost od 1993 do 30. 9. 2017; EV/EBITDA od 1994 do 30. 9. 2017.

Vsi kazalniki so tekoči (trailling).

Vir: Bloomberg 2017.

Primerjava med razvitimi trgi razkriva, da je japonski delniški trg vrednoten nižje od ameriškega po multiplikatorju pričakovanih dobičkov. Na drugi strani ni opaziti bistvenega

razhajanja z evropskimi delnicami pri vrednotenju. Najbolj opazen je močan odmik navzgor pri vrednotenju ameriških delnic.

Slika 40: Gibanje pričakovanega multiplikatorja dobička PE



Vrednotenja zgodovinsko gledano pod dolgoročnim povprečjem

Vir: Bloomberg 2017.



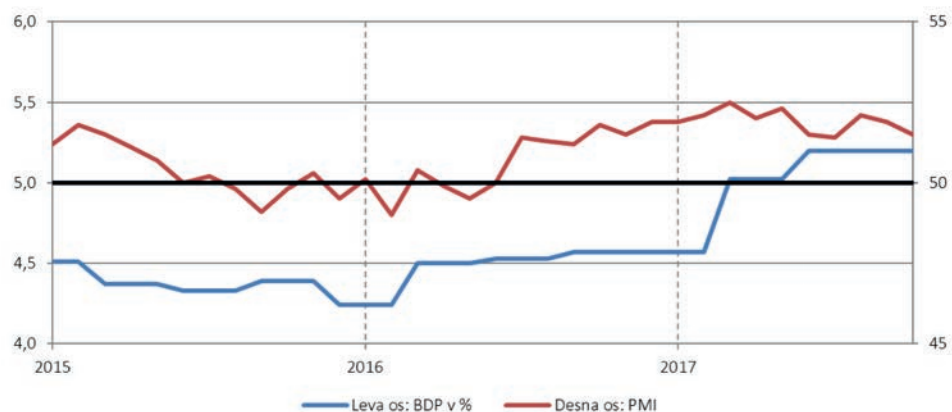
mag. Jure Dubravica

## EM – države v razvoju: gospodarski optimizem spremljajo tveganja

Optimizem se je vrnil tako v gospodarstva kot na kapitalske trge. Leto 2017 je bilo leto rasti. Gospodarska rast držav v razvoju je bila v povprečju večja kot pretekla leta. Krepitev makroekonomskega okolja bo v letu 2018 še močnejša, ekonomska aktivnost bo živahnejša, ciklična slika ostaja spodbudna. Povprečna gospodarska rast držav v razvoju bo po ocenah IMF v višini 4,6 % v letu 2017 in 4,9 % v letu 2018 ter 5 % v srednjeročnem prihodnjem

obdobju. Rast bo večja v državah uvoznicah surovin in šibkejša v državah izvoznicah. Inflacija ostaja na relativno nizkih ravneh. IMF predvideva, da bo v letih 2017 in 2018 ostala stabilna v povprečni višini 4,2 % in 4,4 %. Monetarna politika ostaja raznolika, kot je različna ekonomska slika posameznih držav. Okvirno bodo finančne razmere v letu 2018 še naprej ugodne.

Slika 41: Države v razvoju – BDP na letni ravni in indeks nabavnih menedžerjev (PMI)



Vir: Bloomberg 2017.

Optimizem se je vrnil tako v gospodarstva kot na kapitalske trge.

Poimenovanje »države v razvoju« označuje heterogeno skupino držav od Latinske Amerike, prek Afrike in Bližnjega vzhoda do Azije in težko je vse spraviti na en skupni imenovalac. Poleg geografske raznolikosti gre tudi za različne politične sisteme, različne naravne danosti (zaloge surovin) in podobno. Osredotočili smo se na najvplivnejšo skupino držav, ki so zajete v kratici BRIC. Skupno vsem je zmerno ciklično okrevanje in velik vpliv lokalne politike na gospodarstvo.

Kitajska je v tem letu izpeljala enega najpomembnejših političnih dogodkov in utrdila oblast predsednika Ši Džinpinga, čigar vpliv na družbo in gospodarstvo bo zaznamoval prihodnja desetletja. V zadnjih letih se Kitajska iz kapitalsko intenzivne ekonomije, ki gradi sodobno državo, a je hkrati ustvarila presežne investicije v proizvodne

zmogljivosti, nepremičninske balone, velik dolg in veliko onesnaženje, usmerja v družbo zmerne in hkrati bolj vzdržne gospodarske rasti. Vse več je poudarka na izboljšanju kakovosti življenja in ne zgolj na veliki gospodarski rasti za vsako ceno. Ta bo sicer na Kitajskem in v drugih delih Azije ostala močna tudi v letu 2018.

Indija sprejema reforme na račun kratkoročno manjše gospodarske rasti. Pravo smer sprememb so potrdile tudi bonitetne agencije, ki so prvič po 14 letih dvignile kreditno oceno države. Kitajska in Indija imata skupaj 40 % prebivalstva držav v razvoju, dosejata veliko gospodarsko rast in se obe pomikata v smeri potrošniške družbe. Kitajska prednjači, vendar bo čez kakšno desetletje tudi Indija bliže temu, kar danes vidimo na Kitajskem.

Rusija bo ob višjih cenah nafte lažje zadihala. Dogovor med članicami in nečlanicami kartela OPEC o omejevanju ponudbe kaže prve rezultate, ki se zrcalijo v višji ceni nafte na mednarodnih trgih. Gospodarsko okrevanje, ki se je začelo v drugi polovici leta 2016, se v šibkem tempu nadaljuje. Z višjimi cenami nafte se bo še okrepilo. Poleg energentov ima v Rusiji pomembno vlogo tudi lokalna politika. Aktualni predsednik Vladimir Putin se bo v letu 2018 potegoval za četrti predsedniški mandat, ki traja šest let. Verjetnost zmage je velika, skupaj bi bil tako na oblasti izjemnih 24 let.

Brazilijska spada v skupino držav izvoznic surovin. Izvila se je iz ene hujših recesij, vendar je okrevanje šibko. Gospodarski model držav, ki so odvisne od surovinskih trgov, kaže v tem desetletju svojo slabo stran. Usodo Brazilijske delijo tudi druge države Latinske Amerike.

Brazilijska potrebuje korenite reforme, tako ekonomske kot fiskalne, če se želi prestaviti na višjo raven. Vprašanje je, kdo jih lahko izpelje. Politični vrh se zapleta iz enega korupcijskega škandala v drugega. Politika je diskreditirana do konca. Splošne volitve v oktobru 2018 bodo priložnost za povrnitev ugleda.

Kljub posameznim tveganjem resnih recesijskih groženj trenutno ni na obzorju. Kapitalski trgi so delničarje nagradili z odločno rastjo v povprečju v višini 27 % v dolarjih oziroma okrog 12 % v evrih (od začetka leta do začetka decembra). Poleg tega je bila rast delniških tečajev umirjena, brez pravih negativnih pretresov. Ponovno je rast tečajev delnic preseгла razvite delniške trge, hkrati so se tudi zmanjšale razlike v vrednotenjih med enimi in drugimi.

Slika 42: Gibanje MSCI Emerging Markets Indexa



Vir: Bloomberg 2017.

Leto 2018 pa kljub gospodarskemu optimizmu ni brez tveganj. Morebitno hitrejša zaostrovanje globalnih finančnih razmer je eden izmed dejavnikov tveganja, ki ga lahko postavimo v ospredje in je skupen celotni skupini držav v razvoju. Dvigovanje obrestnih mer ameriške centralne banke bo imelo močan globalni vpliv. Če bo to dvigovanje hitrejša, kot je trenutno predvideno, se bo volatilitnost na kapitalskih trgih povečala.

Veliko tveganje je tudi obsežen kitajski dolg. Večja gospodarska rast Kitajske v letu 2017

kaže, da je usmerjanje gospodarske aktivnosti v smeri storitev in potrošnje počasnejša, kot bi bilo potrebno. Če se oblasti resneje ne lotijo tega problema ali uberejo napačen pristop, lahko v naslednji fazi pride do hitrejšega ohlajanja gospodarske rasti, kar lahko sproži celo verigo negativnih dogodkov.

Ne moremo niti mimo neekonomskih dejavnikov tveganja, kot so geopolitične napetosti v Aziji in na Bližnjem vzhodu, ekstremne vremenske razmere, politične zaostritve, teroristični napadi in podobno.

Gospodarska rast se bo nadaljevala tudi v letu 2018.

## Vrednotenja delniškega trga

Rast tečajev delnic je bila ponovno hitrejša kot na razvitih trgih. Razlike med vrednotenji, ki so se pojavljale v preteklih letih, se zmanjšujejo in dosegajo dolgoročna povprečja. Vrednost multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) držav v razvoju se je povišala na okrog 72 % dolgoročne vrednosti PB razvitih držav, kar pa že ustreza dolgoročnemu povprečju. Tudi

razlike pri primerjavi multiplikatorjev dobička (PE) so čedalje manjše v primerjavi z dolgoročnimi povprečji. V državah v razvoju je za leto 2018 pričakovani PE v povprečju 12,1, medtem ko je v razvitih državah 16,6. Dividendna donosnost je v obeh segmentih trga okrog 2,5 %.

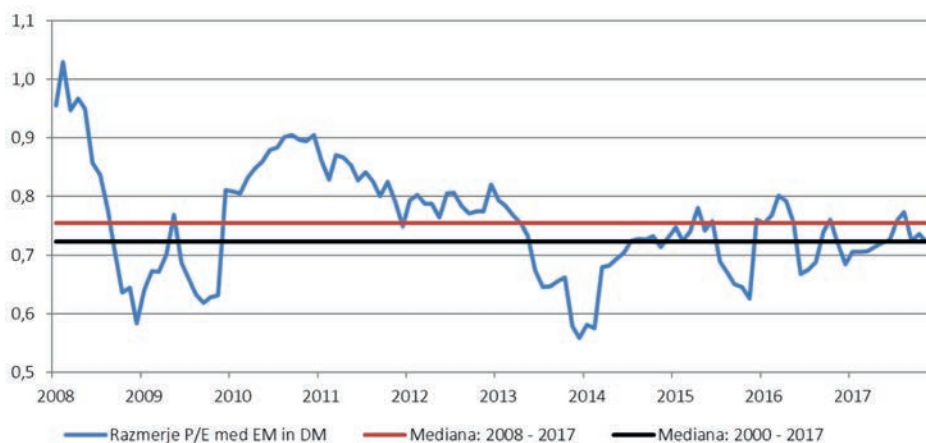
Slika 43: Prikaz razmerja multiplikatorja PB držav v razvoju (EM) in razvitih držav (DM) ter dolgoročna povprečja razlik



MSCI Emerging Market Index in MSCI World Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

Razlike med vrednotenji med razvitimi in državami v razvoju iz preteklih letih se zmanjšujejo in dosegajo dolgoročna povprečja.

Slika 44: Prikaz multiplikatorja PE držav v razvoju (EM) in razvitih držav (DM) ter dolgoročna povprečja razlik



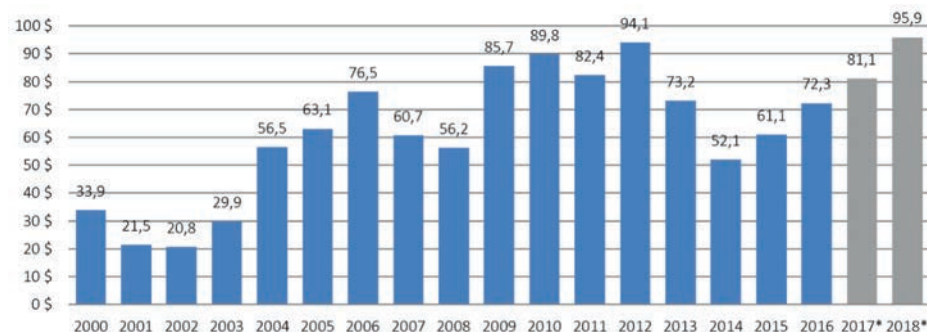
MSCI Emerging Market Index in MSCI World Index.  
Vir: Bloomberg 2017.



Po dobrem letu so napovedi analitikov optimistične tudi za naprej. Dobiček na delnico (EPS), ki se ocenjuje za družbe, zajete v delniškem indeksu držav v razvoju, bo predvidoma ponovno večji, in to za dobrih 18 %. Vrednost bo presegla najvišje ravni

preteklih let. V okolju večje gospodarske rasti, velikih rasti dobičkov družb, nižjih obrestnih mer in zmerne inflacije so višji relativni kazalniki lažje sprejemljivi. Prostora za rast glede na primerljive naložbe z razvitih kapitalskih trgov pa je manj kot pred leti.

Slika 45: Dobiček na delnico (v USD) za MSCI Emerging Markets Index



\*Ocena  
Vir: Bloomberg 2017.

## Kitajska

Najpomembnejši politični dogodek leta je bil 19. kongres Komunistične partije Kitajske. Zborovanje, ki ga priredijo vsakih pet let, je potrdilo in okrepilo položaj zdajšnjega predsednika Ši Džinpinga na oblasti. Njegovo ime in ideologijo je komunistična partija zapisala v svojo ustavo in ga povzdignila v status, ki sta ga dosegla velika kitajska voditelja Mao Zedong in Deng Šiaoping. Ši Džinping ohranja Maov pogled na Kitajsko, ki jo še naprej vodi ena stranka, in Dengovo pozornost na ekonomski realnosti in potrebi po pragmatični politiki. Filozofija, ki ji sledi, se največkrat opisuje kot socializem s kitajskimi značilnostmi; gre za nekakšno vrsto modernizacije Kitajske. S tem bo njegov vpliv na Kitajsko ostal tudi po izteku drugega mandata.

Dogajanje na kongresu so delniški trgi sprejeli kot dokaz stabilnosti in se nanj niso posebej odzivali. Medtem ko se je Ši Džinping v prvem mandatu prikupil ljudem z antikorupcijsko kampanjo, centralizacijo oblasti in posameznimi popularnimi potezami, ga v drugem delu čaka zahtevnejša naloga. Pričakuje se, da se bo lotil kitajskega dolga, nepremičninskega

balona, regulacije finančnih trgov, zmanjšal presežne industrijske zmogljivosti in omejil onesnaževanje. Nadaljeval pa bo tudi iskanje ravnotežja med gospodarsko rastjo in preobrazbo družbe v vzdržnejši gospodarski model.

Velik dolg v razmerju do BDP je znan kot sistemsko finančno tveganje za stabilnost države. Pri tem je pomembnih več stvari, kot so vir dolga, stopnja varčevanja prebivalstva, valutna struktura dolga, politični sistem, zunanji dolg in podobno. Mnenja, kako tvegan je kitajski dolg, so različna. Opozorilo o nevarnem tempu rasti celotnega kitajskega dolga je v avgustu izdal tudi IMF. Podobno opozarja kitajska centralna banka in ne nazadnje je Moody's Kitajski po skoraj 30 letih znižal bonitetno oceno s Aa3 na A1. Ocenjujejo, da se bo finančna moč Kitajske z leti zmanjšala kot posledica manjše gospodarske rasti in vse večjega dolga. Ni pričakovati, da bi lahko Kitajska čez noč zmanjšala delež dolga v BDP. Oblasti se zavedajo finančnih tveganj in premoženjskih balonov, ki so ob tem nastali. V zadnjem letu se je celoten dolg še povečal in znaša 260 % BDP.

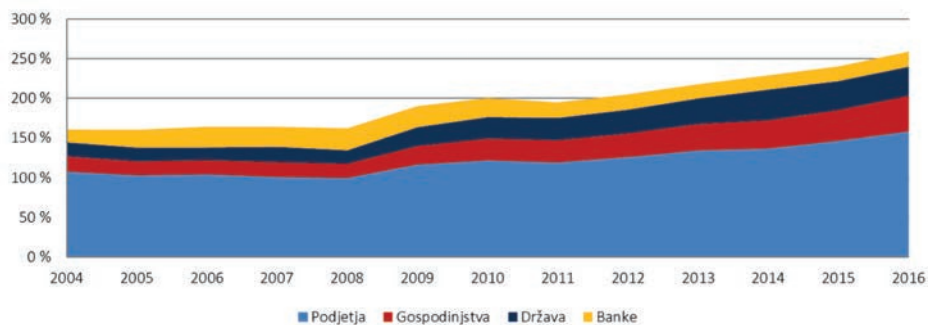
Najpomembnejši politični dogodek leta je bil 19. kongres Komunistične partije Kitajske.

Njegova struktura pa je takšna, da večino nosijo kitajska podjetja, kar 60-odstotni delež. Oblasti iščejo predvsem način, kako v prvi fazi

zajeziti tempo rasti, in trenutno makro-ekonomsko okolje je za to primerno.

Velik dolg je eno izmed največjih tveganj za stabilnost Kitajske.

Slika 46: Dolg posameznih subjektov kot delež BDP (v %)



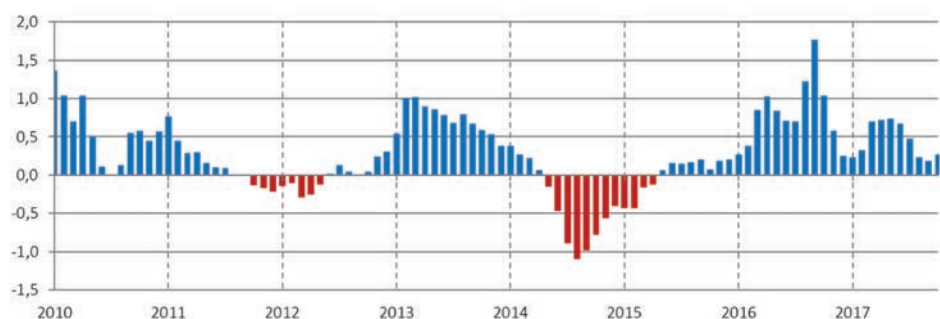
Vir: Bloomberg 2017.

Nadzor nad dolgom in premoženjskimi baloni je postal najvišja politična prioriteta in eden izmed ukrepov je omejevanje tako imenovanega bančništva v senci (shadow banking) – v grobem gre za izvajanje storitev bančništva pri nebančnih institucijah in zunaj reguliranega bančnega okolja. Tovrstno bančništvo je dodatno financiralo nepremičninsko mrzlico in investicije v presežne zmogljivosti. Ocenjuje se, da gre za finančni segment, ki je velik 18,5 trilijona dolarjev. Z namenom zajezitve te težave se sprejema nova regulativa in prvi rezultati so tudi že vidni.

Po ocenah Moody's Investor Servicea v prvi polovici leta 2017 bančništvo v senci ni raslo. Tudi rast cen nepremičnin se je v letu 2017 nekoliko umirila. Omejevanje je potrebno, lahko pa sproži druga neravnovesja, ker je sistem kompleksen, skrit, nalezljiv in tvegan. Težko je tudi pričakovati, da bi lahko formalni finančni sistem v popolnosti nadomestil izpad, ki bi nastal z omejitvami. Posledično prihaja do finančnih intervencij, ki zagotavljajo likvidnost sistemu. Kitajska centralna banka je novembra v finančni sistem poslala 45 milijard dolarjev, kar je njena največja intervencija v letu dni.

Moody's je po skoraj 30 letih prvič znižal bonitetno oceno Kitajske (Aa3 → A1).

Slika 47: Mesečna sprememba cen nepremičnin v največjih kitajskih mestih



Vir: Bloomberg 2017.

Kitajska nadaljuje začrtano pot manjše gospodarske rasti, kot je bila značilna za pretekla desetletja. Postopno dolgoročno drsenje gospodarske rasti je naravna posledica rebalansiranja ekonomskega modela države. Cilj vlade ni več gospodarska rast za vsako ceno, ampak se namenja več pozornosti njeni

kakovosti. Poudarjati se je začela kakovost življenja. Vlada želi do leta 2020 doseči podvojitev razpoložljivega dohodka gospodinjstev v primerjavi z letom 2010, kar bi lahko uresničili že, če bi letna gospodarska rast BDP znašala okrog 6,3%.

Tabela 10: Rast kitajskega BDP in inflacija

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>BDP</b>	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,7	6,8	6,5
<b>Inflacija</b>	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,8	2,4

Vir: IMF 2017.

Gospodarsko okolje omogoča ohlapnejšo monetarno politiko. Obrestne mere centralne banke so nizke. Podobno se pričakuje tudi v letu 2018. Upočasnjevanje rasti nepremičninskega trga in strožja regulacija

finančnega sektorja bosta držala inflacijo na nizkih ravneh. Ciljna inflacija centralne banke ostaja še vedno na ravneh okrog 3%. Pričakovanja IMF glede inflacije v letu 2018 so pod 2,5% ob 6,5-odstotni gospodarski rasti.

Cilj vlade ni več gospodarska rast za vsako ceno, ampak se namenja več pozornosti njeni kakovosti.

Slika 48: Inflacija na letni ravni



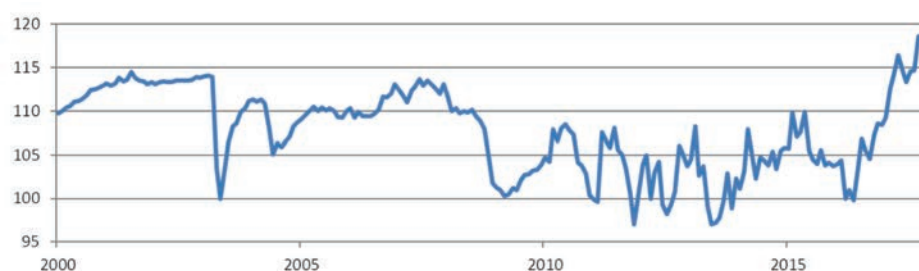
Vir: Bloomberg 2017.

V krizi po letih 2007 in 2008 je postalo jasno, da je lahko velika odvisnost od izvoza za Kitajsko preveč tvegana. Ena izmed možnih smeri razvoja je krepitev lastnega, notranjega trga in potrošne družbe ter s tem doseganje ravnovesja gospodarskega modela države. Družba se zadnjih nekaj let usmerja iz kapitalsko intenzivne ekonomije, ki je ustvarila presežne investicije v proizvodne zmogljivosti,

nepremičninske balone in veliko onesnaženje, v družbo zmerne in hkrati bolj vzdržne gospodarske rasti s poudarkom na kitajskem potrošniku. Ta se je prebudil in se počuti zelo dobro. Zaupanje potrošnikov je na najvišjih ravneh zadnjih desetletij. To je vidno tudi v poslovnih rezultatih družb, kot sta Alibaba in Tencent, ki podirata vse rekorde.

Postopno dolgoročno drsenje gospodarske rasti je naravna posledica rebalansiranja ekonomskega modela države.

Slika 49: Gibanje indeksa zaupanja kitajskih potrošnikov



Vir: Bloomberg 2017.

## Vrednotenja delniškega trga

Za nami je dobro borzno leto. Rast tečajev delnic je bila velika tako v Hongkongu kot v celinski Kitajski. Poleg tega je bila umirjena, brez večje volatilnosti. Na obeh trgih je do začetka decembra, merjeno v hongkonških

dolarjih, znašala okrog 30 % in v evrih okrog 15 %. Z rastjo tečajev so se vrednotenja prestavila nad večletne ravni. Dodatna skrbnost pri investiranju tako ni odveč.

Slika 50: Gibanje indeksa CSI 300 v letu 2017



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 51: Gibanje indeksa Hang Seng v letu 2017



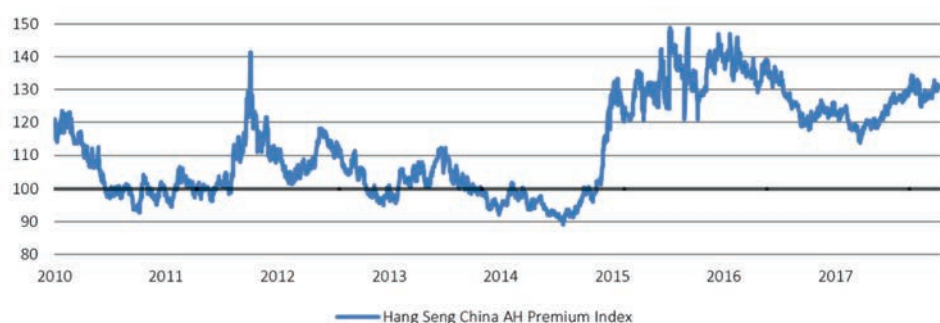
Vir: Bloomberg 2017.

Kitajski potrošnik se je prebudil in se počuti zelo dobro.

Razlika med tečaji delnic v Hongkongu in celinski Kitajski se še vedno ohranja in je na podobnih ravneh kot v letu 2016. Delnice, ki kotirajo v celinski Kitajski, so še vedno za približno 30 % dražje kot delnice istih družb v

Hongkongu. Še vedno velja, kar je veljalo pretekla leta, da se lahko investitorji počutijo varneje v Hongkongu kot v Šenzenu ali Šanghaju.

Slika 52: Primerjava med tečaji delnic v Hongkongu in celinski Kitajski



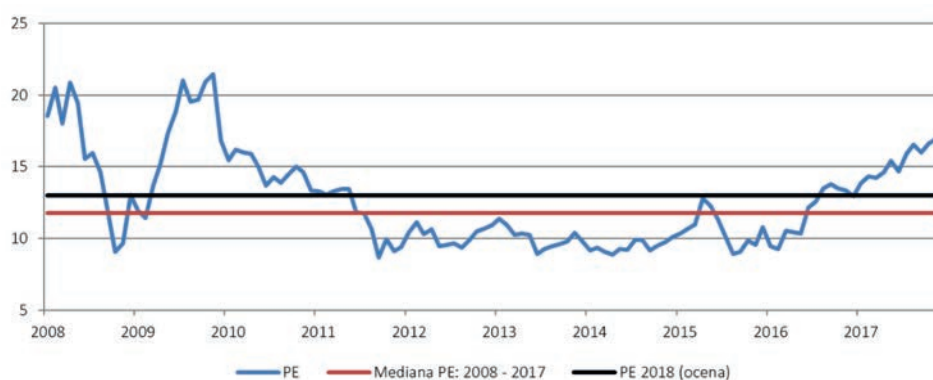
Vir: Bloomberg 2017.

Na delniških trgih se je vse vrtelo okrog družb, ki upravljajo družbene medije, spletno trgovino in razvijajo umetno inteligenco: Tencent, Alibaba, Baidu in druge. Tržna kapitalizacija Tencenta je presegla 500 milijard dolarjev; tako se je Tencent kot prva kitajska družba zavihtel med elitno skupino, kamor sodijo Facebook, Google, Amazon in Apple. Omenjene družbe pokrivajo vsa področja življenja Kitajcev: spletno klepetanje, plačevanje, prehranjevanje, igranje iger,

poslušanje glasbe (na primer polovica od 980 milijonov uporabnikov dnevno preživi več kot 90 minut na aplikaciji WeChat).

Vrednotenja so se povišala z gospodarskim optimizmom in nizkimi obrestnimi merami. Multiplikator dobička (PE) je presegel povprečne vrednosti preteklega desetletja. Podobno je z multiplikatorjem knjigovodske vrednosti (PB).

Slika 53: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) kitajskih delnic



Vir: Bloomberg 2017.

Z rastjo tečajev so se vrednotenja prestavila nad večletne ravni.

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



Vir: Bloomberg 2017.

## Brazilija

Po dveh letih krčenja lahko ponovno govorimo o rasti. Gospodarska moč Brazilije se je v letu 2017 postopoma krepila. Rast je šibka kakor pri drugih državah izvoznicah surovin, se bo pa nadaljevala v leto 2018. Spodbudno je, da so se

tudi inflacijski pritiski zaježili. V prihodnjih letih bodo cene predvidoma rasle po okrog 4 % letno, kar je blizu ciljev brazilske centralne banke (4,5 % ± 2 %). Monetarna politika bo še naprej ugodna in bo v podporo gospodarstvu.

Tabela 11: Rast brazilskega BDP in inflacija

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>BDP</b>	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-3,8	-3,6	0,7	1,5
<b>Inflacija</b>	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,7	4,0

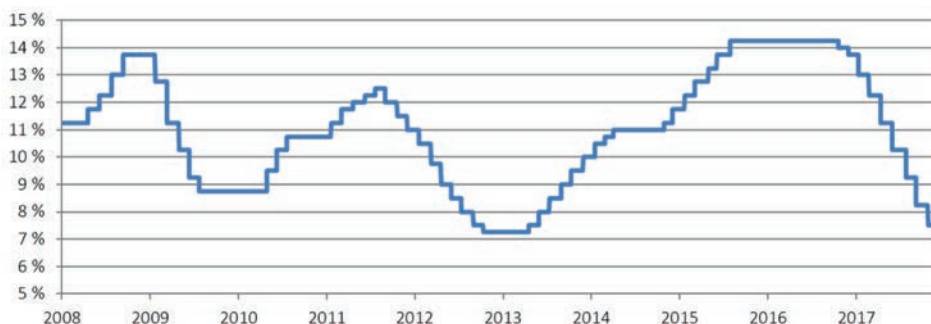
Vir: IMF 2017.

Gospodarska rast je šibka, se bo pa nadaljevala v leto 2018.

Brazilska centralna banka je ob nizki inflaciji globoko zarezala v obrestne mere. V letu 2017 je aktivno reagirala in kar osemkrat spustila obrestne mere. Zadnji popravek je bil decembra 2017, ko so obrestno mero SELIC

spustili na zgodovinsko nizkih 7 %. Težko je napovedovati, a predvidoma bi to lahko bilo dno v tem ciklu. Nizke obrestne mere in nizka inflacija so nujno potrebne za krepitev šibkega brazilskega gospodarstva.

Slika 55: Ciljna obrestna mera centralne banke (SELIC)



Vir: Bloomberg 2017.

Brazilska centralna banka je ob nizki inflaciji osemkrat zarezala v obrestne mere.

V Braziliji bi bile potrebne ekonomske in fiskalne reforme, s katerimi se predolgo odlašajo. Predvsem pokojninski sistem bi morali korenito spremeniti, a je kakršnakoli prenova težko izvedljiva. Predsednik Michel Temer s težavo uveljavlja reforme, ki jih je načrtoval. Politični kapital, ki si ga je pridobil po zamenjavi Dilme Rousseff, je izgubil po tem, ko se je sam s svojo vlado zapletel v korupcijski škandal.

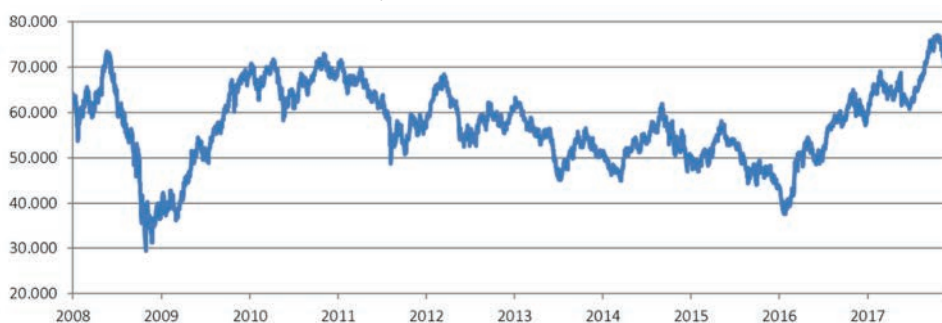
Samo od avgusta letos so ga že dvakrat poskušali odstaviti – brez uspeha. Vrhovno sodišče je odobrilo preiskavo predsednika in velikega števila vodilnih državnih politikov. Politika je diskreditirana do konca. Priložnost za povrnitev ugleda bo v oktobru 2018, ko bodo Brazilci ponovno izbirali svoje politične predstavnike.

## Vrednotenja delniškega trga

Delničarji so lahko zadovoljni z letom 2017. Osrednji brazilski borzni indeks je pridobil več kot 20 % vrednosti (od začetka leta do decembra) v lokalni valuti. Zaradi upada vrednosti brazilskega reala ta rast z evropskega

zornega kota ni tako spektakularna. Ne glede na oblak političnih in ekonomskih tveganj, ki leži nad Brazilijo, se je optimizem iz gospodarstva uspešno prelil na delniške trge.

Slika 56: Brazilski delniški indeks Bovespa

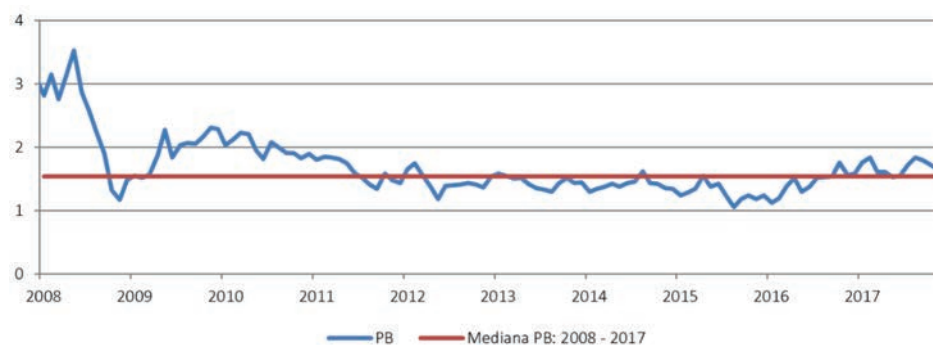


Vir: Bloomberg 2017.

Pri naložbah se sicer ne gre zanašati le na relativne kazalnike vrednotenja, vendar ti niso opazno nad povprečnimi ravnmi preteklih let, česar ne moremo trditi za nekatere druge države trgov v razvoju. So pa na višjih ravneh

kot v preteklosti. Napovedi za prihodnje dobičke so optimistične, kar postavlja prihodnja multiplikatorja dobička in knjigovodske vrednosti na sprejemljivejše ravni.

Slika 57: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) brazilskih delnic



MSCI Brazil Index.

Vir: Bloomberg 2017.

Slika 58: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) brazilskih delnic



MSCI Brazil Index.

Vir: Bloomberg 2017.

Predolgo se čaka z ekonomskimi in fiskalnimi reformami.

Relativni kazalniki vrednotenja niso opazno nad povprečnimi ravnmi preteklih let.

## Rusija

Konec leta 2016 se je Rusija, podobno kot Brazilija, izvila iz dvoletne recesije, ki je nastala kot posledica upada cene nafte na mednarodnih trgih in sankcij zahodnih držav zaradi vmešavanja Rusije v ukrajinsko krizo. Leta 2017 bo gospodarska rast ponovno pozitivna. Podobna pričakovanja ima IMF tudi za leto 2018. Ocene gospodarske rasti za leto

2018 se gibljejo med 1,6 % (IMF) in 2,5 % (Capital Economics). Okrevanje je šibko, a se lahko z višjo ceno energentov okrepi. Trenutni trend nakazuje v to smer. Inflacija je glede na gospodarsko rast še vedno visoka, vendar ostaja v okvirih ciljnih 4 % ruske centralne banke.

Gospodarsko okrevanje je šibko, a se lahko z višjo ceno energentov okrepi.

Tabela 12: Rast ruskega BDP in inflacija

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>BDP</b>	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,7	-0,2	1,8	1,6
<b>Inflacija</b>	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	4,2	3,9

Vir: IMF 2017.

Odvisnost gospodarstva od cene energentov, predvsem nafte in zemeljskega plina, je še vedno velika. S fiskalnimi pravili želijo to odvisnost zajezi, a glede na količine energentov, ki jih imajo, in nizko proizvodno ceno se je bodo težko rešili. Hkrati nimajo močnega lastnega trga potrošnikov, kot to velja za Indijo in Kitajsko, da bi se lahko usmerili vase. Prednost Rusije pred ostalimi državami izvoznicami nafte pa je v izredno nizkem strošku načrpane nafte. Ocenjuje se, da je ta

strošek pod 20 dolarji, v posameznih primerih je govor tudi o ravneh okrog 10 dolarjev. Razlika v ceni prek davkov nato potuje v državni proračun, kjer so nazadnje pri načrtovanju prihodkov in izdatkov predvideli povprečno ceno nafte pri 40 dolarjih. Trenutno je cena tik pod 60 dolarji za sodček. K temu je pripomogel dogovor med članicami kartela OPEC in večjimi proizvajalkami, ki uspešno omejujejo globalno proizvodnjo s končnim ciljem postopnega dviga cen.

Slika 59: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih (v USD)



Vir: Bloomberg 2017.

Vladimir Putin je naznanil, da se bo potegoval za četrti predsedniški mandat – na oblasti bo 24 let.

Tudi v Rusiji ne moremo mimo političnega dogajanja. Vladimir Putin je naznanil, da se bo potegoval za četrti predsedniški mandat. Mandat traja šest let in tako bi bil na oblasti

skupno 24 let, kar je najdaljši predsedniški staž po Stalinu. Volitve bodo marca 2018 in trenutno ni izzivalca, ki bi ga lahko ogrozil. Politično okolje v Rusiji bo na neki način



stabilno oziroma takšno, kot ga poznamo. Dober odnos, ki ga ima Putin z ameriškim predsednikom, se kaže pri sankcijah ZDA. Retorika Amerike se mehča in Trump se

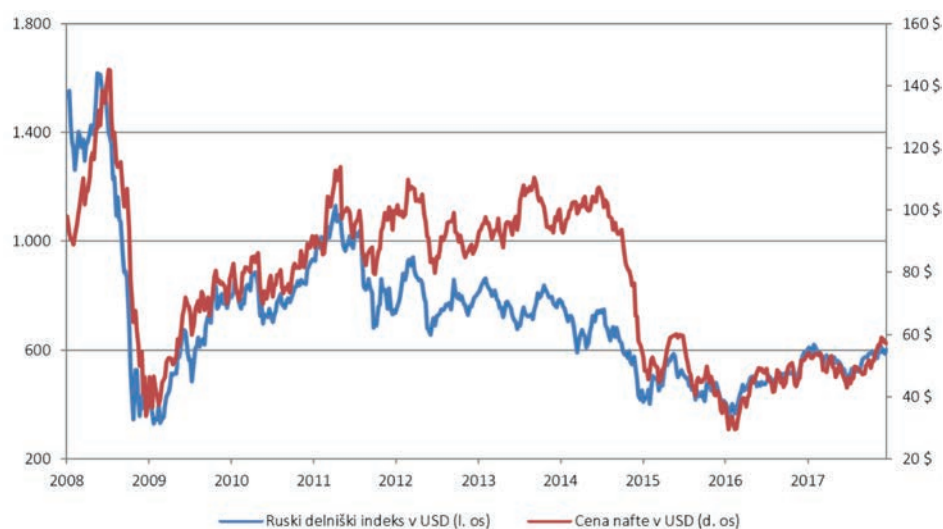
sprašuje, ali ni morda Rusija bila že dovolj kaznovana in ali ni morebiti čas, da se na tem področju kaj spremeni.

## Vrednotenja delniškega trga

Privlačnost ruskega trga se že vrsto let skriva v nižjih relativnih kazalnikih v primerjavi s preostalimi primerljivimi državami. Toda ko pogledamo dolgoročna povprečja, ki so običajna za ruski kapitalni trg, pridemo do ugotovitve, da so relativni kazalniki na večletnih povprečjih. Kar je še vedno v redu glede na to, da so na marsikaterem trgu ti kazalniki nad svojimi preteklimi vrednostmi. Kar manjka, so večje rasti prihodkov in

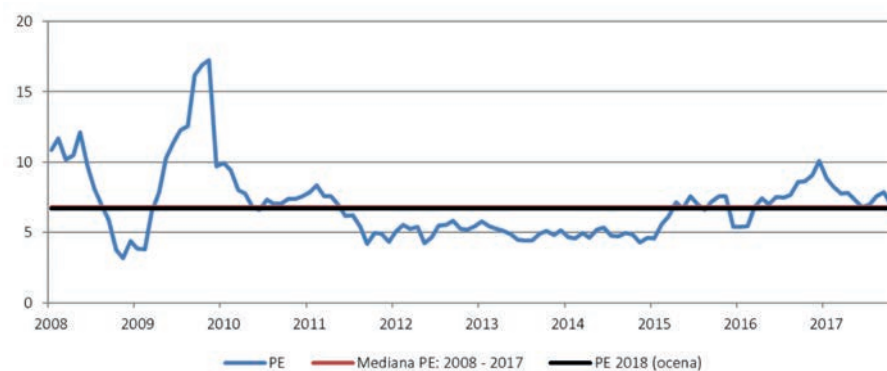
dobičkov. Delniški trg je v splošnem še vedno preveč odvisen od dogodkov na trgu energentov. Predvsem od cene nafte, kar je jasno vidno na grafu gibanja tečaja delnic ruskih družb in cene nafte na mednarodnih trgih. Sama vrednotenja naložb v Rusiji že dolgo niso ključ do uspešnega investiranja, ampak je to odvisno od pravilnega predvidevanja gibanja cene nafte na mednarodnih surovinskih trgih.

Slika 60: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih in indeksa ruskih delnic



MSCI Russia Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

Slika 61: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) ruskih delnic



MSCI Russia Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

Ključ do uspešnega investiranja na ruskem delniškem trgu je pravilno predvidevanje gibanja cene nafte na mednarodnih surovinskih trgih.

Slika 62: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) ruskih delnic



MSCI Russia Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

Gospodarska rast v letu 2017 je manjša, kot je bilo sprva pričakovano – vlada daje prednost reformam.

## Indija

Indija si s Kitajsko deli naziv najhitreje rastočega velikega gospodarstva sveta. Gospodarska rast v letu 2017 je manjša, kot je bilo sprva pričakovano. Večja rast se po projekcijah IMF ponovno obeta za leto 2018. Delno je za manjšo rast v letu 2017 odgovorna vlada Narendre Modija, ki se pogumno loteva velikih projektov in ostaja zvesta svojim ekonomskim reformam. V letu 2016 so z namenom pregona nelegalno pridobljenega denarja nenapovedano prepovedali bankovca večjih vrednosti, ki sta pomenila 86 % gotovine

v obtoku. Odprava teh bankovcev je povzročila zmedo med Indijci, posledice pa so bile vidne tudi v šibkejši gospodarski rasti. Leta 2017 se je vlada lotila še ene velike naloge, vpeljali so davek na blago in storitve. Namen novega davka je poenostavitev in standardizacija obdavčitve po vsej Indiji. Izkazalo se je, da je vpeljava novega davčnega sistema kompleksnejša, kot je bilo prvotno predvideno. Tudi tukaj so oziroma bodo kratkoročno posledice vidne kot šibkejša gospodarska rast.

Tabela 13: Rast indijskega BDP in inflacija

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
<b>BDP</b>	8,5	10,3	6,6	5,1	6,9	7,3	7,6	7,1	6,7	7,4
<b>Inflacija</b>	10,6	9,5	9,4	10,2	10,0	5,9	4,9	4,5	3,8	4,9

Vir: IMF 2017.

V zadnjih mesecih 2017 so se ponovno povišala inflacijska pričakovanja. Predvidoma bo inflacija okrog 4 %, kar je glede na gospodarsko situacijo in zgodovino relativno nizka stopnja. V letu 2016 je centralna banka Indije uradno sprejela ciljno inflacijo v višini 4 % ± 2 %. Gre za pomembno potrditev politike zoper visoko inflacijo, ki jo je začel prejšnji guverner Raghuram Radžan. Predvsem so se konec leta 2017 nekoliko povišale cene hrane

kot posledica slabega vremena. Na splošno raven cen vplivajo tudi cene energentov, predvsem nafte, ki je Indija večino uvozi. Ne glede na to trenutno ni pričakovati, da bi centralna banka spreminjala raven ključne obrestne mere. Ocenjuje se, da bodo obrestne mere ostale stabilne do konca leta 2018. Trenutno je ključna obrestna mera znižana na 6%.

Slika 63: Inflacija na letni ravni



Vir: Bloomberg 2017.

Dobri podatki prihajajo tudi iz proizvodnje, kjer indeks PMI še vedno nad 50 in potrjuje nadaljnjo gospodarsko ekspanzijo.

Slika 64: Indeks nabavnih menedžerjev (PMI) v proizvodnji



Vir: Bloomberg 2017.

Proti koncu leta je Moody's prvič po 14 letih dvignil bonitetno oceno Indije na drugo najnižjo v investicijskem razredu. Novico so indijske oblasti sprejele kot mednarodno potrditev pravilne politične smeri. Vlada bo v letu 2017/18 izvedla še večjo enkratno kapitalsko injekcijo v bančni sistem (32 milijard dolarjev), ki bo bankam olajšala odpis naraščajočih slabih dolgov in povečala kreditno sposobnost. Potezo sta pozdravili tudi bonitetni hiši Moody's in Fitch. S tem želijo spodbuditi investicije in gospodarsko rast ter izboljšati celotno sistemsko stabilnost države. Znesek, ki ga namenjajo za to, je večji kot vsi zneski v preteklem desetletju skupaj.

Prihodnost Indije je indijski potrošnik. Po ocenah ameriške svetovalne družbe The Boston Consulting Group (BCG) bo do leta 2025 Indija tretji največji potrošniški trg na svetu, takoj za ZDA in Kitajsko. Indijci so mladi, eni revnejših med državami v razvoju in tehnološko večji – okoliščine so na njihovi strani. Osrednjo vlogo bo imela rast osebnega dohodka. Ob predpostavki, da gospodarska rast znaša med 6 % in 7 % letno, se bo potrošnja povečala za faktor 3, na štiri trilijone dolarjev do leta 2025. Proces urbanizacije je počasnejši, vendar se pričakuje, da bo do leta 2025 že okrog 40 % prebivalstva živel na urbanih območjih. Smer je podobna, kot se je v preteklosti dogajalo in se še dogaja s Kitajsko in kitajskim potrošnikom.

Moody's je prvič po 14 letih dvignil bonitetno oceno Indije.

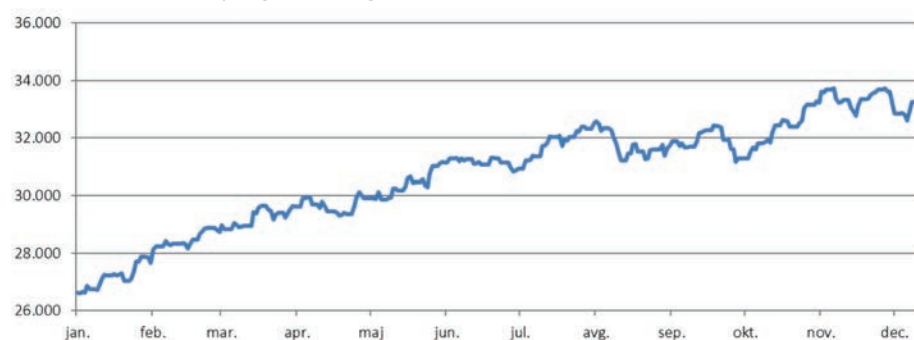
Prihodnost Indije je indijski potrošnik.

## Vrednotenja delniškega trga

Nedavna rast cene nafte, manjša gospodarska rast v letu 2017 in visoka tekoča vrednotenja so znamenja, ki jih morajo upoštevati vlagatelji v indijske delnice. Tečaji indijskih delnic so v letu

2017 med donosnejšimi v primerjavi z rastjo preostalih tečajev družb iz skupine BRIC. Prednjačijo sicer delnice iz Hongkonga, vendar zaostajajo tiste s celinskih kitajskih borz.

Slika 65: Vrednost indijskega delniškega indeksa SENSEX



Vir: Bloomberg 2017.

Podobno kot na večini ostalih trgov tudi v Indiji v letu 2017 ni bilo večjih negativnih presenečenj za delničarje. Rast tečajev je relativne kazalnike vrednotenja prestavila na višje ravni. Podporo kapitalskim trgov dajejo večja pričakovanja glede poslovanja družb. Trenutno znaša multiplikator dobička (PE) 23,3 in je visoko nad dolgoročnim povprečjem trga,

vendar so analitiki tako optimistični glede prihodnjih dobičkov družb, da je pričakovani PE za leto 2018 »le še« 16,5, kar je pod tržnimi povprečji. Podobno je tudi s kazalnikom multiplikatorja knjigovodske vrednosti, kjer tekoče vrednotenje ustreza preteklim povprečjem.

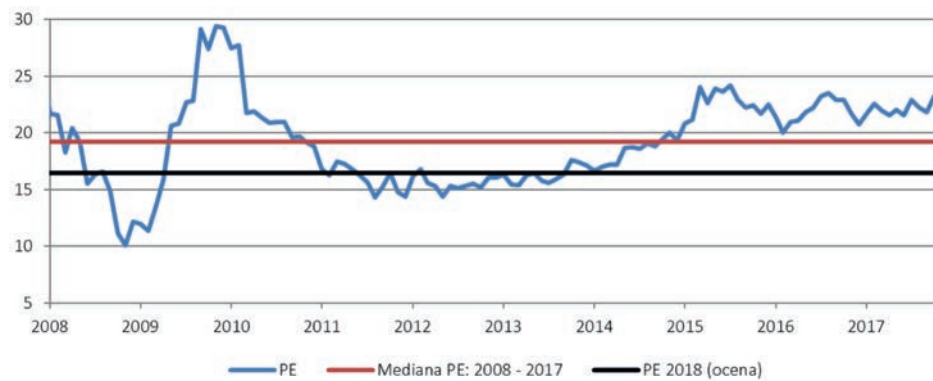
Slika 66: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic



MSCI India Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

Rast tečajev je relativne kazalnike vrednotenja prestavila na višje ravni. Pričakovanja glede prihodnjega poslovanja družb so zelo optimistična.

Slika 67: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) indijskih delnic



MSCI India Index.  
Vir: Bloomberg 2017.

# Delniški trgi po sektorjih



Uroš Selič

Več kot dve leti prestrukturiranja je obrodilo sadove.

## Energetika

Tabela 14:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	59,8 %
Evropa brez VB	23,6 %
VB	5,6 %
Japonska	1,3 %
Razvita Azija	2,0 %
EM	7,7 %

Vir: Bloomberg 2017.

Delnice iz sektorja energetika so se po enem zmagovalnem letu letos ponovno, tako kot leta prej, v primerjavi z ostalimi sektorji uvrstile na rep. Energetski sektor je od začetka leta pa do začetka decembra izgubil okrog 12 % v evrih, kar v primerjavi s splošnim indeksom, ki je v tem času pridobil okrog 6,9 % v evrih, bistveno izstopa. Gibanje energetskih delnic je seveda najbolj povezano z gibanjem cene nafte, katere nihajnost je še vedno izredno velika. Tako smo še v začetku leta zaradi presežkov zaznavali pritisk na nižjo ceno nafte, od sredine leta pa se je slika obrnila. Pozitivni makroekonomski podatki z največjo sinhrono gospodarsko rastjo od zadnje finančne krize po vsem svetu in vedno bolj cvetoča potrošnja tako v razvitih kot, kar je za naftni trg še pomembneje, razvijajočih se državah, se je začela kazati v višji ceni črnega zlata. Nafta je ob koncu leta celo presegala ravni, na katerih je bila ob koncu lanskega leta, vendar zaradi šibkejšega dolarja ni imela močnejšega vpliva na evropskega vlagatelja.

Dnevne količine načrpane svetovne nafte so v začetku leta občutno presegale povpraševanje po črnem zlatu, saj so presežki znašali tudi do dva ali tri milijone sodčkov na dan, kar je bilo za naftni trg negativno znamenje, potem pa se je v sredini leta zgodil preobrat. Presežkov na trgu je bilo vse manj in po več kot treh letih in pol se je na trgu vzpostavilo ravnovesje. Na to sta vplivala tudi vrnitev napetosti na Bližnji vzhod, za kar je poskrbel sam savdski princ z aretacijo pomembnih ljudi v državi, in podaljšanje

Tabela 15:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	58,7 %
Oil & Gas Exploration & Produc	18,2 %
Oil & Gas Equipment & Services	7,0 %
Oil & Gas Storage & Transporta	9,2 %
Oil & Gas Refining & Marketing	6,5 %
Oil & Gas Drilling	0,2 %
Coal & Consumable Fuels	0,2 %

Vir: Bloomberg 2017.

dogovora o kvotah načrpane nafte med članicami kartela OPEC na novembrskem zasedanju. Tako je nekoliko bolj razumljiv dvig cene nafte ob koncu leta, vendar pa je ta še vedno skoraj za polovico nižja kot pred leti. Naftna podjetja, ki so doživela velik cenovni šok, so v zadnjih dveh letih odlično krmarila v novem okolju in iz četrletja v četrletje bolje iztiskala vsak dolar iz naftnega sodčka. Več kot dve leti prestrukturiranja z velikanskim nižanjem stroškov je obrodilo sadove, saj največje družbe v panogi ustvarjajo močne pozitivne denarne tokove in seveda dobičke. Nekaterim je uspelo znižati mejno ceno proizvodnje pod 40 dolarjev za sodček, kar pomeni, da lahko pri ceni 50 dolarjev ali več pokrijejo investicijo in izplačajo dividende, ki so nadpovprečno visoke in hkrati vlivajo zaupanje o njihovi vzdržnosti na daljši rok. S tem si bo sektor, ki je bil v zadnjih letih zapostavljen, povrnil zaupanje vlagateljev.

V prihodnosti čaka naftno industrijo veliko izzivov, od pariškega dogovora o podnebnju pa do vzpona električnih vozil. Letošnja objava angleške in francoske vlade o nameravani prepovedi prodaje novih vozil z motorjem na notranje izgorevanje od leta 2040 je v industriji sprožila dve pomembni vprašanji: ali bo vzpon električnih vozil povzročil manjše povpraševanje po nafti, in če ga bo, kdaj se bo to zgodilo. Čeprav nihče ne pozna natančnega odgovora, je dejstvo, da trenutno vozila za prevoz oseb ustvarjajo 26 odstotkov svetovnega povpraševanja po nafti in da se

bodo s prehodom na električna vozila potrebe po nafti za prevoz občutno zmanjšale, no, kljub temu pa projekcije Mednarodne agencije za energijo kažejo, da bodo potrebe po energiji do leta 2040 narasle za 30 odstotkov. S tem se bodo pojavile priložnosti v drugih segmentih,

pri čistih energentih, ki jih bodo tudi naftna podjetja skušala izkoristiti sebi v prid. Tu imamo v mislih zemeljski plin, ki ima v primerjavi z nafto značilnosti čiste energije in mu je zagotovljena rast tudi v prihodnje.

## Gibanje sektorja

Slika 68:

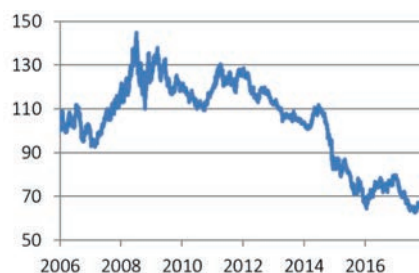
Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 69:

Relativno gibanje Energy in S&P 1200 v USD

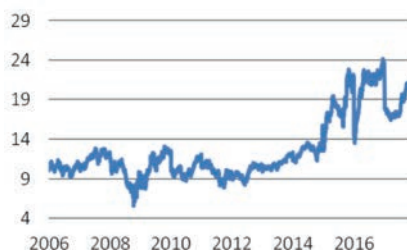


Vir: Bloomberg 2017.

## Vrednotenje sektorja

Slika 70:

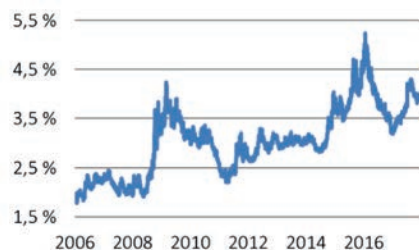
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 71:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Potrebe po energije bodo še nekaj časa naraščale .

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL	ZDA	295.975	22,73	1,91	9,90
CHEVRON	ZDA	192.872	29,41	1,55	8,31
ROYAL DUTCH SHELL	NIZOZEMSKA	121.396	16,78	1,45	6,82
TOTAL	FRANCIJA	119.903	13,39	1,27	5,30
BP	VB	110.291	22,04	1,32	6,43
SCHLUMBERGER	ZDA	72.997	42,20	2,17	14,42
STATOIL	NORVEŠKA	56.439	15,96	1,73	3,47
ENBRIDGE	KANADA	53.309	24,74	1,60	15,68
CONOCOPHILLIPS	ZDA	51.133	91,60	1,97	8,65
CNOOC	KITAJSKA	50.695	12,98	1,06	4,18

Vir: Bloomberg 2017.



Damjan Kovačič

## Surovine in predelovalna industrija

Tabela 16:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	37,0 %
Evropa brez VB	28,2 %
VB	5,2 %
Japonska	9,4 %
Razvita Azija	7,3 %
EM	12,5 %

Vir: Bloomberg 2017.

V lanskem Naložbenem mozaiku je bila naša osnovna predpostavka, da se bo na krilih zdravega realnega in investicijskega povpraševanja nadaljeval bikovski trend surovin in surovinskih indeksov, kjer ima največji delež kemijska industrija (55 %), druga najpomembnejša panoga so kovine in rudarstvo (31 %), nato pa sledijo še gradbeni materiali (6 %), pakiranje in embalaža (5,5 %), podjetij iz papirne in gozdarske industrije pa je komaj za vzorec (2,3 %).

Večje korekcije na trgu smo ocenjevali kot dobro nakupno priložnost za vstop, kar se je nato dejansko uresničilo ob petmesečni stagnaciji delnic, ki je trajala od februarja do začetka poletja. Kot običajno so bile najbolj na udaru delnice rudarskih družb, ki so doživele od 15- do 20-odstotno korekcijo tečajev in si do začetka poletja pridelale skoraj 10-odstotni zaostanek v primerjavi z ostalimi delnicami. Upad cen surovin in delnic je v prvem polletju sovpadel z opazno upočasnitvijo gospodarske rasti na Kitajskem, ki jo je spremljalo ostro zaostrovanje likvidnosti v finančnem sektorju.

Druga polovica leta je kazala diametralno nasprotno sliko. Kitajske oblasti si niso mogle dovoliti negativnih presenečenj, zato so pred 19. partijskim kongresom preventivno močno pritisnile na plin in kitajski gospodarski stroj uspešno pognale na močnejše obrate. Ti ukrepi so sprožili robustno rast BDP, industrijske proizvodnje in infrastrukturnih naložb ter pognali kvišku tečaje industrijskih kovin in rudarskih družb.

Tabela 17:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Diversified Chemicals	15,5 %
Diversified Metals & Mining	15,7 %
Fertilizers & Agricultural Che	6,1 %
Industrial Gases	6,5 %
Commodity Chemicals	8,1 %
Specialty Chemicals	15,8 %
Construction Materials	6,2 %
Steel	9,8 %
Paper Packaging	4,1 %
Other	12,2 %

Vir: Bloomberg 2017.

Zaradi močne rasti realnega in investicijskega povpraševanja ter posameznih ozkih grl na strani ponudbe se je leto 2017 zaključilo s pozitivnimi donosi večine najpomembnejših surovin in kmetijskih pridelkov, s katerimi se trguje na terminskih borzah. Na vrhu z veliko prednostjo kraljuje paladij, ki se je v dolarjih podražil za skoraj 50 %, za več kot 20 % pa so se podražili tudi cink, baker, aluminij in svinec. Po drugi strani se je najbolj, za več kot 20 %, pocenil sladkor, za okoli 10 % pa tudi železova ruda in metalurški koks.

Globalne surovinske delnice so v letu 2017 v evrih pridobile slabih 9 % vrednosti, kar pomeni, da so po donosih zaostale samo za vročimi tehnološkimi delnicami, v primerjavi s preostalimi delnicami pa je bil njihov donos večji za okoli dve odstotni točki.

Zelo podobne trende in sezonska gibanja na surovinskih terminskih in delniških trgih lahko verjetno pričakujemo tudi v letu 2018. To bi pomenilo, da nas čaka ponovno šibka prva polovica leta, ki bi lahko minila v znamenju ohlajevanja nepremičninskega trga na Kitajskem in vedno bolj razširjenega zimskega zaprtja pomembnega dela umazane težke metalurške in kemijske industrije. Prav tako bodo na kitajsko gospodarsko aktivnost vplivali drugi vedno bolj razširjeni ukrepi za boj proti onesnaženju zraka, kar v nekaterih mestih prinaša drastične omejitve v transportu in osebnem prometu.

Stagnacija surovinskih delnic  
v prvem polletju

Močan odboj zaradi  
stimulativnih ukrepov pred  
kitajskim partijskim  
kongresom

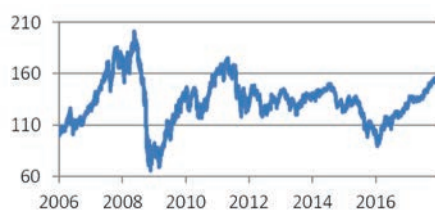


Če se bo nadaljevala nadpovprečno robustna in sinhrona globalna rast in ne bo večjih pretresov na kitajskem nepremičninskem trgu, bi lahko surovinske delnice v letu 2018 prevzele primat tehnološkim delnicam,

posebej zato, ker vstopajo globalni upravljavci investicijskih skladov v leto 2018 relativno nevtravno izpostavljeni do surovin in surovinskih delnic.

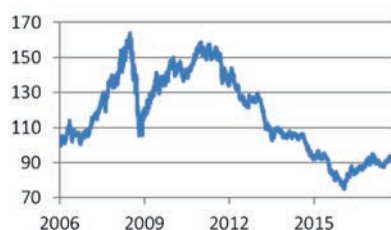
## Gibanje sektorja

Slika 72:  
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2016.

Slika 73:  
Relativno gibanje Material in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2016.

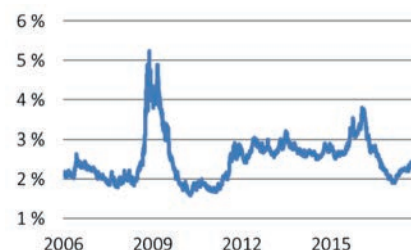
## Vrednotenje sektorja

Slika 74:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 75:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

V letu 2018 nadaljevanje bikovskega trenda rasti?

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
DOWDUPONT	ZDA	141.218	21,23	1,62	11,84
BASF	NEMČIJA	85.317	15,14	2,63	8,12
BHP BILLITON	AVSTRALIJA	55.623	14,04	1,90	5,74
GLENCORE	ŠVICA	54.546	11,91	1,40	6,32
RIO TINTO	VB	52.401	9,79	1,96	5,32
VALE SA-SP	BRAZILIJA	49.350	8,62	-	5,34
AIR LIQUIDE	FRANCIJA	45.819	22,35	2,91	11,87
MONSANTO	ZDA	44.128	20,75	8,08	12,03
SHIN-ETSU CHEMICAL	JAPONSKA	37.898	22,05	2,25	9,78
PRAXAIR	ZDA	36.554	26,04	6,91	14,33

Vir: Bloomberg 2017.



mag. Jure Dubravica

Globalni indeks PMI je na najvišjih ravneh zadnjih let.

Evropsko gospodarstvo je vse močnejše.

## Industrija

Tabela 18:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	50,8 %
Evropa brez VB	25,0 %
VB	5,7 %
Japonska	15,2 %
Razvita Azija	1,2 %
EM	2,1 %

Vir: Bloomberg 2017.

Optimizem preteklega leta se je nadaljeval tudi v letu 2017 in se prelil na kapitalske trge. Delnice družb industrijskega sektorja so bile z 8,4-odstotno rastjo donosnejše od celotnega trga, ki je zrasel 6,9 % v evrih do začetka decembra 2017. Rast tečajev je bila skozi vse leto umirjena, brez večjih nihajev, pravzaprav takšna, kot si jo želi večina vlagateljev. Poslovanje družb se izboljšuje, podatki preteklih četrletij so dobri, družbe poročajo o povečanih naročilih in tudi obeti za naprej so dobri. Dodatno podporo poslovanju daje gospodarska rast, ki je globalna in ena najbolj sinhroniziranih v zgodovini. Rastejo tako razviti trgi kot trgi v razvoju. Ta zagon potrjuje tudi globalni indeks proizvodnje PMI nad mejo 50 točk – kar pomeni ekspanzijo, ki je na najvišjih ravneh zadnjih let.

Ob dobrem poslovanju in optimističnih pričakovanjih je pozornost treba usmeriti še na delniške trge. Pričakovani multiplikator dobička (PE) za leto 2018 znaša 17,3 in je nad povprečjem preteklih let. Leto poprej v takšnem času je bil 16,7. Podobno višje vrednosti imajo tudi ostali relativni kazalniki. Tudi v primerjavi s povprečjem celotnega trga so tečaji sektorja vrednoteni višje. Močan optimizem kapitalskih trgov ne dopušča veliko prostora za morebitna razočaranja. Na temelju robustnega gospodarskega okolja pričakujemo dobre poslovne rezultate, in če temu dodamo še vrednotenja na delniških trgih, je naš pogled v leto 2018 za sektor nevtralen oziroma bi prej dali prednost manjši izpostavljenosti kot povečani. Je pa višja vrednotenja delniških naložb vedno treba pogledati v kontekstu celotnega trga in drugih naložbenih razredov. Povsod so vrednotenja povišana.

Tabela 19:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	67,9 %
Transportation	23,0 %
Commercial & Professional Serv	9,1 %

Vir: Bloomberg 2017.

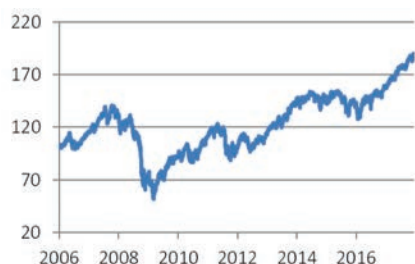
V ZDA je optimizem na vrhuncu, dodatno spodbudo za industrijski sektor pa prinaša Trumpova davčna reforma. Posamezni segmenti pozitivno izstopajo, kot so letalska in vojaška industrija ter industrija gradbene in rudarske mehanizacije. Ni pa vse prežeto z optimizmom. Če se na kratko dotaknemo največjega razočaranja leta, je to zagotovo družba General Electric, ki je dolga leta kraljevala na vrhu ameriškega in svetovnega industrijskega sektorja, zdaj pa se je njena vrednost v obdobju enega leta znižala skoraj za polovico. Poslovni model preteklih let se je izkazal za napačnega in novo vodstvo mora družbo v celoti prestrukturirati.

Evropsko gospodarstvo postaja vse močnejše. Brezposelnost upada, nova naročila proizvodnega segmenta so na 17-letnem vrhu. Za zdaj niti nekoliko močnejši evro ni ovira izvoznikom. Indeks PMI, ki se je izkazal za dober napovedovalec prihodnje gospodarske rasti, dosega najvišje vrednosti zadnjih let in nakazuje na gospodarsko močno leto 2018. Družbe optimistično zrejo v prihodnost. Podobno kot v ZDA se je gospodarski optimizem tudi tu prenesel na kapitalske trge in tudi v Evropi imamo povišana vrednotenja.

Cene na trgih surovin so v povprečju višje kot pred leti. Ponovno je v ospredju višja cena nafte, ki običajno pritegne nove investicije v industrijsko opremo za pridobivanje surovin. Tudi na tem področju smo optimistični za prihodnje leto.

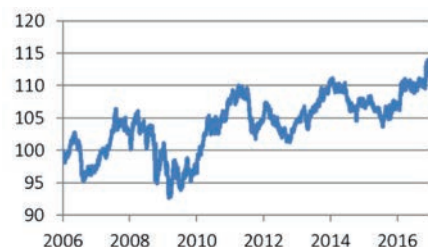
## Gibanje sektorja

Slika 76:  
Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2017.

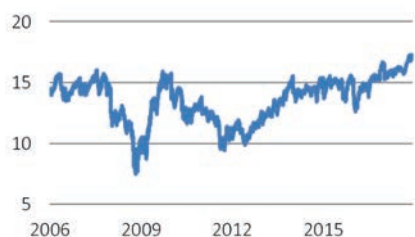
Slika 77:  
Relativno gibanje Industrial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2017.

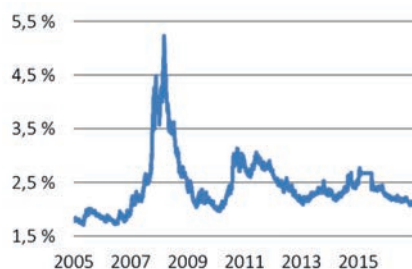
## Vrednotenje sektorja

Slika 78:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 79:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Vrednotenja delniških trgov so na visokih ravneh – previdnost ni odveč.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BOEING	ZDA	140.701	27,47	153,06	14,03
GENERAL ELECTRIC	ZDA	130.019	16,87	2,01	15,15
3M	ZDA	120.684	26,30	11,70	16,11
HONEYWELL INTERNATIONAL	ZDA	98.955	21,58	5,53	14,41
SIEMENS	NEMČIJA	96.730	15,06	2,15	10,82
UNION PACIFIC	ZDA	85.507	22,08	5,28	11,52
UNITED TECHNOLOGIES	ZDA	82.169	18,29	3,24	10,89
LOCKHEED MARTIN	ZDA	75.942	23,91	42,64	14,38
CATERPILLAR	ZDA	70.883	22,19	5,34	11,22
UNITED PARCEL SERVICE	ZDA	68.997	19,66	67,57	10,93

Vir: Bloomberg 2017.



**Aleš Šoba**  
CFA

Pospešek strukturnih sprememb (»Amazon efekt«) v letu 2017

Velika gospodarska rast in optimizem potrošnika sta dobra popotnica za leto 2018.

## Trajne potrošne dobrine

Tabela 20:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	55,5 %
Evropa brez VB	22,5 %
VB	4,7 %
Japonska	14,0 %
Razvita Azija	0,2 %
EM	3,1 %

Vir: Bloomberg 2017.

Sektor trajnih potrošnih dobrin je do decembra pridobil 6,8 % v evrih, kar je blizu povprečja trga. Čeprav je donos videti soliden, pa so se pod površjem zgodili tektonski premiki, saj je glavnino donosa ustvaril Amazon, ki je postal eden izmed sodobnih konglomeratov, ki požira vse pred seboj. Svojo dominantnost na področju spletne trgovine je nadgradil še s prevzemom trgovca Whole Foods in agresivno vstopil še na področje trgovine z živili, kjer je penetracija spletne trgovine najnižja. Tudi ostali segmenti niso varni pred njim (oglaševanje, prodaja zdravil, mediji), saj ni področja, na katerega ne bi ciljalo.

Premik k spletni prodaji je dosegel nov vrhunec, saj se bo v letu 2017 v ZDA zaprlo rekordno število trgovin (celo več kot med veliko finančno krizo), in to v času, ko je globalna rast nadpovprečna in potrošnik optimističen kot že dolgo ne. Spletna prodaja dosega šele 15 odstotkov v celotni prodaji v zahodnem svetu, kar kaže, da je pred nami še dolga pot. Podjetja, ki se ne bodo prilagodila temu trendu, ne bodo imela svetle prihodnosti.

Tudi na ostalih segmentih prihaja do strukturnih sprememb. Znotraj medijev oglaševalci izgubljajo moč, saj večina oglaševanja poteka prek Googla in Facebooka. Netflix dosega že prek 100 milijonov gospodinjstev in pomeni resno grožnjo kabelskim operaterjem. Tako je Disney za začetek leta 2019 napovedal svojo storitev, podobno Netflixu.

Tabela 21:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	22,5 %
Consumer Durables & Apparel	17,4 %
Consumer Services	13,4 %
Media	15,5 %
Retailing	31,1 %

Vir: Bloomberg 2017.

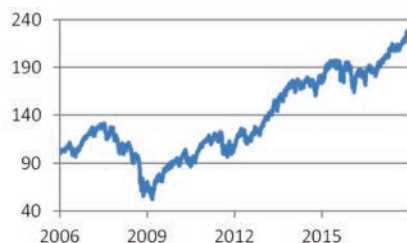
Tudi avtomobilska industrija doživlja največjo spremembo v zadnjih 100 letih. Električna vozila, samovozeči avtomobili in ekonomija delitve dodobra spreminjajo stari poslovni model in pojavlja se vprašanje, katera podjetja bodo zmagovalci teh sprememb. Vlagatelji denimo ameriško podjetje Tesla vrednotijo podobno kot »stare« avtomobiliste, čeprav ti prodajo 10 milijonov avtomobilov, medtem kot jih Tesla 100.000. Ne bi bilo presenetljivo, če bi tudi v tej panogi tehnološka podjetja pobrala večino dodane vrednosti.

Dejstvo je, da sodobno gospodarstvo deluje po načelu, da zmagovalec pobere vse (The winner takes all). Na eni strani imamo izjemno uspešna podjetja (Amazon), ki požirajo vse pred seboj, na drugi strani pa so »stara« počasna podjetja, ki izgubljajo tržni delež in se niso sposobna prilagoditi. Takšnega razhajanja z vidika vrednotenja že dolgo nismo videli in ne bi bilo presenečenje, če bi se izkazalo, da so finančni trgi v nekaterih primerih pretiravali.

Za leto 2018 ostajamo optimistični za sektor, saj gospodarsko okolje ostaja naklonjeno potrošniku (velika gospodarska rast, upadanje brezposelnosti), poleg tega vrednotenje sektorja ostaja zmerno. Kot dodaten pospešek bo delovalo sprejetje davčne reforme v ZDA, saj imajo podjetja, ki delujejo v sektorju trajnih potrošnih dobrin, eno najvišjih efektivnih davčnih stopenj. Kljub vsemu ostaja priporočilo podobno kot v lanskem Naložbenem mozaiku. Vsak padec strukturnih zmagovalcev je še vedno priložnost za nakup.

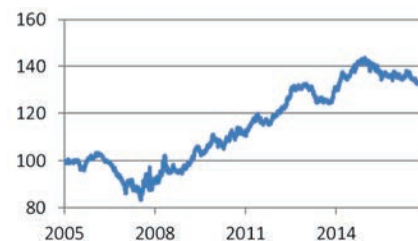
## Gibanje sektorja

Slika 80:  
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2017.

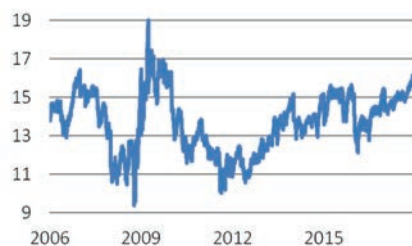
Slika 81:  
Relativno gibanje CD in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2017.

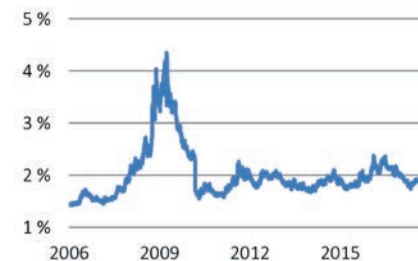
## Vrednotenje sektorja

Slika 82:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 83:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Nadaljevanje obrata v ciklične sektorje ustreza panogi trajnih potrošnih dobrin.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AMAZON	ZDA	471.420	98,60	22,53	30,51
HOME DEPOT	ZDA	179.242	24,49	83,04	14,01
TOYOTA MOTOR	JAPONSKA	170.284	10,38	1,11	11,78
COMCAST	ZDA	152.970	18,70	3,26	8,60
WALT DISNEY	ZDA	135.222	16,87	3,83	10,24
LVMH MOET HENNESSY LOUIS	FRANCIJA	124.543	25,14	4,60	12,95
MCDONALD'S	ZDA	117.409	26,53	-	15,95
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	ŠPANIJA	95.915	28,25	8,26	16,50
DAIMLER	NEMČIJA	74.439	7,61	1,21	2,49
STARBUCKS	ZDA	71.605	25,54	15,57	14,30

Vir: Bloomberg 2017.



Aleš Grbić

Vstop dodatne konkurence v ZDA v segmentu trgovcev na drobno – Aldi in Lidl

Močna prevzemna in združitevna aktivnost

## Osnovne potrošne dobrine

Tabela 22:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	50,6 %
Evropa brez VB	23,4 %
VB	13,4 %
Japonska	6,6 %
Razvita Azija	1,7 %
EM	4,4 %

Vir: Bloomberg 2017.

Od začetka leta do začetka decembra 2017 je globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin z 2,1-odstotnim donosom v evrih po dveh nadpovprečnih letih (2015 in 2016) tokrat dosegel podpovprečen donos. Ta je občutno pod donosom globalnega splošnega delniškega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je v enakem obdobju znašal 6,9 %, merjeno v evrih. Sektor osnovnih potrošnih dobrin trenutno kotira 1 % pod pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje podjetij iz sektorja osnovnih življenjskih dobrin). Letos se je gibal v razponu od 96 % ocenjene vrednosti pa vse do 13 % nad pošteno vrednostjo.

Prevzemne in združitevne aktivnosti so bile v letu 2017 dokaj intenzivne. Med vsemi je najpomembnejši Amazonov prevzem trgovca s certificirano organsko prehrano Whole Foods Market. Zanj je odštela 14 milijard dolarjev v denarju. Ta prevzem bo precej spremenil položaj trgovcev na drobno, saj pomeni dodatne pritiske na marže trgovcev in pospešek pri prehodu prodaje na spletne prodajne kanale. Nedvomno se bo konkurenčni boj še zaostрил. Dodatno bosta k temu prispevala diskontna trgovca Aldi in Lidl z vstopom na ameriški trg.

Amazonu se bo uspešneje po robu najverjetneje lahko postavil le Wal-Mart in delno Costco. Ostali bodo precej izgubili. Wal-Mart je največji trgovec na drobno na svetu s skoraj 490 milijard dolarjev letne prodaje, ki ima samo v ZDA 4.700 trgovin. Na drugi strani ima Whole Foods Market 450 trgovin. Amazon je s tem pridobil pri fizični prisotnosti. S tem bodo

Tabela 23:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food Beverage & Tobacco	0,0 %
Household & Personal Products	20,9 %
Food & Staples Retailing	20,6 %

Vir: Bloomberg 2017.

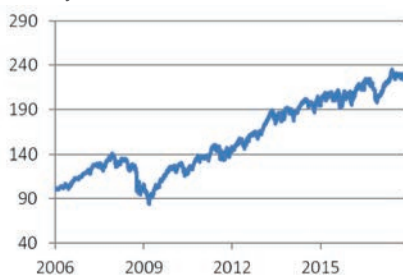
dali pospešek svoji spletni prodaji špecerije prek Amazon Fresha in Instacarta, saj bodo tako povečali hitrost dostave in znižali stroške. Wal-Mart in Costco pa sta oba precej investirala na področju spletne prodaje.

Rast v sektorju osnovnih potrošnih dobrin je predvsem v manjših nišnih segmentih. Zato veliki igralci prevzemajo tiste iz nišnih segmentov in tako dopolnjujejo svoj portfelj s produkti, ki dosegajo večje rasti – to je njihov glavni motiv za prevzeme. S svojim portfeljem namreč dosegajo zelo nizke organske stopnje rasti. Izjema je segment žganih alkoholnih pijač, kjer uspevajo poviševati prodajne cene premijskih znamk in tako ohranjati organsko rast prodaje.

Zaradi skromnih rasti in želja po višjih maržah ter večjem prostem denarnem toku precej proizvajalcev zmanjšuje svoje investicije ter klesti neučinkovite oglaševalske stroške. Pritiski po zviševanju marž prihajajo od delničarjev aktivistov. Ti zahtevajo spremembe pri strategijah in pri alokaciji kapitala.

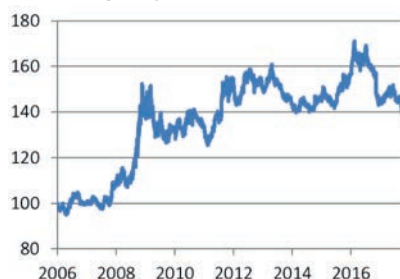
## Gibanje sektorja

Slika 84:  
Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 85:  
Relativno gibanje CS in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2017.

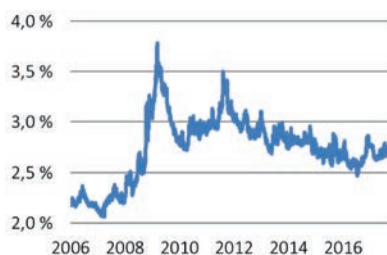
## Vrednotenje sektorja

Slika 86:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 87:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Nadaljevanje trenda  
podpovprečnih donosov iz  
leta 2016

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
WAL-MART STORES	ZDA	244.656	21,81	3,79	9,90
NESTLE	ŠVICA	229.369	24,67	4,42	16,83
PROCTER & GAMBLE	ZDA	196.534	21,88	4,30	14,19
ANHEUSER-BUSCH INBEV	BELGIJA	192.595	26,28	2,98	15,77
COCA-COLA	ZDA	168.018	24,59	8,95	19,79
PEPSICO	ZDA	143.555	22,76	12,77	14,45
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	ZDA	141.884	22,66	-	15,98
BRITISH AMERICAN TOBACCO	VB	129.978	18,15	12,07	15,40
ALTRIA GROUP	ZDA	116.089	21,81	11,25	14,72
L'OREAL	FRANCIJA	105.668	28,13	4,28	18,31

Vir: Bloomberg 2017.



mag. Barbara Gačnik

Inovativna tehnološka odkritja prinašajo priložnosti za farmacijo.

Povečanje izdatkov za raziskave in razvoj zdravil proti redkim boleznim

## Zdravstvo

Tabela 24:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	66,3 %
Evropa brez VB	22,7 %
VB	3,8 %
Japonska	5,5 %
Razvita Azija	1,6 %
EM	0,0 %

Vir: Bloomberg 2017.

Zdravstvo je v letošnjem letu dosegalo donose, primerljive s povprečno rastjo trga. Do začetka decembra se je indeks delnic S&P Global 1200 Healthcare zvišal za 5,8 %, merjeno v evrih, medtem ko so v enakem obdobju delnice S&P Global 1200 zrasle za 6,9 %, merjeno v evrih. Znotraj sektorja so najbolj zrasle delnice zdravstvene tehnologije, najslabše pa so se letos odrezale delnice proizvajalcev originalnih zdravil.

Najbolj pričakovani proces v tem sektorju, zdravstvena reforma v ZDA, se ni odvil po Trumpovih napovedih, saj je reformo ameriški senat v celoti zavrnil. Senat zdaj pripravlja nov predlog, zato je v letu 2018 pričakovati vrnitev politične retorike glede oblikovanja cen v zdravstvu, še posebej pred volitvami v ameriškem kongresu, kjer si večino po dolgem času spet obetajo demokrati. Trumpu bi slednje še dodatno otežilo izpolnitev namere zamenjati Obamovo zdravstveno reformo.

Trenutni multiplikator dobička (PE) delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, znaša 22,4 in je nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 18,0. Pričakovani PE omenjenega indeksa za leto 2018 znaša 16,6. Trenutna knjigovodska vrednost teh delnic znaša 3,7 in presega 10-letno povprečje, ki je 3,2. Dividendna donosnost znaša 1,97 %.

Leto 2017 je bilo zaznamovano z inovativnimi tehnološkimi odkritji in podoben trend je pričakovati tudi v letu 2018. Razvoj molekularnega inženiringa in genskih raziskav je prinesel novosti, kot sta tehnologija CRISPR, ki omogoča »popravke« genskega materiala in s tem preprečitev nekaterih bolezni, in odkritje

Tabela 25:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	33,6 %
Pharmaceuticals, Biotechnology	66,3 %

Vir: Bloomberg 2017.

celičnih receptorjev CAR-T, ki omogočajo specifično zdravljenje celic tumorjev pri različnih oblikah rakavih obolenj. Farmacevti, ki razvijajo zdravila za to področje, bodo imeli neskončne možnosti. Ne nazadnje ne smemo zanemariti niti nove tehnologije blockchain, ki bi lahko omogočila izjemne novosti pri digitalizaciji zdravstvenih podatkov in kartotek.

V letu 2018 bodo na prihodke farmacevtov močno vplivali izdatki za raziskave in razvoj. Pričakovati je večje izdatke za raziskave zdravil proti redkim boleznim. Redke bolezni so tiste, ki prizadenejo manj kot 200.000 bolnikov, ti pa zdravljenje potrebujejo do konca življenja. Za farmacevte so zanimive, ker so izjemno donosne, konkurenca zelo omejena, zdravila redka, bolniki pa jih praviloma potrebujejo vse svoje življenje.

Obetamo si lahko tudi živahno prevzemno aktivnost. V prihodnjih 10 letih zapade za 17 milijard dolarjev patentov originalnih zdravil. Veliki farmacevti bodo morali ta izpad prihodka nadomestiti, in ker je razvojno-raziskovalni proces za nova zdravila dolgotrajen, drag, njegov izid pa negotov, bodo iskali priložnosti pri manjših farmacevtih. Še posebej bodo zanimivi tisti, ki že imajo nova zdravila oziroma so tik pred trženjem na novo razvitih zdravil. Dodatno lahko na prevzemno aktivnost vpliva tudi davčna reforma, ki bi farmacevtom, ki imajo dobičke v tujini, omogočila ugodnejši prenos teh sredstev nazaj v ZDA.

Omenjeno zapadanje patentov je priložnost za generična zdravila. Na povpraševanje po generičnih zdravilih bo vplival tudi splošni trend zniževanja stroškov zdravstvene oskrbe.



Pričakovati je, da bo ameriška FDA izboljšala postopke za hitrejšo pridobivanje dovoljenj za nova generična zdravila, kar pa pomeni veliko konkurence in nižje cene teh zdravil. Nižanje cen bo tako prisililo tudi proizvajalce generičnih zdravil k vse večji inovativnosti.

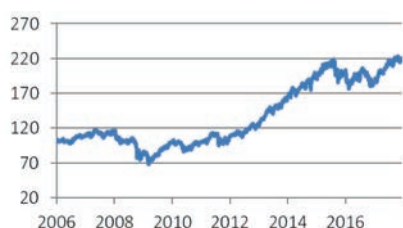
Gospodarska rast na azijskih trgih bo povzročila tudi večje potrebe po zdravstveni

oskrbi. Kitajska trenutno pomeni približno četrtno globalnega trga farmacije in ta številka bo v prihodnje še naraščala. Priložnosti se kažejo predvsem na trgu zdravstvenih zavarovanj, ki je na Kitajskem še v začetnih fazah razvoja, in glede na to, da je zdravstveno zavarovanje prebivalcev prioriteta kitajske vlade, se predvsem industriji privatnega zdravstvenega zavarovanja obeta razcvet.

Živahna prevzemna aktivnost zaradi zapadanja patentov

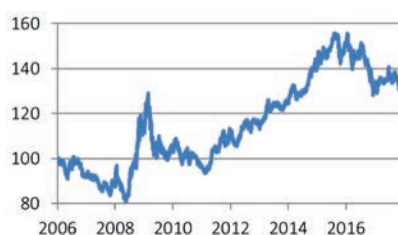
## Gibanje sektorja

Slika 88:  
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 89:  
Relativno gibanje HC in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2017.

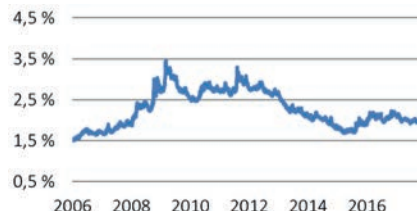
## Vrednotenje sektorja

Slika 90:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 91:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Cene generičnih zdravil še naprej pod pritiskom

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
JOHNSON & JOHNSON	ZDA	321.726	19,38	5,12	15,30
NOVARTIS	ŠVICA	183.579	17,10	2,66	16,80
UNITEDHEALTH GROUP	ZDA	180.946	22,06	4,70	12,94
PFIZER	ZDA	179.950	13,70	3,49	9,26
ROCHE HOLDING	ŠVICA	145.849	15,55	9,02	10,55
ABBVIE	ZDA	127.942	17,00	22,53	14,44
MERCK & CO.	ZDA	125.709	13,79	3,87	10,62
AMGEN	ZDA	108.600	13,90	3,97	9,39
MEDTRONIC	IRSKA	93.650	17,08	2,14	13,56
SANOFI	FRANCIJA	92.714	12,93	–	9,25

Vir: Bloomberg 2017.



**Damjan Kovačič**

Še vedno privlačna primerjalna vrednotenja finančnih delnic

Ni nevarnosti napihovanja balona.

## Finančne storitve

Tabela 26:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	48,4 %
Evropa brez VB	20,4 %
VB	8,0 %
Japonska	5,1 %
Razvita Azija	6,5 %
EM	11,3 %

Vir: Bloomberg 2017.

V letošnjem letu se je potrdila naša lanska napoved, da je ob » izjemni izpostavljenosti institucionalnih vlagateljev v prvi polovici 2017 mogoče pričakovati tudi močnejša nihanja in kratkoročne negativne korekcije finančnih delnic, ki jih ocenjujemo kot dobro priložnost za nakup«. Če analiziramo gibanje delnic finančnega sektorja, so delnice po veliki evforiji in eksplozivnem zaključku leta 2016 v prvi polovici leta 2017 dejansko nekoliko izgubile svoj zagon, tako da so v začetku junija in septembra zaostale za delniškimi indeksi za pet do osem odstotnih točk.

To je bil relativno velik zaostanek na delniških trgih z rekordno majhnimi dnevnimi premiki in medletnimi negativnimi nihanji, ki niso bila večja od 3 %. Po vrnitvi s poletnih počitnic so se investitorji odločili, da je čas za ponoven obrat v finančni sektor, kar se je izkazalo za dobro potezo, saj je predvsem večina ameriških bank in finančnih družb močno presegla pričakovanja analitikov. V letu 2017 naj bi globalne finančne delnice dosegle 15-odstotno rast dobička na delnico, medtem ko so napovedi za 2018 nekoliko bolj zadržane in se gibljejo pri okoli 10 %.

Zakaj se nam zdi finančni sektor še vedno privlačen in priporočamo nadpovprečno izpostavljenost do bank, zavarovalnic in ponudnikov finančnih storitev v vseh geografskih regijah?

Ker se nahajamo v zreli fazi enega najdaljših ciklov rasti z zelo stabilno in uravnoteženo

Tabela 27:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	56,6 %
Diversified Financials	22,8 %
Insurance	20,4 %
Real Estate	0,0 %

Vir: Bloomberg 2017.

globalno gospodarsko rastjo, ki se zrcali v organski rasti povpraševanja po kreditih, zavarovanju zdravja, življenja in premoženja, storitvah upravljanja premoženja in drugih finančnih storitvah.

Ker so banke po zadnji finančni krizi zelo dobro kapitalizirane in še naprej zelo uspešno krčijo (pre)visoke stroške poslovanja.

Ker so finančne delnice po osnovnih kazalnikih vrednotenja še vedno primerjalno najcenejši sektor, saj so ob približno enakih pričakovani rasti dobička kot pri ostalih delnicah za okoli četrtno cenejše od povprečja delniških trgov.

Ker pri finančnih delnicah ne opažamo nevarnosti napihovanja balonov. Ameriške finančne delnice so danes na borzi za približno petino dražje kot pred zadnjo veliko finančno krizo, globalne finančne delnice in delnice na trgih v razvoju so komaj dosegle borzne vrednosti iz leta 2007, medtem ko so delnice evropskih bank in finančnih družb še vedno četrtno pod najvišjimi vrednostmi iz leta 2007.

Ker ima normalizacija obrestnih mer v ZDA pričakovano pozitiven vpliv na neto obrestne marže, kjer velja približna ocena, da enoodstotni dvig obrestnih mer pomeni v povprečju za okoli 10 % večje čiste dobičke bank.

Ker bo ameriški finančni sektor deležen pozitivnih učinkov Trumpove davčne reforme in finančne deregulacije.

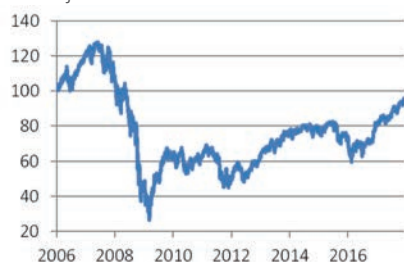
Ker je korelacija med delnicami, sektorji in regijami najmanjša v zadnjih 20 letih, zato bi lahko bil finančni sektor eden od zmagovalcev

diverzifikacije portfeljev oziroma obrata v tako imenovane »value naložbe«.

## Gibanje sektorja

Slika 92:

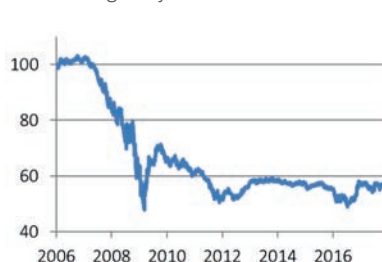
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 93:

Relativno gibanje Financial in S&P 1200 v USD



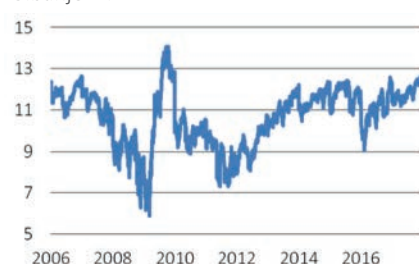
Vir: Bloomberg 2017.

Pozitivni vpliv normalizacije obrestnih mer v ZDA

## Vrednotenje sektorja

Slika 94:

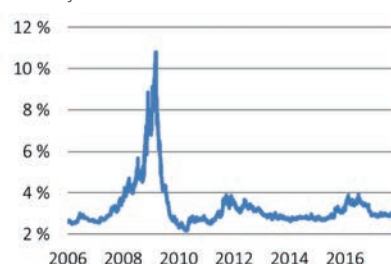
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 95:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Pozitivni učinki davčne reforme in deregulacije

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB
JPMORGAN CHASE	ZDA	309.091	15,23	1,57
BANK OF AMERICA	ZDA	253.615	15,79	1,20
WELLS FARGO	ZDA	244.854	14,70	1,60
BERKSHIRE HATHAWAY	ZDA	222.467	31,24	-
CHINA CONSTRUCTION BANK	KITAJSKA	173.773	5,87	0,84
CITIGROUP	ZDA	169.338	14,39	0,96
HSBC HOLDINGS	VB	164.672	14,60	1,02
ROYAL BANK OF CANADA	KANADA	97.305	12,59	2,18
ALLIANZ	NEMČIJA	88.618	12,38	1,36
BANCO SANTANDER	ŠPANIJA	88.555	12,08	0,92

Vir: Bloomberg 2017.



Aleš Grbić

Najpomembnejši trend v informacijski tehnologiji je prehod na poslovanje v oblaku.

Trend umetne inteligence (strojno in globoko učenje) je še v začetni fazi.

## Informacijska tehnologija

Tabela 28:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	71,0 %
Evropa brez VB	7,3 %
VB	0,3 %
Japonska	5,6 %
Razvita Azija	0,1 %
EM	15,0 %

Vir: Bloomberg 2017.

Od začetka leta do začetka decembra je globalni sektor informacijske tehnologije dosegel 24,5-odstotni donos, merjeno v evrih, kar je občutno več kot v enakem obdobju lani (18,6 %) in še vedno precej nad dolgoročnim povprečjem donosov delniških naložb (okoli 8 %). V letošnjem letu donos sektorja informacijske tehnologije izrazito presega donos splošnega globalnega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je dosegel 6,89 %, merjeno v evrih. Večino časa se je sektor gibal v razponu od 13 % pod pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje sektorja) do 1 % pod njo.

V sektorju informacijske tehnologije se odvijajo veliki premiki. Zgodovinsko gledano so bile hitre inovacije na področju strojne opreme podlaga inovacijam na področju programske opreme. Najprej so bili razviti hitrejši računalniki, šele nato ustrezna programska oprema. V zadnjem desetletju so proizvajalci čipov ugotovili, kako zahtevno je slediti Moorovemu zakonu (zmogljivost čipov se podvoji vsaki dve leti). Proces zmanjševanja tranzistorjev, da bi naredili čipe hitrejše, nima več veliko rezerv. Medtem so z vzponom umetne inteligence (»strojno« in »globoko učenje«) prišle dinamične zahteve po specializiranih čipih, ki bodo »pospešili« vse omenjene delovne procese. Ti čipi skupaj z grafičnimi karticami pospešujejo delo procesorjev. Podjetja poskušajo s pomočjo algoritmov na skoraj neskončni množici podatkov uspešno in razumljivo uporabljati umetno inteligenco. Na trgu sta dva ponudnika, ki ponujata rešitve za omenjene zahteve – eden s svojimi grafičnimi karticami, drugi z alternativno rešitvijo. Prodaja čipov na tem področju bi lahko do leta 2021 imela več

Tabela 29:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipmen	26,6 %
Software & Services	55,7 %
Semiconductors & Semiconductor	17,1 %

Vir: Bloomberg 2017.

kot 90-odstotno povprečno letno rast. Trend umetne inteligence se je šele začel, saj naj bi bila ta uporabljena samo pri 7 % delovnih obremenitev strežnikov.

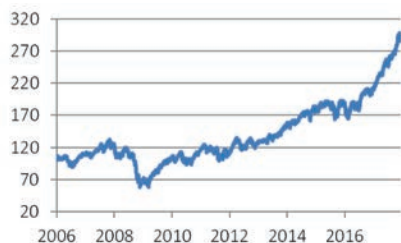
Širši segment polprevodnikov ima izredno pozitivno okolje. Poleg prej omenjenega velikega povpraševanja po čipih in grafičnih karticah za umetno inteligenco je tukaj tudi veliko povpraševanje iz avtomobilske industrije in vsega sektorja industrije.

Najpomembnejši trend v informacijski tehnologiji je prehod na poslovanje v oblaku. S ciljem zniževanja fiksnih stroškov se v poslovanje v oblaku usmerja vedno več podjetij. V okviru ponudbe infrastrukture v oblaku (IaaS) uporabljajo strojno opremo, ki jo ponujajo ključni ponudniki – Amazon prek Web Servicea, Microsoft z Azurom in Google. Programska opremo znotraj oblaka med drugimi ponujajo Microsoft, ServiceNow, Workday, Adobe in Salesforce. Večina omenjenih podjetij je naredila prehod pri prodaji v naročniški model, ki se jim je zelo obrestoval prek precej večje prodaje in brez občutnejšega dolgoročnega upada marž iz poslovanja.

Ponudniki storitev v oblaku so prvi začeli uporabljati tehnologijo »globokega učenja«. Tako so lažje izkoristili velik obseg podatkov, ki so jih pridobili iz svoje dejavnosti. Prvi primeri uporabe so Amazonova »Alexa«, Alphabetov »Google Now« in Microsoftova »Cortana«, ki vsi potrebujejo pospeševalnike (specializirani čipi v kombinaciji z grafičnimi karticami).

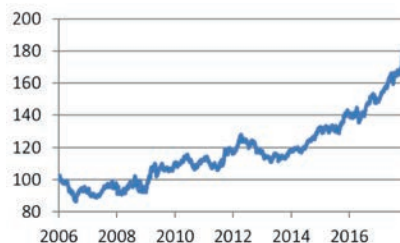
## Gibanje sektorja

Slika 96:  
Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2017.

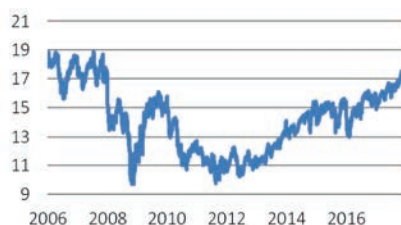
Slika 97:  
Relativno gibanje IT in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2017.

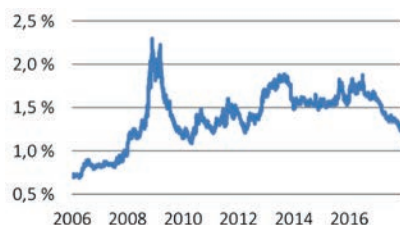
## Vrednotenje sektorja

Slika 98:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 99:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Zelo ugodno poslovno okolje  
za podsektor polprevodnikov

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
APPLE INC	ZDA	736.693	14,72	6,46	8,30
MICROSOFT CORP	ZDA	542.163	24,39	7,13	13,84
TENCENT HOLDING	KITAJSKA	390.267	46,50	13,06	33,24
FACEBOOK	ZDA	356.454	26,44	7,19	18,49
ALPHABET	ZDA	261.515	23,91	4,57	13,85
SAMSUNG	JUŽNA KOREJA	254.305	8,55	1,50	3,45
INTEL	ZDA	172.634	13,36	2,83	8,20
ORACLE	ZDA	171.542	16,40	3,61	10,03
VISA	ZDA	168.953	26,94	8,37	16,38
TAIWAN SEMICONDUCTOR	TAJVAN	165.935	17,18	4,11	8,66

Vir: Bloomberg 2017.



mag. Barbara Gačnik

Telekomi v EU pričakujejo nove regulatorne spremembe.

Razširitev sektorja telekomunikacij v ZDA v letu 2018

## Telekomunikacije

Tabela 30:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	31,4 %
Evropa brez VB	19,4 %
VB	6,9 %
Japonska	21,9 %
Razvita Azija	4,7 %
EM	15,7 %

Vir: Bloomberg 2017.

Telekomunikacije so večino leta 2017 veljale za dolgočasen sektor. Delnice globalnega indeksa telekomunikacij so do začetka decembra izgubile 8,6 %, merjeno v evrih, medtem ko je globalni indeks S&P Global 1200 zrasel za 6,9 %, merjeno v evrih. Geografsko gledano so najbolj zaostajali donosi ameriških telekomunikacijskih podjetij, na katere so vplivali pričakovani dvig obrestnih mer v ZDA, cenovna vojna in izjemen upad prihodkov mobilne telefonije. Najbolje pa so se odrezali evropski in mehiški telekomi.

Trenutni multiplikator dobička (PE) delnic, zajetih v globalni indeks telekomunikacij, znaša 17,8 in je nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 15,7. Pričakovani PE sektorja za leto 2018 znaša 13,6. Kazalnik PB je trenutno 2,1, njegovo 10-letno povprečje pa znaša 1,95. V začetku decembra je dividendna donosnost znašala 4,6 % in je najvišja med sektorji indeksa S&P Global 1200.

V letošnjem letu je evropska telekomunikacijska podjetja najbolj zaznamovala odprava gostovanja (roaminga). Pritisk na prihodke je bil najbolj izrazit v tretjem četrtletju tega leta, kljub temu pa je bil manjši, kot so operaterji sprva napovedovali. V povprečju je zaradi manjših prihodkov gostovanja letošnji EBITDA operaterjev nižji za okrog 2 %. Vpliv na prihodke naj bi postopoma izzvenel v prvi polovici leta 2018, kljub temu pa si operaterji v Evropi še ne morejo oddahnuti, saj regulator že napoveduje, da razmišlja o omejitvi cen mednarodnih klicev. Operaterji sicer ocenjujejo, da bo ta vpliv manjši, kot je bil vpliv odprave gostovanja. Stopnjevanje konkurence na področju konvergenčnih

Tabela 31:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Telecommunication	62,6 %
Wireless Telecommunication	36,5 %
Alternative Carriers	0,9 %

Vir: Bloomberg 2017.

storitev bo še naprej veter v prsi prihodkom, in to kljub večjemu povpraševanju po telekomunikacijskih storitvah. Pričakovana rast prihodkov industrije v letu 2018 je skromna in se giblje okrog 1 %. Kljub počasni rasti prihodkov pa je zaradi strogega stroškovnega nadzora pričakovati nekoliko večjo rast EBITDA. Nova priložnost za telekome se odpira na področju interneta stvari (IoT), ki je v Evropi šele v začetni fazi razvoja, ima pa potencial velike rasti v prihodnosti. Ameriški Cisco ocenjuje, da bodo potrebe po povezavah zaradi interneta stvari naraščale po stopnji 34 % letno in bodo v letu 2021 pomenile 4,5 % mobilnih povezav. Povezave za internet stvari bodo operaterje podpirale pri rasti prihodkov, dodatni diverzifikaciji storitev in večji izkoriščenosti omrežja.

Vedno večji preplet storitev mobilnih operaterjev in kabelskih ponudnikov v ZDA je spodbudil spremembe v strukturi sektorja, ki začnejo veljati septembra 2018. Sektor telekomunikacij se bo namreč razširil še na področje medijev in informacijske tehnologije ter se preimenoval v komunikacije. Njegov delež v indeksu S&P 500 se bo tako s slabih 2 % povečal na približno 10 %. Konkurenca v panogi je izjemno huda, vstop kabelskega operaterja Comcast na trg mobilne telefonije pa je razmere samo še dodatno zaostril. Konsolidacija med mobilnimi operaterji je večinoma izpeljana, letos so se sicer neuspešno končala pogajanja o združitvi družbe T-mobile USA in Sprinta, ki je v večinski lasti japonske Softbank. Na prihodke je najbolj vplivala cenovna vojna med mobilnimi operaterji, ki se kaže v njihovih maržah. Vse večja potreba po prenosu podatkov še ne

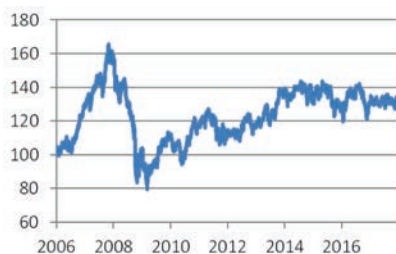
generira dovolj prihodkov, da bi omilila pritisk na marže. V trendu je ponudba aplikacij za brezžični video, vendar tem ponudnikom vse večjo konkurenco delajo podjetja s tako imenovano »streaming« ponudbo, kot je Netflix. Spremembe v vedenju potrošnika bi lahko podjetja še dodatno spodbudile k povezovanju. V drugi polovici leta 2018 bo v ZDA prvič komercialno uporabljena nova generacija omrežja 5G, ki omogoča večje hitrosti prenosa podatkov kot 4G. Slednje je ključno predvsem pri uporabi omrežja za internet stvari.

Ponudniki telekomunikacijskih storitev na azijsko pacifiških trgih se ubadajo z majhnimi rastmi prihodkov in dobička, vse večjo konkurenco manjših mobilnih operaterjev in neugodnimi regulatornimi zahtevami. Povečalo se je tveganje znižanja dividend, saj so operaterji obremenjeni z višjimi stroški frekvenc in investicijami v izgradnjo omrežja. Večji ponudniki, kot so China Mobile na Kitajskem in KDDI ter NTT Docomo na Japonskem, se bodo odrezali nekoliko bolje zaradi stabilne baze naročnikov. V Indiji je konsolidacija znotraj sektorja v polnem teku, delež pridobivata Reliance Jio in Bharti Airtel.

## Gibanje sektorja

Slika 100:

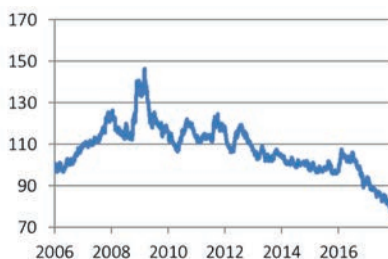
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 101:

Relativno gibanje Telecom in S&P 1200 v USD

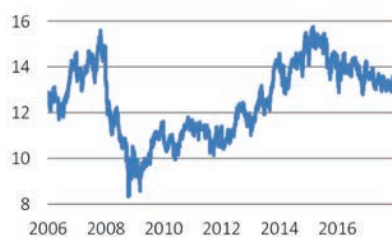


Vir: Bloomberg 2017.

## Vrednotenje sektorja

Slika 102:

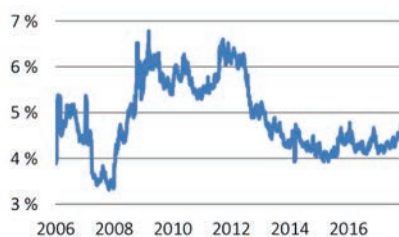
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 103:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Tveganje znižanja dividend pri azijskih ponudnikih telekomunikacijskih storitev

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AT&T	ZDA	188.961	12,39	1,78	6,45
VERIZON COMMUNICATIONS	ZDA	175.037	13,37	7,66	7,10
CHINA MOBILE	HONGKONG	169.723	11,58	1,30	3,14
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JAPONSKA	90.714	13,02	1,23	5,70
NTT DOCOMO	JAPONSKA	84.308	15,20	1,85	7,14
SOFTBANK GROUP	JAPONSKA	77.642	28,31	2,52	8,81
DEUTSCHE TELEKOM	NEMČIJA	74.374	16,86	2,51	5,99
VODAFONE GROUP	VB	69.611	26,63	1,02	7,08
KDDI	JAPONSKA	61.614	13,55	2,09	6,02
TELEFONICA	ŠPANIJA	44.787	11,95	2,51	6,36

Vir: Bloomberg 2017.



**Uroš Selič**

Še posebej dobro, so se odrezale evropske delnice javnega sektorja

## Javna oskrba

Tabela 32:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	52,4 %
Evropa brez VB	28,2 %
VB	6,0 %
Japonska	3,3 %
Razvita Azija	1,5 %
EM	8,7 %

Vir: Bloomberg 2017.

Leto 2017 je bilo za imetnike delnic iz sektorja javnih oskrbe solidno, saj je donos globalnega indeksa javnih dobrin od začetka leta do decembra po dveh sušnih letih znašal slabih 3,8 % v evrih. Še posebno dobro so se odrezale evropske delnice javnega sektorja, ki so, če upoštevamo izplačane dividende, pridobile več kot 17 % v evrih, predvsem na račun transformacije nemških podjetij; tako so evropske delnice ob koncu lanskega leta očitno dosegle dno in so letos imele nadpovprečne donose. Kljub grožnji z višanjem obrestnih mer v ZDA so solidne donose dosegle tudi ameriške delnice javne oskrbe, ki so tradicionalno občutljive za spremembe 10-letne ameriške obveznice in so se letos gibale v območju od 2,60 % do 2,20 %. Podporo so delnice pridobile z rastjo dobičkov podjetij in dividend, ki so se v povprečju v zadnjem letu zvišale za 3,9 %, ter s presenetljivo ameriško gospodarsko rastjo. Razmere, ko se obrestne mere in donosi obveznic gibajo v bližini zgodovinsko nizkih ravni, ustvarijo priložnosti na segmentih, kjer je dividendna donosnost podjetij visoka. Zaradi večjih apetitov vlagateljev po sektorju javnih dobrin so vrednotenja predvsem ameriških podjetij dosegla skoraj zgodovinski vrh. Povprečna vrednost multiplikatorja knjigovodske vrednosti PB je 2,1.

Novi okoljski predpisi in javna politika so večino podjetij za javno oskrbo spodbudili k obnavljanju in posodabljanju električnega omrežja, prav tako so jih prisilili, da okoljsko škodljivo proizvodnjo električne energije nadomestijo s čistejšo obnovljivo energijo, po drugi strani tudi vse več uporabnikov želi uporabljati samo čisto energijo, zlasti sončno ali vetrno. V letu 2017 je povpraševanje po tej

Tabela 33:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Electric Utilities	60,8 %
Multi-Utilities	29,3 %
Gas Utilities	6,1 %
Independent Power Producers &	1,6 %
Water Utilities	2,2 %

Vir: Bloomberg 2017.

energiji presešlo 100 gigavatov, kar pomeni 30-odstotno rast od prejšnjega leta, na drugi strani pa na večjo ponudbo vplivajo upadajoče cene solarnih panelov, ki ostajajo glavno gonilo rasti obnovljivih virov. Podjetja, ki se bodo pozitivno odzvala na te spremembe, bodo verjetno dosegla hitrejšo rast prodaje in postala zmagovalci v tem sektorju.

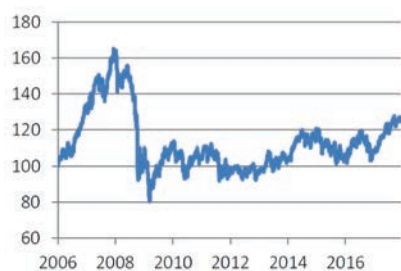
Če pogledamo malo naprej, obstaja velika verjetnost, da se bo v naslednjem letu zanimanje vlagateljev za sektor javne oskrbe nekoliko zmanjšalo. Globalno gospodarstvo bo ostalo v dobri kondiciji, vseeno pa se bo obdobje poceni denarja počasi iztekalo, kar bo na trg prineslo nove skrbi. Strah pred dvigovanjem obrestne mere bo vlagatelje, ki so iskali naložbe z visoko dividendno donosnostjo, verjetno spodbudil, da bodo svoje naložbe usmerjali v bolj ciklične delnice, saj so v času, ko obrestne mere rastejo, naložbeni razredi, kjer so kazalniki zadolženosti relativno visoki, manj zaželeni.



## Gibanje sektorja

Slika 104:

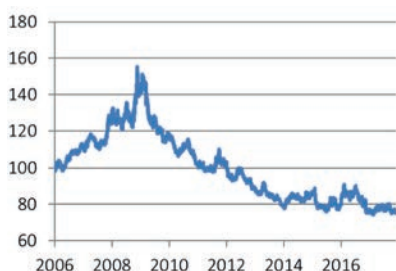
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 105:

Relativno gibanje Utilities in S&P 1200 v USD

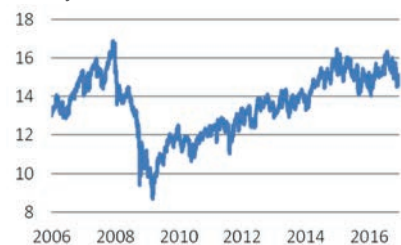


Vir: Bloomberg 2017.

## Vrednotenje sektorja

Slika 106:

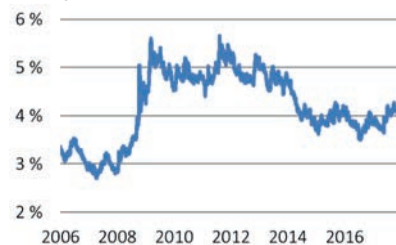
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2017.

Slika 107:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2017.

Obstaja velika verjetnost, da se bo v letu 2018 zanimanje vlagateljev za sektor javnih dobrin nekoliko znižalo

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NEXTERA ENERGY	ZDA	63.317	23,47	2,82	11,85
ENEL	ITALIJA	56.425	15,55	1,60	7,52
DUKE ENERGY	ZDA	52.359	19,26	1,48	11,69
DOMINION ENERGY	ZDA	45.826	23,20	3,31	14,38
SOUTHERN	ZDA	43.658	17,37	2,13	11,44
IBERDROLA	ŠPANIJA	42.637	15,84	1,18	10,37
ENGIE	FRANCIJA	36.322	14,71	0,96	6,83
NATIONAL GRID	VB	33.934	14,69	1,95	10,48
EXELON	ZDA	33.341	15,31	1,40	9,52
EDF	FRANCIJA	32.338	19,55	0,81	4,99

Vir: Bloomberg 2017.



mag. Rene Redžić

## Obvezniški trgi

V letu 2018 lahko zaradi večjih inflacijskih pričakovanj ter opuščanja monetarnih spodbud pa tudi zviševanja zahtevanih donosnosti državnih obveznic pričakujemo trend povečevanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah. 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 izdajatelji znotraj in zunaj naložbenega razreda nižje kakovosti ter krajše ročnosti. Prav tako bi omenili finančni sektor ter podrejeni dolg bank in zavarovalnic. Pri državah v razvoju je treba biti selektiven, saj naraščajo specifična državna tveganja. Prednost dajemo državnim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

### Monetarna politika se je izpela

Trenutno smo priča dokaj sinhroni gospodarski rasti tako v razvitih kot tudi razvijajočih se državah ob zmerni stopnji inflacije. Ob globalnem gospodarskem okrevanju, zniževanju stopnje brezposelnosti, manjšem političnem tveganju ter rastočih inflacijskih pričakovanjih se ustvarja okolje, ki se mu bodo morale prilagoditi tudi centralne banke. V ZDA smo tako v letu 2017 videli tri dvige ključne obrestne mere, normalizacija obrestnih mer pa naj bi se nadaljevala tudi v letu 2018. Ameriški Fed je septembra naznanil začetek krčenja 4,5 bilijona dolarjev velike bilančne vsote banke, temu je sledila tudi ECB, ki je v oktobru naznanila, da bo z začetkom leta 2018 zmanjšala obseg odkupov obveznic znotraj programa kvantitativnega sproščanja s 60 na 30 milijard evrov mesečno, pri tem pa podaljšala program odkupov do konca septembra 2018.

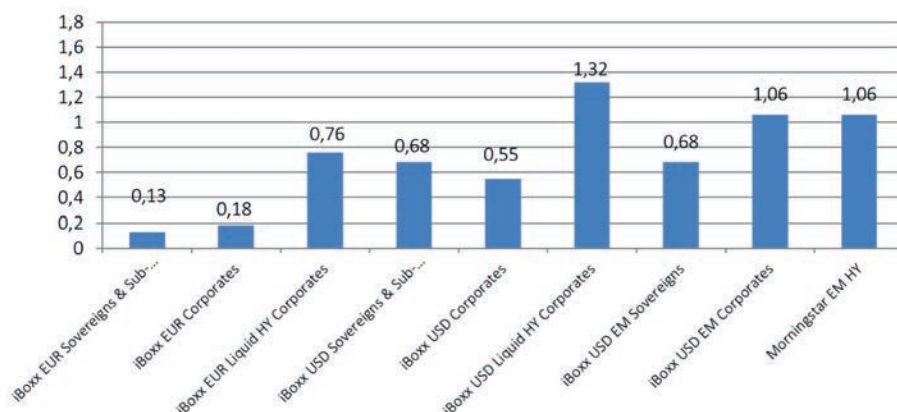
V takšnem okolju, kjer se globalno gospodarstvo počasi poslavlja od monetarnih spodbud, se investitorji ukvarjajo z dilemo, kje iskati naložbe, ki bodo prinašale ustrezen donos ob še sprejemljivem tveganju, ki ga takšne naložbe nosijo s seboj. Investitorji v dolžniške vrednostne papirje sicer ustvarjajo donos iz naslova prejetih obresti in morebitnih kapitalskih dobičkov, zgodovinsko nizka zahtevana donosnost obveznic pa v danih okoliščinah prinaša le majhno nadomestilo za investitorje, ki so izpostavljeni velikemu tveganju izgube kapitala.

V času povečane negotovosti na trgih investitorjem koristi kazalnik, ki kaže, kakšna bi morala biti sprememba obrestne mere, da se to izrazi v obliki izgube kapitala v naložbenem portfelju (lahko jo imenujemo točka preloma). Ob predpostavki, da vsi drugi dejavniki ostanejo nespremenjeni, je naložbena kategorija z najvišjo točko preloma tista, ki bo najbolj »kljubovala« dvigu obrestnih mer. S pomočjo kazalnika, imenovanega Shermanov koeficient, ki so ga razvili v ameriški investicijski družbi DoubleLine, 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 izrazilo 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 in Morningstar ugotovimo, da se Shermanov koeficient nahaja krepko pod mejo 1, ki je bila dosežena v predkriznem obdobju, pri praktično vseh naložbenih razredih, koeficient pa je izrazito nizek pri evropskih državnih in podjetniških obveznicah. Koeficient opazno naraste le pri evropskih in ameriških podjetniških obveznicah zunaj naložbenega razreda (tako imenovanih »high yield«, HY) ter podjetniških obveznicah znotraj in zunaj naložbenega razreda iz držav v razvoju.

Velika občutljivost obveznic za spremembe obrestnih mer

Slika 108: Shermanov koeficient



Vir: Markit 2017, lasten izračun z dne 30. 11. 2017.

V nadaljevanju podajamo pogled družbe Citi Research na pričakovane tveganju prilagojene donose na dolžniških trgih v letu 2018. Donosi upoštevajo morebitno kapitalsko rast (izgubo) in donos iz naslova prejetih obresti. Priporočila gredo v smeri zmanjšanja izpostavljenosti do državnih obveznic iz jedrnih držav območja evra in nevtralne pozicije na ameriških državnih obveznicah. Izjema so obveznice iz

držav v razvoju v lokalni valuti. Prav tako je po mnenju Citi Research smiselno zmanjšati izpostavljenost do evropskih podjetniških obveznic znotraj in zunaj naložbenega razreda zaradi podpovprečnih kreditnih razmikov. V splošnem velja, da so pričakovani donosi v letu 2018 precej pod povprečjem preteklih let v praktično vseh naložbenih segmentih, na nekaterih segmentih celo negativni.

Pričakujemo lahko podpovprečne ali celo negativne donose.

Tabela 34: Ciljne vrednosti in tveganju prilagojeni donosi v letu 2018

	Spot*	Napoved	Tveganju prilagojeni donos
<b>Državne obveznice**</b>			
ZDA	2,38	2,75	0,3 %
EMU	1,02	1,40	-2,8 %
Nemčija	0,37	0,80	-4,6 %
Japonska	0,03	0,10	-0,7 %
Velika Britanija	1,36	1,45	-0,7 %
Države v razvoju (lokalna valuta)	-	-	7,6 %
<b>Podjetniške obveznice***</b>			
Citi US IG	101	105	1,8 %
Citi US HY	393	412	2,1 %
iBoxx EUR IG	50	80	-2,7 %
iBoxx EUR HY	214	344	-5,2 %
Citi ESBI EM v USD	294	273	3,8 %

\* Podatki z dne 30. 11. 2017.

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

\*\*\* Ciljne vrednosti 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 3,29 %, EUR HY 2,42 %, ESBI EM 0 %) ter delež poplačila v višini 40 %. Vir: Citi Research in Bloomberg 2017.

## ZDA – zmanjševanje bilančne vsote Feda in normalizacija obrestnih mer

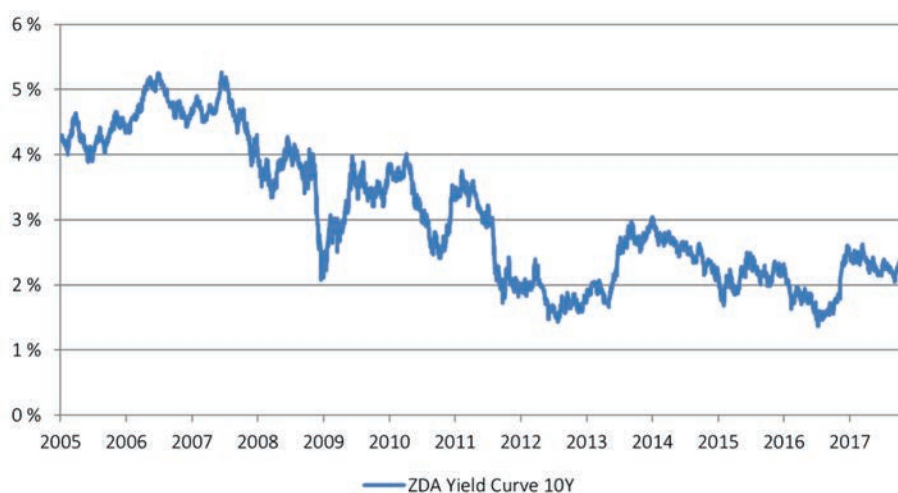
Zviševanje zahtevane donosnosti državnih in podjetniških obveznic

Ameriški Fed je v letu 2017 začel normalizacijo obrestnih mer in trikrat dvignil ključno obrestno mero za skupno 75 bazičnih točk na trenutnih 1,50 %. Prav tako je Fed na zadnjem zasedanju v letu 2017 ohranil napoved, da bo v letu 2018 po vsej verjetnosti izpeljal tri dodatne dvige obrestne mere. Fed ocenjuje, da so ekonomske razmere dobre, kar nakazuje nizka stopnja brezposelnosti in rast BDP, ki je posledica tako povečane potrošnje gospodinjstev kot tudi rasti investicij v podjetjih. Prav tako so bile na septembrskem zasedanju predstavljene prve smernice za zmanjševanje monetarnih spodbud. Fed je v obdobju od oktobra do decembra 2017 najprej le prenehal reinvestirati del zapadlih finančnih naložb (glavnic in kuponov državnih in hipotekarnih obveznic) iz svojega portfelja v višini 10 milijard dolarjev. V prvem trimesečju 2018 se bo bilančna vsota zmanjševala v zneskih po 20 milijard dolarjev mesečno, v drugem trimesečju po 30 milijard, nato po 40 milijard ter v zadnjem trimesečju po 50 milijard dolarjev mesečno. V 12 mesecih (od oktobra 2017 do oktobra 2018) se bo torej skupno bilančna vsota Feda zmanjšala za 300 milijard dolarjev. Od oktobra 2018 dalje načrt predvideva podvojitev skupnega zneska na 600 milijard dolarjev letno, kar pomeni, da bi Fed v štirih letih svojo bilančno vsoto zmanjšal približno za polovico in tako prejeta denarna sredstva umaknil iz obtoka.

Zahtevana donosnost referenčnih 10-letnih ameriških državnih obveznic se trenutno giblje na ravneh z začetka leta 2017 pri 2,4 %. Zviševanje zahtevane donosnosti v marcu in juniju je bilo le kratkoročne narave ter je sledilo dvigu ključne obrestne mere Feda. Ob nadaljevanju dobrih makroekonomskih podatkov iz ZDA, manjšem političnem tveganju in napovedi zmanjševanja monetarnih spodbud Feda so investitorji dobili nov razlog za zmanjšanje izpostavljenosti do dolžniških naložb.

Večjega zvišanja stopnje inflacije v ZDA v prihodnjem letu najverjetneje ne bo, na kar nakazujejo tudi inflacijska pričakovanja, ki se nahajajo nekoliko nad ciljno stopnjo inflacije pri 2 %. Ob nadaljnjem trendu zviševanja kratkoročnih obrestnih mer lahko pričakujemo višjo zahtevano premijo za ročnost in posledično tudi višjo zahtevano donosnost dolgoročnih obveznic. Trgi ocenjujejo, da bo Fed nadaljeval normalizacijo obrestnih mer tudi v letu 2018, a ne pričakujejo pretiranega zaostrovanja monetarne politike. Pričakovani dvigi obrestnih mer so tako že deloma vgrajeni v cene obveznic, zato večjih dodatnih premikov v zahtevani donosnosti državnih obveznic na kratek rok ni pričakovati. Največje tveganje so fiskalne reforme v ZDA in posledično tudi višja inflacija.

Slika 109: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice



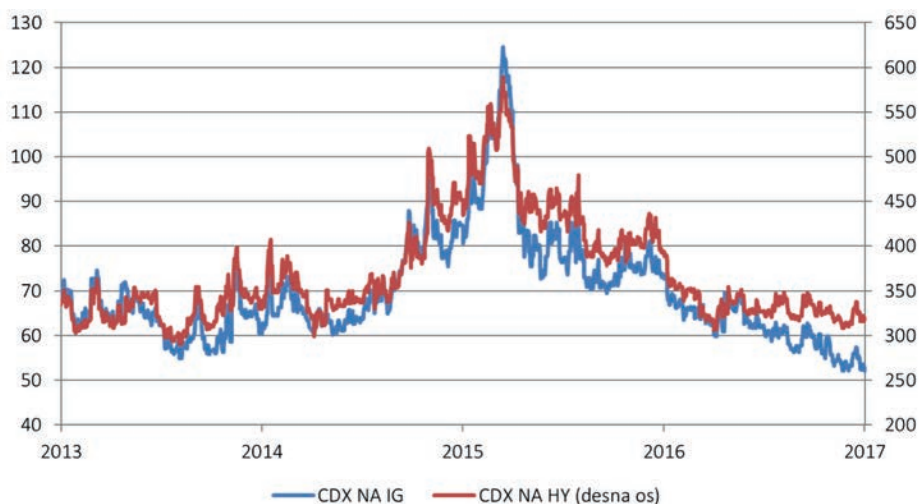
Vir: Bloomberg 2017.

Stopnja neplačil obveznosti se znižuje, dolg povečuje.

Veliki pretekli donosi v segmentu ameriških podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Zviševanje zahtevane donosnosti državnih obveznic se kaže v večji občutljivosti kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah. 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.

Slika 110: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



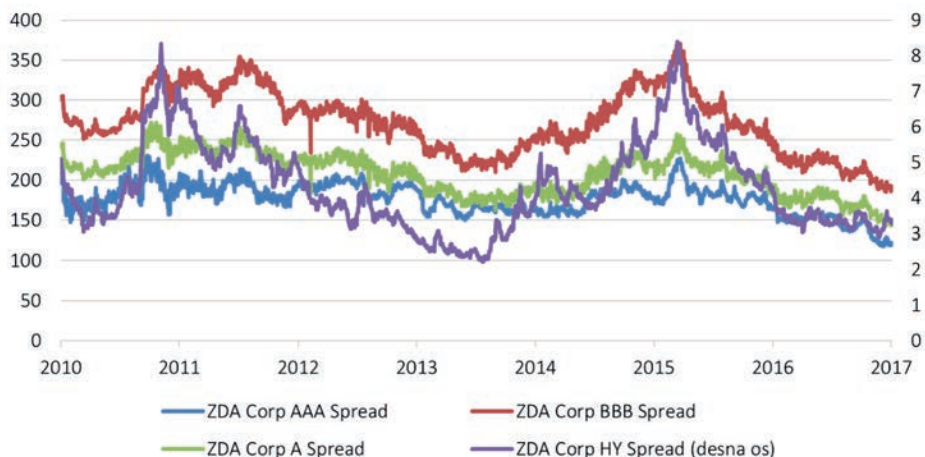
Vir: Bloomberg 2017.

Razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečji

Opazna je pozitivna korelacija med naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih nekaj letih v povprečju znaša 0,86). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 266 bazičnih točk, kar je 38 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let. V primerjavi z referenčno 10-letno ameriško

državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih sedmih let. Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da so razmiki med razredi AAA/BBB ter A/BBB pod dolgoročnimi povprečji (AAA/BBB za 30 bazičnih točk, A/BBB za 23 bazičnih točk).

Slika 111: Gibanje razmikov znotraj bonitetnih razredov



Vir: Bloomberg 2017.

Zanimive so podjetniške obveznice zunaj naložbenega razreda krajše ročnosti in podrejeni dolg.

Glede na to, da so zahtevane donosnosti ameriških podjetniških obveznic na zgodovinsko nizkih ravneh, se investitorji upravičeno sprašujejo, v kateri fazi kreditnega cikla smo trenutno. Kreditni cikel lahko opredelimo kot gibanje kreditne aktivnosti med obdobjem rasti (ekspanzije) in obdobjem stagnacije oziroma zmanjševanja kreditne aktivnosti. Kreditni cikel vpliva na poslovni cikel podjetja, saj pogoji dostopa do kreditov vplivajo na investicijske odločitve podjetij, te pa se kažejo v gospodarski rasti držav. Sčasoma so donosi v posameznih naložbenih kategorijah (denimo podjetniške obveznice znotraj in zunaj naložbenega razreda) vezani na faze kreditnega cikla.

Cikle lahko identificiramo z opazovanjem kreditnih razmikov pri reprezentativnih obveznicah zunaj naložbenega razreda in stopnjo neplačil obveznosti podjetij. Na primeru ameriških podjetij ugotavljamo, da se kreditni razmiki in stopnje neplačil obveznosti nahajajo na podpovprečnih ravneh, kar nakazuje, da še nismo dosegli faze upadanja, smo pa gotovo dosegli zrelo fazo, za katero je značilno povečevanje dolga.

Finančni vzvod ameriških podjetij ostaja nadpovprečno visok. Po podatkih Societe Generale se je denimo povprečna zadolženost (merjeno kot dolg glede na sredstva) ameriških podjetij dvignila na ravni iz leta 2003, tik pred koncem tako imenovane telekomunikacijske krize, ki so jo zaznamovali finančni škandali, prestrukturiranja in enormni odpisi dolga podjetij znotraj te panoge. Stopnja neplačil obveznosti se bo v ZDA v letu 2018 predvidoma znižala (po oceni bonitetne agencije Moody's z ravni pri 3,5 % v tretjem četrtletju 2017 na raven blizu 2,1 % v tretjem četrtletju 2018), tudi po zaslugi večjih podjetniških dobičkov in okrevanja surovinskega trga. Velika zadolženost podjetij trenutno ostaja podprta z nizkimi stroški zadolževanja. Menimo, da večji pričakovani donosi pri ameriških podjetniških obveznicah v primerjavi s podjetniškimi obveznicami drugih razvitih držav niso dovolj tehten razlog za nadaljnje zmanjševanje kreditnih razmikov v tem naložbenem segmentu, upoštevajoč tudi visoka vrednotenja podjetij in 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) izdajateljev z visokimi količniki kapitalske 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 v ZDA v letu 2018 smiselno 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 – monetarne spodbude se postopoma umikajo

Zadnja napoved ECB za prihodnje leto kaže na gospodarsko rast območja evra v višini 1,8 %. Inflacija naj bi v letu 2018 dosegla 1,2 %, kar je nekoliko manj od prvotnih pričakovanj. Tveganja za nedoseganje napovedane gospodarske rasti so omejena, saj ECB nadaljuje ohlapnejšo monetarno politiko, evropska podjetja so se v preteklih letih razdolžila, nadaljuje se okrevanje na trgu dela, kar daje podporo evropskemu potrošniku. Kljub apreciaciji evra daje sinhrona globalna gospodarska rast podporo evropskemu izvozno naravnemu gospodarstvu.

ECB v letošnjem letu ni spreminjala obrestnih mer. Ključna obrestna mera za območje evra ostaja pri 0 %. Poleg ključne obrestne mere ostajata nespremenjeni tudi obrestna mera za deponiranje presežne likvidnosti bank, ki je pri -0,40 %, in obrestna mera za mejno posojanje, ki znaša 0,25 %. Se pa v prihodnjem letu spreminja (znižuje) vrednost neto nakupov znotraj programa kvantitativnega sproščanja, ki so ga centralni bankirji podaljšali za dodatnih devet mesecev. Dosedanji obseg odkupov v višini 60 milijard evrov mesečno bo trajal do konca tega leta, nato pa se najmanj do konca septembra 2018 nadaljuje v višini 30 milijard evrov mesečno. To kaže, da bodo ključne obrestne mere v prihodnjem letu najverjetneje ostale nespremenjene oziroma se ne bodo zviševale, saj ECB pričakuje, da bodo omenjene obrestne mere ostale na tej ravni še precej dlje, kot bo trajal program kvantitativnega sproščanja.

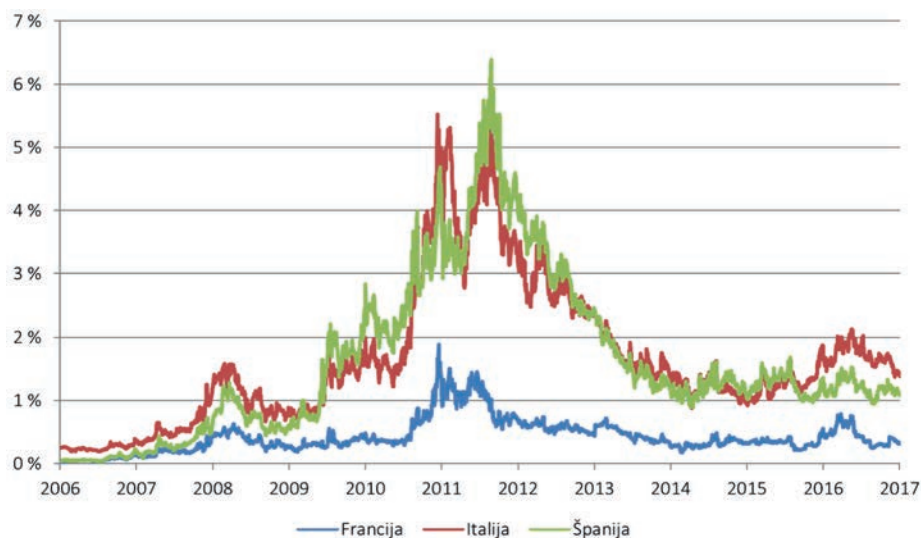
Čeprav so se v drugi polovici leta 2017 v Evropi inflacijska pričakovanja okrepila, menimo, da ECB pri stopnji inflacije v prihodnjem letu ne bo dosegla svojega mandata. Nadalje menimo, da so obrestne mere dosegle svoje dno in lahko v prihodnjih letih pričakujemo postopen obrat trenda (rastoče obrestne mere in posledično zviševanje zahtevanih donosnosti obveznic). ECB z zadnjo potezo, s katero se bodo predvideni nakupi obveznic z januarjem 2018 znižali za 30 milijard evrov na mesečni ravni, odpira vrata postopnemu opuščanju programa kvantitativnega sproščanja, a z njegovim podaljšanjem kratkoročno zmanjšuje nihajnost na trgih. V takšnem okolju smo v

segmentu državnih obveznic kljub povprečnim razmikom v donosnosti bolj naklonjeni obveznicam iz perifernih držav (Irska, Španija, Portugalska, Italija). Politično tveganje se je po francoskih in nemških volitvah (večinska vlada v Nemčiji se bo najverjetneje oblikovala v prihodnjem letu) pomembno zmanjšalo; da je evropsko gospodarstvo na pravi poti, dokazuje tudi zvišanje bonitetnih ocen nekaterih perifernih držav v tem letu (Irska, Portugalska, Grčija, Slovenija). Gospodarska rast v Evropi ob hkratnem opuščanju monetarnih spodbud daje večjo oporo bolj tveganim naložbenim razredom (denimo delnicam), posledično smo manj naklonjeni državnim obveznicam iz jedrnih držav (Nemčija, Nizozemska, Avstrija, Finska).

Spodnja slika prikazuje razmike v donosnosti izbranih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Na primeru Francije znaša trenutno razmik 31 bazičnih točk, na primeru Italije 138 bazičnih točk in na primeru Španije 108 bazičnih točk. Razmiki so pod dolgoročnim povprečjem zadnjih desetih let (Francija 13, Italija 41 in Španija 69 bazičnih točk pod povprečjem).

Monetarne spodbude se postopoma umikajo.

Slika 112: Razmiki v donosnosti v primerjavi z nemško 10-letno obveznico



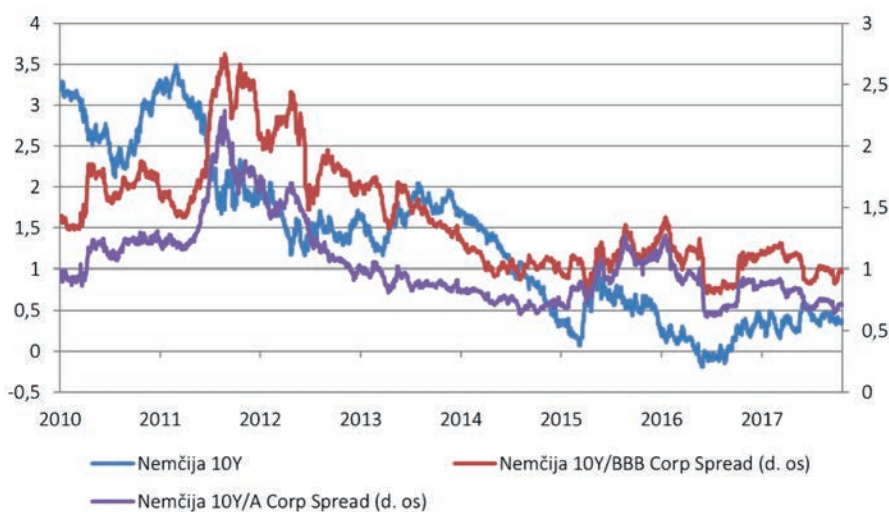
Vir: Bloomberg 2017.

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 2018 podporo v politiki ECB, ki verjetno ne bo bistveno zmanjševala obsega nakupov znotraj programa CSPP (ocene se gibljejo med pet in šest milijardami evrov). 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 nekatere družbe z visoko tržno kapitalizacijo, ki so se zadolževale pretežno za

namene prevzemov. Ocenjujemo, da so evropske družbe ugodno vrednotene, njihova pretekla razdolžitve pa ugodno vpliva na stopnjo neplačil obveznosti, ki bo po mnenju bonitetne agencije Moody's tudi v letu 2018 ostala na nizkih ravneh blizu 2%. V primerjavi z referenčno 10-letno nemško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih sedmih 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 41 bazičnih točk, A/BBB za 9 bazičnih točk).

Politično in gospodarsko okolje je naklonjeno perifernim državam.

Slika 113: Gibanje razmikov državne vs. podjetniške obveznice



Vir: Bloomberg 2017.

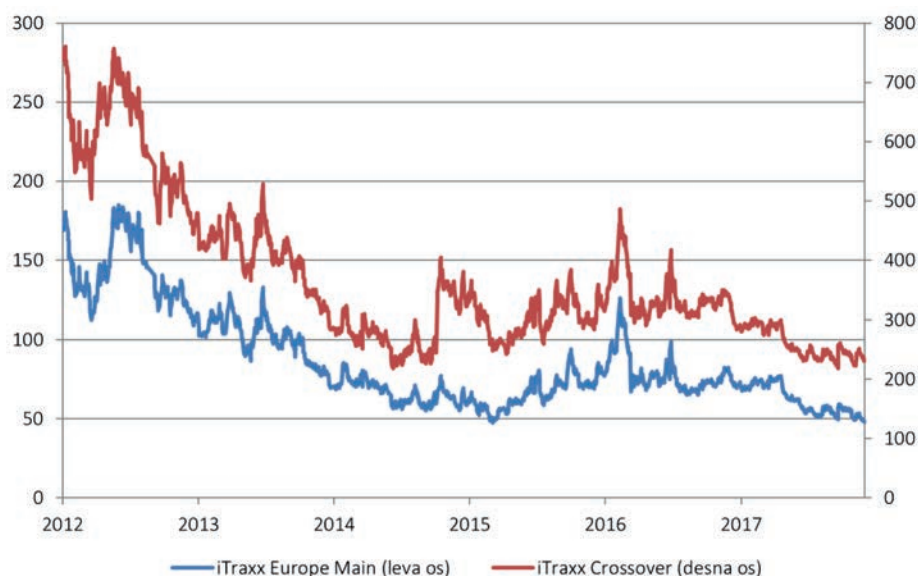


Primerjalni indeks iTraxx Europe Main predstavlja gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V primerjavi z obveznicami znotraj naložbenega razreda so bile obveznice evropskih družb zunaj naložbenega razreda deležne močnejšega popravka na trgih v prvi polovici oktobra 2014, v zadnjih nekaj letih pa se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih šestih letih v povprečju znaša 0,89). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 183 bazičnih točk, kar

je več kot 62 bazičnih točk pod zgodovinskim povprečjem zadnjih petih let. Menimo, da se bodo tveganja glede zmanjševanja monetarnih spodbud v letu 2018 in rastoča inflacijska pričakovanja pokazala v povečevanju kreditnih razmikov v obeh naložbenih segmentih podjetniških obveznic, predvsem v drugi polovici leta 2018. Tveganje prinaša tudi manjša pričakovana gospodarska rast ZDA v letu 2019 in zgodovinsko gledano močna korelacija med kreditnimi razmiki ameriških in evropskih podjetij (po podatkih Societe Generale znaša korelacija med segmentoma, merjena od leta 2004, 90%).

Evropske družbe okrevajo, dolg je vzdržen.

Slika 114: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2017.

Znotraj sektorjev smo bolj naklonjeni finančnemu sektorju (banke), kjer se okrevanje nadaljuje. Potrebe po financiranju bank ostajajo majhne, v prihodnjem letu zapade v primerjavi z letom 2017 manj finančnega dolga, ki pa bo v pretežni meri le refinanciran. Posledično bo ponudba tovrstnega dolga v letu 2018 omejena. Menimo, da bi ob povečani nihajnosti na trgih finančni sektor (navadni dolg bank in zavarovalnic) pomenil dobro varovalo pred upadi vrednosti naložbenega

portfelja. V primerjavi s hibridnimi podjetniškimi obveznicami se nam zdita zanimivejša podrejeni bančni dolg (Tier 2) izdajatelj z visokimi količniki kapitalne ustreznosti in podrejeni kratkoročni dolg, ki se všteva 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 zadnjih nekaj letih še toliko bolj izrazit, kar velja tako za navadni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sen) kot podrejeni dolg (primerjalni indeks iTraxx Europe Fin-Sub). V tem obdobju se je zmanjšal tudi kreditni razmik med navadnim in podrejenim dolgom, saj so investitorji ob nadaljnjem okrevanju evropskega finančnega sektorja in iskanju donosnejših naložb

sprejemali večje tveganje, ki ga prinaša podrejeni dolg. 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 v začetku leta 2016 nadpovprečno povečal. Trenutno znaša 63 bazičnih točk, kar je slabih 35 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Slika 115: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2017.

»TOP pick« so podjetniške obveznice zunaj in znotraj naložbenega razreda nižje kakovosti ter podrejeni bančni dolg.

**Ključna priporočila:** V Evropi so obrestne mere dosegle dno, postopoma se opuščajo monetarne spodbude. Ob vzdržni gospodarski rasti naraščajo tudi inflacijska pričakovanja, zato ni smotno povečevati izpostavljenosti do državnih obveznic (izjema so državne obveznice, vezane na gibanje inflacije), še zlasti tistih iz jedrnih držav. Podjetniške obveznice v iskanju donosa ostajajo zanimiva naložbena kategorija, a ob povečani nihajnosti na trgih v drugi polovici leta 2018 tudi bolj tvegana kategorija. Posledično nismo naklonjeni podjetniškim obveznicam daljših ročnosti in bolj kakovostnim podjetniškim obveznicam znotraj naložbenega razreda, katerih kreditni razmiki so se nadpovprečno zmanjšali. Glede na nizko stopnjo neplačil obveznosti ocenjujemo, da je smiselno v Evropi v letu 2018 poiskati naložbene priložnosti pri

izdajateljih znotraj in zunaj naložbenega razreda nižje kakovosti ter krajše ročnosti. Prav tako bi v ospredje postavili finančni sektor ter podrejeni dolg bank in zavarovalnic.

Tabela 36: Ključna priporočila za Evropo

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

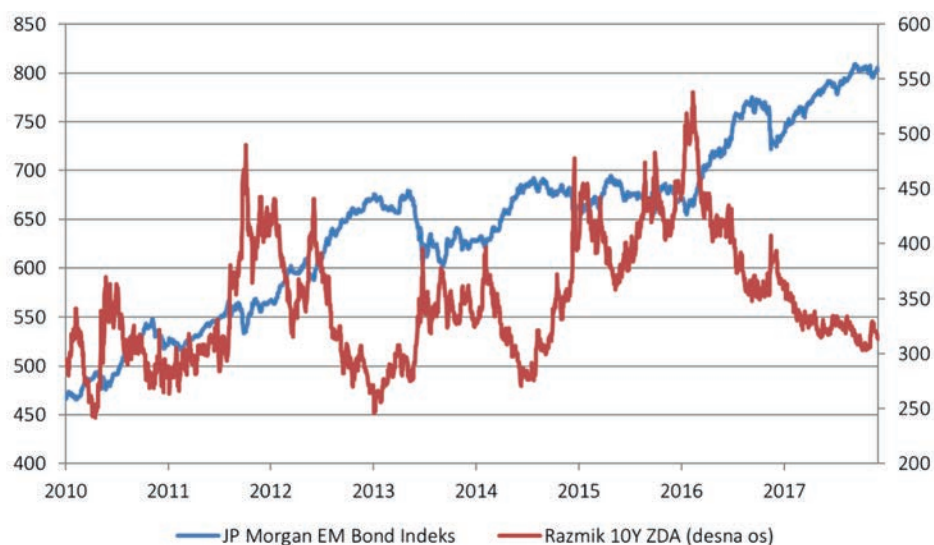
## Trgi v razvoju – pozitiven moment, a potrebna je selektivnost

Investitorji na trgih v razvoju so bili v letu 2017 deležni nadpovprečne rasti na dolžniških trgih. Ob iskanju donosov (veliki prilivi v obvezniške sklade kot posledica nizkih obrestnih mer v razvitih državah), izboljšanjem makro-ekonomskem okolju, ohlapnejših monetarnih politikah centralnih bank iz držav v razvoju ter ob stabilizaciji surovinskih trgov je repre-

zentativni indeks JP Morgan EM Bond, ki ga sestavljajo pretežno državne obveznice iz držav v razvoju, do konca letošnjega novembra zrasel za slabih 9%. Razmik nasproti ameriškim referenčnim obveznicam znaša trenutno 313 bazičnih točk, kar je 41 bazičnih točk pod povprečjem zadnjih sedmih let.

Nadpovprečna rast obveznic

Slika 116: Gibanje indeksa obveznic iz držav v razvoju in razmikov glede na 10-letno obveznico ZDA



Vir: Bloomberg 2017.

Sinhrona globalna gospodarska rast ob še vzdržni inflaciji daje podporo trgom v razvoju, denarni tokovi, ki se ob podpovprečni nihajnosti preusmerjajo nanje, tako dobivajo fundamentalno oporo in ti trgi ne pomenijo le »čakalnice« za investitorje, ki iščejo večje donose. Med potencialnimi tveganji na teh trgih velja omeniti geopolitične napetosti (Severna Koreja), umikanje monetarnih spodbud pomembnejših centralnih bank (zlasti Fed) ter posledično naraščanje premije za tveganje, ohlajanje Kitajske ter višja vrednotenja v vseh naložbenih segmentih. Ob splošno pozitivnem makrookolju, večji nagnjenosti k sprejemanju tveganj ter odmiku kapitalskih trgov od gibanja ameriškega dolarja prihajajo v ospredje specifična državna tveganja (Venezuela – dogovor s posojilodajalci o poplačilu dolga, Južna Afrika – naraščajoče politično tveganje, Mehika – prihodnost sporazuma NAFTA), kar zahteva od

investitorjev večjo pozornost in selektivnost pri naložbah na trgih v razvoju.

Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko in vzdržno inflacijo (Madžarska, Poljska, Izrael) ter ob stabilizaciji surovinskih trgov tudi državam izvoznicam surovin (zlasti iz Latinske Amerike). V prihodnjem letu tuji analitiki pričakujejo znižanje temeljnih obrestnih mer le v peščici držav (Brazilija, Indonezija, Rusija), kar kaže na to, da se cikel zniževanja obrestnih mer počasi izteka. Na drugi strani je mogoč dvig obrestnih mer v Koreji, Maleziji in na Filipinih, države vzhodne in jugovzhodne Evrope, Kitajska ter Indija pa najverjetneje ne bodo posegale na področje obrestnih mer. Gospodarska rast in izboljšana fiskalna dinamika bosta pripomogli k stabilizaciji javnega dolga v glavnini držav v razvoju.

Potrebna bo selektivnost.

---

## Državne obveznice pred podjetniškimi

Investitorji so bili deležni nadpovprečne rasti tudi v segmentu podjetniških obveznic (reprezentativni indeks Morningstar EM Corporate Bond, ki ga sestavljajo podjetniške obveznice iz držav v razvoju, je do konca letošnjega novembra zrasel za slabih 8 %), razmiki v primerjavi z referenčnimi ameriškimi podjetniškimi obveznicami pa so na podpovprečnih ravneh. Nižji stroški zadolževanja, stabilizacija surovinskih trgov ter izboljšano makro- in mikrookolje govorijo v prid dobremu poslovanju podjetij s trgov v razvoju v letu 2018 in dajejo podporo njihovim vrednotenjem. Nadalje ne pričakujemo, da bi se finančni vzvod zviševal, saj se številna podjetja s trgov v razvoju osredotočajo na zniževanje finančnih zahtev in upadanje investicijskega ciklusa, kar se potencialno izraža v večjem denarnem toku in razdolževanju podjetij. Stopnja neplačil obveznosti podjetij iz držav v razvoju sledi globalnim cikličnim dejavnikom in naj bi se ob zgoraj navedenih podpornih

dejavnikih ohranila blizu ravni med 1 in 2 % tudi v letu 2018 (za primerjavo, stopnja neplačil obveznosti je še v letu 2016 presegala 5 %).

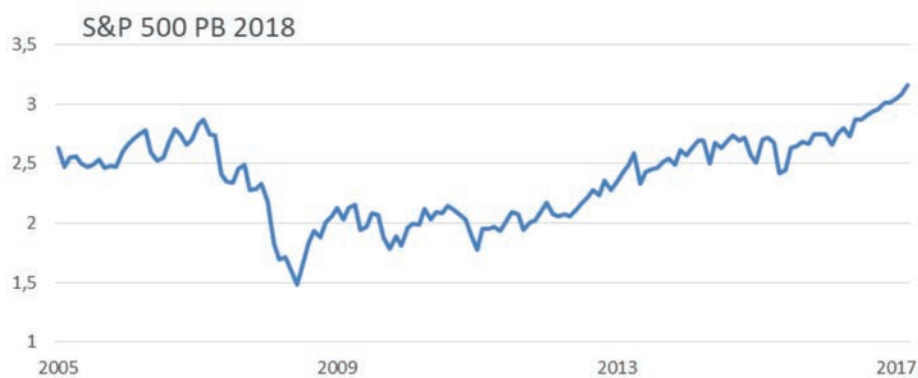
**Ključna priporočila:** Sinhrona globalna gospodarska rast ob še vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko in ob stabilizaciji surovinskih trgov tudi državam izvoznicam surovin. Stroški zadolževanja podjetij iz držav v razvoju so se v letu 2017 pomembno znižali, finančni vzvod podjetij se ne zvišuje. Posledično pričakujemo nižjo stopnjo neplačil obveznosti podjetij. Zaradi izboljšane fiskalne dinamike, ki bo pripomogla k stabilizaciji javnega dolga, ter podpovprečnih razmikov med podjetniškimi in državnimi obveznicami iz držav v razvoju smo bolj naklonjeni državnim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

---

## Kazalniki in referenčni grafi

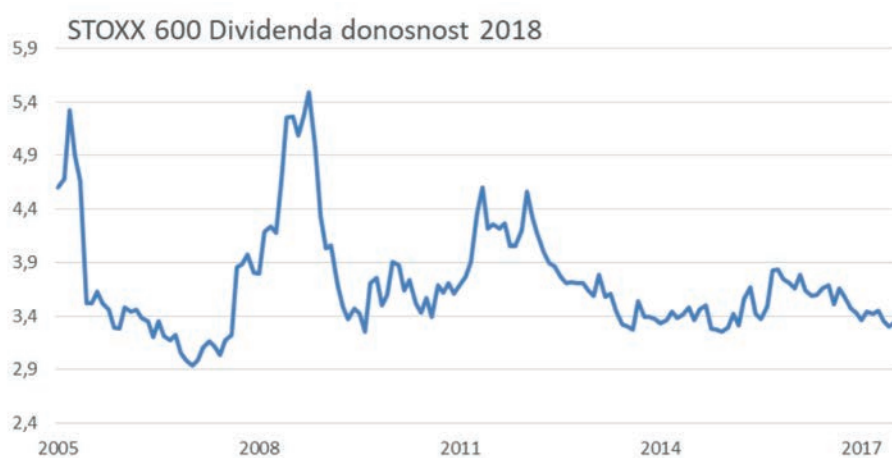
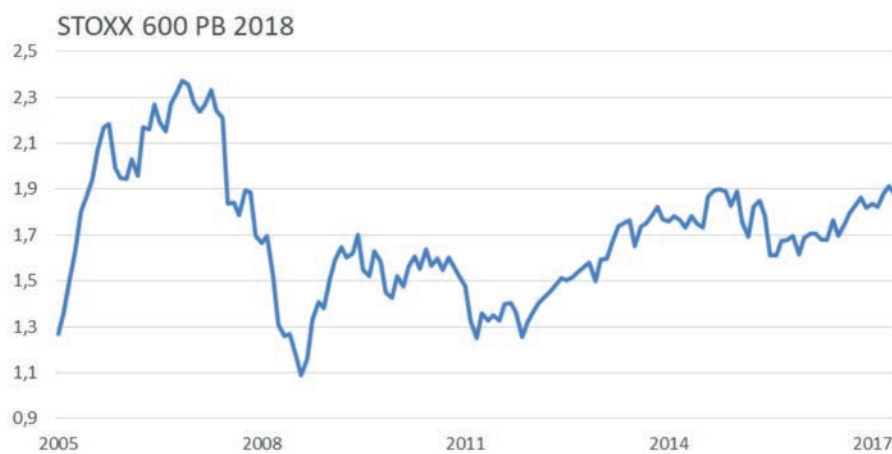
### Delnice

#### ZDA



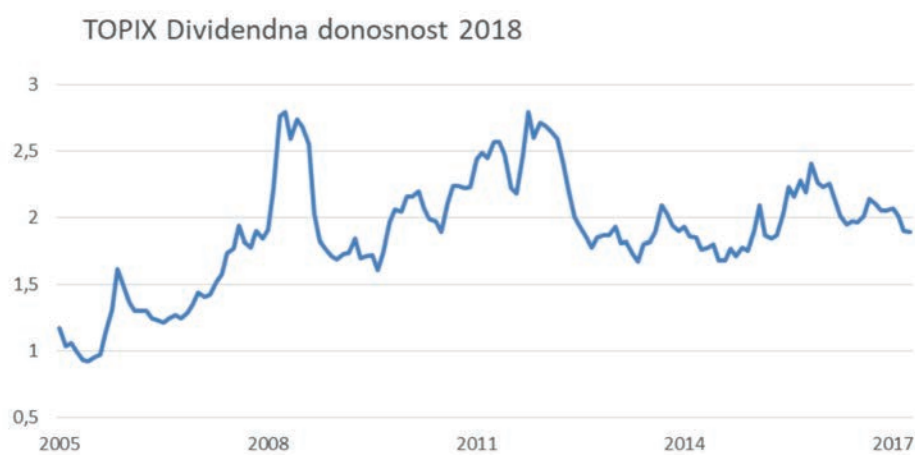
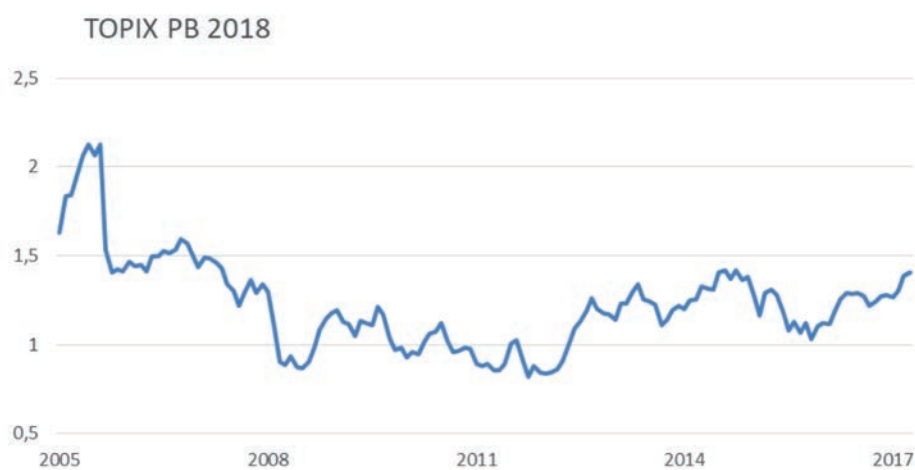
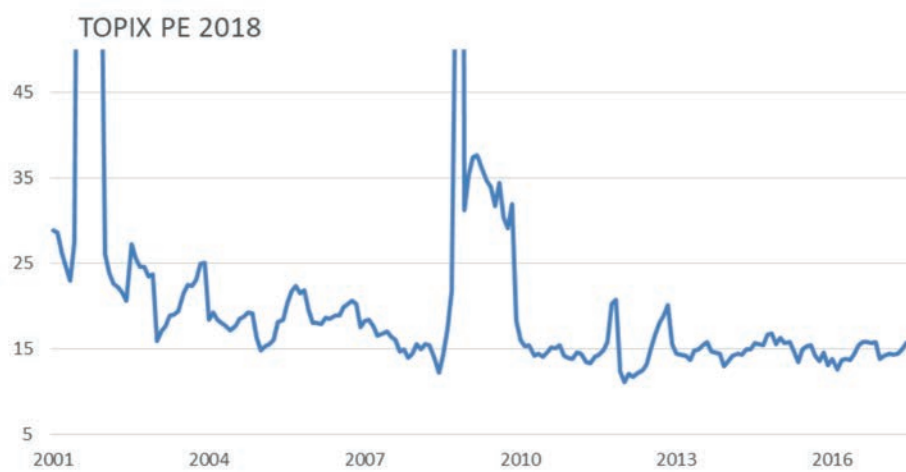
Vir: Bloomberg 2017.

## Evropa



Vir: Bloomberg 2017.

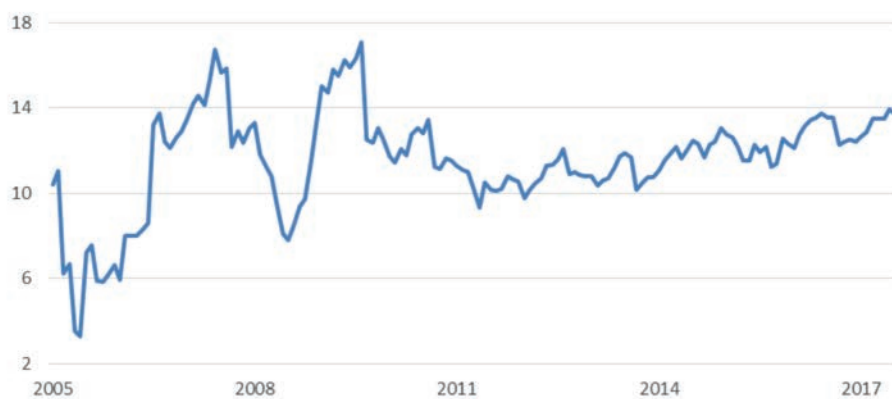
## Japonska



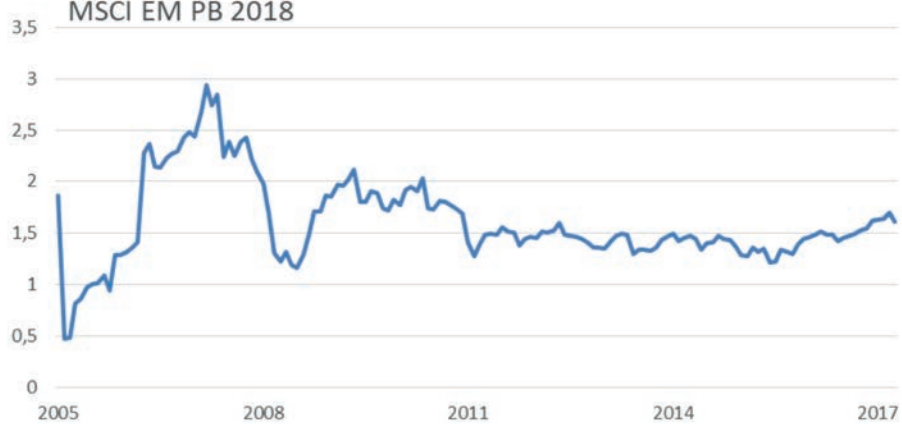
Vir: Bloomberg 2017.

## Države v razvoju

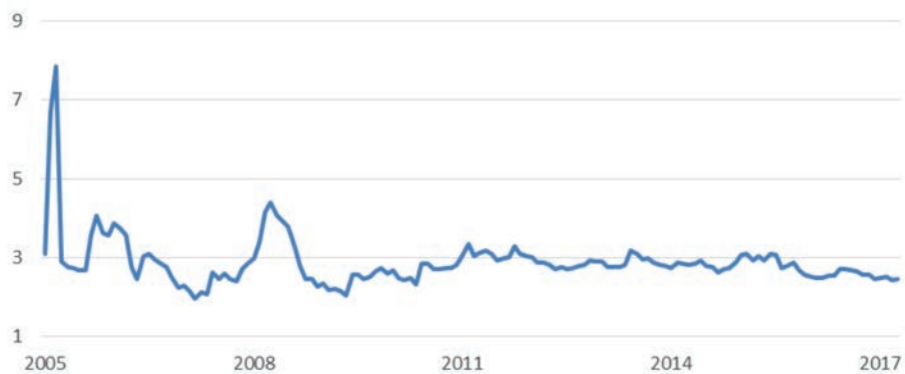
MSCI EM PE 2018



MSCI EM PB 2018



MSCI EM Dividenda donosnost 2018



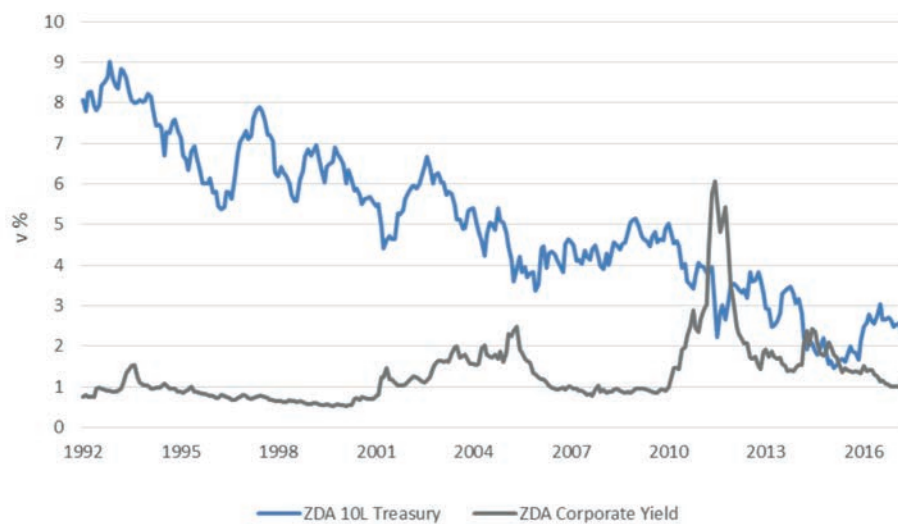
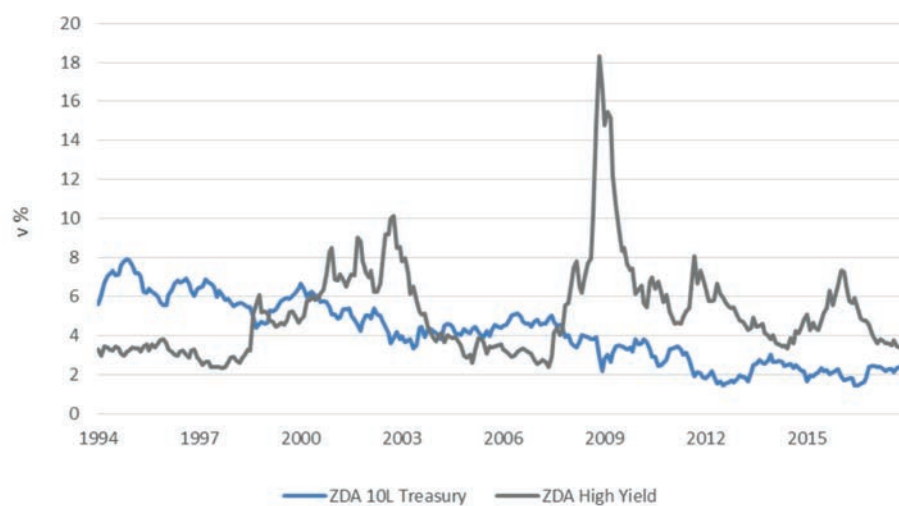
Vir: Bloomberg 2017.



---

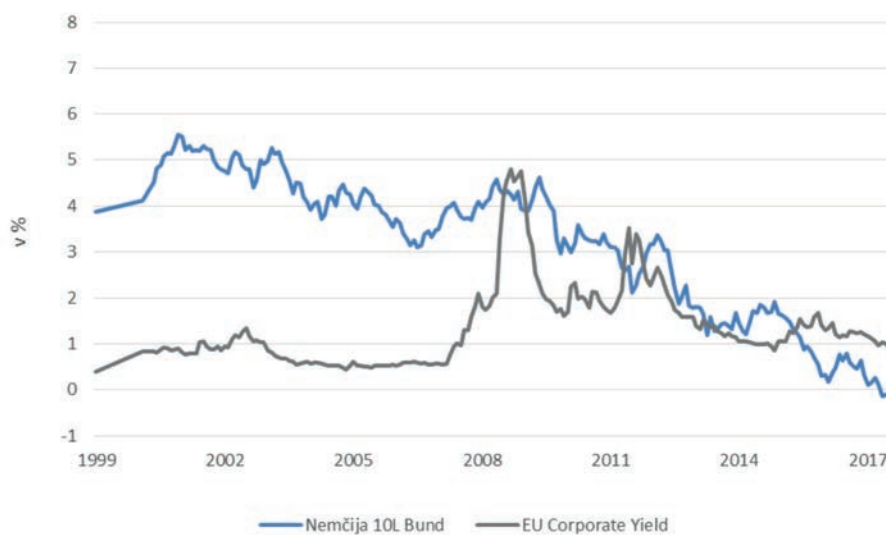
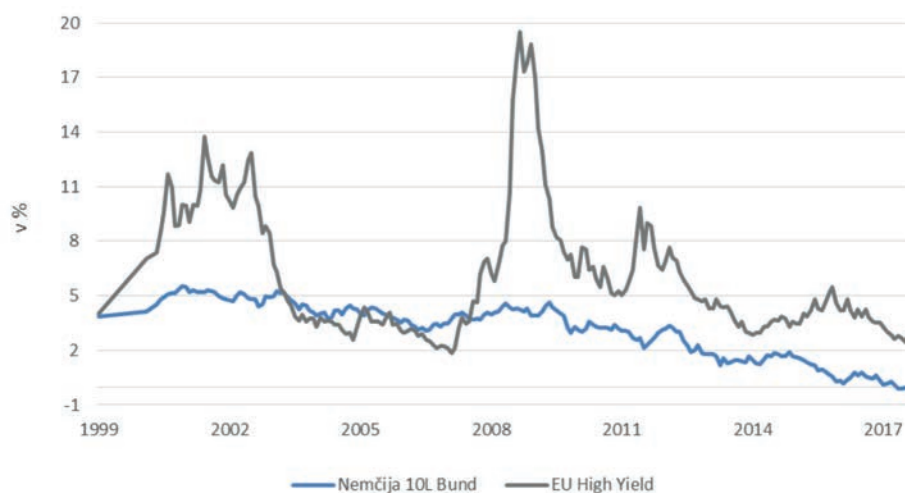
## Obveznice

### ZDA



Vir: Bloomberg 2017.

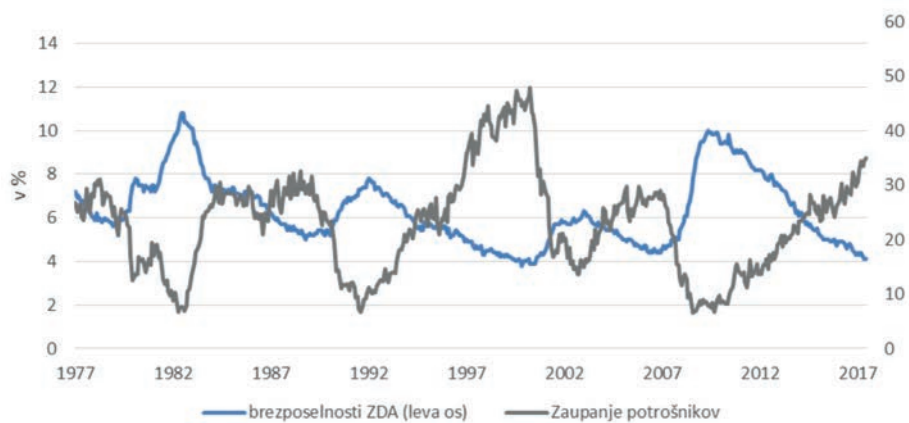
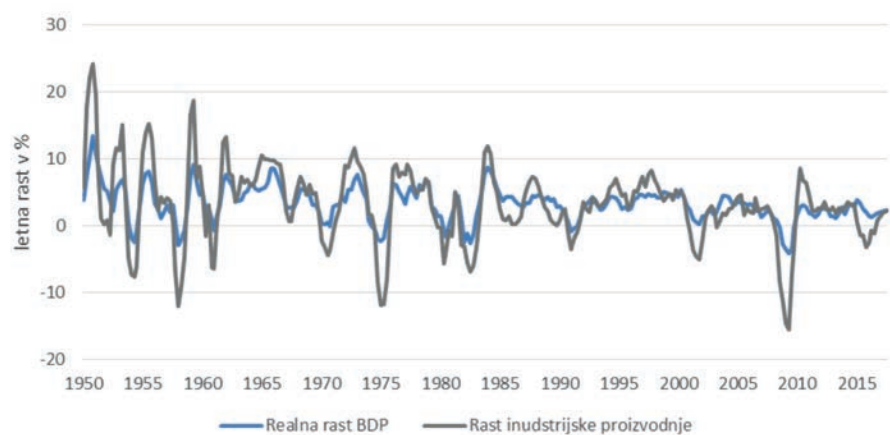
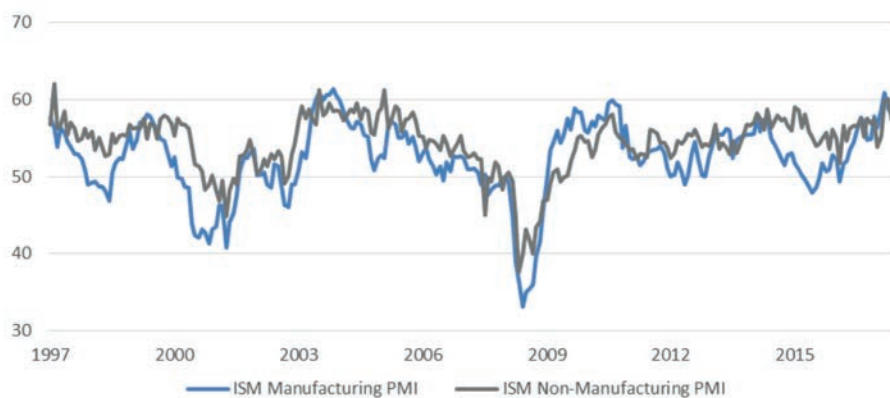
## Evropa



Vir: Bloomberg 2017.

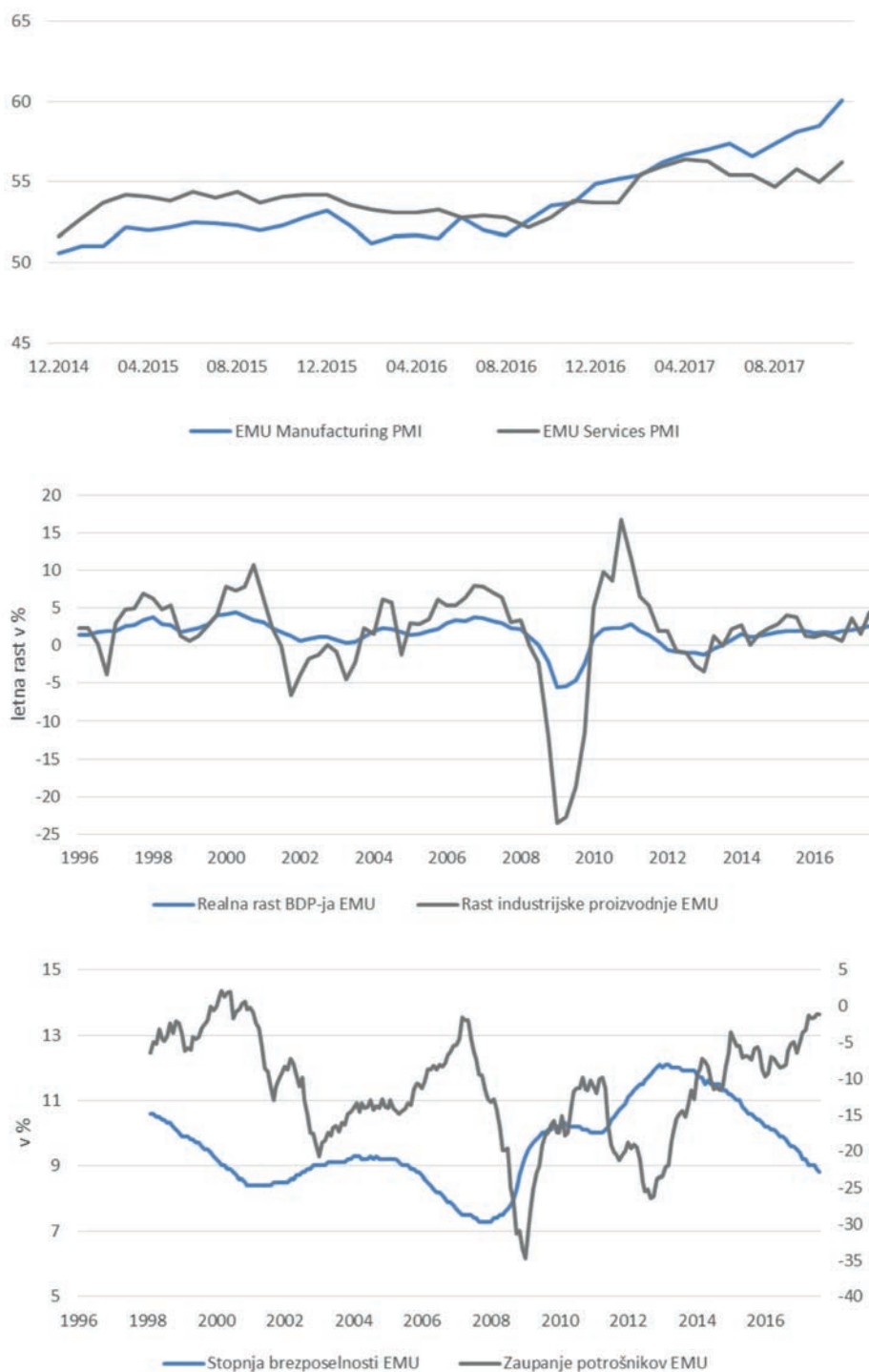
## Ekonomija

### ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2017.

## Evropa makroposnetek



Vir: Bloomberg 2017.

---

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](http://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](http://www.infond.si) [info@infond.si](mailto:info@infond.si)