

## POGLED 2019

Gospodarska razhajanja pripeljala  
do skromnejših pričakovanj



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,  
02/229 1647, uros.selic@infond.si

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

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

## VSEBINA

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

---

# Povzetek

Za leto 2018 lahko rečemo, da je bilo v gospodarskem smislu leto presenečenja. Ob koncu leta 2017 in na začetku leta 2018 so bili makroekonomski kazalniki izjemno pozitivni (npr. PMI so bili v Evropi rekordno visoki). Na globalni ravni je bila gospodarska rast sinhrona – imeli smo najmanjši standardni odklon gospodarske rasti. V prvi polovici leta pa so se začeli zgrinjati prvi črni oblaki. Najprej nad Evropo z nastopom nove italijanske vlade, ki je prinesla zasuk v desno in napovedovala spor z Brusljem. Posledično je strošek zadolževanja Italije začel naraščati in spet se je izoblikovalo razhajanje v donosnosti italijanskih in nemških državnih obveznic, ki se je povzpelo na 3,2 % in trenutno znaša okrog 2,86 %.

Dotok negativnih novic in zapletov se ni ustavil. Predsednik ZDA Donald Trump je namreč začel izpolnjevati predvolilno obljubo o zaostritvi trgovinske politike. Sprva se je lotil zaveznic, kot so Kanada, Mehika in EU, za konec pa si je pustil Kitajsko. Najprej je spor zgledal kot napenjanje mišic in populistična retorika, s katero si predsednik pridobiva pozitiven odziv v lastni volilni bazi pred jesenskimi kongresnimi volitvami, a se je kaj hitro spreobrnil v pravo trgovinsko vojno. ZDA se je sicer uspelo dogovoriti z najmočnejšima trgovinskima partnericama, Kanado in Mehiko, o novem trgovinskem sporazumu, z Evropo se o novem sporazumu še dogovarjajo. S Kitajsko pa poteka trd boj z dodatnim zaostrovanjem, ki je pripeljalo do napovedi dviga carin na 25 % na celoten uvoz kitajskih izdelkov v ZDA. Na zasedanju G20 konec novembra je državam uspelo umiriti strasti in se dogovoriti za trimesečno zamrznitev zaostrovanja razmer. Ta odločitev daje upanje na dolgoročno rešitev, vendar se je treba zavedati, da je pot do končne rešitve dolga in izrazito negotova. Zato je Mednarodni denarni sklad v zadnjem objavljenem poročilu oktobra 2018 v ospredje postavil nižjo globalno gospodarsko rast za leto

2019, in sicer je napoved znižal za 0,2 odstotne točke na 3,7 %.

Glede na hiter prehod iz sinhronega v divergenčno gospodarsko okolje bo leto 2019 zaznamovala velika negotovost tako na gospodarskem področju kot na finančnih trgih. Izstopala bo razmeroma visoka gospodarska rast ZDA, medtem ko bo preostali svet izgubljal gospodarsko moč. Razlogi so predvsem v trgovinski vojni v razmerju med ZDA in Kitajsko, ki lahko pahne v recesijo celoten svet. Če pa se trgovinska vojna pozitivno razplete, se lahko situacija popolnoma spremeni. Razpoloženje na finančnih trgih se lahko hitro popravi in doživimo lahko močnejši popravek navzgor. Z vidika vrednotenja delniških trgov sta sicer najbolj zanimivi regiji Evropa in Japonska, medtem ko so ZDA, relativno gledano, vrednotene najvišje.

- **ZDA** – Napovedi gospodarske rasti za leto 2018 se gibajo okrog 3 %, medtem ko so se napovedi za prihodnji dve leti znižale. Največje tveganje za rast v prihodnje pomenita zaostrovanje trgovinske vojne in prehitro dvigovanje obrestnih mer. V letu 2018 smo bili priča močnemu dvigu dobička ameriških podjetij kot posledice davčne reforme predsednika Trumpa. V prihodnje lahko pričakujemo normalizacijo dobičkov proti dolgoročnemu povprečju. Primerjava donosnosti delnic in obveznic na globalni ravni razkriva, da so delnice v večini držav še vedno atraktivnejša izbira kot obveznice. Izjema je ameriški trg, kjer je ta izbira težja, saj je donosnost državnih obveznic višja od dividendne donosnosti ameriških delnic.

- **EVROPA** – Glede na velika pričakovanja ob koncu leta 2017 smo doživeli popoln preobrat v razpoloženju, ki ga ni pričakoval praktično nihče. Kaj je povzročilo takšen obrat? Gre za kombinacijo ekonomskih in političnih

---

dejavnikov, ki so počasi najedali optimizem. Kot glavni razlog lahko izpostavimo kar močno ohladitev evropskega gospodarstva. Danes je očitno, da je bilo upanje, ki smo ga gojili, da je bilo leto 2017 prelomnica za evropsko gospodarstvo, lažno. Šlo je le za ugodno kombinacijo notranjih in zunanjih dejavnikov s to srečo, da ni bilo novih političnih zdrah. V letu 2018 so se na sceno vrnili politični pretresi (brexit, Italija, Francija), poleg tega se je mednarodna trgovina upočasnila, kar odprtemu evropskemu gospodarstvu ne ustreza. Vse to je povzročilo, da se je gospodarska rast upočasnila in se vrnila bliže k svoji potencialni. V leto 2019 tako stopamo z zmanjšanimi pričakovanji. Delnice so doživele močno prevrednotenje navzdol in kotirajo pri 12-kratniku dobička. Po našem mnenju so evropske delnice imele pretiran popravek navzdol, saj danes vrednotenja kažejo precej bolj negativno sliko, kot pa je v realnosti.

• **JAPONSKA** – Dogajanje v japonskem gospodarstvu je bilo v letu 2018 turbulentno. Predvsem zaradi posledic potresa je bila v tretjem četrtletju rast celo negativna. Prihodnja gospodarska aktivnost bo močno pod vplivom mednarodnega gospodarskega okolja. Zaostritev trgovinske vojne bi na japonsko gospodarstvo vplivala negativno. V letu 2019 je predsednik Abe napovedal dvig davka na prodajo z 8 % na 10 %. Barclays ocenjuje, da bo tokratni dvig povzročil manj škode, saj bo negativni vpliv dviga davka šibkejši in kratkotrajnejši kot pri prejšnji spremembi. Razloge za to vidi predvsem v ukrepih za zmanjšanje negativnih učinkov, kot so: več javnih del, razne spodbude za potrošnike v obliki popustov pri nakupih blaga in storitev, znižanje davkov pri nakupu avtomobilov ter daljše obdobje uveljavljanja olajšav za nepremičninski kredit. Dolgoročna vrednotenja kažejo, da je japonski delniški trg ugodno vrednoten.

• **EM – DRŽAVE V RAZVOJU** – V zadnjih desetih letih nismo dočakali večjega preboja na delniških trgih držav v razvoju. Moment rasti se je ponovno prekinil v letu 2018 in sovпада s prej omenjeno krepitevijo ameriškega dolarja, dvigom obrestnih mer ameriške centralne banke in vzponom protekcionizma. Se je pa v zadnjem desetletju spremenila sestava osrednjega indeksa trgov v razvoju MSCI Emerging Markets Index. Medtem ko smo pred desetletjem v prvih vrstah imeli delnice družb, povezanih z naravnimi viri, je danes v ospredju »modernejši« tehnološki sektor, kjer se dosejajo najvišje rasti prihodkov. Delniški trgi držav v razvoju so okrog svojih povprečnih vrednosti dolgoročnega ciklično prilagojenega kazalnika PE. Kazalnik ni primeren za kratkoročno tempiranje trga, je pa dober indikator dolgoročnih povprečij relativnih vrednotenj posameznih trgov.

• **DELNIŠKI TRGI PO SEKTORJIH** – V letu 2018 je bil najbolj donosen sektor zdravstvo (+11,5 %), sledita sektor javnih storitev (+7,9 %) in informacijska tehnologija (+2,7 %). Na drugi strani se je najslabše odrezal sektor surovin (–12,5 %) in finančnih storitev (–10,2 %). V globalnem pogledu z vidika vrednotenj najbolj izstopa sektor finančnih storitev.

• **OBVEZNICE** – V letu 2019 lahko pričakujemo trend povečavanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, zaradi zaostrovanja monetarne politike pa tudi zviševanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu državnih in podjetniških obveznic višje kakovosti in krajše ročnosti ter državnih obveznicah, vezanih na gibanje inflacije. V Evropi je smotrno naložbene priložnosti iskati med izdajatelji znotraj in zunaj naložbenega razreda višje kakovosti ter krajše ročnosti. Prav tako bi poudarili finančni sektor ter navadni prednostni in podrejeni dolg bank. Pri državah

v razvoju je treba biti selektiven, saj naraščajo specifična državna tveganja. Prednost dajemo

podjetniškim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

Tabela 1: Hiter POGLED 2019 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 tako dobro, kot je lahko (as good as it gets), v prihodnje več negotovosti

V tretjem četrtnetju 2018 se je gospodarska rast upočasnila na 3,5 % na letni ravni, medtem ko je bila v drugem četrtnetju še 4,2 %. Napovedi gospodarske rasti za leto 2018 se gibajo okrog 3 %, medtem ko so se napovedi za leti 2019 in 2020 znižale, in sicer na 2,6 % ter 1,8 %. Ključni kazalniki potrošnje so v zelenem območju, kar signalizira dodatno zaupanje potrošnikov in pripravljenost za trošenje. Največje tveganje za rast v prihodnje pomenita zaostrovanje trgovinske vojne in prehitro dvigovanje obrestnih mer. Na drugi strani je večina multiplikatorjev vrednotenja ameriških podjetij nad zgodovinskim povprečjem. Izjema

je pričakovani dobiček (E PE), ki je rahlo pod povprečjem. Davčna reforma predsednika Trumpa je močno izboljšala dobičkonosnost ameriških podjetij, ki se zrcali predvsem v multiplikatorju dobička. V prihodnje lahko pričakujemo normalizacijo dobičkov proti dolgoročnemu povprečju in okrog enoštevilčno rast. Primerjava donosnosti delnic in obveznic na globalni ravni razkriva, da so delnice v večini držav še vedno atraktivnejša izbira kot obveznice. Izjema je ameriški trg, kjer je ta izbira težja, saj je donosnost državnih obveznic višja od dividendne donosnosti ameriških delnic.

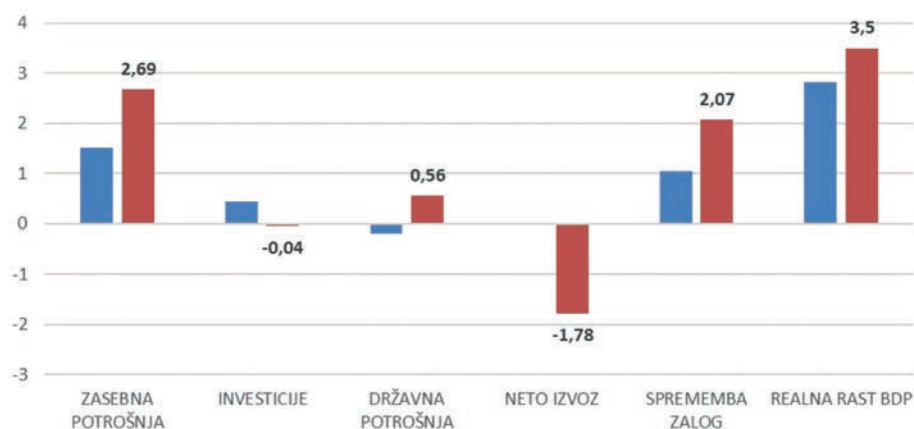
## Robustna gospodarska rast na krilih fiskalnih spodbud

Največ je h gospodarski rasti prispevala potrošnja.

V tretjem četrtnetju 2018 se je gospodarska rast upočasnila na 3,5 % na letni ravni, medtem ko je bila v drugem četrtnetju še 4,2 %. Največji prispevek h gospodarski rasti je dala potrošnja, ki je na letni ravni v tretjem četrtnetju zrasla za 2,7 %, medtem ko je bil neto izvoz negativen v

višini 1,78 %. Gibanje investicij je bilo veliko presenečenje, saj so v drugem četrtnetju še prispevale 1,1 % h gospodarski rasti, medtem ko so bile v tretjem četrtnetju že malenkost negativne.

Slika 1: Prispevek posameznih komponent BDP h gospodarski rasti

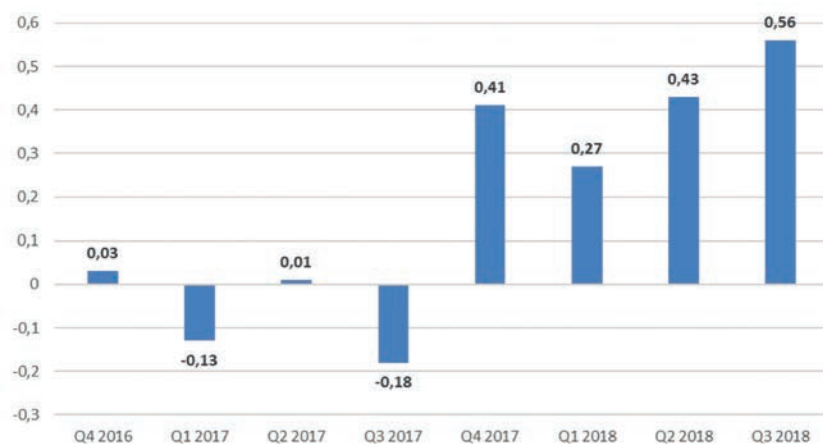


Podatki so v odstotnih točkah BDP ZDA – anualizirano.  
Vir: Fed St. Louis 2018.

Analiza posameznih komponent gospodarske rasti ZDA razkriva, da se je v zadnjem letu pomembno povečal prispevek državne potrošnje h gospodarski rasti. V prvem četrtnetu 2017 je državna potrošnja negativno prispevala h gospodarski rasti ZDA na letni

ravni, medtem ko je zadnja štiri četrtnetja opazen večji prispevek države pri spodbujanju gospodarske rasti. V tretjem četrtnetu so fiskalne spodbude znašale več kot pol odstotka BDP na letni ravni.

Slika 2: Gibanje državne potrošnje ZDA



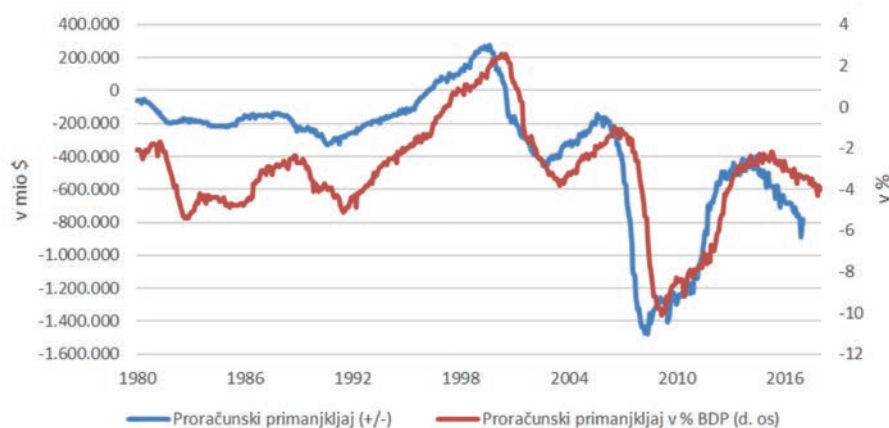
Podatki so v odstotnih točkah BDP ZDA – anualizirano.  
Vir: Fed St. Louis 2018.

V prihodnjih letih ZDA načrtujejo največji proračunski primanjkljaj.

Predsednik ZDA Donald Trump je konec leta 2017 izpeljal davčno reformo, s katero je uzakonil predvolilno obljubo in znižal davke. Zraven tega so ZDA v začetku leta 2018 sprejele t. i. »Bipartisan Budget Act of 2018«, ki je povečal državno potrošnjo za dodatnih 320 milijard dolarjev do leta 2020. Posledično ZDA v prihodnjih letih načrtujejo največji

proračunski primanjkljaj v zadnjih petih letih. Ta naj bi se v letu 2018 gibal okrog 4 % BDP. Do septembra 2018 je proračunski primanjkljaj ZDA znašal slabih 800 milijard dolarjev. Ta raven sicer ni enaka tisti iz časa svetovne finančne krize, vendar je glede na robustno gospodarsko situacijo v ZDA zelo močan ekspanzivni ukrep fiskalne politike.

Slika 3: Proračunski primanjkljaj ZDA



Podatki so v milijonih dolarjev.  
Na letni ravni do 1. 9. 2018.  
Vir: Fed St. Louis 2018.

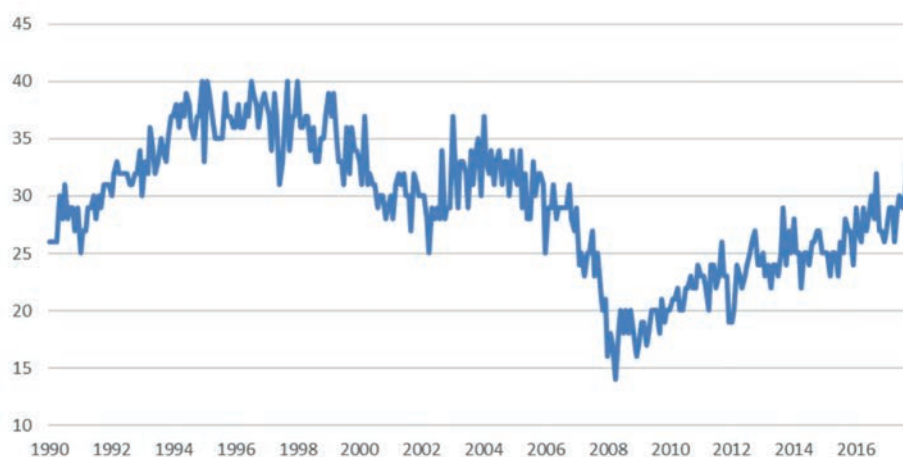
## Potrošnja glavni steber, a s tveganjem trdega pristanka («hard landing«)

Največje tveganje za ZDA v prihodnjih nekaj letih izhaja iz pregrevanja gospodarstva, saj je proračunski primanjkljaj v trenutnem konceptu nevzdržen. Zakonsko so fiskalne spodbude naravnane tako, da trajajo do leta 2020 in v naslednjih letih počasi izzvenijo. Če izpada državne potrošnje ne bodo nadomestile investicije v osnovna sredstva, gospodarstvu po letu 2020 grozi trd pristanek («hard landing«). Prispevek državne potrošnje h gospodarski rasti bo bistveno manjši in se bo

približal ravnem iz leta 2016 oz. v začetku leta 2017. Pričakovanja podjetnikov glede prihodnjega kapitalskega vlaganja so bila razmeroma ugodna tudi v letu 2018, a se hkrati to ni opazneje poznalo v prispevku investicij h gospodarski rasti. Posledično je majhna verjetnost, da bo v gospodarstvu toliko optimizma, da bi to pripomoglo k bistveno močnejšemu investicijskemu ciklu. Trenutna vrednost se giba okrog dolgoročnega povprečja, ki znaša 30 točk.

Veliko tveganje je pregrevanje gospodarstva.

Slika 4: Indeks NFIB



NFIB Small Business Capital Expenditure Plans – indeks prikazuje pričakovanja ameriških podjetij glede gibanja investicij v osnovna sredstva. Vir: Bloomberg 2018.

Napovedi gospodarske rasti za leto 2018 se gibajo okrog 3 %, medtem ko so se napovedi za leti 2019 in 2020 znižale, in sicer na 2,6 % ter 1,8 %. Glavni steber gospodarske rasti bo

zasebna potrošnja, ki pomeni več kot 70 % celotnega ameriškega gospodarstva in je v relativno dobri kondiciji.

Proračunski primanjkljaj je nevzdržen.

Tabela 2: Napovedi za ZDA

	Sprememba glede na predhodno leto, v %		
	2018	Napovedi 2019	2020
<b>BDP – realni</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Inflacija</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
<b>Obrestne mere – CB</b>	<b>1,92</b>	<b>2,85</b>	<b>3</b>

Vir: CITI – Economic Outlook 2018.

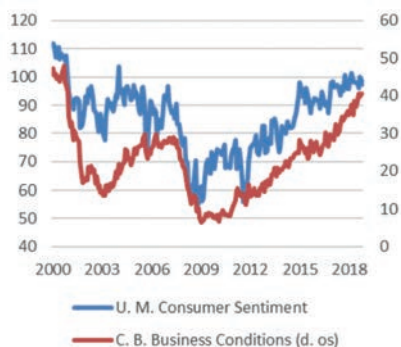


Ključni kazalniki potrošnje so v zelenem območju, kar signalizira dodatno zaupanje potrošnikov in pripravljenost za trošenje. V naslednjih mesecih lahko pričakujemo dodatno spodbudo zaradi upada cen nafte, kar je povečalo kupno moč gospodinjstev za okrog 40 milijard dolarjev na letni ravni. Kljub temu

lahko pričakujemo, da se bo pozitivno razpoloženje potrošnikov zaradi trgovinske vojne in zmanjševanja učinka fiskalnih spodbud ter rastočih obrestnih mer v prihodnjih letih umirilo. Potrošnja bo še vedno najpomembnejši steber gospodarske rasti, a z nižjo rastjo.

Napoved za prihodnja leta je nižja.

Slika 5: Zaupanje potrošnikov in poslovna klima



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 6: Cena bencina v ZDA



Ameriška galona je 3,785 litra.  
Vir: Bloomberg 2018.

## Trgovinska vojna v polnem razmahu

Na začetku leta 2018 je bilo veliko ugibanja, da morda ne bo prišlo do prave trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko. V sredini leta 2018 smo imeli občutek, da se bodo ZDA spustile v trgovinsko vojno z vsem svetom, tako z EU kot drugimi pomembnimi trgovinskimi partnericami. Sledili sta streznitev in umiritev razmer v odnosu z EU ter najpomembnejšima trgovinskima partnericama v Severni Ameriki, Kanado in Mehiko.

ZDA in EU so trenutno v pogajanjih o novem trgovinskem sporazumu. ZDA so se za zdaj odpovedale morebitni obdavčitvi evropske avtomobilske industrije. Vprašanje pa je, kako se bodo pogajanja nadaljevala in ali se bo razpoloženje predsednika Trumpa spremenilo.

Na drugi strani so ZDA, Kanada in Mehika dosegle nov sporazum NAFTA, ki ZDA zagotavlja boljše pogoje. Ameriška podjetja bodo lažje vstopila na kanadski trg mlečnih proizvodov in perutnine. Pri avtomobilski industriji so se povečale zahteve za carine prosto prodajo avtomobilov v regiji. Sporazum

zahteva, da je vsaj 75 % sestavnih delov avtomobila narejenih v državah Severne Amerike.

Najtrši oreh in najgloblji razkol v trgovini se kaže v razmerju med ZDA in Kitajsko, kjer imajo ZDA tudi največji trgovinski primanjkljaj. Ta je v letu 2017 znašal 375 milijard dolarjev, do konca septembra 2018 pa je že dosegel 300 milijard dolarjev. Ob nadaljevanju tega tempa bo trgovinski primanjkljaj prvič v zgodovini presegel 400 milijard dolarjev na leto.

Poteze ZDA kažejo, da so pripravljene zaostri trgovinski spor s Kitajsko. Z drugimi državami so ZDA sklenile sporazum oz. so v procesu dogovarjanja, Kitajski pa so zagrozile z uvedbo dodatnih carin v višini 25 % na celoten uvoz kitajskih izdelkov v ZDA, vreden okoli 500 milijard dolarjev. Trenutno je v veljavi ukrep v višini 10-odstotnih carin (kar se lahko povzpne do 25 %) na 200 milijard dolarjev blaga, uvoženega iz Kitajske. Totalna eskalacija trgovinske vojne, ki bi pripeljala do »obdavčitve« celotnega uvoza, bi po napovedih Barclaysa

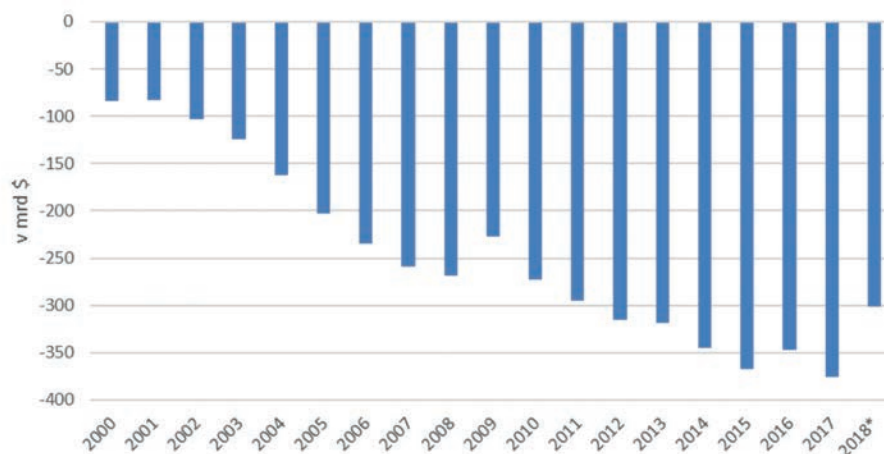
Glede mednarodne trgovine so se ZDA z večino partneric dogovorile.

Trd oreh je Kitajska.

(Global Outlook 2018) zmanjšala BDP obeh držav za med 0,2 % in 0,4 %. Ukrep bi manj prizadel ZDA, ker so gospodarsko gledano bolj zaprta ekonomija, saj več kot 70 % BDP pomeni domača potrošnja. Kitajska je drugačna zgodba. Gospodarska rast temelji bolj na mednarodni menjavi in bi zato ukrep imel večji negativen učinek na gospodarsko aktivnost.

ZDA zastrujejo pogoje mednarodne menjavo s Kitajsko predvsem zato, ker z njo ustvarjajo največji nominalni trgovinski primanjkljaj, ki povrh iz leta v leto narašča. Kot omenjeno, do konca septembra je znašal 300 milijard dolarjev in čisto možno je, da bo ob koncu leta 2018 prebil zgodovinsko mejo 400 milijard dolarjev.

Slika 7: Trgovinski bilanca ZDA – Kitajska



2018\* podatki do septembra.  
Vir: U. S. Department of Commerce 2018.

Na zasedanju G20 je bilo doseženo začasno »premirje«.

Največje tveganje za globalno gospodarstvo izhaja iz eskalacije trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko. Mednarodni denarni sklad (Economic Outlook October 2018) je zato znižal napoved za globalno gospodarsko rast na 3,7 %, kar je 0,2 odstotne točke nižje, kot je znašala napoved iz aprila 2018.

Na zasedanju G20 v Argentini, ki je bilo v začetku decembra 2018, sta se voditelja ZDA in Kitajske, Trump in Ši, dogovorila o t. i. premirju oz.

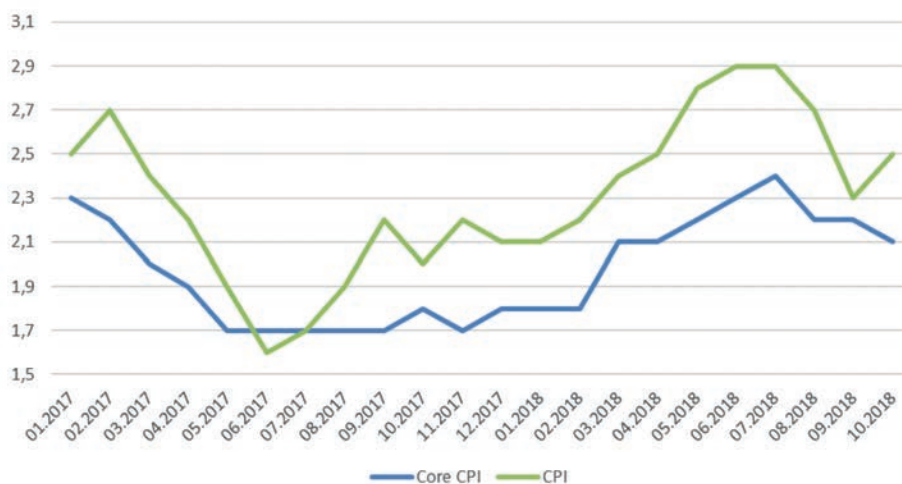
prenehanju stopnjevanja medsebojne trgovinske vojne. ZDA so napovedale, da bodo za tri mesece prestavile uveljavitev 25-odstotnih carin na celotno blago, uvoženo iz Kitajske. Hkrati bo Kitajska povečala uvoz kmetijskih izdelkov in industrijskega blaga iz ZDA. Namen je, da strani poskušata poiskati ustrezno dolgoročno rešitev. Ta odločitev vliva nekaj upanja, vendar se je treba zavedati, da je pot do končne rešitve dolga in izrazito negotova.

## Fed osamljen v boju proti višjim cenam

Med razvitimi državami so ZDA skorajda osamljene v boju proti inflaciji, saj izkazujejo robustno gospodarstvo, ki je sposobno prenesti višje ravni obrestnih mer, ne da bi to ogrozilo gospodarsko aktivnost. Dejavniki, kot so trgovinska vojna in t. i. deglobalizacija ter rast cen energentov, dodatno povzročajo pritisk na dvigovanje cen. Cena bencina na ameriških bencinskih črpalkah je v letu 2018 dosegla vrh v maju in se oktobra ponovno dotaknila ravni okrog 3,2 dolarja na galono.<sup>3</sup> Vrh cikla je pomenil rast cen bencina za okrog 14 % od začetka leta 2018. Zadnji upadi cene nafte so sicer ceno bencina korigirali navzdol na okrog tri dolarje za galono, kar še vedno pomeni rast za okrog 7 % od začetka leta.

Inflacija v ZDA znaša 2,5 % na letni ravni in je upadla z ravni okrog 2,9 % iz poletnih mesecev

Slika 8: Inflacija



CPI – Consumer Price Index; Core CPI – Consumer Price Index brez hrane in energentov.  
Vir: Bloomberg 2018.

Trgi na drugi strani pričakujejo v letu 2019 dva dviga obrestnih mer in zato vidijo ključno obrestno mero konec leta 2019 pri 3 %. Glede na podatke Bloombergove podatkovne baze (konec novembra 2018) je verjetnost obrestnih mer nad 3 % v letu 2019 ocenjena maksimalno na okrog 10 %. Fed poskuša uravnotežiti tveganje, in sicer z dvigovanjem obrestne mere cilja inflacijo, a hkrati mora paziti, da je ne poviša premočno, da bi s tem ogrozil gospodarsko aktivnost.

let 2018. Razlog je predvsem upadanje cen nafte in drugih energentov. Osnovna inflacija se giblje okrog 2,1 %, kjer se pričakuje, da se bo v prihodnje tudi ohranila. V tem negotovem okolju trgovinska vojna in relativno močna gospodarska rast prek rasti plač pritiskata na dvigovanje inflacije, hkrati pa rast dolarja znižuje uvozne cene blaga in storitev ter s tem pritiska na zniževanje inflacije.

Ameriška centralna banka Fed še vedno sporoča, da vidi močno gospodarstvo in pričakuje od tri do štiri dvige obrestnih mer v letu 2019. V letu 2018 je Fed dvignil obrestne mere trikrat in pričakuje se, da bo decembra sledil ponoven dvig obrestne mere za 25 bazičnih točk, na 2,5 %.

Brezposelnost je rekordno nizka, hkrati se dviguje inflacija.

Zadnja sporočila ameriške centralne banke dajejo slutiti, da si Fed pušča možnost za več fleksibilnosti. Iz več govorov najvišjih predstavnikov centralne banke in zapisnika izhaja, da Fed signalizira, da je linearno dvigovanje obrestnih mer, kot smo ga videli v letih 2017 in 2018, vse manj verjetno. Ekonomski podatki bodo na odločitve Feda veliko bolj vplivali kot doslej, saj so se obrestne mere približale t. i. nevtralni obrestni meri. To je obrestna mera, ki ne stimulira oz. zavira gospodarstva in hkrati ne spodbuja oz. zavira

Scenarij za dvigovanje obrestnih mer je primeren.

<sup>3</sup> Ameriška galona je 3,785 litra.

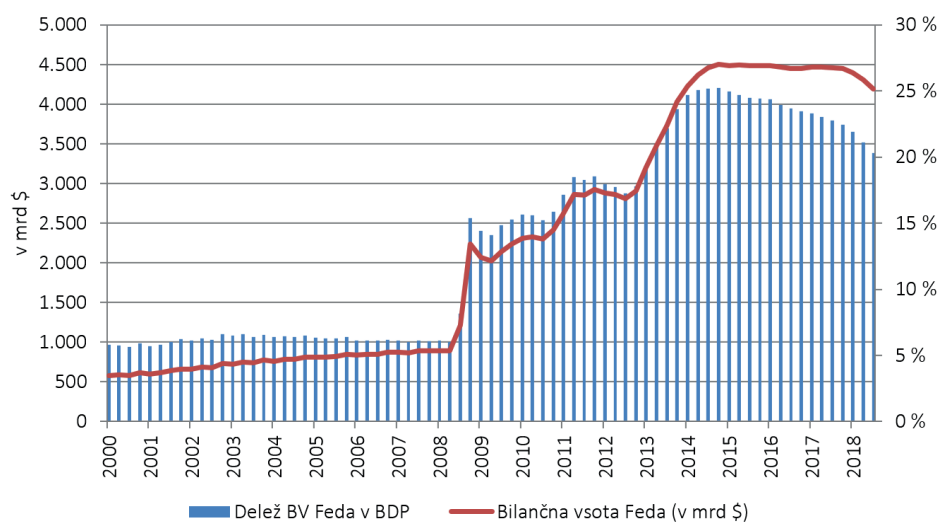
inflacijskih pritiskov. Problem pri tej obrestni meri je, da Fed nima orodja, s katerim jo natančno izmeriti. Lahko bi povzeli, da se pogled Feda za zdaj ne spreminja, vendar obstaja vse več tveganj, ki lahko zahtevajo spremembo politike centralne banke.

Restriktivna monetarna politika Feda se zrcali tudi v gibanju bilančne vsote. Denarna masa v obtoku se zmanjšuje ne samo relativno, kot

delež v BDP, temveč tudi absolutno, saj se približuje 4.000 milijardam dolarjev. Na vrhu t. i. »easy money« cikla je bilančna vsota znašala 4.500 milijard dolarjev. Če ne bo večjih gospodarskih šokov, lahko v prihodnjih letih pričakujemo nadaljevanje trenda. Verjetnost, da bi dosegli ravni bilančne vsote izpred svetovne finančne krize, je zelo majhna.

Slika 9: Bilančna vsota Feda

Trg meni, da bo v letu 2019 manj dvigov obrestnih mer, kot jih za zdaj napoveduje Fed.

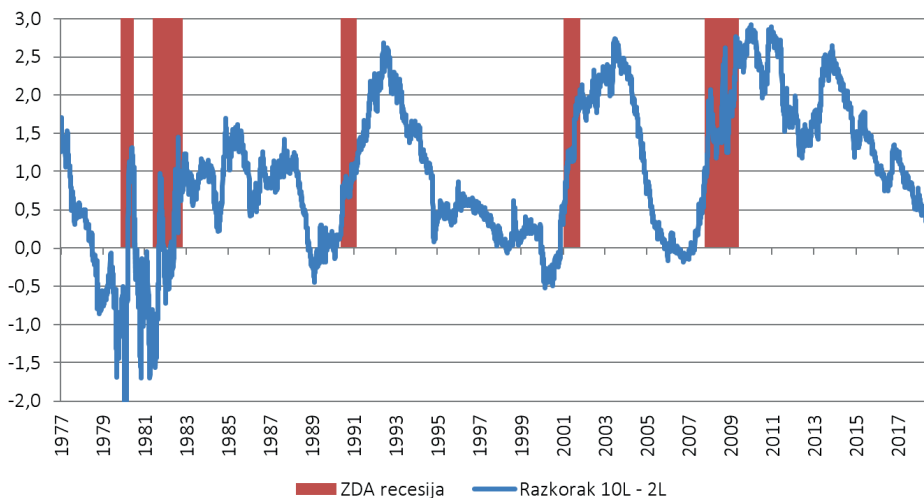


Vir: Bloomberg 2018.

Zaostrene globalne razmere, predvsem zunaj ZDA, kažejo negotovost, pojavlja se vse več vprašanj o recesiji. ZDA so za zdaj v fazi robustne gospodarske rasti, ki je podvržena tveganju zaostrene trgovinske vojne na eni strani in zategovanju monetarne politike Feda na drugi strani. Recesijski kazalnik trenutno ne napoveduje recesije v bližnji prihodnosti.

Razkorak med donosnostjo 10- in dvehletnih ameriških državnih obveznic se vztrajno približuje negativnemu območju, ki signalizira recesijo. Zgodovina namreč kaže, da je trajalo 370 trgovalnih dni oz. leto in deset mesecev do recesije, potem ko so kratkoročne obveznice izkazovale višjo donosnost kot dolgoročne.

Slika 10: Recesijski kazalnik



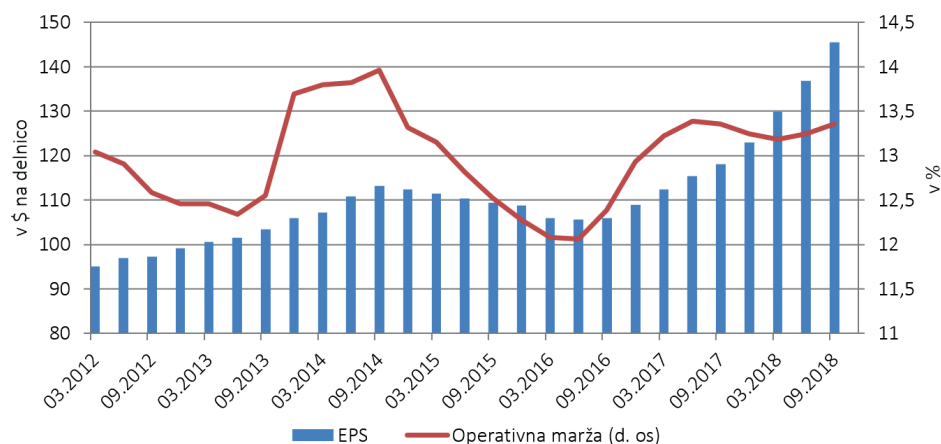
Vir: lastni izračuni in Bloomberg 2018.

## Vrednotenja delniškega trga

Visoka rast dobičkov ameriških podjetij v letu 2018 je temeljila na davčni reformi, ki je bila sprejeta decembra 2017. Davek na dobiček ameriških podjetij se je znižal s 35 % na 21 %. Ta ukrep se v poslovnem letu 2018 zrcali v

rekordno velikih dobičkih podjetij. Dobiček na delnico ameriških podjetij, ki so zajeta v indeksu S&P 500, je dosegel rekordno vrednost pri 146 dolarjev na delnico.

Slika 11: Gibanje dobička na delnico in operativne marže indeksa S&P 500



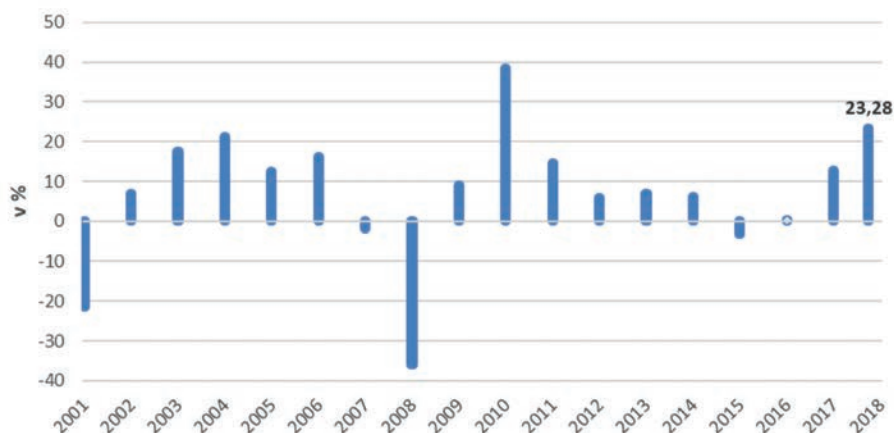
Vir: Bloomberg 2018.

Rekordna rast dobičkov v letu 2018

Rast dobička na delnico je v tretjem četrtletju 2018 glede na enako obdobje 2017 znašala dobrih 23 %, kar je eden izmed največjih skokov dobička na delnico v zgodovini. Močnejšo rast dobička je bilo mogoče opaziti

zgolj leta 2010. To leto je bilo prvo po svetovni finančni krizi in mnogih ukrepih, ki so stabilizirali tako ameriško kot globalno gospodarstvo.

Slika 12: Rast dobička na delnico indeksa S&P 500



Vir: lastni izračuni in Bloomberg 2018.

Vrednotenja so se izboljšala zaradi nadpovprečnih dobičkov.

Drugih bistvenih sprememb ni bilo, sicer se je operativna marža rahlo zvišala in ostaja na zgodovinsko gledano relativno visoki ravni. V prihodnje lahko pričakujemo umiritev razmer in vrnitev v stare tirnice rasti dobička do 10 % na leto. Razloge gre iskati v manjšem vplivu fiskalnih spodbud, predvsem davčne reforme, negativnem učinku dvigovanja obrestnih mer na stroške financiranja in ne nazadnje v umirjanju globalne gospodarske rasti.

Večina multiplikatorjev vrednotenja ameriških podjetij je sicer nad zgodovinskim povprečjem. Izjema je pričakovani dobiček (E PE), ki je rahlo pod povprečjem. Davčna reforma predsednika Trumpa je močno izboljšala dobičkonosnost ameriških podjetij, ki se zrcali predvsem v multiplikatorju dobička. V prihodnje lahko pričakujemo normalizacijo dobičkov proti dolgoročnemu povprečju in okrog enoštevilčno rast.

Tabela 3: Vrednotenje ameriškega delniškega trga

	Trenutna vrednotenja*	Dolgoročna mediana**	25-letno povprečje***
<b>Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB</b>	<b>3,19</b>	<b>2,76</b>	<b>2,9</b>
<b>Multiplikator dobička – PE</b>	<b>18,3</b>	<b>16,93</b>	-
<b>Multiplikator prihodkov – PS</b>	<b>2,03</b>	<b>1,48</b>	-
<b>Multiplikator denarnega toka – PCF</b>	<b>12,07</b>	<b>14,5</b>	<b>10,7</b>
<b>Dividendna donosnost (%)</b>	<b>1,99</b>	<b>2,76</b>	<b>2</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>12,17</b>	<b>10,63</b>	-
<b>Multiplikator pričakovanega dobička – E PE</b>	<b>16,3</b>	<b>16,48</b>	<b>16,1</b>

\* Trenutno vrednotenje narejeno za indeks S&P 500 na dan 27. 11. 2018.

\*\* Dolgoročno vrednotenje: PB, PS, PCF in E PE od 1990 do 27. 11. 2018, PE od 1954 do 27. 11. 2018; dividenda donosnost od 1970 do 27. 11. 2018; EV/EBITDA od 1990 do 27. 11. 2018. Vsi kazalniki so tekoči (trailing).

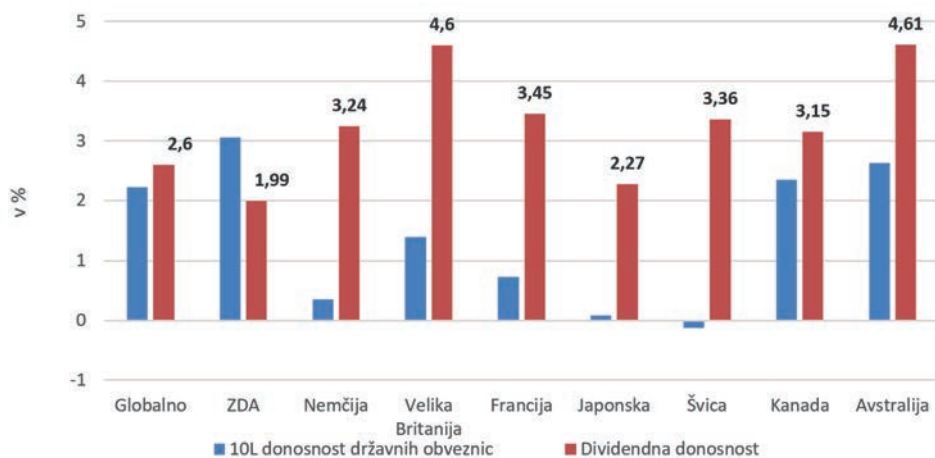
\*\*\* J. P. Morgan – Guide to the markets na dan 31. 10. 2018.

Vir: Bloomberg, J. P. Morgan 2018.

Primerjava donosnosti delnic in obveznic razkriva, da so delnice v večini držav še vedno atraktivnejša izbira kot obveznice. Izjema je ameriški trg, kjer je ta odločitev težja, saj je donosnost državnih obveznic višja od dividendne donosnosti ameriških delnic. V večini evropskih držav in Japonski so razmere

drugačne, saj je dividendna donosnost delnic bistveno višja od donosnosti obveznic. Zato je »trade off« te odločitve nižji in izbira lažja. Globalno gledano so delnice v ospredju, saj je dividenda donosnost višja od donosnosti obveznic.

Slika 13: Primerjava dividendne donosnosti in donosnosti državnih obveznic



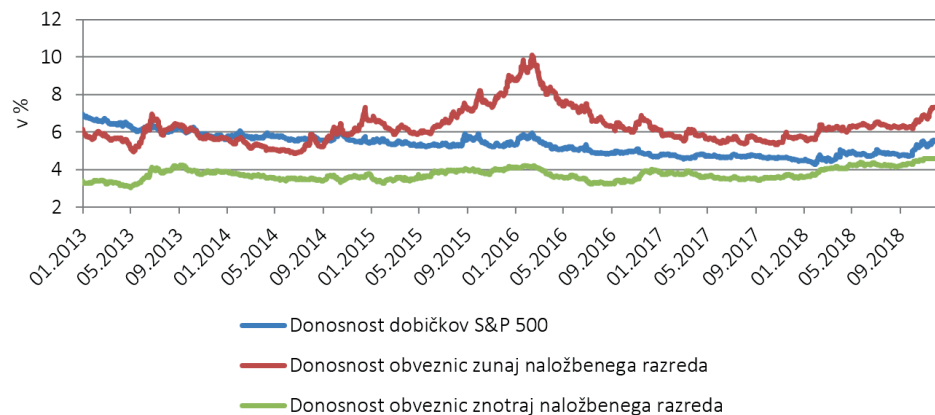
Vir: Bloomberg 2018.

Pogled na ameriški trg razkriva, da je donosnost dobičkov ameriških podjetij v letu 2018 zrastle, predvsem zaradi močne rasti dobička ameriških podjetij in upada delniških tečajev v jeseni 2018. Donosnost ameriških delnic se je tako po dolgem času povzpela bistveno nad 5 %, kjer je bila nazadnje konec leta 2015 in v

začetku leta 2016. Drug naložbeni razred, ki je doživel velik skok donosnosti, so obveznice zunaj naložbenega razreda. Razlog je predvsem v strahu pred zmanjšanjem globalne gospodarske aktivnosti in nekoliko večjo zadolženostjo ameriškega podjetniškega segmenta.

Večina multiplikatorjev je še vedno nad zgodovinskim povprečjem.

Slika 14: Primerjava gibanja donosnosti naložbenih razredov



Vir: lastni izračuni in Bloomberg 2018.

<sup>9</sup> Global intangible low-taxed income.  
<sup>10</sup> Foreign-derived intangible income.



Aleš Šoba  
CFA

Leto 2018 je bilo najslabše po kriznem letu 2008.

## Evropa: Kaj se je zgodilo z Evropo?

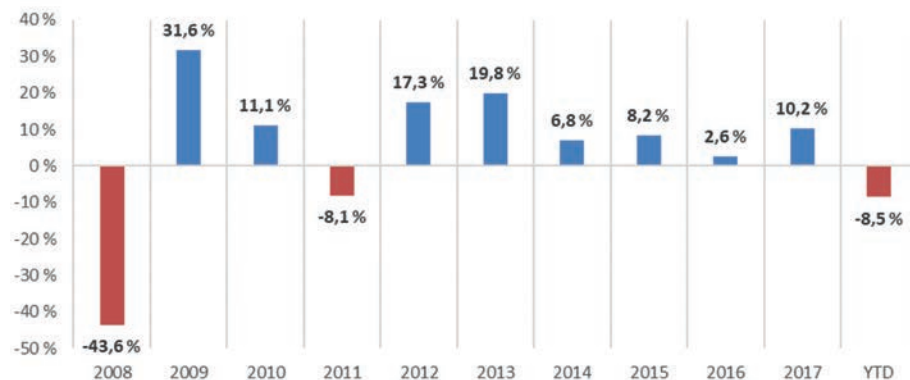
Evropske delnice imajo za seboj leto, polno razočaranj. Do 7. decembra so izgubile 8,5 % (vključujoč dividende). Če se do konca leta ne bo nič spremenilo, bo to najslabše leto po kriznem letu 2008. V zadnjih treh letih so evropske delnice bolj ali manj ostale na enakih ravneh. Glede na velika pričakovanja s konca leta 2017 to pomeni popoln preobrat v razpoloženju, ki ga praktično ni pričakoval nihče.

Kaj je povzročilo takšen obrat? Gre za kombinacijo ekonomskih in tudi političnih dejavnikov, ki so počasi najedali optimizem. Kot glavni razlog lahko v ospredje postavimo kar močno ohladitev evropskega gospodarstva. Danes je očitno, da je bilo upanje, ki smo ga gojili, da je bilo leto 2017 prelomnica za evropsko gospodarstvo, lažno. Šlo je le za ugodno kombinacijo notranjih in zunanjih dejavnikov s to srečo, da ni bilo novih političnih zdrah. V letu 2018 so se na sceno vrnili politični pretresi (brexit, Italija, Francija), poleg tega se je upočasnila mednarodna trgovina, kar odprtemu evropskemu gospodarstvu ne ustreza. Vse to je povzročilo, da se je gospodarska rast upočasnila in se vrnila bliže k svoji potencialni.

V leto 2019 tako stopamo z zmanjšanimi pričakovanji. Delnice so doživele močno prevrednotenje navzdol in kotirajo pri 12-kratniku dobička. V preteklosti so bila vrednotenja takšna le v času, ko je bila gospodarska rast pod 1 %. Tega zdaj ne pričakujemo. Dividendna donosnost znaša 4 %, medtem ko zahtevani donosi obveznic ostajajo rekordno nizki. Resda imamo kar nekaj tveganj, ki jih v preteklosti ni bilo (trgovinska vojna, brexit, Italija), vendar se lahko zgodi, da se najhujši scenariji ne uresničijo. Ni nemogoče, da imamo dogovorjen brexit, da se odnosi med ZDA in Kitajsko izboljšajo, da se tudi drama glede italijanskega proračuna umiri.

Po našem mnenju so evropske delnice doživele pretiran popravek navzdol, saj danes vrednotenja kažejo precej bolj negativno sliko, kot je v realnosti. Prav zaradi tega pričakujemo, da bo leto 2019 boljše za evropske delnice, saj upamo, da se najhujši strahovi ne bodo uresničili.

Slika 15: Gibanje evropskih delnic v obdobju 2008–2018



MSCI Europe  
Vir: Bloomberg 2018.

Vrednotenja izkazujejo skromnejša pričakovanja za leto 2019.



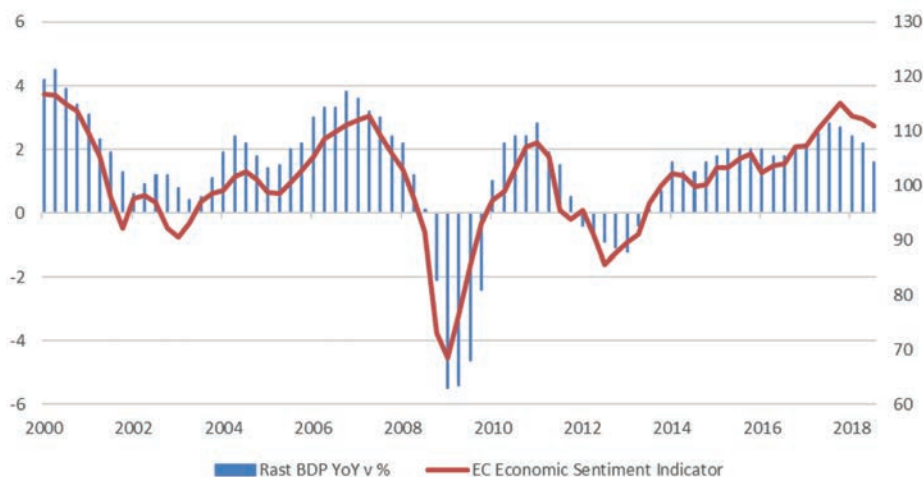
## Makro: 2018 (ne)pričakovana ohladitev

Dokaj močna ohladitev evropskega gospodarstva v prvih treh četrtletjih leta je presenetila marsikoga. Delno lahko to razočaranje pripišemo pretiranim pričakovanjem kot posledici izjemne (vsaj za evropske razmere) gospodarske rasti v letu 2017.

V letu 2017 je na evropsko gospodarstvo vplival preplet ugodnih notranjih in zunanjih dejavnikov, kar je močno dvignilo pričakovanja za naprej. Med notranjimi dejavniki naj omenimo veliko izboljšanje na trgu dela. Stopnja brezposelnosti je upadla za več kot eno odstotno točko, rast plač se je približala 2 %.

Investicije so bile v vzponu po zaslugi ohlapne monetarne politike, ki je omogočila ponovno rast kreditiranja evropskih bank. Tem notranjim dejavnikom so se pridružili še zunanji, predvsem močno zunanje povpraševanje na podlagi stimulacije kitajskega gospodarstva, ki je privedlo do okrepitve globalne proizvodnje in trgovinske menjave, kar je ustrezalo odprtemu gospodarstvu Evrope. Če k temu dodamo še dokaj nizke cene nafte (okoli 50 dolarjev povprečno v letu 2017), vidimo, da so bile zvezde Evropi res naklonjene.

Slika 16: Rast BDP v evroobmočju in gibanje kazalnika gospodarskega razpoloženja v EU (EC Economic Sentiment Indicator)



Vir: Bloomberg 2018.

Leto 2018, kot zdaj vemo, se ni nadaljevalo v tem slogu. Za upočasnitev so krivi predvsem naslednji dejavniki:

- zmanjšanje zunanjega povpraševanja – prispevek neto izvoza v letu 2017 je znašal 1,4 %, medtem ko je letos njegov prispevek negativnih 0,2 %. Mednarodna trgovina je dosegla svoj vrh v začetku leta 2018, nakar se je upočasnila. Evropsko gospodarstvo je zelo vezano na globalno gospodarsko rast, tako da upočasnitev kitajskega gospodarstva (kakor tudi drugih držav v razvoju) nanj vpliva mnogo bolj kot recimo na ZDA. Negativen vpliv trgovinske vojne se še ni močno izrazil in bo prišel z zamikom;
- negativen vpliv okrepitve evra v drugi polovici leta 2017 se je občutil v prvi polovici 2018. Podobno negativen vpliv so imele višje

cene nafte. To dvoje je zmanjšalo pozitiven vpliv še vedno ohlapne monetarne politike;

- evropska politika, ki si rada naredi škodo. V Italiji je prišlo do dviga obrestnih mer na njihov dolg kot posledico zaskrbljenosti glede vzdržnosti njihovega proračuna. Potem je seveda tu saga z izstopom Združenega kraljestva iz EU (brexit). Ocenjuje se, da je upočasnitev v teh dveh gospodarstvih odščipnila 0,4 % rasti v Evropi (od vrha v letu 2017);
- nazadnje pa omenimo še enkrat dogodek v obliki uvedbe strožjih okoljskih standardov v avtomobilski industriji (WLTP), kar je privedlo celo do tega, da se je nemško gospodarstvo v tretjem četrtletju skrčilo.

Upočasnitev gospodarske rasti v letu 2018

Gospodarska rast bo v letu 2019 bliže svoji potencialni rasti.

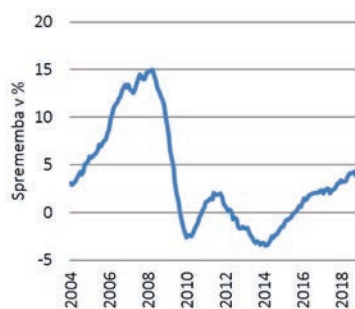
## Leto 2019: upočasnitev, vendar nobene recesije

Evropsko gospodarstvo se je v letu 2018 resda upočasnilo hitreje, kot smo pričakovali, a po drugi strani se je le približalo svoji potencialni rasti. Vzdržna gospodarska rast je v Evropi zaradi demografske slike nizka (ocene se gibljejo med 1 % in 1,5 %) in dejstvo je, da smo bili preoptimistični glede obdobja, v katerem je mogoče pričakovati nadpovprečno gospodarsko rast.

Za leto 2019 tako lahko pričakujemo bolj umirjeno rast, ne pa recesije. Pozitivni zunanji vplivi iz leta 2017 se najverjetneje ne bodo ponovili, tako da bo rast precej bolj odvisna od domačega povpraševanja, ki bo ostalo podprto

z nadaljevanjem zniževanja stopnje brezposelnosti in rastjo plač. Na roko bodo evropskemu gospodarstvu znova šle nižje cene nafte in šibkejši evro. Tudi nekateri enkratni dogodki (ki so vplivali na proizvodnjo avtomobilov) se bodo izpeli. Moramo priznati, da vsi ekonomski kazalci niso tako negativni. Resda je proizvodni PMI za evroobmočje z vrednosti 60,6 decembra 2017 upadel na 51,8, pa vendar ostaja nad 50, medtem ko kazalnik gospodarskega razpoloženja (EC Economic Sentiment Indicator), ki znaša 109,5, ostaja daleč nad povprečjem (100) in kaže na še vedno dokaj velik optimizem tako potrošnikov kot podjetij v evroobmočju.

Slika 17: Dana posojila nefinančnim družbam

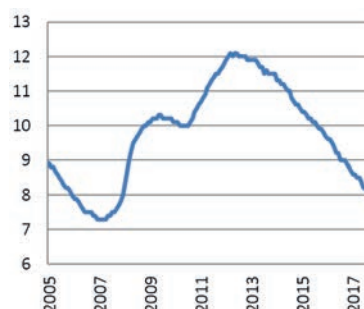


Recesije še ni na vidiku.

Vir: Bloomberg 2018.

Pomembno za evroobmočje je tudi, da ostaja rast kreditiranja dokaj visoka (za pokrizno obdobje). Rast posojil nefinančnim družbam je oktobra znašala 3,9 %. Tudi stopnja brezposelnosti je nadaljevala svojo pot navzdol. Od

Slika 18: Stopnja brezposelnosti



Vir: Bloomberg 2018.

konca 2017 se je spustila s 8,6 % na 8,1 %. Pomanjkanje delovne sile že postaja omejitelj za to, kako hitro lahko raste evropsko gospodarstvo brez hitre rasti plač, višjih stroškov dela in nižje dobičkonosnosti.

## Tveganj na pretek, v ospredju politika

Glavna tveganja, ki jih vidimo v letu 2019 in ki lahko ogrozijo dokaj solidno ekonomsko sliko, prihajajo predvsem iz politike. Finančna in gospodarska kriza v preteklih letih je razkrila, da je problem številka ena v Evropi nesposobnost politike upravljati in izvajati reforme,

potrebne za dolgoročno uspešno in močno evropsko gospodarstvo. Leto 2017 je bilo prvo leto, ko so se politične strasti umirile, a kot smo videli, ne za dolgo. Tudi v letu 2019 ostaja glavno tveganje za evropsko gospodarstvo politično delovanje:

- **Trgovinska vojna** – uvedba carin na uvoz avtov iz EU v ZDA, še zlasti, če se uresniči scenarij, v katerem bi ZDA uvedle 25-odstotne carine na uvoz vseh avtomobilov iz EU (trenutno so 2,5-odstotne). Gre za resno grožnjo, ki bi pomembno vplivala na evropsko gospodarstvo. To bi pomenilo znižanje nemške rasti BDP za 0,6 %, celotno evroobmočje pa bi raslo med 0,3 % in 0,4 % počasneje. Avtomobili in avtomobilski deli pomenijo 33 % celotnega trgovinskega presežka, ki ga ima EU z ZDA, zato tudi toliko pozornosti na strani Washingtona tej temi.

- **Brexit** – zadnje dogajanje glede ločitvenega sporazuma, ki ga mora Združeno kraljestvo doseči do 29. marca 2019, ne vpliva veliko upanja. Premierka Theresa May je morala preložiti glasovanje o sporazumu v britanskem parlamentu, saj ne bi dobila dovolj velike podpore. Z doseženim sporazumom niso zadovoljni ne zagovorniki brexita ne njegovi nasprotniki. Obstaja celo možnost ponovnega referenduma o obstanku Združenega kraljestva v EU. Ocenjuje se, da bo ob nedogovorjenem brexitu negativen vpliv na gospodarstvo evroobmočja v višini 0,4 % BDP.

- **Italija** – bo ostala vzrok negotovosti za evroobmočje tudi v letu 2019. Verjetnost, da bi se nesoglasja med evropskimi voditelji in Italijo

v prihodnjem letu umirila, je majhna. Čeprav je italijanska vlada dopustila možnost, da zmanjša napovedani proračunski deficit s predlaganih 2,4 %, ostaja vprašanje, ali je to za Evropsko komisijo dovolj. Italijanski javni dolg ostaja med največjimi v svetu (131,2 % BDP), tako da je njihovo gospodarstvo še naprej zelo ranljivo. Lahko se ponovi scenarij, da bodo finančni trgi prisilili vlado k spremembi politike. Ocenjuje se, da bi moral razmik italijanskih obveznic glede na nemške znašati 400 bazičnih točk, da se to zgodi. Obstaja tudi možnost novih volitev, vendar ne glede na to, ali bi se vlada znova zamenjala, večjih sprememb in reform ni pričakovati.

Našeta tveganja niso zanemarljiva in tudi hitrih rešitev ni pričakovati. Niso pa edina. Kako hitro lahko pride do trenj, smo videli tudi v Franciji. Predsednik Macron se je moral soočiti z nasilnimi izgredi – največjim izzivom svojega mandata. Kar hitro je popustil in uvedel nekatere ukrepe (dvig minimalne plače, nižji davki za določene pokojnine). Vse to bo povzročilo, da bo proračunski primanjkljaj večji kot 3 % BDP. Macron je na lastni koži izkusil, da spremembe in reforme v Evropi niso lahko izvedljive. Vsa ta tveganja deloma upravičujejo višjo premijo, ki jo vlagatelji zahtevajo za investiranje v evropske delnice.

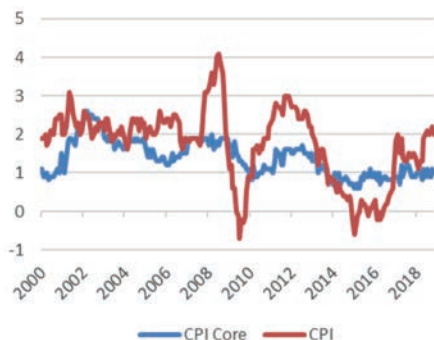
Politična tveganja dvigujejo premijo pri vlaganju v evropske delnice.

## ECB in nizka inflacija

Poglejmo še monetarno politiko, ki je v preteklem desetletju krojila dogajanje na trgih kapitala, zdaj pa počasi (ampak res počasi) prehaja v normalizacijo. Nizka inflacija ostaja osrednja »težava« evroobmočja. V letu 2018 smo najverjetneje videli vrh v stopnji inflacije

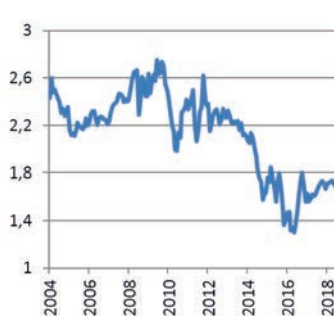
pri 2,2 % (oktober), v prihodnjem letu pa lahko pričakujemo vrnitev k višini osnovne inflacije (izključena hrana in energija), ki znaša okoli 1 %. Nižja brezposelnost se počasi kaže v višji rasti plač, kljub temu ni pričakovati, da bi v naslednjih letih inflacija dosegla ciljno (2 %).

Slika 19: Inflacija



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 20: Inflacijska pričakovanja



Vir: Bloomberg 2018.

Inflacija in inflacijska pričakovanja ostajajo pod ciljno višino.

Počasna normalizacija  
monetarne politike

Evropska centralna banka bo do izteka leta 2018 končala odkupe vrednostnih papirjev (QE), potem naj bi sledil prvi dvig mejne depozitne obrestne mere v zadnjem četrtletju 2019. Seveda pod pogojem, da se prej omenjena tveganja ne uresničijo in da ostane gospodarska rast znotraj potencialne višine (1 % do

1,5 %). Pričakovanja trga so, da bomo v prihodnjih letih imeli res počasne dvige in normalizacijo obrestnih mer. Tveganja pa so predvsem, da prvega dviga ne doživimo v letu 2019, temveč šele v letu 2020. Glede na zadnje makroekonomske podatke to ne bi bilo presenečenje.

Tabela 4: Napovedi za EMU

	Sprememba glede na predhodno leto, v %		
	2018	Napovedi 2019	2020
<b>BDP – realni</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Inflacija</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Obrestne mere – CB</b>	<b>0</b>	<b>0,02</b>	<b>0,42</b>

Vir: CITI – Economic Outlook 2018.

Nizka pričakovanja za  
evropske delnice

## Vrednotenja: močno prevrednotenje navzdol

Vrednotenja evropskih delnic ostajajo njihov najmočnejši adut, a kot smo videli v zadnjih letih, to na kratek rok ne pomeni nič. Tveganja, s katerimi se srečuje Evropa (upočasnitev gospodarske rasti, brexit, Italija) in klavni donosi v zadnjih letih so marsikaterega vlagatelja odvrnili od vlaganja vanje. Medtem ko se pri vlaganju v ameriške delnice vlagatelji lahko osredotočijo na podatke podjetij, je treba pri vlaganju v evropske upoštevati dokaj veliko politično tveganje.

Verjetno se zdaj že ponavljamo, vendar trenutna vrednotenja evropskih delnic kažejo

na zelo skromna pričakovanja glede prihodnjega poslovanja evropskih podjetij. V primerjavi z ameriški delnicami ostajajo evropske zgodovinsko podcenjene. Kar se tiče primerjave z obveznicami, ostajamo blizu zgodovinske razlike. Ali se bodo ta nizka vrednotenja tudi preobrazila v pozitivne donose za vlagatelje, pa bo odvisno od razpleta več dejavnikov v letu 2019. Predvsem politični dogodki v Evropi morajo iti v pravo smer in to bo znova odločilo, kakšno leto bomo imeli na evropskih borzah. Kot smo dejali, lestvica je postavljena zelo nizko.

## Kam je šel bik v Evropi

Evropske delnice v zadnjih  
treh letih nespremenjeno

Evropske delnice so od marca 2009 do 7. decembra 2018 pridobile 183 % (vključujoč dividende). Še vedno smo v pozitivnem trendu, čeprav so donosi v letu 2018 in tudi v zadnjih treh letih negativni (oz. nespremenjeni). In to kljub temu, da smo bili v okolju visoke gospodarske rasti in kljub temu, da smo, kar je

bilo za evropske delnice neobičajno, imeli tudi rast dobičkov (od leta 2015 okoli 15-odstotno rast). Je lahko še slabše? V primeru globalne recesije lahko vidimo še dosti nižje tečaje evropskih delnic, ampak to ni naš osnovni scenarij.

Slika 21: Triletni drseči donosi evropskih delnic



MSCI Europe  
Vir: Bloomberg 2018.

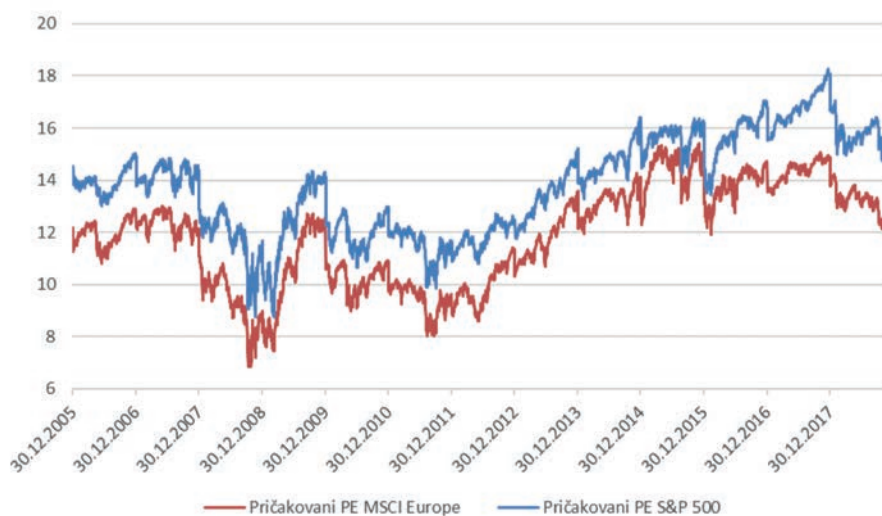
## Evropske delnice atraktivne v primerjavi z ameriškimi

Evropske delnice imajo v primerjavi z ameriškimi eno najslabših obdobj v svoji zgodovini. Niso zaostale samo v letu 2018, temveč imajo za seboj celotno desetletje izrazitega zaostanka. Glede na razliko v rasti dobičkov je to bilo čisto upravičeno. Postavlja se vprašanje, ali se bo to v letu 2019 spremenilo. Če pogledamo vrednotenja, so evropske delnice zgodovinsko podcenjene nasproti ameriškimi, vendar bo ključno, kolikšna bo rast dobičkov obeh regij v letu 2019. Glede na to, da se bo učinek nižjih davkov v ZDA izpel, je pričakovati, da bo v prihodnje rast dobičkov mnogo bolj izenačena (Goldman Sachs pričakuje za ZDA šestodstotno rast, za Evropo pa štiriodstotno). V ospredje bi lahko prišla velika razlika v vrednotenjih med regijama.

Če pogledamo vrednotenja obeh regij z vidika pričakovanega PE (P – tečaj delnice, E – dobiček na delnico), vidimo, da se je v letu 2018 pri obeh (močna rast dobičkov v ZDA, solidna v Evropi) zgodilo močno prevrednotenje navzdol. Za evropske delnice znaša kazalnik 12, za ameriške pa 14,8. Gre za eno največjih razhajanj, ki pa ga glede na pričakovano rast dobičkov težko upravičimo.

Evropske delnice imajo v primerjavi z ameriškimi desetletje izrazitega zaostanka.

Slika 22: Gibanje kazalnika pričakovani PE za MSCI Europe in S&P 500



Vir: Bloomberg 2018.

Pričakovani PE evropskih delnic znaša 12, kar je pod zgodovinskimi povprečji.

Že v lanski izdaji Mozaika smo prikazali, da te razlike ni mogoče razložiti le z različno sestavo indeksov (prevlada sektorja informacijske tehnologije v ZDA). Če damo enako utež

vsakemu sektorju, vidimo, da znaša povprečni PE 12,57 za Evropo in 15,08 za ZDA. Le en sektor ima višje vrednotenje v Evropi (IT?!).

Tabela 5: Primerjava PE 2018 za MSCI Europe in S&P 500

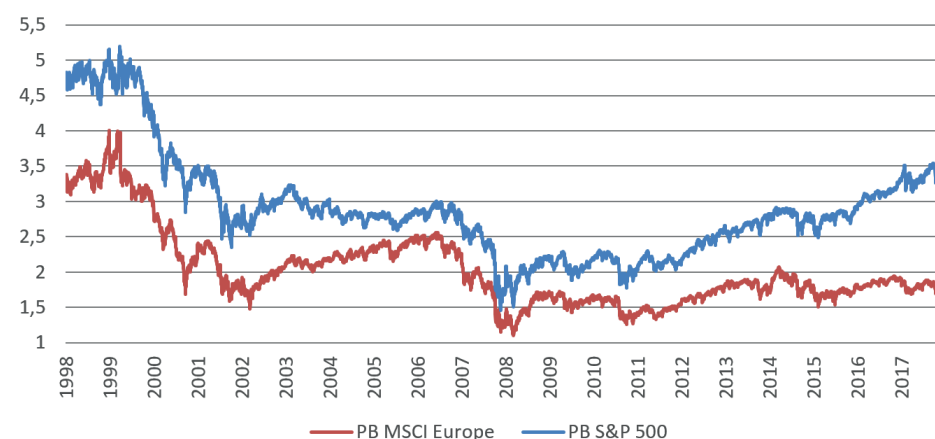
Sektor	EVROPA	ZDA	Razlika
<b>Consumer Discretionary</b>	9,58	18,37	-8,79
<b>Consumer Staples</b>	16,49	17,64	-1,15
<b>Energy</b>	9,71	13,03	-3,31
<b>Financials</b>	8,63	10,66	-2,03
<b>Health Care</b>	14,57	15,46	-0,89
<b>Industrials</b>	13,33	14,06	-0,73
<b>Info Technology</b>	16,47	14,92	1,55
<b>Materials</b>	10,93	13,98	-3,05
<b>Communication Services</b>	13,07	15,31	-2,24
<b>Utilities</b>	12,92	17,34	-4,42
<b>Povprečni PE 2019</b>	<b>12,57</b>	<b>15,08</b>	<b>-2,51</b>
<b>Mediana PE 2019</b>	<b>12,99</b>	<b>15,11</b>	<b>-2,12</b>

Vir: Bloomberg 2018.

Resnica je, da so evropske delnice vedno kotirale pri nižjih vrednotenjih (in ne pričakujemo, da se bo to v prihodnje spremenilo), vendar je ta razlika v zadnjih letih postala zgodovinsko velika. Poleg kazalnika PE lahko to

še bolje vidimo pri kazalniku PB (P – tečaj, B – knjigovodska vrednost). Evropske delnice kotirajo pri 1,63 knjigovodske vrednosti, ameriške pa pri dvakratniku tega (3,22). Za zadnjih 20 let nepredstavlja diskont.

Slika 23: Primerjava evropskih in ameriških delnic na podlagi kazalnika PB



Vir: Bloomberg 2018.

## (Še vedno) rekordno poceni nasproti obveznicam

Tudi nasproti obveznicam je zgodba v letu 2018 nespremenjena. Resda so zahtevani donosi evropskih državnih obveznic ostali skorajda enaki (donosi 10-letne nemške državne obveznice ostajajo pod 0,3%), se je pa dividendna donosnost evropskih delnic približala 4%. To razhajanje ostaja zgodovinsko veliko in smo ga pred letom 2008 redko doživeli.

Ohlapna monetarna politika in odkupi vrednostnih papirjev centralnih bank so imeli (in še imajo) močan vpliv na dolžniške vrednostne papirje. Teza, da so to občutile tudi

delnice, ne vzdrži. Anomalija ostajajo obveznice, ki za dolgoročnega vlagatelja ostajajo najmanj privlačen naložbeni razred. Premija, ki jo zahtevajo vlagatelji v evropske delnice, je nasproti obveznicam izjemna. Glede na nizke ravni obrestnih mer v Evropi ne pričakujemo, da bi njihova višina, vsaj še nekaj let ne, negativno vplivala na vrednotenje evropskih delnic. Kje je tisti prag bolečine, ko bi delnice dobile resno konkurenco obveznic? V preteklosti je bila ta meja 5%, danes je verjetno nižje, vendar vse, kar je pod 3% pri nemških 10-letnih obveznicah, ne bi smelo imeti resnega vpliva.

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



Vir: Bloomberg 2018.

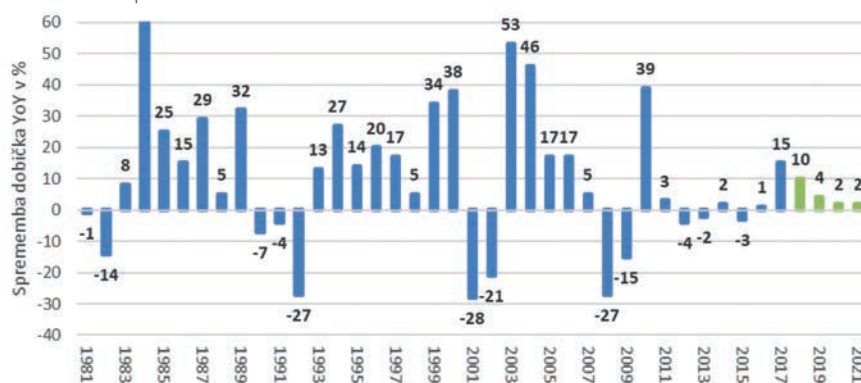
Rekorden razmik med dividendno donosnostjo evropskih delnic in donosnostjo obveznic

## Dobički evropskih podjetij: umiritev rasti v prihodnjih letih

Dobički evropskih podjetij so imeli v letih 2017 in 2018 lepo rast, ki je bila posledica sinhronizirane globalne gospodarske rasti (rast prihodkov), poleg tega smo bili pričr dvgu

profitnih marž z dokaj nizkih ravni. Zdaj so se te razmere nekako izpele in tudi pričakovanja za 2019 so se relativno zmanjšala.

Slika 25: Letna sprememba dobička za STOXX 600 Index



Vir: Goldman Sachs 2018.

Pričakujemo nizko rast dobičkov.

Pričakujemo rast dobičkov v višini 4 %, kar nekako sovпада z okoljem malenkost nižje gospodarske rasti (v preteklosti je bila meja okrog 1 % gospodarske rasti, da smo imeli pozitivno rast dobičkov). Ob nižji gospodarski rasti tudi ni pričakovati, da bi se v tem ciklu profitne marže dodatno povišale. Vedno večji pritiski na plače ob nizki brezposelnosti povzročajo pritisk na stroške podjetij.

V zgornji tabeli tudi vidimo, da trenutni pričakovani PE, ki znaša 12, bolj ustreza okolju nižje gospodarske rasti (pod 1 %), kar pa ni naš osnovni scenarij. Delniški trgi predvidevajo še dodatno ohladitev gospodarstva, kar pomeni, da če prihodnje leto navsezadnje ne bo tako negativno, si lahko obetamo rahlo prevrednotenje navzgor.

Tabela 6: Realna rast, pričakovani PE in rast dobičkov (MSCI Europe)

Realna rast BDP (Evropa)	Pričakovani PE	Sprememba dobičkov
< -2 %	11,2	-29 %
-2-1 %	11,7	-5 %
-1-0 %	10,8	-2 %
0-1 %	13,0	-7 %
1-2 %	13,9	6 %
2-3 %	14,3	11 %
3-4 %	18,1	15 %

Vir: Barclays 2018.

Vrednotenja predvidevajo dodatno upočasnitev evropskega gospodarstva.



dr. Uroš Vek

## Japonska: ponovni dvig davka povzroča dodatno negotovost

V tretjem četrtletju je japonsko gospodarstvo upadlo za 0,3 %. Razlog za zmanjšanje gospodarske aktivnosti v tem obdobju pripisujemo naravni nesreči. Prihodnja gospodarska aktivnost je močno odvisna od mednarodnega gospodarskega okolja, predvsem zaradi izvozno usmerjenega gospodarskega modela Japonske. Nadaljevanje napetosti oz. celo zaostritev trgovinske vojne bi na japonsko gospodarstvo vplivalo negativno. V letu 2019 je predsednik Abe napovedal dvig davka na prodajo z 8 % na 10 %. Nazadnje je ta davek dvignil aprila 2014 in s tem povzročil negativen vpliv na gospodarsko rast. Barclays pričakuje,

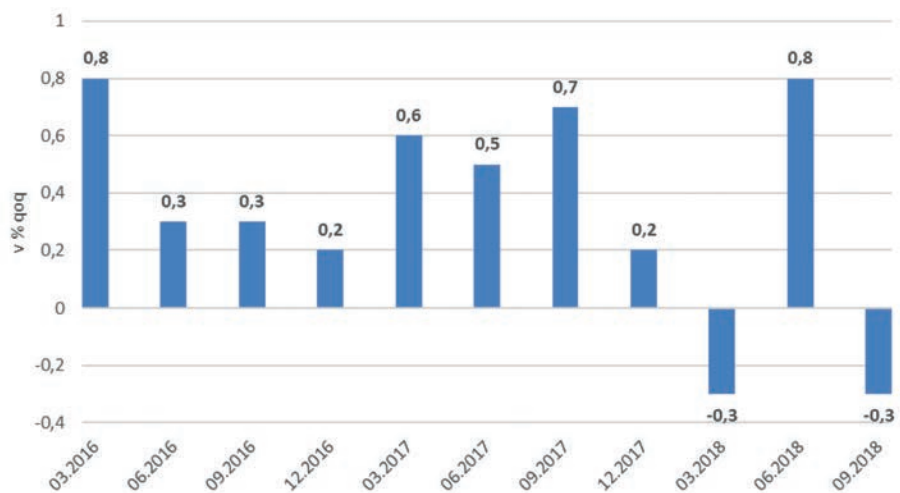
da bo tokrat negativni vpliv dviga davka manjši in kratkotrajnejši, kot se je zgodilo po aprilu 2014. Razloge za to vidi predvsem v ukrepih za zmanjšanje negativni učinkov, kot so: več javnih del, razne spodbude za potrošnike v obliki popustov pri nakupih blaga in storitev, znižanje davkov pri nakupu avtomobilov ter daljše obdobje uveljavljanja olajšav za nepremičninska posojila. Dolgoročna vrednotenja kažejo, da je japonski delniški trg ugodno vrednoten. Vsi kazalniki z izjemo multiplikatorja prihodkov so pod zgodovinskim povprečjem.

### Leto 2018 zaznamovala volatilna gospodarska rast

Po odboju v drugem četrtletju, ko je japonsko gospodarstvo zraslo za 0,8 % glede na prvo četrtletje, je v tretjem sledil upad za 0,3 %. Razlog za zmanjšanje gospodarske aktivnosti v

tretjem četrtletju pripisujemo naravni nesreči. Junija je bil namreč močan potres z epicentrom v Takatsuki v severovzhodnem delu Japonske (Osaka) z magnitudo 6,7 po Richterjevi lestvici.

Slika 26: Realna rast BDP Japonske



Naravne katastrofe so povzročile upad gospodarske rasti v tretjem četrtletju.

Vir: Bloomberg 2018.

Prihodnja gospodarska aktivnost je močno odvisna od mednarodnega gospodarskega okolja, predvsem zaradi izvozno usmerjenega gospodarskega modela Japonske. Nadaljevanje napetosti oz. celo zaostritev trgovinske vojne bi na japonsko gospodarstvo vplivalo

negativno. Sicer se v zadnjem četrtletju pričakuje ponoven odboj gospodarske aktivnosti na plečih robustnih investicij za pripravo olimpijskih iger, ki bodo v Tokiu leta 2020.



Tabela 7: Napovedi za Japonsko

	Sprememba glede na predhodno leto, v %		
	2018	Napovedi 2019	2020
<b>BDP – realni</b>	<b>1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Inflacija</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Obrestne mere – CB</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,03</b>

Vir: CITI – Economic Outlook 2018.

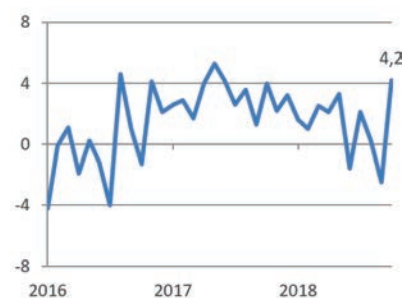
Napoved gospodarske rasti za leto 2019 je višja, in sicer okrog 1,6 %, medtem ko naj bi inflacija in obrestne mere japonske centralne banke BOJ ostale nespremenjene. Nadaljnjo gospodarsko rast lahko najbolj ogrozijo poglobljena trgovinska vojna, zmanjšanje kupne moči gospodinjstev zaradi dviga cene nafte in restriktivna fiskalna politika kot posledica dviga davka na prodajo.

Ne glede na tveganja poglobitve trgovinske vojne je rast industrijske proizvodnje razme-

roma robustna, saj je konec oktobra ta zrasla za 4,2 % v primerjavi z oktobrom 2017. Poleg tega poslovna klima med japonskimi gospodarstveniki ni tako črnogleda in očitno obstaja določena mera optimizma, da lahko Japonska prebrodi te negotove čase relativno ugodno. Japonska očitno kar dobro krmari v negotovih vodah, ki jih povzročata spor v razmerju med ZDA in Kitajsko glede med-narodne trgovine.

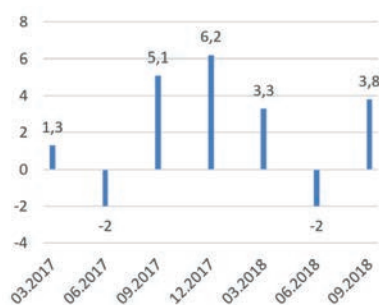
Prihodnja gospodarska aktivnost je močno odvisna od mednarodnega gospodarskega okolja.

Slika 27: Rast industrijske proizvodnje (%)



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 28: Poslovna klima



Vir: Bloomberg 2018.

## V letu 2019 se pričakuje ponoven dvig davka na prodajo

Predsednik japonske vlade Šinzo Abe je napovedal dvig davka na prodajo, in sicer s trenutnih 8 % na 10 % v oktobru 2019. Ta davek je nazadnje dvignil aprila 2014 in povzročil negativen vpliv na gospodarsko rast. V drugem

četrtnetju 2014 je BDP upadel za 1,8 % glede na prvo četrtnetje. Nezaupanje potrošnikov se kaže že vse od napovedi ponovnega dviga davka.

Glavna tema na Japonskem je ponoven dvig davka na prodajo.

Slika 29: Zaupanje potrošnikov

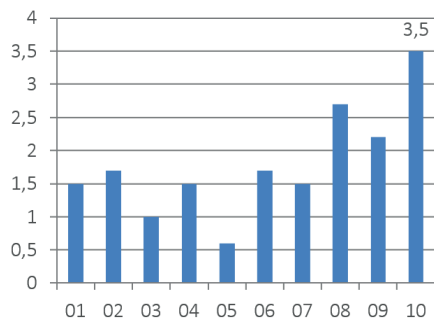


Vir: Bloomberg 2018.

Vpliv davka na prodajo na gospodarstvo lahko razložimo prek učinka nadomestitve in dohodkovnega učinka. Učinek nadomestitve povzroči spremembo nakupnih navad potrošnikov. Povpraševanje, ki je načrtovano za prihodnost, se opravi še pred dvigom davka. Skratka, prihodnje povpraševanje se prestavi v sedanost. To kažejo tudi podatki. Kljub

številnim negotovostim je bila prodaja na drobno v novembru 2018 razmeroma velika, in sicer 3,5 % večja glede na enako obdobje v letu 2017. Tako visok rezultat lahko razložimo ravno s tem, da potrošniki zdaj opravljajo številne nakupe, ki bi jih sicer pozneje, predvsem zaradi napovedi višjega davka.

Slika 30: Prodaja na drobno v letu 2018

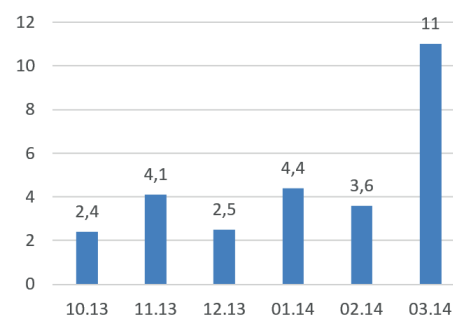


Medletna rast prodaje na drobno v % v letu 2018.  
Vir: Bloomberg 2018.

Podoben scenarij se je odvijal leta 2014, ko je Japonska dvignila davek na prodajo s 5 % na 8 %. V mesecih pred uveljavitvijo, davek je bil uveljavljen aprila 2014, se je prodaja na drobno močno povečala. Marca 2014 je tako zrasla za 11 % glede na enako obdobje v letu 2013. Skratka, opaziti je bilo pomembno povečanja prodaje na drobno, kar je pozitivno vplivalo na rast BDP.

Na drugi strani ima dvig davka na prodajo prek dohodkovnega učinka negativen vpliv na

Slika 31: Prodaja na drobno v letu 2014



Medletna rast prodaje na drobno v % šest mesecev pred dvigom davka na prodajo v letu 2014.  
Vir: Bloomberg 2018.

gospodarsko aktivnost. Gre za to, da se z dvigom davka povzroči permanentno znižanje realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev, kar seveda prizadene potrošnje. Barclays<sup>4</sup> je naredil analizo in ocenjuje, da bo učinek nadomestitve pozitivno vplival na potrošnje, in sicer v višini dveh odstotnih točk, v treh četrtletjih pred uveljavitvijo davka (načrtovano v oktobru 2019) in nato negativno – v enaki višini – v treh četrtletjih po uveljavitvi davka. Dohodkovni učinek pa bo na potrošnje vplival negativno v višini okrog 0,3 odstotne točke.

Učinek naj bi bil manjši in kratkotrajnejši kot aprila 2014.

<sup>4</sup> Barclays – Market Strategy Japan 2018.

Barclays tako pričakuje, da bo izkrivljanje poslovnega cikla zaradi nadomestitvenega in dohodkovnega učinka manjše in kratkotrajnejše, kot se je zgodilo aprila 2014, ko se je davek na prodajo dvignil s 5 % na 8 %. Razloge za to vidi predvsem v ukrepih za zmanjšanje

negativnih učinkov, kot so: več javnih del, razne spodbude za potrošnike v obliki popustov pri nakupih blaga in storitev, znižanje davkov pri nakupu avtomobilov ter daljše obdobje uveljavljanja olajšav za nepremičninska posojila.

## Dvig davka bo zvišal inflacijo

Inflacija na Japonskem se je konca novembra 2018 dvignila na 1,4 %. To je najvišja rast cen od februarja predvsem zaradi rasti cen hrane. Glede na to, da je nafta od vrha v oktobru upadla za več kot 30 %, lahko pričakujemo, da

se bo z zamikom znižala tudi stopnja rasti cen na Japonskem, in sicer v obsegu do 0,5 odstotne točke. V letu 2018 je gibanje cen nafte in hrane največ pripomoglo k rasti celotne inflacije.

Slika 32: Inflacija



Vir: Bloomberg 2018.

Če podrobneje pogledamo t. i. osnovno inflacijo, ki ne vključuje hrane in energije, hitro ugotovimo, da večjega dviga cen v letu 2018 sploh ni bilo. Upad inflacija zaradi nižjih cen energije lahko tako pomembno ogrozi cilj dveodstotne inflacije, ki si ga je postavila centralna banka.

Na drugi strani bo načrtovani dvig davka na prodajo z 8 % na 10 % v oktobru 2019 spodbudil dvig splošne ravni cen na Japonskem. Zgodovina namreč kaže, da se je

Slika 33: Inflacija brez hrane in energije



Vir: Bloomberg 2018.

pri prejšnjih dvigih davka na prodajo kar 83,5 % celotnega dviga preneslo v višje cene. Posledično Barclays ocenjuje, da se bo inflacija zaradi napovedanega dviga davka na prodajo povzpela za 1,4 odstotne točke. Dejanski vpliv bo odvisen predvsem od povpraševanja po blagu in storitvah. Pri prejšnjem dvigu davka se je v višje cene preneslo 100 % dviga pri blagu iz sektorja trajnih potrošnih dobrin in zabave ter zgolj okrog 50 % dviga davka pri transportu in komunikacijah.

Japonska ne dosega zvišanja inflacije.

BOJ bo vztrajala pri ekspanzivni monetarni politiki.

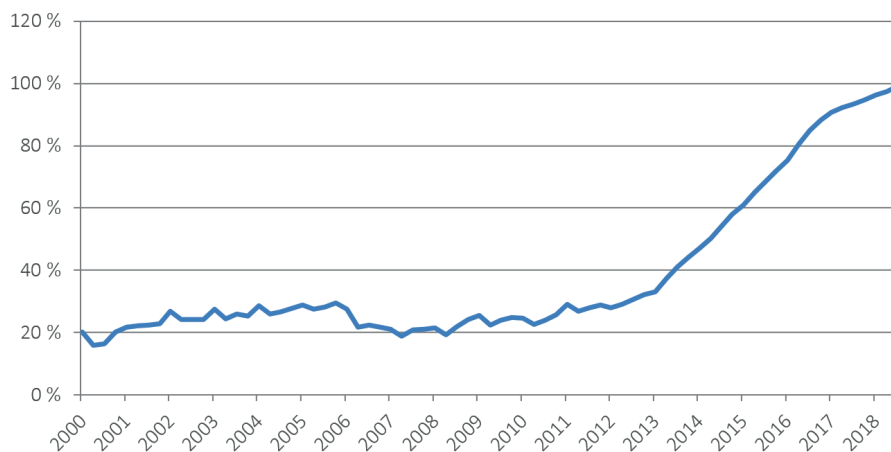
## Večjih sprememb pri monetarni politiki ni pričakovati

Japonska centralna banka se sooča z nepričljivo dinamiko pri doseganju cilja inflacije 2 %, čeprav je brezposelnost zgodovinsko gledano rekordno nizka. Osnovna inflacija (»core inflation«) je namreč pri 0,2 % in zato centralna banka na zadnjem zasedanju v novembru ni namignila na kakršnekoli spremembe monetarne politike v smeri normalizacije. Glede na negotovo gospodarsko sliko in pomanjkanje inflacijskih pritiskov je majhna verjetnost, da bo centralna banka v prihodnjem letu obravnavala spremembo smeri monetarne politike.

Na zadnjem zasedanju so celo poudarili, da je treba vztrajati pri ekspanzivni monetarni politiki, dokler ne bo dosežen cilj dveodstotne inflacije. Namestnik predsednika BOJ Masazumi Vakatabe pa je napovedal, da bi lahko uvedli dodatne ukrepe v primeru kakršnihkoli gospodarskih tveganj. S tem je dal vedeti, da je BOJ pripravljena in še ni obupala v boju z nizko inflacijo.

Na drugi strani je BOJ z ukrepi ekspanzivne monetarne politike povečala bilančno vsoto na raven bruto domačega proizvoda. Pričakujem lahko, da bo v prihodnjem letu ta mejnik presežen.

Slika 34: Gibanje bilančne vsote BOJ v BDP Japonske



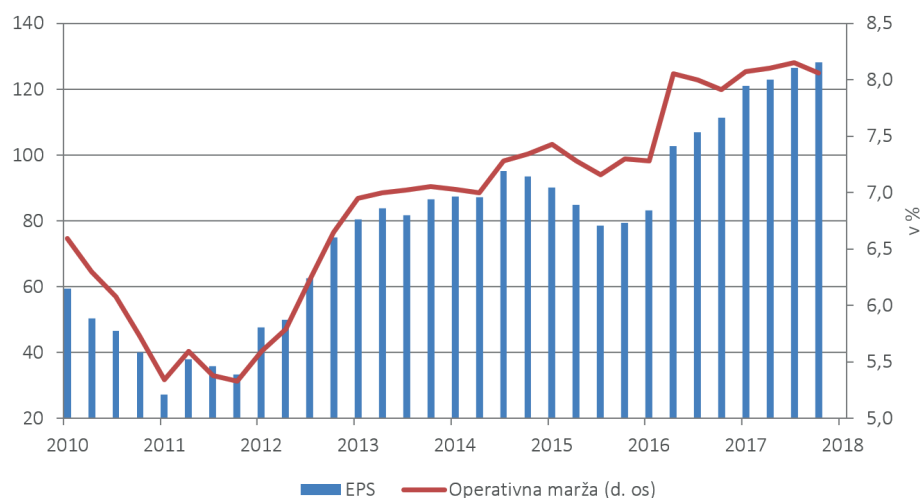
Vir: Bloomberg 2018.

## Vrednotenja delniškega trga

Na Japonskem ni bilo opaziti močnejšega skoka dobička na delnico kot npr. v ZDA. Rast je bila zmerna, in sicer od 1,5 do 3 % v treh četrtletjih leta 2018. Glede na turbulentno okolje in predvsem zaostrovanje mednarodnih trgovinskih pogojev, ki so najbolj prizadeli

izvozno usmerjena gospodarstva, je to kar ugoden rezultat japonskih podjetij. Na drugi strani so bila japonska podjetja sposobna ohraniti razmeroma visoko raven operativne marže, in sicer okrog 8 %.

Slika 35: Gibanje dobička na delnico (EPS) in operativne marže podjetij iz indeksa TOPIX



Vir: Bloomberg 2018.

Dolgoročna vrednotenja kažejo, da je japonski delniški trg ugodno vrednoten. Vsi kazalniki z izjemo multiplikatorja prihodkov so pod zgodovinskim povprečjem. V pozitivni luči izstopa multiplikator dobičkov (PE), ki je več kot 40 % pod dolgoročnim povprečjem. Vendar je treba poudariti, da je bilo japonsko gospodarsko okolje dlje časa deflacijsko in posledično so bila vrednotenja po tem kazalniku upravičeno

višja. Veliko večjo vlogo ima multiplikator prihodnjih dobičkov (E PE), ki je trenutno ugodnih 12,7, medtem ko je bil dolgoročno več kot 20 % višji. Še posebej je treba omeniti dividendno donosnost, ki je izrazito nad dolgoročnim povprečjem. Trenutno znaša 2,3 %, medtem ko je bila v 25 letih 1,1 %. To pomeni, da se je podvojila.

Dolgoročna vrednotenja kažejo, da je japonski delniški trg ugodno vrednoten.

Tabela 8: Vrednotenje japonskega delniškega trga

	Trenutna vrednotenjeja	Dolgoročna mediana
<b>Multiplikator knjigovodske vrednosti – PB</b>	<b>1,17</b>	<b>1,39</b>
<b>Multiplikator dobička – PE</b>	<b>12,6</b>	<b>22</b>
<b>Multiplikator prihodkov – PS</b>	<b>0,75</b>	<b>0,65</b>
<b>Dividendna donosnost</b>	<b>2,32</b>	<b>1,13</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>7,89</b>	<b>9,72</b>
<b>Multiplikator pričakovanega dobička – E PE</b>	<b>12,73</b>	<b>16,33</b>

Trenutno vrednotenje, narejeno za indeks TOPIX, na dan 5. 12. 2018.

Dolgoročno vrednotenje: PB in PS od 1973 do 30. 11. 2018; PE od 1993 do 30. 11. 2018; EV/EBITDA od 1994 do 30. 11. 2018; E PE od 2001 do 30. 11. 2018.

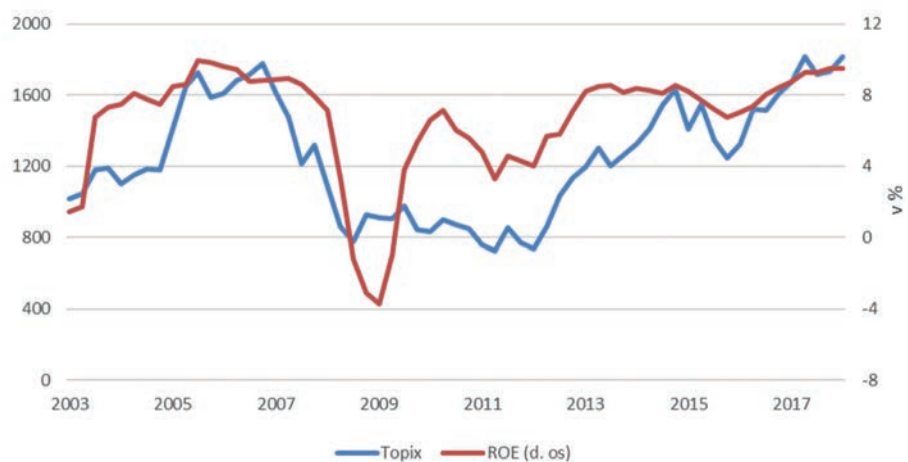
Vsi kazalniki so tekoči (trailing).

Vir: Bloomberg 2018.

Delniški indeks TOPIX je močno koreliran z donosnostjo indeksa (ROE). V letu 2017 je bil to eden izmed redkih trgov, kjer so donosi rasli z rastjo dobičkov in ni prišlo do dviga multiplikatorjev. Trendi so bili ugodni tudi v letu 2018, vendar je od septembra do konca

novembra sledil upad v višini 10 % (merjeno v jenih). Če se bo dobičkonosnost ohranila na trenutnih ravneh, potem delniški tečajji zgodovinsko gledano nimajo veliko razloga za upadanje.

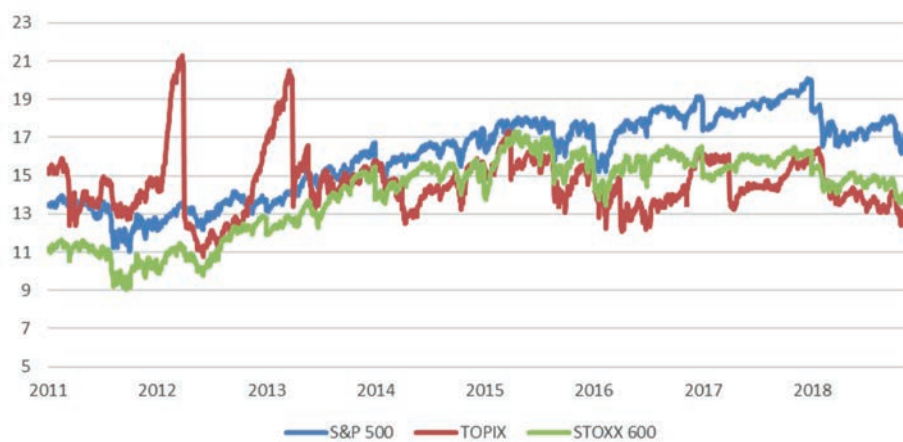
Slika 36: Gibanje japonskega delniškega indeksa in donosa na kapital



Vir: Bloomberg 2018.

Med razvitimi trgi je japonski delniški trg po multiplikatorju prihodnjih dobičkov zelo ugodno vrednoten. Močnejše izstopa vrednotenje ameriškega delniškega trga.

Slika 37: Gibanje multiplikatorja pričakovanega dobička E PE



Vir: Bloomberg 2018.

## EM – države v razvoju: nizka vrednotenja, skromna pričakovanja

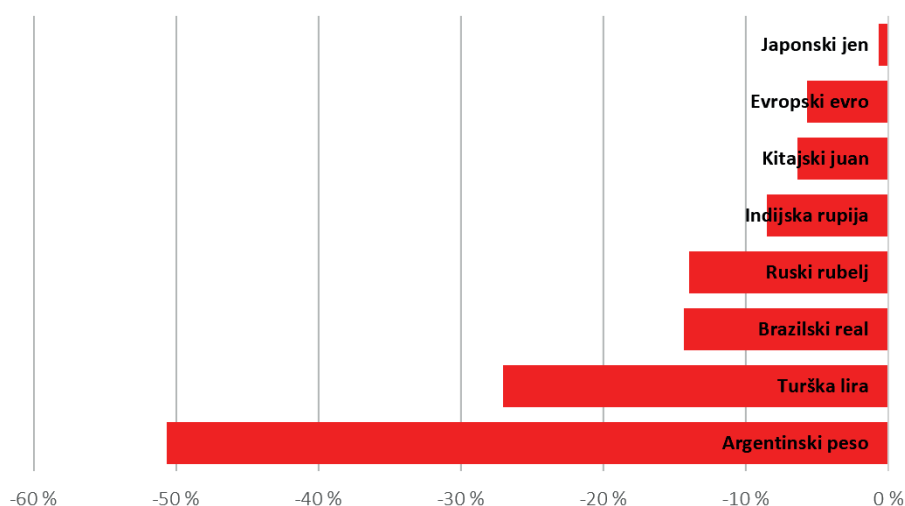
Za nami je še eno leto upadanja tečajev. V zadnjih desetih letih je to že petič, da je indeks držav v razvoju leto končal nižje. Začetek je bil obetaven, nato pa se je začelo. Argentina – dvig kratkoročne obrestne mere v maju na 40 % (kasneje na 60 %) in junija prošnja Mednarodnemu denarnemu skladu (IMF) za finančno pomoč v višini 50 milijard dolarjev, največjo v zgodovini IMF. Peso je v letu dni izgubil več kot polovico svoje vrednosti. Turčija – v maju dvig obrestnih mer za 300 bazičnih točk in upad lire na najnižje vrednosti v novejši zgodovini. Pomembnega deleža v indeksih držav v razvoju ti dve državi nimata (pod 1 %), vendar smo dobili dovolj jasen signal, da ni vse v najlepšem

redu in da se tveganja povečujejo. Trgovinski spor med ZDA in Kitajsko je iz meseca v mesec pridobival večje razsežnosti in šele proti koncu leta je napetost, vsaj začasno, nekoliko popustila. Ameriški dolar je večino leta pridobival vrednost in Fed je po začrtani poti dvigoval obrestno mero. Servisiranje dolga v ameriških dolarjih postaja vse težje in najslabše se godi ravno državam, ki so najbolj odvisne od zunanjega financiranja (Turčija, Argentina, Južna Afrika). Upadanje vrednosti domače valute, pojav inflacije in protikrizna denarna politika centralnih bank so na površje naplavili še druge strukturne in politične težave, ki se jih ne da rešiti brez odrekovanja in čez noč.



mag. Jure Dubravica

Slika 38: Izguba vrednosti različnih valut v primerjavi z ameriškim dolarjem (USD), v %



Vir: Bloomberg 2018.

Svetovno gospodarstvo je v boljši kondiciji kot ob začetku desetletja, a se kaže nekaj razpok. IMF je v začetku oktobra za 0,2 % znižal napoved svetovne gospodarske rasti za leti 2018 in 2019 – na 3,7 %. Krivdo pripisuje trgovinskemu protekcionizmu in večji nestabilnosti držav v razvoju. Če se bo tako nadaljevalo, lahko v letu 2019 pričakujemo še kakšen popravek navzdol. Glede na rast v minulih letih so gospodarstva močnejša in ni pričakovati, da bi se kriza posameznih držav prenesla na države s stabilnejšimi temelji. Ne

moremo pa izključiti nadaljevanja drsenja tečajev in povečane nihajnosti na kapitalskih trgih v okolju, ko so ZDA v zreli fazi gospodarskega cikla. Morebitno ohlajanje gospodarstev razvitih držav ima močan učinek na države v razvoju, na mednarodne denarne tokove in posledično na njihove domače kapitalske trge.

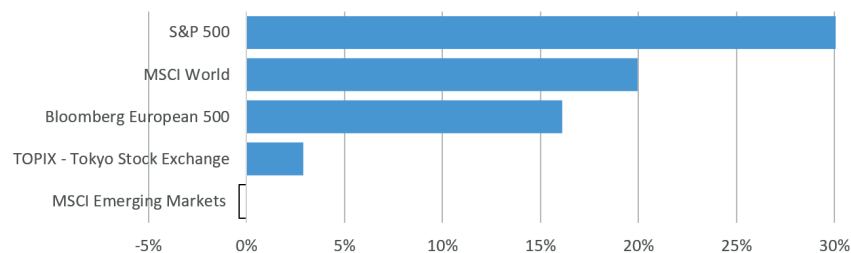
Po 25-odstotnem upadu tečajev v letu 2018 (merjeno od januarskega vrha do oktobrskega dna) so se začeli pojavljati argumenti v prid trgov v razvoju. Postajajo privlačno poceni.

V ospredju so: vrednost ameriškega dolarja, tempo dvigovanja obrestnih mer Fed in trgovinska nesoglasja med ZDA in Kitajsko.

Sploh, če jih primerjamo z razvitejšimi gospodarstvi. Delniški trgi držav v razvoju so okrog svojih povprečnih vrednosti dolgoročnega ciklično prilagojenega kazalnika PE. Kazalnik ni primeren za kratkoročno tempiranje trga, je pa dober indikator dolgoročnih povprečij

relativnih vrednotenj posameznih trgov. Glede na svoje povprečje je daleč najdražji ameriški trg, medtem ko na trgih v razvoju ne moremo govoriti o precenjenosti tečajev.

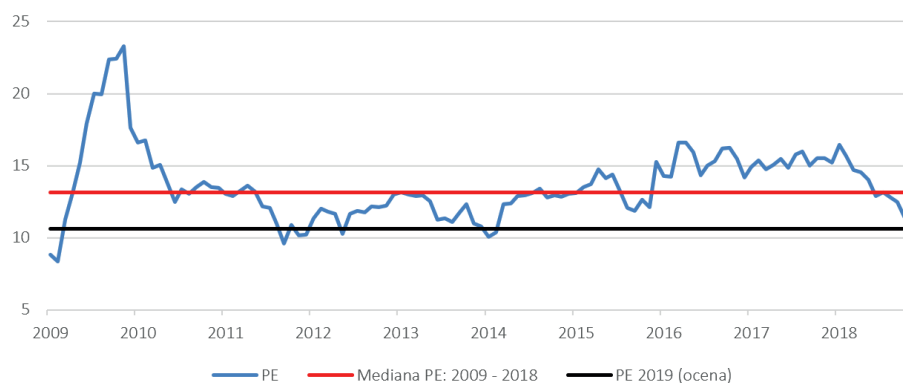
Slika 39: Razlika med aktualnim ciklično prilagojenim PE in njegovim dolgoročnim povprečjem (trgi v razvoju v primerjavi z razvitimi trgi), v %



Vir: Bloomberg 2018.

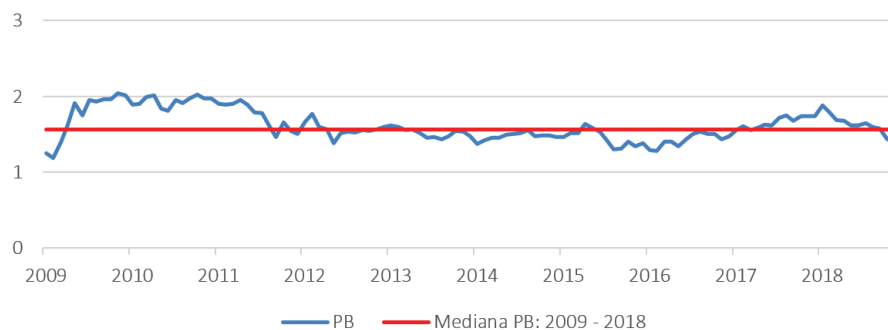
Slika 40: Prikaz multiplikatorja dobička (PE)

Na trgih v razvoju ne moremo govoriti o precenjenosti tečajev.



MSCI Emerging Index.  
Vir: Bloomberg 2018.

Slika 41: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB)



MSCI Emerging Index.  
Vir: Bloomberg 2018.



V zadnjih desetih letih nismo dočakali večjega preboja na delniških trgih držav v razvoju. Moment rasti je bil v letu 2018 spet prekinjen, kar sovпада s prej omenjeno krepitvijo ameriškega dolarja, dvigom obrestnih mer ameriške centralne banke in vzponom protekcionizma. Se je pa v zadnjem desetletju spremenila sestava osrednjega indeksa trgov v razvoju MSCI Emerging Markets Index. Medtem ko smo pred desetletjem imeli v prvih vrstah delnice družb, povezane z naravnimi viri, je danes v ospredju »modernejši«

tehnološki sektor, kjer se dosegajo najvišje rasti prihodkov. Sploh Kitajska je tu v ospredju, kjer so v indeksih prva mesta zasedle prav njihove družbe (Tencent in Alibaba). Tudi sicer je Kitajska najpomembnejša v segmentu držav v razvoju. V splošnem indeksu dosega največji posamični delež, 31,5-odstoten. Gospodarstvo je, merjeno po BDP, drugo največje na svetu. Rivalstvo med ZDA in Kitajsko, največjima svetovnim silama, smo v drugi polovici leta 2018 dobro začutili tudi na kapitalstskih trgih.

## Kitajska

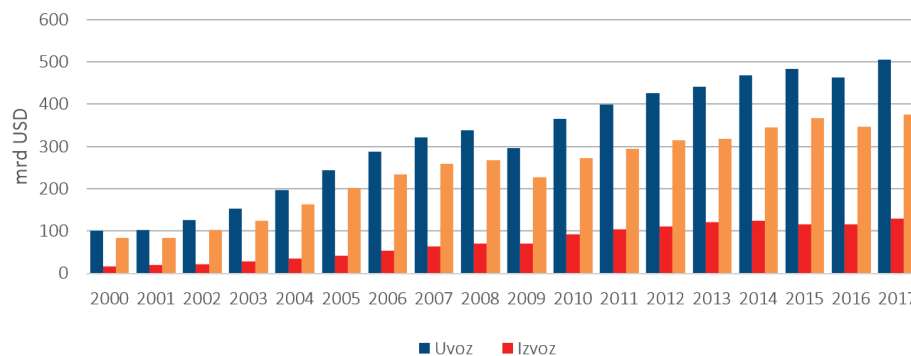
V letu 2018 je bilo veliko pozornosti namenjene sporu med ZDA in Kitajsko glede medsebojne trgovine. Ameriški odnos do mednarodne trgovine se je s prihodom Donalda Trumpa drastično spremenil. Na Kitajsko gleda kot na nekoga, ki se gre nepošteno trgovinsko prakso in krajo intelektualne lastnine. Trgovinska vojna je en del težave, drugi je tehnološka vojna oz. zaščita intelektualne lastnine. Neusklajene so npr. uvozne dajatve za istovrstno blago v škodo ZDA. Hkrati je moteč velik trgovinski primanjkljaj do Kitajske. Tudi kar se tiče intelektualne lastnine, so obtožbe resne. Nekdanji direktor ameriške varnostne agencije NSA Keith B. Alexander je izjavil, da gre za največjo kibernetično krajo tehnoloških skrivnosti in največji prenos premoženja v zgodovini. Med drugim naj bi Kitajska na neupravičen način prišla do zaupne tehnologije ameriške vojske. Kot neprimerno obsojajo tudi prakso državnega spodbujanja domačih podjetij in ob neposrednih tujih investicijah (FDI) zahteve za združen nastop s

kitajskim podjetjem, pri čemer pride do prenosa tehnologije in znanj.

S Trumpom se je začel močnejši pritisk na Kitajsko prek Svetovne trgovinske organizacije (WTO) in neposredno prek uvoznih tarif. Glede na to, da izvoz ZDA na Kitajsko znaša približno 130 milijard dolarjev in izvoz Kitajske v ZDA okrog 500 milijard dolarjev, imajo ZDA močnejše pogajalsko izhodišče. Zaradi kompleksnosti trgovinskega spora, ki je širši kot samo dogovor o izmenjavi blaga, ni pričakovati, da bi se o vsem dogovorili v 90 dneh, kolikor »premirja« so si dali. Lahko pa se pokaže dobra volja na obeh straneh. Poleg tega ima Trump glede tega močno podporo med domačimi volivci in politikami obeh polov. Predvideni dogovor bi lahko šel v smeri obveze Kitajske za večji uvoz ameriškega blaga, poenotenja pravil poslovanja med zasebnimi tujimi in domačimi državnimi družbami, večjega dostopa do domačega trga in zaščite intelektualne lastnine.

Trgovinski spor med Kitajsko in ZDA je bolj zapleten, kot se zdi na prvi pogled.

Slika 42: Trgovina med ZDA in Kitajsko (z zornega kota ZDA)



Vir: United States Census Bureau 2018.

Gospodarstvo raste vse počasneje – nismo še dosegli točke preobrata.

Gospodarska rast Kitajske nadaljuje trend počasnega krčenja. Nadaljevanje upada na 6,2-odstotno rast je pričakovati tudi letu 2019. Upočasnitve v letu 2018 še ne gre pripisati posledicam trgovinske vojne, ker je Kitajska v prvih desetih mesecih leta v ZDA izvozila za 13 % več blaga kot leto prej. Izvoznikom so v prid nižji juan in nižje cene energentov v zadnjem delu leta. Amerika si sama s spodbujanjem svojega gospodarstva povečuje potrebo po uvozu. Razloge za nižjo rast je tako treba iskati v domačem okolju, kjer se je domače povpraševanje upo-

časnilo zaradi regulatornega omejevanja financiranja (omejevanje nereguliranega bančništva – bančništva v senci). Zaradi trgovinske vojne in manjših naročil za izvoz lahko pričakujemo še upad izvozne aktivnosti v letu 2019. Zadnji objavljeni indeks nabavnih menedžerjev (PMI) v proizvodnji je znašal natančno 50, kar je mejnik med rastjo (> 50) in upadom (< 50). PMI novih naročil za izvoz je z vrednostjo 47 že zdrsnil v območje krčenja. Za višjo gospodarsko rast bo tako potreben dodaten pospešek domačega povpraševanja.

Tabela 9: Kitajski BDP in inflacija

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*
<b>BDP</b>	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2
<b>Inflacija</b>	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,6	2,2	2,4

\*Ocena.

Vir: Mednarodni denarni sklad 2018.

Slika 43: Gibanje indeksa nabavnih menedžerjev (PMI) v proizvodnji in naročilih za izvoz



Vir: Bloomberg 2018.

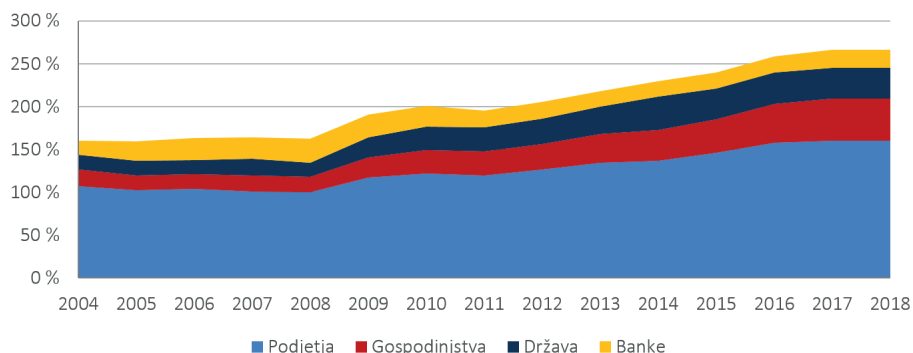
Vse bolj se špekulira o državni stimulaciji v letu 2019.

S trgovinsko vojno pred vrati in manjšo gospodarsko aktivnostjo v državi se že pojavljajo špekulacije o morebitnem državnem posredovanju v obliki dodatnih stimulacij. Predvideva se, da bo nekakšna oblika državne stimulacije zagnana v letu 2019. Gospodarstvo ima trenutno tudi podporo monetarne in fiskalne politike, ki sta razmeroma ohlapni. Ob nizki inflaciji ostajajo obrestne mere kitajske centralne banke na nizkih ravneh. Ciljna inflacija centralne banke ostaja še vedno na ugodnih ravneh okrog 3 %.

Ena od pomembnejših agend oblasti je zmanjšanje dolga, pri čemer sta še posebej

problematična dolg podjetij (160 % BDP) in bančništvo v senci (izvajanje bančnih storitev zunaj reguliranega bančnega sistema). Na tem področju so dosegli napredek, saj se tempo rasti umirja, zato pa je nižja tudi letna gospodarska rast. Celoten dolg znaša okrog 265 % BDP in pomeni veliko sistemsko finančno tveganje Kitajske. To je tudi glavni razlog, da ji je Moody's v letu 2017 po skoraj 30 letih znižal bonitetno oceno z Aa3 na A1. Z morebitno stimulacijo gospodarstva bi se dolg v letu 2019 lahko še dodatno povečal, odvisno od načina, ki ga bo država uporabila oz. si ga sploh lahko privoščila.

Slika 44: Dolg posameznih subjektov kot delež BDP, v %



Vir: Bloomberg 2018.

Kitajski potrošnik ostaja temelj prihodnje gospodarske rasti. S strmo rastjo razpoložljivega dohodka v zadnjih letih raste njegov vpliv in spreminja gospodarsko sliko države. Počasi se približuje ravnemu potrošnikov iz Južne Koreje, a je še daleč od standarda japonskega ali ameriškega potrošnika. Kljub upočasnjevanju rasti gospodarstva in rahlemu upadu stopnje zaupanja je za zdaj še optimističen. To se vidi v tudi v razvoju družb informacijske tehnologije, ki imajo največjo tržno kapitalizacijo in kjer gre predvsem za storitve, namenjene potrošniku (spletne trgovine, različne mobilne storitve, bančni sistem, družbena omrežja, računalniške igre,

razvoj umetne inteligence ipd.). Tudi v turizmu, še eni dejavnosti, vezani na potrošnika, je v svetu cenjen kot gost z nadpovprečno porabo in pozitivnim odnosom do luksuznih dobrin. Z razvojem spleta in spletne trgovine je bolj spontano kot ne nastal nakupovalni dan samskih (11. 11. – nekakšno antivalentinovo), ki je po desetih letih postal največji spletni nakupovalni dogodek na svetu. V letu 2018 so preseгли vse rekorde z dnevno prodajo v znesku 30,8 milijarde dolarjev. Za primerjavo, ameriški nakupovalni dnevi črni petek, kiberponedeljek in zahvalni dan so skupaj dosegli prodajo v znesku »samo« 17,8 milijarde dolarjev.

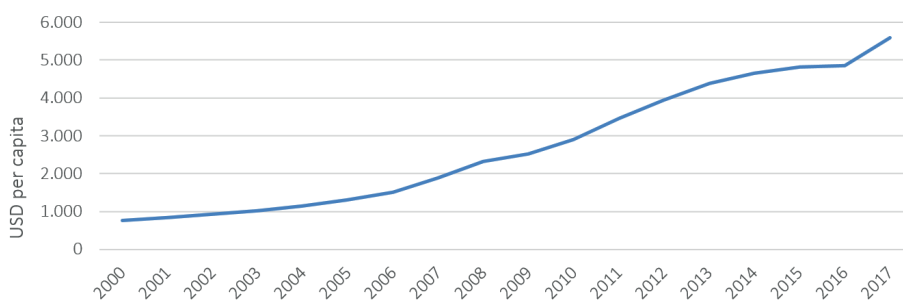
Kitajski potrošnik za zdaj ostaja optimističen, se krepi in podira vse svetovne rekorde spletne trgovine.

Slika 45: Indeks zaupanja kitajskih potrošnikov



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 46: Letni razpoložljivi dohodek gospodinjstev v mestih, v USD na prebivalca



Vir: Bloomberg 2018.

## Vrednotenja delniškega trga

Leto 2018 je bilo za delniške tečaje izjemno negativno. Vrh so borzni indeksi dosegli v januarju, potem pa je sledilo postopno drsenje tečajev do oktobra, ko smo doživeli letno dno. Ritem gibanja tečajev je podoben tudi pri delnicah z razvitih trgov, s tem da so trgi v razvoju doživeli izrazitejši popravek. Tveganja

se v posameznem gospodarstvu povečajo, ko se srečujemo z upočasnjevanjem gospodarske rasti, in Kitajska tu ni nobena izjema. Če vsemu temu dodamo še rivalstvo z ZDA, zviševanje vrednosti ameriškega dolarja in tempo dvigovanja obrestnih mer, dobimo sliko, ki jo riše leto 2018.

Slika 47: Gibanje indeksa CSI 300 v letu 2018



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 48: Gibanje indeksa Hang Seng v letu 2018



Vir: Bloomberg 2018.

Vrednotenja so na dolgoročnih povprečjih oz. pod njimi.

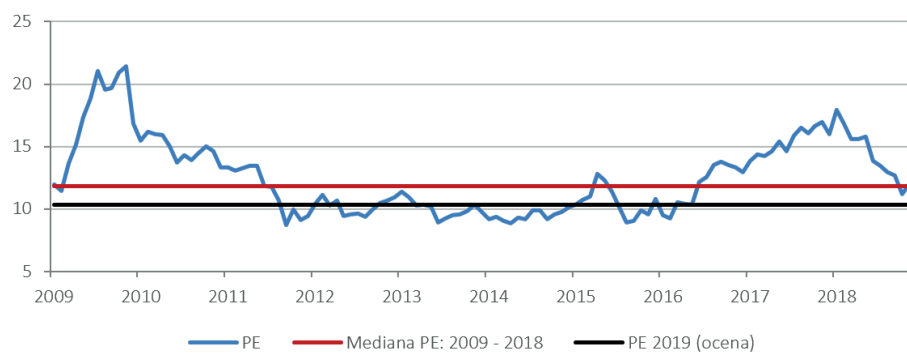
Positivna stran upadajočih tečajev so vrednotenja, ki v takšnih trenutkih postajajo ugodnejša. Relativni kazalniki so na svojih dolgoročnih povprečjih (PB in PE). Lani ob takšnem času sta bila oba navedena v območju povišanih vrednotenj, ki so bila posledica gospodarskega optimizma in nizkih obrestnih mer. V letu 2018 je nekaj tega optimizma izpuhtelo in tečaji so se spustili na privlačnejše ravni. Govorimo o vrednostih, ko je pričakovani PE za leto 2019 11, še na začetku leta 2018 pa je znašal 14. Tudi dolgoročni ciklično prilaga-

gojeni PE je 15 in pod svojim dolgoročnim povprečjem. Če bi se napetost z ZDA nekoliko umirila, ameriški dolar popustil in bi Fed upočasnil tempo dvigovanja obrestnih mer, bi se to zagotovo opazilo v popravku tečajev na kitajskih borzah. Nekaj dodatnega optimizma bi lahko prinesla tudi morebitna stimulacija domačega gospodarstva, ki bi pretrgala prehitro drsenje gospodarske rasti. Seveda pa je to dvorezen meč, s katerim je treba ravnati izjemno previdno, česar se kitajske oblasti še predobro zavedajo.

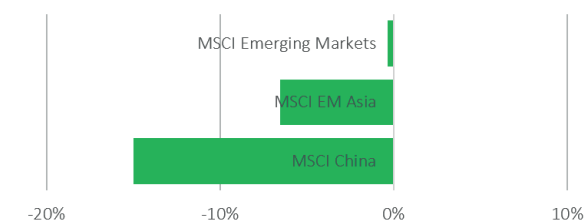
Slika 49: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) kitajskih delnic



Slika 50: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) kitajskih delnic



Slika 51: Razlika med aktualnim ciklično prilagojenim PE in njegovim dolgoročnim povprečjem, v %



Latinsko Ameriko pretresajo  
gospodarske krize.

## Brazilija

Latinska Amerika se je v letu 2018 soočala z gospodarskimi krizami izjemnih razsežnosti. Na severu kontinenta je Venezuela dosegla hiperinflacijo, ki jo spremlja pomanjkanje hrane in drugih osnovnih potrebščin. Država je v težavah, odkar so leta 2014 upadle cene nafte. Mnogi se izseljujejo, bežijo pred gospodarsko bedo. Na predsednika države Nicolasa Madura pa se je usul plaz kritik o slabem vodenju gospodarstva in drsenju v totalitarizem. Na skrajnem južnem koncu celine, kjer leži Argentina, sicer ni tako dramatično, pa vseeno je situacija nezavidljiva. Argentina se je vnovič znašla v globoki gospodarski krizi, iz katere se poskuša rešiti s 50 milijard dolarjev vredno pomočjo Mednarodnega denarnega sklada, ki pa je pogojena z nepriljubljenimi ukrepi. Med investitorji je zavladal preplah, da Argentina spet ne bo mogla poplačati svojega dolga. Najbolj jasno znamenje krize je bil upad vrednosti argentinskega pesa v primerjavi z dolarjem. Centralna banka je v poskusu umirjanja situacije dvignila ključno sedem-dnevno obrestno mero na 60 %. Razlogov za

tak položaj je več, od prepočasnega pristopa k reformam, visoke inflacije, velikega proračunskega primanjkljaja, deficita tekočega računa do prevelike odvisnosti od zunanjega kapitala, kar je v času dvigovanja obrestnih mer v ZDA in krepitve ameriškega dolarja Argentince še dodatno obremenilo. Prihodnost bodo tako znova zaznamovali reforme in zategovanje pasu.

Med Venezuelo in Argentino leži Brazilija z več kot 200 milijonov prebivalcev, kjer je tudi zaznati nekaj tega »latinskoameriškega temperamenta«, a v nekoliko bolj razredčeni obliki. Največje gospodarstvo Latinske Amerike je zdržalo v pozitivnem območju in bo po predvidevanjih v letu 2018 zraslo za 1,4 % in v letu 2019 za 2,4 %. Še aprila je IMF imel veliko večja pričakovanja, a jih je zaradi zunanjih in notranjih okoliščin proti koncu leta zmanjšal. Inflacija je za zdaj stabilna. Po ocenah bo v prihodnjih letih okrog 4 %, kar je pod povprečjem preteklih desetih let. Centralna banka je v letu 2018 dvakrat nižala obrestne mere, nazadnje v marcu na 6,5 %.

Tabela 10: Brazilski BDP in inflacija

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*
<b>BDP</b>	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-3,8	-3,6	1,0	1,4	2,4
<b>Inflacija</b>	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,4	3,7	4,2

\*Ocena.

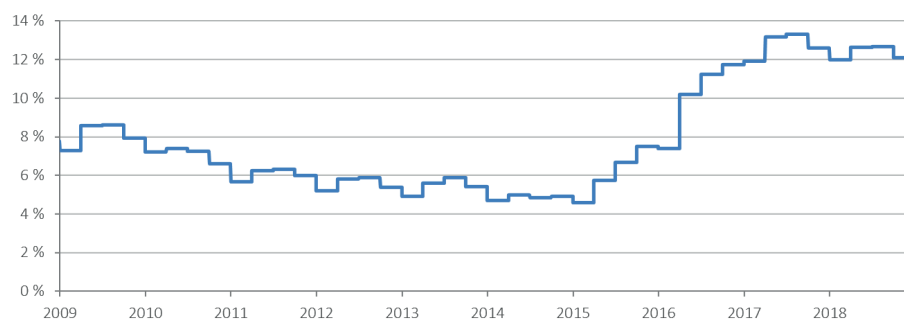
Vir: Mednarodni denarni sklad 2018.

Posledice recesije iz prejšnjih let se še vedno poznajo in gospodarstvo kljub okrevanju ostaja krhko. Stopnja brezposelnosti je še vedno visoka, 11,7-odstotna. Ko se je država nazadnje

soočila z eno najhujših recesij, je bilo brezposelnih manj kot 5 %. V današnjem okolju si ne morejo privoščiti spodrseljavev.

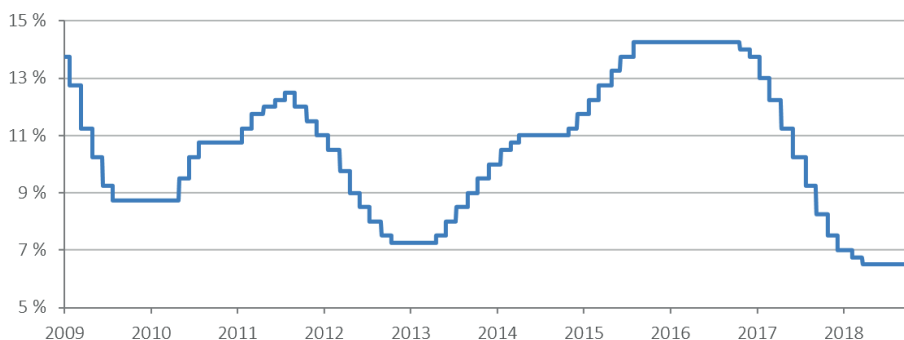
Kljub okrevanju ostaja  
brazilsko gospodarstvo krhko.

Slika 52: Stopnja brezposelnosti v Braziliji



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 53: Obrestna mera brazilske centralne banke SELIC



Vir: Bloomberg 2018.

Skrbi tudi velik, 7,2-odstotni proračunski primanjkljaj. Ekonomisti pozivajo k prepotrebim reformam, predvsem na občutljivem področju pokojninskega sistema, ki je krivec za velik del proračunskega primanjkljaja. Predhodnim vladam ni uspelo zakrpati pokojninske luknje. Upanje polagajo na novega desničarskega predsednika, nekdanjega vojaškega poveljnika in populista v Trumpovem slogu Jaira Bolsonara, ki bo oblast prevzel 1. januarja 2019. Politična kampanja je bila temperamentna in nasilna. Bolsonara je na enem od predvolilnih shodov nasprotnik zabodel z nožem, pri čemer je predsedniški kandidat izgubil skoraj 40 % krvi in nekaj dni preživel na oddelku za intenzivno nego. Ideje, ki jih podpira, so zelo konservativne. Razočaranje

nad politiko na splošno je veliko. Skoraj vsi politični akterji so vpleteni v škandale s podkupovanjem in politični pretresi so postali vsakdanjost.

Podobno kot druga gospodarstva, ki imajo povečane potrebe po tujem financiranju, je tudi Brazilija med tistimi, ki se soočajo s težavami. Velik proračunski primanjkljaj, upad cen surovin (predvsem zaradi šibkejšega povpraševanja Kitajske in napetosti v mednarodni trgovini), strožji mednarodni finančni pogoji in splošna nestabilnost so se takoj pokazali v zdrs vrednosti reala, ki je v razmerju do ameriškega dolarja izgubil okrog 15 % svoje vrednosti.

Nujno je čim prej vzpostaviti vzdržen pokojninski sistem.

Novi predsednik Jair Bolsonaro po dolgem času pomeni politični zasuk v desno.

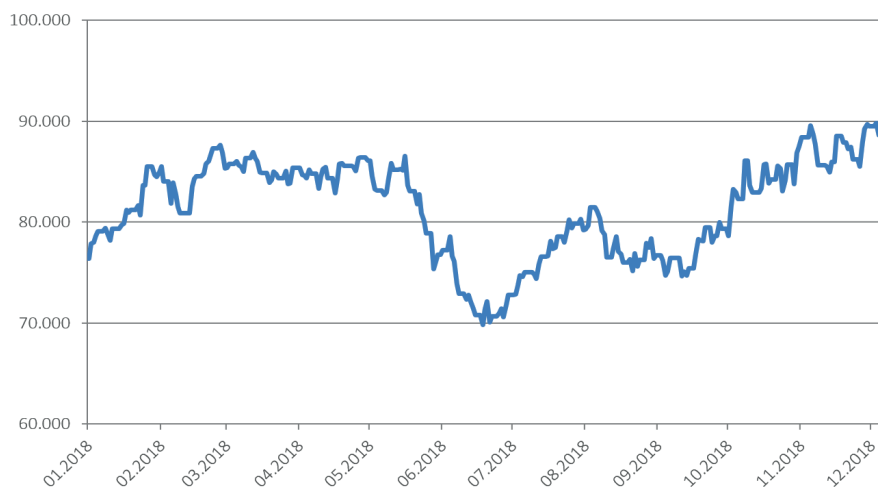
## Vrednotenja delniškega trga

Delniški trg Brazilije je že več let pod vplivom cen surovin in političnih sprememb. Sploh ritem slednjih se ponavlja. Delniški trg vedno z optimizmom pričaka menjavo oblasti. Optimizem še nekaj časa traja, potem pa se lahko hitro prevesi v pesimizem, kot se je v preteklosti, ko se je vladajoča politika zapletla v

afere in ni bila sposobna izpeljati potrebnih reform. Tudi letos, ko je bilo leto volitev, je Bovespa, osrednji brazilski delniški indeks, pozitiven. Do konca novembra je v realih dosegel 17,1 % rasti, s čimer je globalno gledano eden izmed redkih zmagovalcev.

Rast osrednjega indeksa je prestavila tečaje v območje povišanih vrednosti.

Slika 54: Brazilski delniški indeks Bovespa

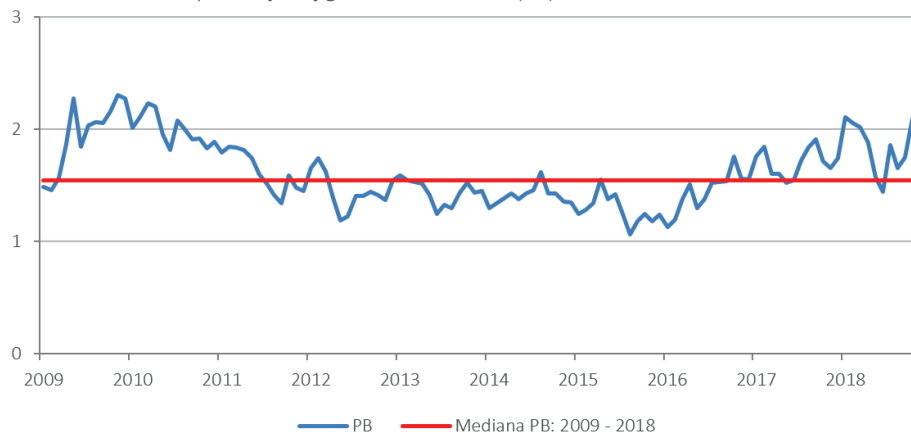


Vir: Bloomberg 2018.

Rast osrednjega indeksa je prestavila tečaje v območje povišanih vrednosti. Relativni multiplikator knjigovodske vrednosti (PB) je nad svojim dolgoročnim povprečjem. Tudi

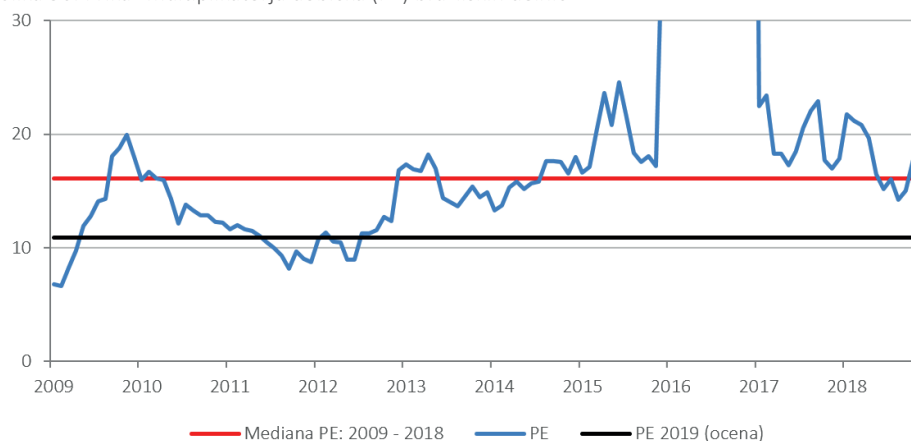
večkratnik dobička je rahlo nad povprečjem, s tem da so pričakovanja za leto 2019 kar optimistična. Pričakovani PE znaša 10,5.

Slika 55: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) brazilskih delnic



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 56: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) brazilskih delnic



Vir: Bloomberg 2018.



## Rusija

Rusija se še vedno trdoživo upira mednarodnim sankcijam, ki so se začele leta 2014 po ruskem vojaškem vmešavanju v ukrajinsko krizo in po priključitvi polotoka Krim. Kot naročeno je takrat strmoglavo upadla tudi cena nafte, glavne ruske izvozne surovine, za več kot 50%. Sprejetje sankcij je sprožilo kolaps rublja, ki si od takrat še ni opomogel, in sprožilo finančno krizo ter dve leti trajajočo recesijo. Zaradi sankcij in povračilnih ukrepov se je zmanjšala mednarodna menjava, kar je škodilo vsem vpletenim stranem. Evropske države, ki imajo mnogo več stika z Rusijo kot ZDA, so neenotne glede omejitev, saj je cena, ki jo plačuje gospodarstvo EU, visoka. Julija 2018 je EU sporočila podaljšanje sankcij do februarja 2019, kar so ZDA storile že marca. Mesec dni kasneje, po zastrupitvi nekdanjega ruskega agenta v Angliji, za kar obtožujejo rusko tajno službo, so ZDA predlagale dodatne sankcije. Rusija je v letih sankcij poiskala »nove prijatelje« ter stkala močnejše vezi s Kitajsko in državami Bližnjega vzhoda.

Gospodarstvo Rusije ostaja šibko. Nekaj olajšanja so v letu 2018 prinesle višje cene

nafte, ki so se na mednarodnih trgih v drugi polovici leta povzpele na 75 dolarjev za sod, a so se takoj zatem v roku dveh mesecev znižale na 50 dolarjev. Prihodnja gospodarska rast bo odvisna od intenzivnosti mednarodnih sankcij in cen surovin na mednarodnih trgih, predvsem energentov.

Inflacija v letu 2018 ni povzročala težav. Po napovedih bo 2,8 %, vsekakor pa je pod ciljno mejo 4 %. Višja stopnja se kot posledica višjih cen nafte in okrevanja domačega povpraševanja pričakuje v letu 2019. Ocenjujemo, da bo IMF znižal to napoved, saj se je cena nafte od oktobrskega vrha spustila za 30 %. Monetarna politika bi tako lahko zavzela nekoliko bolj sproščeno stališče od trenutnega nekoliko ostrijšega. Leto je centralna banka začela z obrestno mero v višini 7,75 % in jo dvakrat znižala do 7,25 %. V septembru je sledil nepričakovan dvig, prvi po štirih letih, na 7,5 %, z namenom umiritve trgov, kjer je prišlo do povečanja inflacijskih tveganj, upada valute in novih groženj s sankcijami.

Mednarodne sankcije so Rusijo zbližale s Kitajsko in državami Bližnjega vzhoda.

Rusko gospodarstvo ostaja šibko.

Tabela 11: Ruski BDP in inflacija

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*
<b>BDP</b>	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,7	-0,2	1,5	1,7	1,8
<b>Inflacija</b>	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,1	3,7	2,8	5,1

\*Ocena.

Vir: Mednarodni denarni sklad 2018.

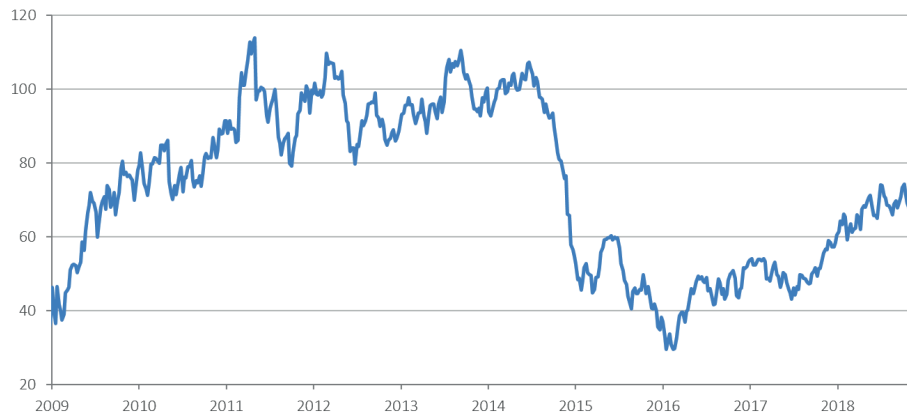
Bonitetna agencija S&P je konec februarja Rusiji dvignila bonitetno oceno in jo iz špekulativnega razreda prestavila v investicijski razred s stabilnimi obeti za naprej. Za tem stoji močna povezava med rubljem in nafto; rast cene nafte je bila tako glavni razlog za dvig ocene – izdelana je bila pred oktobrskim znižanjem. Z višjimi cenami nafte se takoj

poveča blaginja. Ohlapnejša fiskalna politika omogoča dodatne spodbude, kot so otroški dodatki in pomoč za gospodinjstva z nizkimi dohodki. Vendar je po drugi strani močna odvisnost od cen energentov tudi prekletstvo držav izvoznic surovin. Rusija iz tega vira ustvari okrog 30 % BDP in napolni 50 % proračuna.

Država je še vedno preveč odvisna od energentov.

Bonitetna agencija S&P je dvignila boniteto v investicijski razred.

Slika 57: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih, v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Putin je sprejel nepriljubljeno reformo pokojninskega sistema.

Rusija je lačna investicij in potrebna reform. Te so bile v letu 2018 nedvomno osrednja ekonomska tema, po tem ko je Putin sprejel izjemno nepriljubljeno reformo pokojninskega sistema. Sledile so splošne demonstracije na različnih koncih Rusije in prvič po priključitvi Krima, ko je je Putinov rating priljubljenosti zrasel, je njegova popularnost strmo upadla.

Pokojninska reforma je podaljšala delovno dobo (za ženske s 55 na 60 let, za moške s 60 na 65 let), razlog za te ukrepe pa je demografska slika skupaj s tveganjem gospodarskega kolapsa in hiperinflacije. V plazu kritik, ki se je usul z vseh strani, je bilo slišati tudi to, da je povprečna pričakovana življenjska doba moških le 66 let.

## Vrednotenja delniškega trga

V ospredje lahko postavimo dve značilnosti ruskega trga, ki se kažeta že vrsto let. Prva je še vedno velika korelacija med gibanjem cen nafte na mednarodnih trgih in gibanjem delniških tečajev. Ko se cene energentov dvigujejo, imamo praviloma tudi rast tečajev delniških družb (gre tudi za krepitev ruskega rublja) in obratno. Druga značilnost pa so nizka

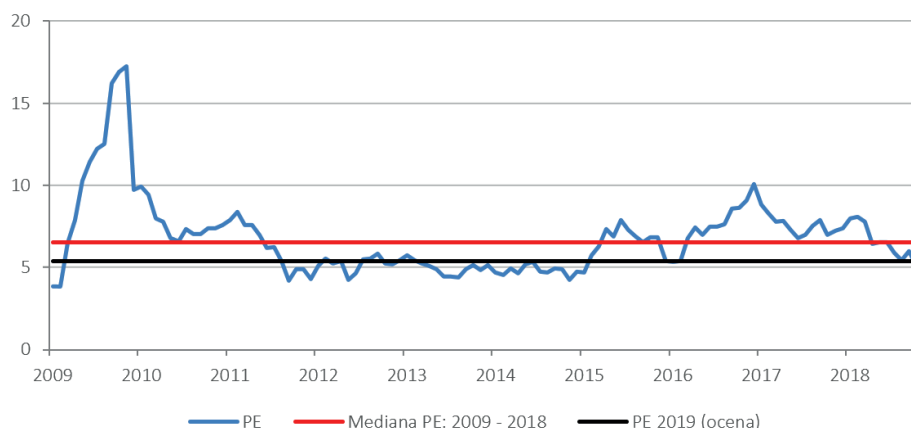
relativna vrednotenja, ki vključujejo gospodarska in politična tveganja Rusije. Tečaji so, relativno gledano, v območju svojih dolgoročnih povprečij, primerjalno pa so ta ena najnižjih na globalnih delniških trgih. Pomemben vpliv na tečaje bo imelo tudi dogajanje pri mednarodnih sankcijah, sploh če bi prišlo do postopnega opuščanja.

Slika 58: Gibanje cene nafte na svetovnih trgih in indeksa ruskih delnic



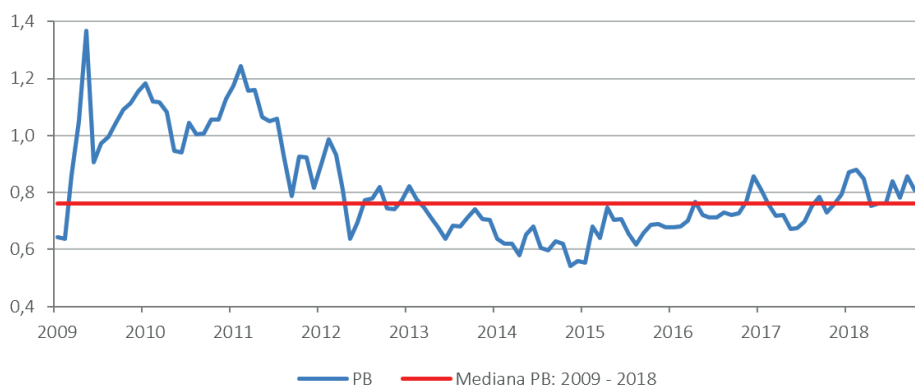
Vir: MSCI Russia Index in Bloomberg 2018.

Slika 59: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) ruskih delnic



Vir: MSCI Russia Index in Bloomberg 2018.

Slika 60: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) ruskih delnic



Vir: MSCI Russia Index in Bloomberg 2018.

## Indija

Indija ponovno prevzema primat najhitreje rastočega velikega gospodarstva. Za leti 2018 in 2019 ji je IMF napovedal 7,3- in 7,4-odstotno rast, s čimer se še povečuje razlika do Kitajske, kjer se rast postopoma niža. Tudi pogled na indeks nabavnih menedžerjev PMI napove-

duje, da se bo visoka gospodarska rast nadaljevala. Pričakuje se tudi nekoliko višja inflacija, ki pa je še vedno pod ravnmi 10 %, ki so jih bili Indijci v preteklosti navajeni. Z občutno nižjimi cenami nafte od oktobra 2018 bo popustil tudi pritisk na splošne ravni cen.

Indija ponovno prevzema primat najhitreje rastočega velikega gospodarstva.

Tabela 12: Indijski BDP in inflacija

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*
<b>BDP</b>	10,3	6,6	5,1	6,9	7,3	7,6	7,1	6,7	7,3	7,4
<b>Inflacija</b>	9,5	9,4	10,2	10,0	5,9	4,9	4,5	3,6	4,7	4,9

\*Ocena.

Vir: Mednarodni denarni sklad 2018.

Konflikt interesov med centralno banko in vlado ogroža neodvisnost centralne banke pri izvajanju denarne politike.

Slika 61: Gibanje indeksa nabavnih menedžerjev (PMI)



Vir: Bloomberg 2018.

Indijska rupija je v letu dni izgubila več kot 10 % svoje vrednosti v primerjavi z ameriškim dolarjem.

Pozornost je v letu 2018 pritegnila indijska centralna banka. V kratkem obdobju je dal odstopno izjavo že drugi guverner. Vse več je pritiskov s strani vlade po bolj ohlapni monetarni politiki, kar je v nasprotju z vse bolj restriktivnimi pogledi centralnih bankirjev. Neodvisnost indijske centralne banke je s podobnimi pritiski ogrožena – kljub splošni rasti cen zaradi energentov in deprecijacije valute ni bilo predvidenega dviga obrestne mere v oktobru, čeprav je osrednji cilj indijske centralne banke cenovna stabilnost. Kar dela vladajočo opcijo nestrpno, so prihajajoče volitve v maju 2019, ki bodo neke vrste referendum o predsedniku Narendri Modiju. Veliko je bilo obljub, premalo uresničitvev. Ena izmed kritik je, da je bilo ustvarjenih premalo delovnih mest. Zelo cenjene so stabilne službe. Indijske železnice so imele razpis za 90.000 delovnih mest, na katere se je prijavilo 25 milijonov ljudi. Tudi projekt Made in India, ki ga je promoviral predsednik in ki bi naj iz Indije naredil svetovno tovarno, podobno kot je to uspelo Kitajski, še ni obrodil sadov. Lahko pa se pohvali, da je Indija izboljšala odnos do neposrednih tujih investicij (FDI), ki so vir novih služb. Indija ima izredno številčno in mlado prebivalstvo, kar po drugi strani pomeni tudi,

da je težko absorbirati okrog pet milijonov novih delavcev, koliko se jih letno pridruži delovni sili. Povprečna starost je 27,3 leta, za primerjavo: na Kitajskem je 37,6 in Japonskem 47,1 leta. V tem pogledu je zaradi visoke rasti delovne sile gospodarska rast Indije mogoče še vedno prenzka.

Izguba vrednosti indijske rupije v letu 2018 je še ena aktualna težava. Upad vrednosti za več kot 10 % v razmerju do dolarja in doseganje najnižjih ravni gre delno pripisati splošnemu manjšemu zanimanju za investicije v trge v razvoju, delno pa slabi uravnoveženosti trgovinske bilance. Indija povečuje uvoz, medtem ko pri izvozu ni tako uspešna, s čimer se trgovinski primanjkljaj samo še povečuje. Višje cene energentov so eden izmed glavnih krivcev slabe bilance. Nafta je še vedno najpomembnejša uvozna dobrina Indije, ki velja za tretjega največjega porabnika te surovine na svetu. Višje cene nafte v ameriških dolarjih se v naslednjem koraku prelevijo v višje cene goriv in povečujejo pritisk na splošno raven cen. V želji po zmanjšanju uvoza in stabilizaciji rupije se država oklepa metod protekcionizma.

Slika 62: Gibanje indijske rupije (INR) v primerjavi z dolarjem (USD)



Vir: Bloomberg 2018.

Bančni sistem Indije ima strukturne težave in je obremenjen s slabimi posojili. V marcu je bilo v bankah za 150 milijard ameriških dolarjev slabih posojil. Večina tega je v državnih bankah, slabih posojil je tam 14,6 %. V glavnem gre za

posojila podjetjem za velike projekte in v manjšem delu za posojila prebivalstvu. Zasebni bančni sektor bo tu dobil priložnost za povečanje tržnega deleža, ko se bodo državne banke ukvarjale s sanacijo.

Bančni sistem je obremenjen z več kot 150 milijardami dolarjev slabih posojil.

## Vrednotenja delniškega trga

Ne glede na manjšo priljubljenost trgov v razvoju so indijske delnice v letu 2018 do decembra ohranile pozitivno rast v lastni valuti. Nižje cene nafte so poskrbele za nekaj dodatnega optimizma v oktobru in novembru. Morebitno umirjanje tempa dvigovanja obrestnih mer v ZDA pa lahko ta trend povlečejo še v leto 2019.

Kar se relativnih vrednotenj tiče, so indijske delnice v povprečju dražje od konkurentov v skupini BRIC in so nekje v območju svojih dolgoročnih vrednosti. Optimistična pričakovanja rasti dajejo nekaj podpore za naprej. Pričakovani PE za leto 2019 znaša 16,5, kar je enako pričakovanjem izpred enega leta in so pod povprečji trga.

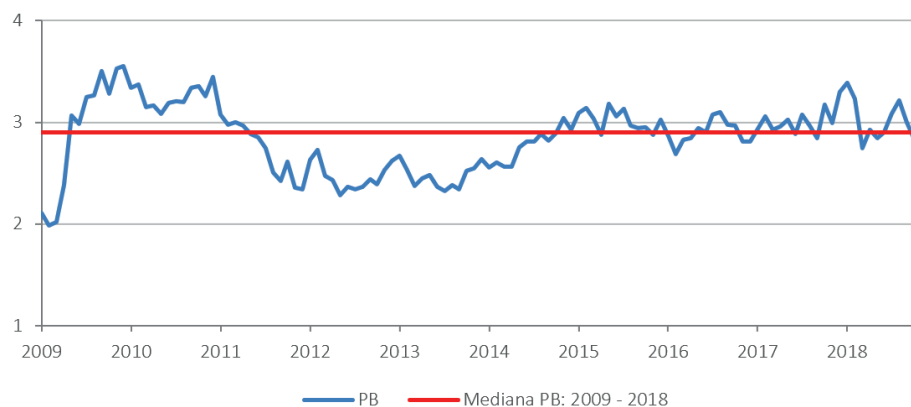
Slika 63: Indijski delniški indeks Sensex



Vir: Bloomberg 2018.

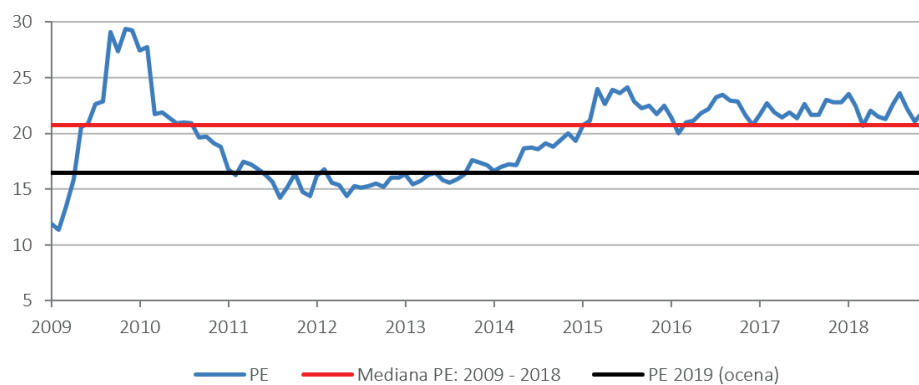
Vrednotenja so v območju dolgoročnih povprečij.

Slika 64: Prikaz multiplikatorja knjigovodske vrednosti (PB) indijskih delnic



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 65: Prikaz multiplikatorja dobička (PE) indijskih delnic



Vir: Bloomberg 2018.



## Delniški trgi po sektorjih



**Uroš Selič**

Največja naftna podjetja so se v preteklih letih dobro pripravila na povečano nihajnost cen nafte

Ključno vprašanje: je možno zmanjšati izpuste toplogrednih plinov, ne da bi spravili v nevarnost poslovanje naftnih družb

## Energetika

Tabela 13:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	57,0 %
Evropa brez VB	24,3 %
VB	5,4 %
Japonska	1,3 %
Razvita Azija	1,9 %
EM	9,9 %

Vir: Bloomberg 2018.

Leto 2018 je bilo za delnice iz sektorja energetika dokaj nenavadno. Potem ko so se delnice skoraj vse leto gibale v pozitivnem območju in ob koncu septembra, merjeno v evrih, dosegle v povprečju 15-odstoten donos, se je v zadnjih dveh mesecih vse obrnilo na glavo. V povprečju so, merjeno v evrih, delnice od začetka leta pa do začetka decembra upadle za dobrih 5 %. Seveda je na gibanje najbolj vplivala cena nafte, ki je podlegla raznim pritiskom. Nekaj pritiskov je bilo zaradi povečane ponudbe nafte, nekaj skrbi pa so povzročili napetost med trgovinsko vojno in geopolitični zapleti, ki so vedno nepredvidljivi in pogosto vplivajo na energetske sektor. Proizvodnja nafte se je povečala pri vseh največjih proizvajalkah. Rusija in Savdska Arabija črpa nafto po rekordnih stopnjah, medtem ko so ZDA prvič po letu 1973 postale največji svetovni proizvajalec črnega zlata. Še več, ZDA so postale neto izvoznik nafte, kar se ni zgodilo že vse od druge svetovne vojne.

Največja naftna podjetja so se v preteklih letih dobro pripravila na povečano nihajnost cen nafte in svoje portfelje ter poslovne modele uravnotežila, znižala stroške in zmanjšala porabo, vse z namenom, da bi prepričala vlagatelje o odpornosti in dobičkonosnosti svojega poslovnega modela tudi pri nižjih cenah nafte. V prvi polovici leta, ko se je cena nafte gibala med 70 in 80 dolarjev za sod, se je to poznalo pri profitabilnosti podjetij. Prosti denarni tok se je vrnil na večletno visoko raven in večina denarja se je porabila za odplačilo dolgov, odkupe lastnih delnic ali izplačilo višjih

Tabela 14:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Integrated Oil & Gas	60 %
Oil & Gas Exploration & Produkcija	18,3 %
Oil & Gas Equipment & Services	5,1 %
Oil & Gas Storage & Transporta	9 %
Oil & Gas Refining & Marketing	7,1 %
Oil & Gas Drilling	0,3 %
Coal & Consumable Fuels	0,2 %

Vir: Bloomberg 2018.

dividend. Zgodovinsko gledano so običajno podjetja zdravo investicijsko okolje izkoristila za nove projekte, nove naložbe, vendar se to v tem ciklu ni zgodilo. Ob letošnjem dvigu cene nafte so vodje podjetij ostali disciplinirani in se niso usmerili k novim investicijam. Podjetja pravijo, da lahko naredijo več z manj, saj so mejni stroški črpanja nafte pri večini podjetij že pod 50 dolarjev za sod. Kljub sunkovitemu upadu cene nafte ob koncu leta ostajamo optimisti za energetske družbe, katerih vrednotenja ostajajo na nizkih ravneh, še posebej pa velja omeniti visoko dividendo donosnost največjih evropskih velikanov, ki pri nekaterih presega 6 %.

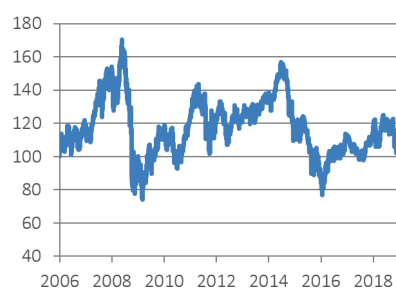
Vedno glasnejši pozivi javnosti k strožjim omejitvam emisij toplogrednih plinov zmanjšujejo manevrski prostor naftnih družb pri tem, kako naj maksimirajo vrednost podjetja za svoje delničarje, ne da bi pri tem ogrožali planet. Ključno vprašanje ostaja, ali je možno zmanjšati izpuste toplogrednih plinov, ne da bi spravili v nevarnost poslovanje družbe. V eni izmed največjih naftnih družb, Royal Dutch Shellu, pravijo, da je to mogoče. Napovedali so, da bodo določili posebne cilje za zmanjšanje emisij ogljika na vsake tri do pet let s ciljem, da se do leta 2050 emisije zmanjšajo za polovico.



## Gibanje sektorja

Slika 66:

Gibanje S&P 1200 Energy v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 67:

Relativno gibanje Energy in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2018.

## Vrednotenje sektorja

Slika 68:

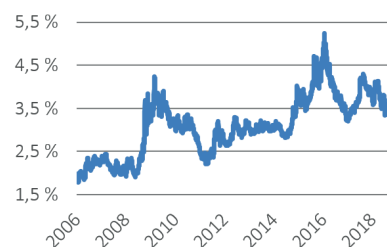
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 69:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
EXXON MOBIL	ZDA	288.079	16,40	1,73	7,35
CHEVRON	ZDA	193.397	13,72	1,44	5,64
TOTAL	FRANCIJA	129.386	10,03	1,24	4,44
ROYAL DUTCH SHELL	NIZOZEMSKA	116.672	10,98	1,24	5,21
BP	VB	114.168	10,86	1,28	4,50
ROYAL DUTCH SHELL	NIZOZEMSKA	98.089	11,08	1,26	5,21
EQUINOR	NORVEŠKA	67.853	11,10	1,84	3,02
CONOCOPHILLIPS	ZDA	66.499	14,09	2,37	5,30
CNOOC	KITAJSKA	64.188	8,80	1,28	3,50
EOG RESOURCES	ZDA	52.657	17,48	3,24	7,78

Vir: Bloomberg 2018.



Damjan Kovačič

## Surovine in predelovalna industrija

Tabela 15:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	33 %
Evropa brez VB	25,5 %
VB	11,4 %
Japonska	8,1 %
Razvita Azija	8,6 %
EM	13,5 %

Vir: Bloomberg 2018.

Po dveh zaporednih pozitivnih letih, ko je sinhrona globalna rast poganjala visoke donose v surovinskem sektorju, je leto 2018 prineslo razočaranje vlagateljem, ki so pričakovali, da bodo delnice iz sektorja materiali in surovine dobra naložbena izbira v zreli fazi poslovnega cikla. Za tak scenarij bi se morala nadaljevati nadpovprečno robustna in sinhrona globalna rast, kar pa se ni zgodilo.

Leto 2018 je v očeh večine udeležencev na trgih zaznamoval vedno bolj toksičen trgovinski spor med ZDA in Kitajsko, vendar pa to ni bil tisti odločilni dejavnik, ki je zmanjšal apetit po tveganju in privedel do pritiskov na cene finančnega in realnega premoženja. Razhajanje med gospodarsko aktivnostjo v ZDA in preostalim svetom je v prvi vrsti posledica zaostrene globalne dolarske likvidnosti zaradi dvigov ameriških obrestnih mer in kvantitativnega zategovanja, ki prek rasti dolarja deluje kot ročna zavora za preostali svet, in manjšega kitajskega kreditnega impulza, socialnega financiranja in investicij v fiksna sredstva, ki so v zadnjem desetletju rasla po povprečno 20-odstotni stopnji, letos pa samo še po 6-odstotni.

Ko Kitajska zakašlja, se surovine prehladijo ali pa celo dobijo pljučnico, kar je bilo v letu 2018 vidno v stalnih pritiskih na cene surovin in delnic. Osrednji surovinski indeks CRB je tako v dolarjih izgubil 5 %, indeks industrijskih kovin je upadel za 17 %, indeks kmetijskih pridelkov je zdrsnil za 6 %, delnice podjetij iz sektorja pa so

Tabela 16:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Diversified Chemicals	12,6 %
Diversified Metals & Mining	17 %
Fertilizers & Agricultural Che	4,4 %
Industrial Gases	9 %
Commodity Chemicals	8,2 %
Specialty Chemicals	17,6 %
Construction Materials	5,1 %
Steel	3 %
Paper Packaging	9,9 %
Other	12,6 %

Vir: Bloomberg 2018.

izgubile povprečno 15 % vrednosti (kemijska industrija -13 %, rudarske družbe -19 %, gradbeni materiali -29%).

V letu 2019 bo na surovinske trge odločilno vplival razplet ameriško-kitajskih trgovinskih napetosti, kjer se že nakazujejo določeni znaki popuščanja v smeri obojestransko sprejemljivega kompromisa. Prav tako so kitajske oblasti v zadnjih mesecih začele znova sproščati pretirano restriktivno fiskalno in monetarno politiko, s ciljem ublažitve kreditnega krča in podpore gospodarski rasti.

Predvsem pri industrijskih kovinah in uranu bi se lahko v letu 2019 že pojavila nekatera ozka grla na strani ponudbe, do česar bo prišlo zaradi kronično nezadostnih investicij v nove rudnike bakra, niklja, svinca, cinka in zgodovinsko majhnih zalog barvnih kovin v skladiščih, ki so najnižji ravni v zadnjih petih letih.

Na dolgi rok v ospredje še naprej postavljamo baker kot zelenoenergetsko kovino sedanosti in prihodnosti, ki bo imela ključno vlogo pri revolucionarnem prehodu na elektrificiran transport. Medtem ko je danes delež električne energije v končni porabi energije manjši od 20 %, lahko pričakujemo, da se bo v prihodnjih 30 letih najmanj podvojil ali pa bo celo presegel 50 %. Trenutne cene bakra na terminkih borzah so pri okoli 2,8 dolarja na funt (0,45 kilograma) bistveno prenizke, da bi lahko v prihodnjih 10 letih prišlo na trg dovolj

V letu 2019 lahko nastanejo ozka grla v ponudbi industrijskih kovin.

Ob pomiritvi trgovinskega konflikta bodo makrodejavniki pozitivni.

nove ponudbe tudi pri zelo podpovprečni rasti povpraševanja. Do leta 2022 oz. 2023 namreč ne pričakujemo odprtja nobenega velikega novega rudnika bakra, hkrati pa se največji proizvajalci ubadajo z vedno večjimi geološkimi ovirami, saj je povprečna vsebnost bakra v rudi upadla z 1,0 % v letu 2010 na današnjih 0,75 %.

Na cene surovinskih delnic bodo tudi v letu 2019 najbolj vplivali makrodejavniki na strani povpraševanja. Ob solidni več kot tridstotni globalni rasti, stabilizaciji razmer na Kitajskem in nekoliko šibkejšem dolarju je naš osnovni scenarij pomiritev trgovinskega konflikta, kar

bi lahko blagodejno vplivalo na cene surovin in surovinske delnice.

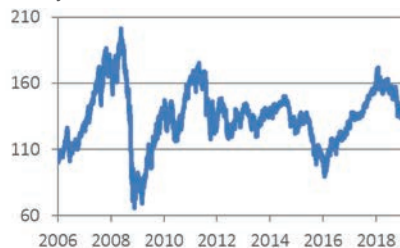
Delnice podjetij iz sektorja materiali in surovine, ki vključujejo kemijsko industrijo, rudarske družbe, gradbene materiale ter pakiranje in embalažo, so po temeljnih kazalnikih poslovanja najcenejše od zadnje finančne krize. Globalne surovinske delnice kotirajo na borzah z okoli 20-odstotnim diskontom na zgodovinska povprečja, sočasno pa ob manj kot 12-kratniku pričakovanega dobička ponujajo vlagateljem zelo visok dividendni donos v višini 3,2 %.

Vrednotenja 20 % pod zgodovinskimi povprečji

## Gibanje sektorja

Slika 70:

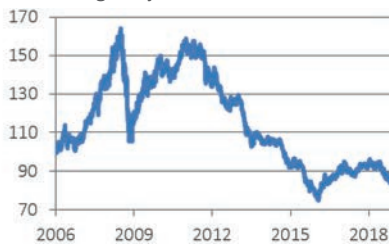
Gibanje S&P 1200 Material v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 71:

Relativno gibanje Material in S&P 1200 v USD

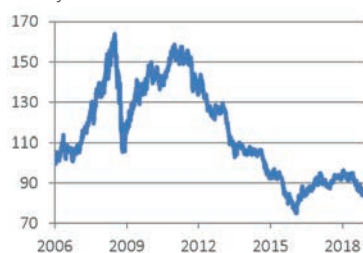


Vir: Bloomberg 2018.

## Vrednotenje sektorja

Slika 72:

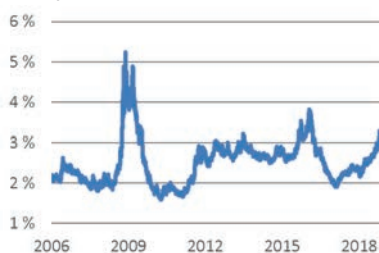
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 73:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Ko Kitajska zakašlja, se surovine prehladijo.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
DOWDUPONT	ZDA	108.067	13,01	1,26	8,25
LINDE	VB	73.764	23,88	–	12,00
BHP BILLITON	AVSTRALIJA	63.590	12,29	2,16	5,77
VALE	BRAZILIJA	60.852	9,36	–	5,06
BASF	NEMČIJA	53.520	9,58	1,50	7,18
RIO TINTO	VB	51.055	9,18	1,85	5,14
AIR LIQUIDE	FRANCIJA	44.782	20,21	2,72	11,23
GLENCORE	ŠVICA	43.415	7,30	1,07	4,67
ECOLAB	ZDA	39.003	29,37	5,61	16,92
BHP GROUP	AVSTRALIJA	36.442	10,71	1,89	5,77

Vir: Bloomberg 2018.



mag. Jure Dubravica

Relativna vrednotenja industrijskega sektorja so pod svojimi večletnimi povprečji.

## Industrija

Tabela 17:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	52,9 %
Evropa brez VB	23,1 %
VB	5,2 %
Japonska	15,5 %
Razvita Azija	1,4 %
EM	1,8 %

Vir: Bloomberg 2018.

V letu 2018 smo imeli dve večji korekciji delniških tečajev. Predvsem druga, oktobrska (v času pisanja, začetek decembra, še traja), je bila izrazitejša za delnice družb iz industrijskega sektorja v primerjavi s povprečjem trga. Vsesplošni optimizem je skozi leto postopoma izpuhtel. Poslabševanje pričakovanj glede prihodnosti, prihodnje globalne gospodarske rasti, je pustil pečat na enem bolj cikličnih sektorjev. Globalni PMI proizvodnje, vodilni kazalnik gospodarske aktivnosti, je v drugi polovici leta obrnil smer in začel upadati. Kljub temu je ohranil vrednost nad 50, ki označuje rast. Delnice marsikaterih družbe, predvsem iz ZDA, kjer so bile rasti najvišje, so postale žrtev prevelikih pričakovanj. Ne gre toliko za to, da bi prišlo do nenadnega zastoja v poslovanju, bolj za skromnejša pričakovanja glede tempa prihodnje rasti. Delniški trgi so odreagirali negativno, če je poslovanje doseglo vrh, če družbe ne morejo zagotoviti stopenj rasti kot v zadnjih letih, so vredne manj. Dejstvo, da gre za ciklično panogo, ki ne more v nedogled rasti po nadpovprečnih stopnjah, je spregledal marsikateri vlagatelj in po večletnem pozitivnem trendu rasti raje unovčil svojo naložbo. Posledično je prišlo proti koncu leta do razprodaj in vrednotenij, ki so pod dolgoročnimi povprečji. Pričakovani multiplikator dobička (PE) na delnico v globalnem portfelju industrijskih družb za leto 2019 znaša 14,2. V lanskem poročilu smo v takšnem času pisali o pričakovanem multiplikatorju v višini 17,3. Gre za večji popravek v pričakovanjih navzdol. Podobno je tudi s preostalimi relativnimi kazalniki in z vidika vrednotenij, v nasprotju z lani, ne moremo govoriti o precenjenosti tečajev delniških družb v industrijskem sektorju.

Tabela 18:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Capital Goods	65,4 %
Transportation	23,3 %
Commercial & Professional Serv	11,2 %

Vir: Bloomberg 2018.

V nasprotju z ZDA je Evropa izgubila ves svoj zalet. Po tem ko je še leta 2017 kazalo, da prihaja obdobje evropskega gospodarstva, smo v letu 2018 doživeli ponovno upočasnitev. PMI se je od začetka leta, ko je dosegel vrednost 60, postopoma spuščal in v zadnjih mesecih pristal pri 51,5. Razlogov je več, a če na kratko povzamemo najbolj izpostavljene, so to politične krize na različnih koncih EU, nova ameriška politika glede mednarodne trgovine in povečana negotovost na trgih v razvoju. Kot primer, velik del nemške industrije je vezan na avtomobilski sektor, kjer se rast že tako upočasnjuje, pojavila pa se je še grožnja ameriških uvoznih tarif. Spodbudno je, da gospodarska situacija, takšna, kot je, omogoča Evropski centralni banki nadaljevanje izvajanja ekspanzivne, spodbudne monetarne politike nizkih obrestnih mer in da so vrednotenja evropskih industrijskih družb podpovprečna, pričakovanja investitorjev pa izredno skromna.

Priložnost, ki jo vidimo za leto 2019, je, da se scenariji, ki se odvijajo v glavah vlagateljev, ki so proti koncu leta 2018 zapuščali delniške trge, ne bodo tako negativni, kot si jih zamišljajo. Skromna pričakovanja in nižja vrednotenja, do katerih je prišlo proti koncu leta, ponujajo nekaj dodatne »varnostne marže«. Je pa treba poudariti, da je za nami eden najdaljših poslovnih ciklov, ki je v svoji zadnji fazi in se bo enkrat končal. Po trenutnih podatkih v letu 2019 sicer še ne bo recesije. Povečana nihajnost, ki smo ji bili priča v letu 2018, pa bo zvesta spremljevalka kapitalskih trgov še naprej.

## Gibanje sektorja

Slika 74:

Gibanje S&P 1200 Industrial v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 75:

Relativno gibanje Industrial in S&P 1200 v USD



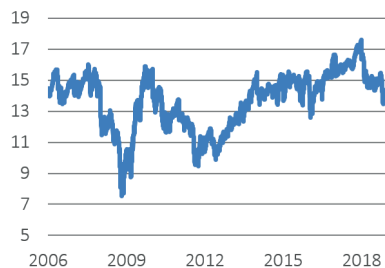
Vir: Bloomberg 2018.

PMI, vodilni kazalnik gospodarske aktivnosti, se je skrčil, a je še vedno v območju rasti.

## Vrednotenje sektorja

Slika 76:

Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 77:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
BOEING	ZDA	160.905	21,41	–	13,81
3M CO	ZDA	101.190	19,91	11,26	13,68
UNION PACIFIC	ZDA	95.235	18,77	5,27	12,09
UNITED TECHNOLOGIES	ZDA	90.407	16,68	2,98	11,79
HONEYWELL INTERNATIONAL	ZDA	90.016	17,30	5,63	12,16
SIEMENS	NEMČIJA	82.841	13,48	1,74	9,41
LOCKHEED MARTIN	ZDA	71.159	16,25	86,26	11,53
AIRBUS	FRANCIJA	69.105	20,40	7,24	8,22
UNITED PARCEL SERVICE	ZDA	64.186	14,58	29,20	11,25
CATERPILLAR I	ZDA	63.912	10,61	4,60	6,52

Vir: Bloomberg 2018.

Eden najdaljših poslovnih ciklov je v zadnji fazi, vendar v letu 2019 še ne pričakujemo recesije.



Aleš Šoba  
CFA

Amazon prevladuje v sektorju trajnih potrošnih dobrin.

## Trajne potrošne dobrine

Tabela 19:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	55,6 %
Evropa brez VB	20,2 %
VB	3,4 %
Japonska	16,4 %
Razvita Azija	1,0 %
EM	3,2 %

Vir: Bloomberg 2018.

Sektor trajnih potrošnih dobrin je do decembra pridobil 1,41 % (v evrih), kar je nad povprečjem trga. Znova je glavnino tega donosa prispevalo ameriško podjetje Amazon, ki je do decembra zraslo kar za 40 %. Drugače pa so se odrezale delnice večine preostalih podjetij, saj jih je samo 30 % končalo pozitivno, preostale so imele negativen donos. Zanimiv je podatek, da znaša povprečna donosnost posamezne delnice negativnih 10 %. Skoraj 40 % delnic pa je v letu 2018 upadlo za več kot 20 %. Če sektor ne bi imel podjetja Amazon, bi leto končal krepko v minusu. Vpliv Amazona se je skozi leto še povečal, saj je sektor doživel večjo preobrazbo. V skladu z GICS se je iz njega izločil podsektor medijev (komunikacijske storitve). To pomeni, da znaša Amazonova utež v sektorju skoraj 20 %.

Gospodarsko okolje je bilo znova naklonjeno potrošnikom, saj se je brezposelnost še naprej zniževala (globalno imamo najnižjo brezposelnost v zadnjih 40 letih), kar pomeni, da je pritisk na rast plač vedno večji. Oboje (večja zaposlenost in rast plač) je okrepilo optimizem potrošnikov. Smo pa bili priča prvim negativnim vplivom višjih obrestnih mer v ZDA, kjer se je aktivnost na nepremičninskem trgu umirila, kar se je pokazalo v velikih upadih podjetij, povezanih s tem segmentom (posebej gradbincev).

Sicer pa so se trendi iz zadnjih let, kjer so »slavila« podjetja, ki so »strukturni« zmagovalci, nadaljevali tudi v letu 2018. Večina podsektorjev doživlja večje spremembe, ki bodo močno premešale karte med zmagovalci. Na področju trgovine tako nič novega. Podjetja, ki morajo konkurirati velikanom, kot sta

Tabela 20:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Automobiles & Components	22,8 %
Consumer Durables & Apparel	18,5 %
Consumer Services	15,6 %
Retailing	43,0 %

Vir: Bloomberg 2018.

Amazon in Alibaba, lahko poskusijo srečo, vendar imajo vodilna podjetja vedno večje konkurenčne prednosti pred preostalimi. Razlika se je z letom 2018 samo še povečevala.

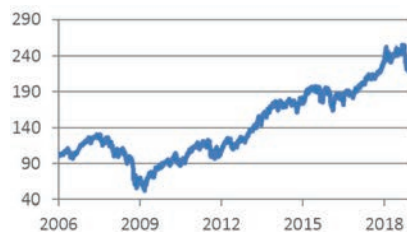
V avtomobilski industriji so se v letu 2018 še bolj pokazali dvomi o tem, kakšno vlogo bodo imeli »stari« proizvajalci avtomobilov v okolju električnih in samovozečih vozil. Večina je močno izgubila pri svoji vrednosti, predvsem evropski proizvajalci in njihovi dobavitelji. Poleg teh strukturnih sprememb spremljamo tudi ciklično upočasnitev prodaje, tako bo celo na največjem trgu na svetu, Kitajski, letos prodanih manj avtomobilov kot pa v letu 2017. To se bo zgodilo prvič po letu 1990. Pomemben mejnik je bila tudi poteza podjetja Waymo (v lasti podjetja Alphabet), ki je prvi uvedel storitev samovozečih taksijev. Prihodnost je res hitro prišla.

Segment, kjer strukturne spremembe še niso načele prevlade starih zmagovalcev, so luksuzne dobrine, kjer imata zgodovina podjetja in moč blagovne znamke še kako pomembno vlogo v glavah potrošnikov. V letu 2018 so bila to podjetja, ki so se držala razmeroma dobro navkljub znamenjem, da se kitajska norost za luksuzom umirja. LVMH, Kering (Gucci), Hermes in manj luksuzen Adidas so redka evropska podjetja s pozitivnim predznakom.

Izkušnje iz zadnjih let kažejo, da je smiselno staviti na podjetja z močnimi konkurenčnimi prednostmi, predvsem, če imajo močno blagovno znamko ali pa močan mrežni učinek. Ta so se sposobna prilagoditi vedno hitrejšemu toku sprememb.

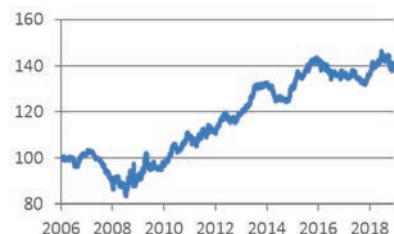
## Gibanje sektorja

Slika 78:  
Gibanje S&P 1200 CD v USD



Vir: Bloomberg 2018.

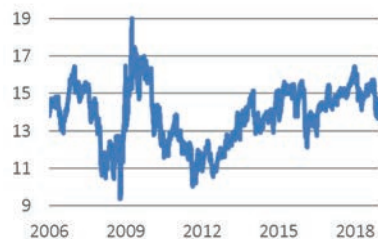
Slika 79:  
Relativno gibanje CD in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2018.

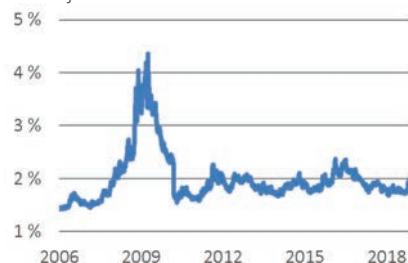
## Vrednotenje sektorja

Slika 80:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 81:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Strukturne spremembe  
močno preobračajo poslovne  
modele podjetij.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
AMAZON	ZDA	697.359	61,46	20,36	24,62
TOYOTA MOTOR	JAPONSKA	172.999	8,33	1,00	10,89
HOME DEPOT	ZDA	170.858	17,58	148,05	12,33
LVMH MOET HENNESSY LOUIS	FRANCIJA	123.732	19,23	4,11	10,98
MCDONALD'S	ZDA	123.475	23,63	-	16,30
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	ŠPANIJA	83.308	23,63	6,60	13,79
NIKE	ZDA	81.736	27,63	12,96	19,47
BOOKING HOLDINGS	ZDA	74.404	20,37	8,60	13,49
STARBUCKS	ZDA	71.104	24,66	73,28	14,23
LOWE'S COS	ZDA	62.842	17,58	13,36	11,18

Vir: Bloomberg 2018.



Aleš Grbić

Organsko rast večina glavnih igralcev nadomešča s prevzemi.

## Osnovne potrošne dobrine

Tabela 21:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	51,9 %
Evropa brez VB	23,3 %
VB	12,3 %
Japonska	7,3 %
Razvita Azija	1,2 %
EM	4 %

Vir: Bloomberg 2018.

Globalni sektor osnovnih potrošnih dobrin v letu 2018 do začetka decembra z upadom za 2,93 % v evrih že tretje leto zapored dosega podpovprečen donos (lani 2,14 %, predlanskim 3,95 %). Zadnje nadpovprečne donose je dosegel leta 2015. Letošnji donos je pod donosom globalnega splošnega delniškega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je do 7. decembra 2018 upadel za 1,68 %, merjeno v evrih. Sektor osnovnih potrošnih dobrin trenutno kotira 6 % pod pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje posamezne delnice na podlagi metode neto sedanje vrednosti). Letos se je gibal v razponu od 89 % ocenjene vrednosti pa vse do 8 % nad pošteno vrednostjo. Dober mesec za sektor je bil le januar, saj je takrat za 8 % presegl pošteno vrednost. V preostalih mesecih se je gibal v razponu med 90 % poštene vrednosti pa vse do poštene vrednosti. Najbolj precejšen je bil v začetku aprila 2013, ko je kotiral 14 % nad pošteno vrednostjo. Najnižje pa je kotiral med veliko finančno krizo v letih 2008 in 2009, in sicer 32 % pod pošteno vrednostjo.

Multinacionalke s področja CS bijejo težaven boj proti e-trgovini, privatnim znamkam, majhnim podjetjem. Prodajo poskušajo povečati z okrepitvijo blagovnih znamk, zniževanjem stroškov, da lahko financirajo investicije v rast. Posledica je, da rast dosegajo le prek količin, cene pa uspe poviševati le redkim podsektorjem znotraj sektorja osnovnih potrošnih dobrin. Zaradi nizkih stopenj organske rasti v sektorju se vodilna podjetja odločajo za prevzeme v segmentih z višjim potencialom rasti.

Skozi celotno leto se je nadaljeval upad količinske prodaje mednarodnih pivovarjev. Razlog je v lokalni konkurenci kraft pivovarjev.

Tabela 22:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Food & Staples Retailing	20,7 %
Food, Beverage & Tobacco	55,9 %
Household & Personal Products	23,3 %

Vir: Bloomberg 2018.

Rasli so le v premijskem segmentu. V ZDA je prodaja piva upadla za 15 % v državah, kjer je legalizirana uporaba konoplje v rekreativne namene. Pivovarji in drugi proizvajalci pijač se želijo pred tem trendom zavarovati tako, da kupujejo deleže v podjetjih, ki se ukvarjajo s konopljo. Najbolj odmevna je bila pet milijard kanadskih dolarjev vredna investicija ameriškega proizvajalca alkoholnih pijač (pivo, vino, žgane pijače) Constellation Brands v največje svetovno podjetje na tem področju Canopy Growth.

Na drugi strani ni zaznati spremembe navad pivcev žganih pijač, še posebej premijskih. Proizvajalci žganih pijač tako dosegajo organsko rast prodaje med 4 in 6 %, večina podjetij iz sektorja osnovnih potrošnih dobrin pa le dvedo triodstotno organsko rast prodaje. Na globalni ravni tržni delež pivovarjev in vinarjev najedajo proizvajalci žganih pijač. Pozitivna zgodba je tudi premijski segment kozmetike, kjer se organska rast prodaje giblje okoli 10 %, a večinoma izhaja iz trgov v razvoju.

Ameriški regulator na področju hrane in zdravil (FDA) je objavil tri predloge, za prepoved mentola v cigaretah, za omejitev oglaševanja okusov v brezdimnih produktih in za prepoved dodajanja okusov v cigaretah. V zadnjih 20 letih še ni bilo take nevarnosti, ki bi kazala na prenehanje delovanja tobačne industrije, kot jo poznamo danes. Verjetnost prepovedi prodaje mentolovih cigaret je manjša kot 50 %, saj mora FDA dokazati koristi javnosti ob predvideni prepovedi, kar je zelo zahtevna naloga.



## Gibanje sektorja

Slika 82:

Gibanje S&P 1200 CS v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 83:

Relativno gibanje CS in S&P 1200 v USD



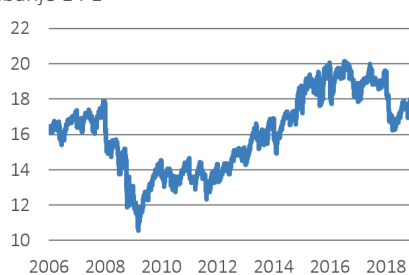
Vir: Bloomberg 2018.

Prodaja piva količinsko upada, pivovarji pa prevzemajo v drugih perspektivnih panogah.

## Vrednotenje sektorja

Slika 84:

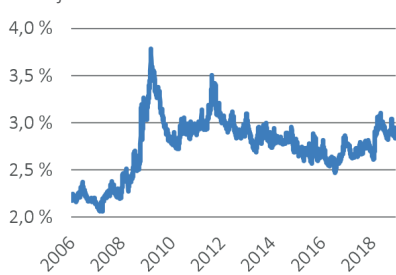
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 85:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Dober položaj imajo proizvajalci žganih pijač in premijske kozmetike.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
WALMART	ZDA	237.076	19,31	3,77	10,00
NESTLE	ŠVICA	229.111	21,83	4,59	15,30
PROCTER & GAMBLE	ZDA	201.682	21,03	4,49	14,64
COCA-COLA	ZDA	182.962	23,56	11,44	21,08
PEPSICO	ZDA	143.153	20,48	15,90	14,20
ANHEUSER-BUSCH INBEV	BELGIJA	126.021	17,83	2,04	11,81
L'OREAL	FRANCIJA	115.598	29,19	4,74	19,08
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	ZDA	115.101	16,82	-	12,86
ALTRIA GROUP	ZDA	89.144	13,55	6,57	11,38
COSTCO WHOLESALE	ZDA	86.280	29,06	7,70	15,30

Vir: Bloomberg 2018.



mag. Barbara Gačnik

Sektor je manj defenziven,  
kot je bil nekoč.

Politična debata o cenah  
zdravil v ZDA ne pojenja

## Zdravstvo

Tabela 23:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	67 %
Evropa brez VB	21,3 %
VB	4 %
Japonska	5,2 %
Razvita Azija	1,1 %
EM	0,5 %

Vir: Bloomberg 2018.

Sektor je s svojimi donosi zagotovo pozitivno presenečenje leta. Do začetka decembra je indeks delnic S&P Global 1200 Healthcare zrasel za 11,5 %, medtem ko so v enakem obdobju delnice S&P Global 1200 upadle za 1,7 %, merjeno v evrih. Znotraj sektorja so najbolj zrasle delnice zdravstvenih znanosti in storitev, najslabše so se letos odrezale delnice proizvajalcev zdravstvene tehnologije in biotehnoških zdravil.

V drugi polovici leta je sektor zdravstva med vlagatelji postal bolj priljubljen. Zdravstvo še vedno velja za defenzivno in se v recesiji obnese bolje kot preostali sektorji. Visoka stopnja konkurence med proizvajalci zdravil in negotovost glede oblikovanja cen zdravil pa sta povzročili, da je sektor manj defenziven, kot je bil nekoč.

Trenutni multiplikator dobička (PE) delnic, zajetih v S&P Global 1200 Healthcare, znaša 20,57 in je nad 10-letnim povprečjem, ki znaša 18,5. Pričakovani PE omenjenega indeksa za leto 2019 znaša 15,56. Multiplikator knjigovodske vrednosti omenjenih delnic znaša 3,83 in presega 10-letno povprečje, ki znaša 3,2. Dividendna donosnost znaša 1,97 %.

Trumpova administracija želi omejiti izdatke za zdravstvo, zato se zavzema za manjše regulatorne ovire in večjo transparentnost, da bi spodbudila močnejšo konkurenco med proizvajalci in s tem pritisk na cene. Senat v letu 2018 ni pripravil svoje različice zdravstvene reforme in verjetnost, da bi prišlo do zamenjave reforme v celoti, je po novembrskih kongresnih volitvah majhna, saj imajo večino sedežev v kongresu demokrati.

Tabela 24:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Health Care Equipment & Servis	35 %
Pharmaceuticals, Biotechnology	64,1 %

Vir: Bloomberg 2018.

Slednji se bolj zavzemajo za oblikovanje cen zdravil na federalni ravni in ne na trgu, kot zagovarja Trump. Demokrati bodo v kongresu poskušali izglasovati tovrstne spremembe, vendar je zelo verjetno, da bodo trčili ob ovire v senatu, ki je bolj republikanski. V prihodnjem letu je torej pričakovati precej politične retorike glede zdravstva, kolikšne spremembe in dopolnitve Obamove reforme lahko doseže razdeljena vlada, pa bo pokazal čas.

Politični pritisk na cene zdravil je že vplival na to, da so se nekateri farmacevti odpovedali dvigu cen za letošnje leto. Napovedani dvigi cen zdravil za prihodnje leto so v povprečju manjši kot pretekla leta. Zaradi velike konkurence je hud pritisk na cene že mogoče opaziti med proizvajalci generičnih zdravil, kar se že pozna pri njihovih dobičkih in maržah. Farmacevti bodo morali za ohranjanje svoje dolgoročne rasti nadzorovati stroške in nenehno inovirati, zato se pričakuje, da bodo izdatki za raziskave in razvoj naraščali.

Izdatki za raziskave in razvoj bodo naraščali tudi zaradi iztekanja patentov. Po podatkih Evaluate Pharms je bilo v letu 2018 pod vplivom zapadanja patentov 31 milijard dolarjev prihodkov od prodaje. V letu 2019 bo ta številka večja za 5 %, saj bo v nevarnosti 41 milijard dolarjev prihodkov. V obdobju od leta 2019 do 2024 pa lahko zapadanje patentov ogrozi kar za 212 milijard dolarjev prihodka, kar je drugi največji patentni prepad po obdobju 2012–2017. Od tega za farmacevte težkega obdobja si lahko največ obetajo podjetja iz segmenta zdravstvenih znanosti in storitev. Terapevtska področja, ki jim bodo farmacevti namenili največ pozornosti, bodo genske in

celične terapije na področju imunoonkoloških bolezni.

Splošno gledano lahko pričakujemo nadaljnjo rast prihodkov in dobička velikih farmacevtov, saj naj bi rast količinske prodaje zaradi staranja prebivalstva uspešno nadomeščala negativne cenovne pritiske. Generična industrija lahko v

letu 2019 pričakuje postopno umiritev cenovnih pritiskov, še vedno pa je treba biti pripravljen na morebitna razočaranja. V segmentu biotehnologije in specialne farmacije se sicer obeta večje število novih kliničnih preiskav, kljub temu pa bodo te bolj zgodba za poznavalce, ki bodo znali prepoznati prihodnje zmagovalce.

Spremembe ameriške zdravstvene reforme so se znašle v primežu razdeljenega kongresa.

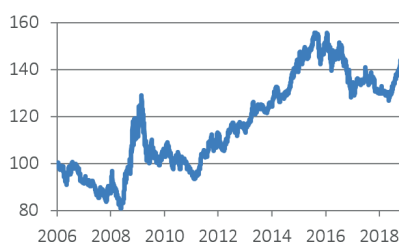
## Gibanje sektorja

Slika 86:  
Gibanje S&P 1200 Health care v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 87:  
Relativno gibanje HC in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2018.

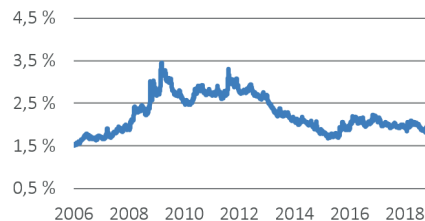
## Vrednotenje sektorja

Slika 88:  
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 89:  
Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Pred nami je obdobje iztekanja patentov.

## Največja podjetja v sektorju

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

Vir: Bloomberg 2018.



Damjan Kovačič

Recesijska vrednotenja bank  
iz EU

Izboljšana dobičkonosnost  
poslovanja

## Finančne storitve

Tabela 25:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	49,1 %
Evropa brez VB	18,8 %
VB	7,5 %
Japonska	5,1 %
Razvita Azija	6,8 %
EM	12,7 %

Vir: Bloomberg 2018.

Velika večina profesionalnih upravljalcev premoženja, vključno z upravljalci KBM Infonda, je vstopila v leto 2018 pretirano evforična in z izrazito nadpovprečno izpostavljenostjo svojih portfeljev do bank, delniških naložb in Evrope (v tem vrstnem redu). Če v vzratnem ogledalu primerjamo donose posameznih industrij in regij znotraj finančnega sektorja, bi lahko rekli, da so se trgi na pretirano evforijo odzvali tako, da so prizadeli maksimalno število aktivnih vlagateljev. Še enkrat smo lahko na lastni koži doživeli znano borzno pravilo, ki pravi, kadar vsi vlagatelji pričakujejo, da se bo nekaj zgodilo, se bo v resnici zgodilo nekaj popolnoma drugačnega.

Svetovne finančne delnice so namreč po dobrem začetku leta, z izjemo poletnega zatišja, ves čas enakomerno izgubljale proti preostalim globalnim delnicam in do začetka decembra nabrale relativni zaostanek sedem odstotnih točk. Še posebej brutalna je bila razprodaja evropskih bančnih delnic, ki so upadle za skoraj 30 %, kar pomeni, da so bili njihovi donosi za neverjetnih 27 odstotnih točk nižji od donosov svetovnih delnic, za 20 odstotnih točk nižji od donosov globalnih finančnih delnic, za 19 odstotnih točk nižji od donosov evropskih delnic in za 10 odstotnih točk nižji od donosov evropskih finančnih delnic. V primerjavi z bankami so se znotraj finančnega sektorja odlično odrezale delnice zavarovalnih družb, pri katerih so bili donosi samo za tri odstotne točke nižji od donosov delniških trgov, v Evropi pa so bili donosi

Tabela 26:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Banks	56,6 %
Diversified Financials	22,8 %
Insurance	20,8 %

Vir: Bloomberg 2018.

zavarovalnic celo za pet odstotnih točk višji od donosov evropskih delnic in za neverjetnih 23 odstotnih točk višji od donosov evropskih bank.

Če podrobneje analiziramo vrednotenja evropskih bank, ugotovimo, da so se ta že spustila v območje recesijskih vrednotenj, saj kotirajo evropske banke pri samo 0,9-kratniku knjigovodske vrednosti, kar pomeni 40-odstotni diskont glede na dolgoletno povprečje pri 1,50-kratniku PB. Evropske banke danes kotirajo pri samo devetkratniku pričakovanega letnega dobička, kar pomeni 20-odstotni diskont glede na zgodovinsko povprečje pri 10,7-kratniku PE.

Če primerjamo vrednotenja ameriških in evropskih bank, opazimo, da kotirajo evropske bančne delnice pri manj kot 0,5-kratniku knjigovodske vrednosti ameriških bank, kar je skoraj 40-odstotni diskont glede na dolgoletno povprečje pri 0,8-kratniku ameriškega PB. Podobno ekstremna relativna vrednotenja smo lahko zasledili samo še na vrhuncu evrske krize poleti 2012 (vir: Citi Research).

Evropske bančne delnice so torej samo še dobrih 15 % nad cenovnimi ravnmi, ki so jih dosegle v letih 2009, 2012 in 2016, čeprav banke ob visoki kapitalski ustreznosti in vedno večji stroškovni učinkovitosti ponujajo vlagateljem skoraj sedemodstotni dividendni donos, v zadnjih letih pa vse bolj izboljšujejo tudi dobičkonosnost poslovanja, ki bi lahko v prihodnjem letu dosegla okoli 11 %.

Tudi globalne finančne delnice so v zadnjih letih precej izboljšale dobičkonosnost poslovanja, saj se je njihov donos na kapital dvignil na skoraj 10 %, s čimer je dosegel najvišjo vrednost v tem poslovnem ciklu. Globalni finančni sektor danes kotira pri okoli 11-kratniku pričakovanega dobička, kar je za skoraj 30 % ceneje od preostalega delniškega trga, hkrati pa ponuja vlagateljem nadpovprečni, okoli 3,5-odstotni dividendni donos.

Ekonometrični modeli, ki jih spremljamo, kažejo na ohlajevanje gospodarske rasti, vendar pa bi moralo priti do zelo močnega zunanjskega

šoka, da bi svetovno gospodarstvo dejansko zdrsnilo v recesijo že v prvih devetih mesecih leta 2019.

V takem makrookolju zrelega cikla rasti bi moral biti depresivni finančni sektor privlačen tudi zato, ker analitiki pričakujejo, da bo rast dobička finančnih delnic zelo podobna kot pri okoli 30 % dražjih globalnih delnicah in naj bi znašala okoli 8 %. Znotraj sektorja pa priporočamo taktično nadpovprečno izpostavljenost do evropskih bank in bančnih delnic v vseh geografskih regijah.

## Gibanje sektorja

Slika 90:

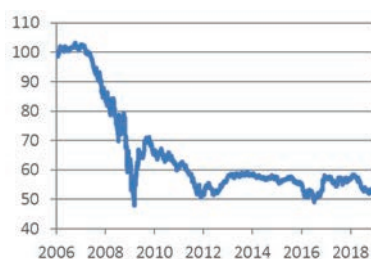
Gibanje S&P 1200 Financial v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 91:

Relativno gibanje Financial in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Nadpovprečna izpostavljenost do bančnega sektorja EU

## Vrednotenje sektorja

Slika 92:

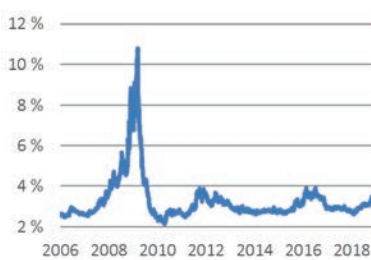
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 93:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB
JPMORGAN CHASE	ZDA	300.719	11,14	1,49
BERKSHIRE HATHAWAY	ZDA	244.448	20,22	–
BANK OF AMERICA	ZDA	218.504	9,91	1,05
WELLS FARGO	ZDA	207.132	11,60	1,35
CHINA CONSTRUCTION BANK	KITAJSKA	172.112	5,47	0,77
HSBC HOLDINGS	VB	143.247	11,54	0,88
CITIGROUP	ZDA	124.758	8,79	0,80
ROYAL BANK OF CANADA	KANADA	89.591	10,53	1,85
TORONTO-DOMINION BANK	KANADA	84.206	10,35	1,73
AIA GROUP	KITAJSKA	83.752	19,41	2,48

Vir: Bloomberg 2018.



Aleš Grbić

Prehod na poslovanje v oblaku ostaja najpomembnejši posamični trend.

## Informacijska tehnologija

Tabela 27:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	75,7 %
Evropa brez VB	9,4 %
VB	0,65 %
Japonska	5,0 %
Razvita Azija	0,45 %
EM	8,7 %

Vir: Bloomberg 2018.

Globalni IT-sektor je v letu 2018 do začetka decembra dosegel 2,67-odstotni donos, merjeno v evrih, kar je občutno manj kot v enakem obdobju lani (24,49 %) in predlanskim (18,59 %). Je pod dolgoročnim povprečjem donosov delniških naložb (okoli 8 %). Delniški trgi so naraščali vse od marca 2009, najbolj donosen je bil prav sektor informacijske tehnologije s 517-odstotnim donosom oz. povprečno letno donosnostjo 20,5 %. Tudi če bi v sektor informacijske tehnologije investirali na prejšnjem vrhu leta 2007, bi do danes dosegli 11,26-odstotni povprečni letni donos. V letu 2018 donos sektorja presega donos splošnega globalnega indeksa S&P GLOBAL 1200, ki je dosegel -1,68 %, merjeno v evrih. Sektor se je večino časa gibal v razponu od 16 % pod pošteno vrednostjo (Morningstarjevo vrednotenje posamezne delnice na podlagi metode neto sedanje vrednosti) – lani je v enakem opazovanem obdobju dosegel 13-odstotno precenjenost ter do 8 % pod pošteno vrednostjo. Od leta 2001 naprej je najvišje glede na pošteno vrednost kotiral 53 % nad njo (januarja 2004), najnižje pa 49 % pod njo (novembra 2008). Zdaj kotira z osem odstotnim diskontom glede na pošteno vrednost.

Posamični najpomembnejši trend znotraj informacijske tehnologije ostaja prehod na poslovanje v oblaku. Podjetja premikajo svoje računalniške procese v modele, kjer plačajo za dejansko uporabo. Takšni modeli pomenijo za podjetja večjo fleksibilnost, varnost in znižanje stroškov. Ta prehod ima velik vpliv na veliko število podjetij iz sektorja informacijske tehnologije. Med njimi je kar nekaj ponudnikov teh storitev, ki jih lahko označimo za dosedanje

Tabela 28:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Technology Hardware & Equipmen	31,6 %
Software & Services	48 %
Semiconductors & Semiconductor	20,3 %

Vir: Bloomberg 2018.

zmagovalce tega prehoda. Med te zmagovalce lahko štejemo Salesforce in ServiceNow.

Zmagovalci na področju storitev v smislu infrastrukture so zagotovo Amazon s svojo storitvijo Web Service, Microsoft s svojim Azurom in Google. Ponudniki programske opreme kot storitve so tudi dosegli nadpovprečne stopnje rasti – to jim je uspelo zaradi spremembe poslovnega modela, ker ne prodajajo več dragih programov, temveč zaračunavajo mesečno naročnino. S tem lahko dosegajo občutno večje število strank kot prej. Najvidnejša zmagovalca v tem segmentu sta tako Adobe kot Microsoft. Na drugi strani se starejši ponudniki IT-storitev srečujejo s težavami, saj njihov poslovni model temelji na prodaji dragih programov.

Trgovinska vojna med Kitajsko in ZDA pomeni tveganje za večja vlaganja v tehnologijo. Trenutno podjetja še ne čutijo vpliva zaradi višjih carin. Večina vodilnih tehnoloških podjetij proučuje trenutni položaj in upa, da se bosta državi sposobni dogovoriti za pogajalsko mizo. Kot kaže, Appleove priljubljene naprave (iPhone in Apple Watch) ne bodo deležne višjih carin. To je olajšanje za precej Appleovih dobaviteljev, ki bi lahko trpeli zaradi potencialno manjšega povpraševanja zaradi hipotetičnih carin.

Prevzemna aktivnost je še vedno močna in ne kaže znakov slabljenja. Dejavnost so predvsem podjetja iz segmenta programske opreme. Tudi v prihodnje lahko pričakujemo njihovo intenzivno prevzemno aktivnost, saj bodo svojemu portfelju dodajala komplementarna podjetja.

## Gibanje sektorja

Slika 94:

Gibanje S&P 1200 IT v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 95:

Relativno gibanje IT in S&P 1200 v USD



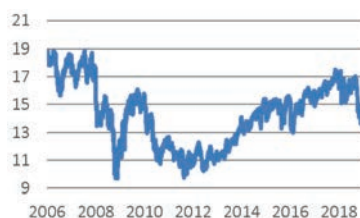
Vir: Bloomberg 2018.

Zmagovalci so storitve v smislu infrastrukture in ponudniki programske opreme kot storitve.

## Vrednotenje sektorja

Slika 96:

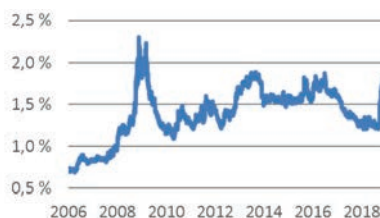
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 97:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Močna prevzemna aktivnost je predvsem v segmentu programske opreme.

## Največja podjetja v sektorju

Top 20	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
MICROSOFT	ZDA	709.191	23,57	9,36	14,26
APPLE	ZDA	699.919	12,60	7,48	8,02
VISA	ZDA	210.912	25,71	9,73	17,49
SAMSUNG ELECTRONICS	JUŽNA KOREJA	200.444	5,74	1,02	2,04
INTEL	ZDA	184.741	10,27	2,93	6,97
CISCO SYSTEMS	ZDA	182.775	15,22	4,78	10,60
MASTERCARD	ZDA	175.614	30,50	35,22	22,76
TAIWAN SEMICONDUCTO	TAJVAN	160.950	16,21	3,61	7,80
ORACLE	ZDA	152.560	13,59	4,61	9,21
SAP	NEMČIJA	109.988	20,35	4,08	14,08

Vir: Bloomberg 2018.



mag. Barbara Gačnik

Spremenjena sestava sektorja je vplivala na kazalnike.

Rast prihodkov internetnih ponudnikov in e-trgovin bo na dolgi rok podprta z demografskimi trendi.

## Komunikacijske storitve

Tabela 29:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	60,1 %
Evropa brez VB	9,2 %
VB	3,2 %
Japonska	9,2 %
Razvita Azija	1,6 %
EM	16,7 %

Vir: Bloomberg 2018.

Delnice globalnega indeksa komunikacijskih storitev so do začetka decembra izgubile 8,7 %, medtem ko je globalni indeks S&P Global 1200 izgubil 1,7 %, merjeno v evrih.

Komunikacijske storitve so eden izmed treh sektorjev, ki so v letu 2018 doživeli večje spremembe. Konec septembra so stopile v veljavo spremembe sestave sektorja po klasifikaciji GICS. Dotedanji sektor telekomunikacij se je razširil še na področje medijev in informacijske tehnologije ter se preimenoval v komunikacijske storitve. V sektor tako zdaj sodijo večja imena iz IT-sektorja, kot so Tencent, Alphabet in Facebook, s področja medijev pa so nova večja imena v sektorju Comcast, Disney in Netflix. Povečal se je tudi delež sektorja v indeksu S&P Global, in sicer na slabih 9 %.

Omenjena sprememba je vplivala tudi na kazalnike sektorja. Interaktivni mediji in storitve v sektorju pomenijo dobrih 36 %, zato se je zvišal pričakovani PE sektorja za leto 2019, na drugi strani je zaradi manjšega deleža telekomov, ki običajno izplačujejo višje dividende, upadel dividendni donos. Trenutni multiplikator dobička (PE) delnic, zajetih v globalni indeks komunikacijskih storitev, znaša 17,42 in je blizu 10-letnega povprečja, ki znaša 17,7. Pričakovani PE sektorja za leto 2019 je 14,66. Kazalnik PB je trenutno 2,65, njegovo 10-letno povprečje pa znaša 1,96. V začetku decembra 2018 je dividendna donosnost znašala 2,16 %, medtem ko je lani v enakem obdobju presegala 4 %.

Rast prihodkov globalnih internetnih ponudnikov in e-trgovin je bila v letu 2018 robustna zaradi močnega povpraševanja po digitalnih

Tabela 30:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Interactive Media & Services	36,2 %
Integrated Telecommunication S	25,5 %
Wireless Telecommunication Ser	13,8 %
Cable & Satellite	6,9 %
Movies & Entertainment	10,5 %
Alternative Carriers	0,5 %
Broadcasting	1,1 %
Advertising	1,9 %
Publishing	0,4 %
Interactive Home Entertainment	3,1 %

Vir: Bloomberg 2018.

oglasih, e-trgovini in storitvah v oblaku. Podobno povpraševanje lahko pričakujemo tudi v letu 2019, tveganja pa vnašajo naraščajoče zahteve po regulaciji, naraščajoči stroški investicij in ohlajanje gospodarske rasti. Omenjeno lahko pomeni pritisk na marže družb in kratkoročno vpliva na njihova vrednotenja, na dolgi rok pa lahko družbe podvojijo prihodke, saj jih bodo podpirali demografski trendi.

Okolje naraščajočih obrestnih mer v ZDA, cenovna konkurenca med ponudniki, konsolidacija sektorja v Evropi, poln koledar avkcij za frekvence so vplivali na donose ponudnikov telekomunikacijskih storitev, ki so v letu 2018 zaostajali za globalnimi indeksi. Pričakovane rasti za leto 2019 so nizke, priložnost se ponuja z novimi storitvami 5G, ki so sicer še v začetnih fazah, bodo pa novosti omogočile višje cene. Na dolgi rok je rast povpraševanja po storitvah 5G pričakovano visoka, saj te omogočajo IoT, M2M in povezljive avte. V ZDA se je v manjšem obsegu komercializacija storitev 5G začela konec leta 2018, Evropa komercializacijo načrtuje za leto 2020.

Večja komercializacija storitev 5G bo kasneje dodaten glavobol tudi za kableske operaterje, ki jim trenutno najmočnejši veter v prsi pomenijo ponudniki pretočnih (»streaming«) videostoritev, kot je Netflix. Število uporabnikov širokopasovnega interneta sicer narašča in tak trend je pričakovati tudi v prihodnje, video ponudba pa bo pod močnim pritiskom konkurence. Trend konvergenčnih ponudb se bo nadaljeval, tudi v kooperaciji s pretočnimi ponudbami, prav tako pa tudi konsolidacija znotraj sektorja.



Ponudniki zabavnih vsebin in filmske produkcije se proti upadajoči gledanosti prek tradicionalne TV bojujejo s prehodom na različne digitalne platforme. Leto 2018 je bilo zaznamovano s številnimi prevzemi na tem področju, nekatera podjetja pa so razvila svoje digitalne platforme. V letu 2019 lahko pričakujemo nadaljevanje tega trenda. Filmska produkcija se pripravlja na še eno odlično leto z mnogimi »blockbuster« naslovi in Disneyjem kot nespornim vodjo. Igričarska industrija se bo za rast v letu 2019 prav tako zanašala na nove igre in mobilno ponudbo.

Rast prihodkov globalne oglaševalske industrije, ki je v letu 2018 znašala dobrih 7 %, se bo v letu 2019 ustalila na približno 4 %. Leto 2018 so zaznamovali ciklični dogodki, kot so olimpijske igre in rekordni izdatki za politično oglaševanje. Pomanjkanje takšnih izjemnih dogodkov in negotovost glede gospodarske rasti sta povzročila, da so mnoge oglaševalske agencije previdno optimistične s svojimi napovedmi. Glavne priložnosti vidijo v digitalnem oglaševanju, kjer imata duopol Google in Facebook.

Storitve 5G bodo na dolgi rok rešitev za operaterje.

## Gibanje sektorja

Slika 98:

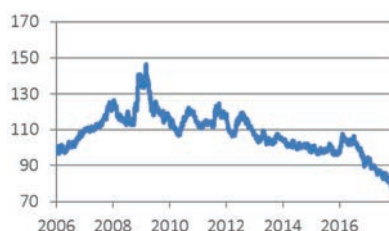
Gibanje S&P 1200 Telecom v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 99:

Relativno gibanje Telecom in S&P 1200 v USD



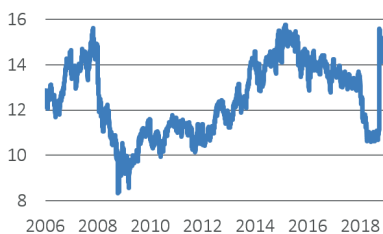
Vir: Bloomberg 2018.

Digitalne platforme – trend v zabavni industriji

## Vrednotenje sektorja

Slika 100:

Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 101:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

Umiritev rasti prihodkov od oglaševanja

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
TENCENT HOLDINGS	KITAJSKA	188.961	328.603	32,43	8,25
ALPHABET	ZDA	175.037	317.314	19,03	–
FACEBOOK	ZDA	169.723	289.070	16,39	4,96
ALPHABET	ZDA	90.714	273.967	19,21	4,29
VERIZON COMMUNICATIONS	ZDA	84.308	208.681	12,34	4,37
AT&T	ZDA	77.642	192.066	8,57	1,19
CHINA MOBILE	KITAJSKA	74.374	176.569	12,11	1,35
COMCAST	ZDA	69.611	148.712	14,66	2,38
WALT DISNEY	ZDA	61.614	145.960	15,72	3,44
NETFLIX	ZDA	44.787	101.238	89,03	23,08

Vir: Bloomberg 2018.



**Uroš Selič**

Javna podjetja po vsem svetu se soočajo z izjemnimi izzivi zaradi hitro spreminjajočih se tržnih zahtev

Vlagatelji radi posegajo po delnicah z atraktivno dividendno

## Javna oskrba

Tabela 31:  
Regijska razdelitev sektorja

Regije	
Severna Amerika	56,3 %
Evropa brez VB	27,4 %
VB	5,2 %
Japonska	3,7 %
Razvita Azija	1,2 %
EM	6,3 %

Vir: Bloomberg 2018.

Že drugo leto zapored si imetniki delnic iz sektorja javnih storitev lahko manejo roke, saj so vlagatelji v letu 2018 zaradi zaskrbljenosti ob upadanju svetovne gospodarske rasti in poslabšanju trgovinske retorike med ZDA in Kitajsko dobili spodbudo, da svoja sredstva prenesejo v defenzivne sektorje. Od začetka leta pa do začetka decembra so delnice iz sektorja javnih dobrin, merjeno v evrih, v povprečju pridobile 7,9 %, kar je v primerjavi s splošnim indeksom, ki je rahlo negativen, več kot odlično. Čeprav se je v ZDA zaradi naraščajoče obrestne mere razlika med 10-letno obrestno mero in dividendno donosnostjo delnic javnega sektorja zmanjšala in odstopila od zgodovinskega povprečja, je treba poudariti, da so temelji za rast prihodkov in dobičkov podjetij dobri. Ob koncu novembra je dividendni donos ameriških javnih podjetij znašal 3,40 %, medtem ko je donos 10-letnih ameriških državnih obveznic 3 %, razpoložljiva premija je tako najnižja po letu 2008. Navsezadnje, če smo v letu 2017 govorili, da so vrednotenja predvsem ameriških podjetij visoka, ugotavljamo, da so ta ostala na enakih ravneh. Če samo pogledamo povprečno vrednost najbolj priljubljenega multiplikatorja PE, se ta giba blizu vrednosti 19, medtem ko je povprečna vrednost kazalnika PB 2,0. To pomeni, da so višje tečaje delnic v letu 2018 upravičili dobro poslovanje podjetij, višji dobički in rast dividende, ki se je v povprečju dvignila za med 5 % in 7 %.

Javna podjetja po vsem svetu se soočajo z izjemnimi izzivi zaradi hitro spreminjajočih se tržnih zahtev. Prilagoditi se morajo tehnološkemu napredku, kot je sproizvodnja

Tabela 32:  
Panožna razdelitev sektorja

Sektorji	
Electric Utilities	61,3 %
Multi-Utilities	28,4 %
Gas Utilities	6,5 %
Independent Power Producers &	1,6 %
Water Utilities	2,2 %

Vir: Bloomberg 2018.

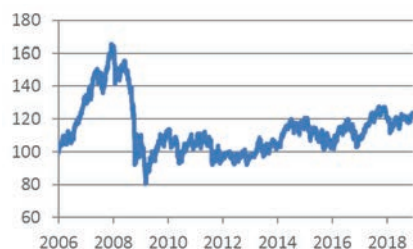
domaćih proizvajalcev električne energije iz obnovljivih virov energije, katerih proizvodnja dosega najvišjo rast v zadnjih petih letih in je posledica prehoda na čistejšo energijo oz. nadaljnega zniževanja stroškov sončnih in vetrnih elektrarn. Na drugi strani novi poslovni model ustvarja neravnovesja v električnih omrežjih, kar je posledica starajočega se infrastrukturnega omrežja, ki ga je treba obnoviti in kar kliče po velikih vlaganjih.

Čeprav smo že lani opozarjali na razmeroma visoka vrednotenja in nismo pričakovali takšnega donosa delnic, bi delnice javnih storitev še nekaj časa lahko ostale priljubljene pri vlagateljih, saj gospodarski podatki po svetu kažejo na nekoliko upočasnjeno gospodarsko rast in v takšnih časih vlagatelji radi posegajo po delnicah z atraktivno dividendno, ki znaša okrog 4 %.

## Gibanje sektorja

Slika 102:

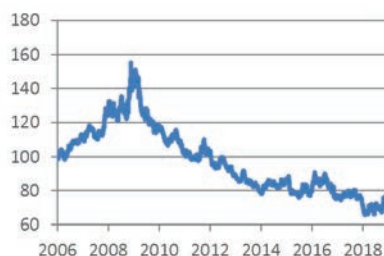
Gibanje S&P 1200 Utilities v USD



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 103:

Relativno gibanje Utilities in S&P 1200 v USD



Vir: Bloomberg 2018.

## Vrednotenje sektorja

Slika 104:

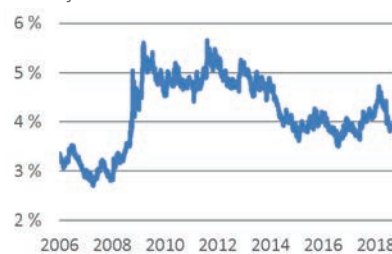
Gibanje E PE



Vir: Bloomberg 2018.

Slika 105:

Gibanje dividende donosnosti



Vir: Bloomberg 2018.

## Največja podjetja v sektorju

	Država	Mcap	E PE	PB	E EV/EBITDA
NEXTERA ENERGY	ZDA	76.496	23,61	2,55	13,64
DUKE ENERGY	ZDA	56.160	18,93	1,49	12,50
ENEL	ITALIJA	48.668	11,85	1,53	7,04
DOMINION ENERGY	ZDA	43.445	18,63	2,68	13,32
IBERDROLA	ŠPANIJA	42.391	14,13	1,20	9,26
EDF	FRANCIJA	41.331	21,35	0,94	5,02
SOUTHERN COPPER	ZDA	41.702	15,54	1,89	11,54
EXELON	ZDA	39.702	15,05	1,46	9,31
AMERICAN ELECTRIC POWER	ZDA	34.235	20,11	2,05	11,83
NATIONAL GRID	VB	31.012	14,50	1,45	10,86

Vir: Bloomberg 2018.



mag. Rene Redžić

Velika občutljivost zlasti evropskih obveznic za spremembe obrestnih mer

## Obvezniški trgi

V letu 2019 lahko pričakujemo trend povečanja kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah, zaradi zaostrovanja monetarne politike pa tudi zviševanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic. V ZDA vidimo naložbene priložnosti predvsem v segmentu državnih in podjetniških obveznic višje kakovosti in krajše ročnosti ter v državnih obveznicah, vezanih na gibanje inflacije. V

Evropi je smotrno naložbene priložnosti iskati med izdajatelji znotraj in zunaj naložbenega razreda višje kakovosti ter krajše ročnosti. Prav tako bi omenili finančni sektor ter navadni prednostni in podrejeni dolg bank. Pri državah v razvoju je treba biti selektiven, saj naraščajo specifična državna tveganja. Prednost dajemo podjetniškim obveznicam krajše in srednje ročnosti.

### Monetarna politika vse manj ohlapna

Medtem ko smo v preteklem letu imeli dokaj sinhrono gospodarsko rast tako v razvitih kot razvijajočih se državah ob zmerni stopnji inflacije, se ob zametkih trgovinske vojne in protekcionizma že kažejo posledice v globalni gospodarski rasti, ki se znižuje in postaja vse manj uravnotežena. Ob gospodarskem razhajanju, naraščajočem političnem tveganju (Italija, brexit, napetosti v razmerju med ZDA in Kitajsko) in pričakovanju ponovno nekoliko višje inflacije se ustvarja okolje, ki se mu bodo morale prilagoditi tudi centralne banke. V ZDA smo tako do začetka decembra videli tri dvige ključne obrestne mere, normalizacija obrestnih mer pa naj bi se nadaljevala tudi v letu 2019. Ameriški Fed je s koncem leta 2017 začel krčiti 4,5 bilijona dolarjev vredno bilančno vsoto banke (trenutno 4,1 bilijona dolarjev), temu je sledila tudi ECB, ki bo s koncem leta 2018 predvidoma opustila program kvantitativnega sproščanja.

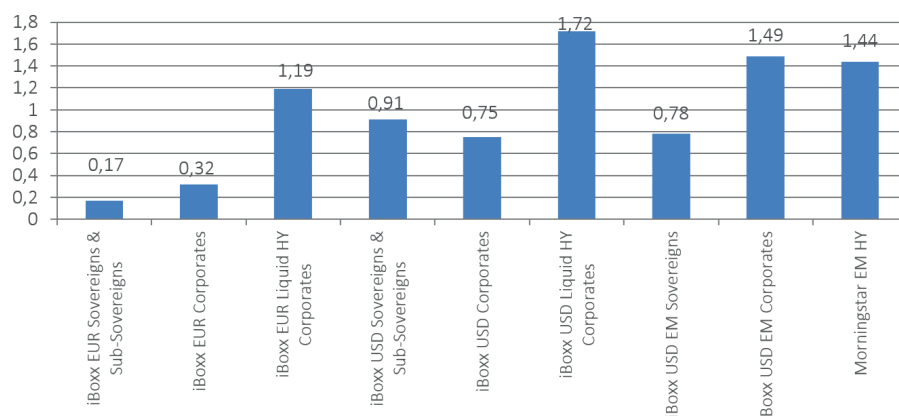
V takšnem okolju, kjer se globalno gospodarstvo počasi poslavlja od monetarnih spodbud, so vlagatelji pred dilemo, kje iskati naložbe, ki bodo prinašale ustrezen donos ob še sprejemljivem tveganju. Investitorji v dolžniške vrednostne papirje sicer ustvarjajo donos iz naslova prejetih obresti in morebitnih kapitalskih dobičkov, nizka zahtevana donosnost obveznic pa v danih okoliščinah pomeni 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 pokaže kot izguba 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 (Shermanov koeficient), ki so ga razvili v ameriški investicijski družbi Double-Line, 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 zrasti za 100 bazičnih točk (1 %) v prihodnjih 12 mesecih, da bi se to pokazalo kot negativna donosnost sklada. Nižji je kazalnik, manjša mora biti sprememba (rast) obrestne mere, da vpliva na donosnost sklada.

Na spodnji sliki lahko na primeru reprezentativnih obvezniških indeksov iz družine Markit Iboxx in Morningstar ugotovimo, da je Shermanov koeficient pod mejo 1, ki je bila dosežena v predkriznem obdobju, pri več naložbenih razredih, koeficient pa je izrazito nizek pri evropskih državnih in podjetniških obveznicah. Koeficient opazno naraste 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.

Slika 106: Shermanov koeficient



Vir: Markit 2018, lasten izračun z dne 30. 11. 2018.

V nadaljevanju podajamo pogled družbe Citi Research na pričakovane donose in tveganju prilagojene donose na dolžniških trgih v letu 2019. 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 okrepitve pozicije na ameriških državnih obveznicah. Podobno velja tudi za obveznice iz držav v razvoju v lokalni

valuti. Prav tako je po mnenju Citi Researcha smiselno zmanjšati izpostavljenost do evropskih podjetniških obveznic znotraj in zunaj naložbenega razreda zaradi dolgoročno podpovprečnih kreditnih razmikov. V splošnem velja, da so pričakovani tveganju prilagojeni donosi v letu 2019 precej pod povprečjem preteklih let v praktično vseh naložbenih segmentih, na nekaterih segmentih celo negativni.

Pričakujemo lahko podpovprečne ali celo negativne tveganju prilagojene donose.

Tabela 33: Ciljne vrednosti, donosi v USD in tveganju prilagojeni donosi v letu 2019

	Spot*	Napoved	Donos v USD	Tveganju prilagojeni donos
<b>Državne obveznice**</b>				
ZDA	2,89	2,85	3,7 %	3,7 %
EMU	1,28	1,93	1,5 %	-4,7 %
Nemčija	0,27	0,85	-0,1 %	-6,3 %
Japonska	0,05	0,25	6,3 %	-1,7 %
Velika Britanija	1,23	1,85	3,8 %	-4,3 %
Države v razvoju (lokalna valuta)	-	-	7,2 %	6 %
<b>Podjetniške obveznice***</b>				
Citi US IG	146	150	3,7 %	3,7 %
Citi US HY	471	550	2,5 %	2,5 %
iBoxx EUR IG	119	130	4,7 %	-1,5 %
iBoxx EUR HY	420	500	3,7 %	-2,5 %
Citi ESBI EM v USD	331	364	4,4 %	4,4 %

\* Podatki z dne 11. 12. 2018.

\*\* 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 2,26 %, US HY 2,27 %, EUR HY 0 %, ESBI EM 0 %) in delež poplačila v višini 60 %. Vir: Citi Research in Bloomberg 2018.

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

Ameriški Fed je v letu 2018 nadaljeval normalizacijo obrestnih mer in do začetka decembra trikrat dvignil ključno obrestno mero za skupno 75 bazičnih točk na 2,25 %. Prav tako je Fed na zadnjem zasedanju v letu 2018 ohranil napoved, da bosta v letu 2019 po vsej verjetnosti vsaj dva dodatna dviga obrestne mere, kar nakazujejo tudi projekcije obrestnih mer. Fed ocenjuje, da so ekonomske razmere dobre, kar nakazujejo zgodovinsko nizka stopnja brezposelnosti in rast BDP, ki je posledica tako povečane potrošnje gospodinjstev kot tudi rasti investicij v podjetjih. Nadalje je Fed v letu 2018 nadaljeval zmanjševanje monetarnih spodbud. V 12 mesecih (november 2017 – november 2018) se je bilančna vsota Feda zmanjšala za 350 milijard dolarjev. Od oktobra 2018 načrt predvideva zmanjševanje skupnega zneska v višini 600 milijard dolarjev letno, kar pomeni, da bi Fed v prihodnjih treh 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 2014 pri 3 %. Zviševanju zahtevane donosnosti v prvi polovici leta sta sledila dva dviga ključne obrestne mere Feda. Ob nadaljevanju dobrih makroekonomskih podatkov iz ZDA in zmanjševanju monetarnih spodbud Feda so

investitorji dobili nov razlog za zmanjšanje izpostavljenosti do dolžniških naložb tudi v drugi polovici leta, ko je zahtevana donosnost preseгла 3,2 %. Po umiritvi retorike predstavnikov Feda glede prihodnjih dvigov obrestne mere se je zahtevana donosnost znižala pod ravni pri 3 %.

Do večjega zvišanja stopnje inflacije v ZDA v prihodnjem letu najverjetneje ne bo prišlo, na kar nakazujejo tudi inflacijska pričakovanja, ki so nekoliko nad ciljno stopnjo inflacije pri 2 % (v letu 2018 so se gibala v razponu med 2,25 in 2,5 %). Ob nadaljnjem trendu zviševanja kratkoročnih obrestnih mer lahko pričakujemo višjo zahtevano premijo za ročnost in posledično tudi višjo zahtevano donosnost dolgoročnih obveznic. Pričakujemo lahko tudi večji proračunski primanjkljaj ZDA in posledično tudi več izdanega državnega dolga. Trgi ocenjujejo, da bo Fed nadaljeval normalizacijo obrestnih mer tudi v letu 2019, a ne pričakujejo pretiranega zaostrovanja monetarne politike. Pričakovani dvigi obrestnih mer so tako že deloma vgrajeni v cenah obveznic, zato večjih dodatnih premikov v zahtevani donosnosti državnih obveznic na kratek rok ni pričakovati. Največje tveganje so dejavniki, ki zvišujejo inflacijo (fiskalni ukrepi, višje cene energije, nizka stopnja brezposelnosti in posledičen pritisk na plače, carine in druge tarife).

Trikrat dvignil ključno obrestno mero za skupno 75 bazičnih točk na trenutnih 2,25 %

Slika 107: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice

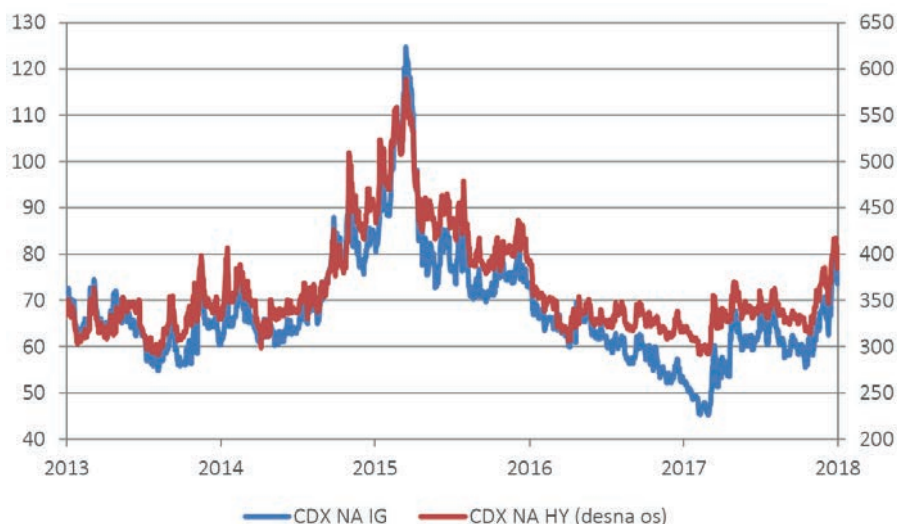


Vir: Bloomberg 2018.

Visoki ustvarjeni pretekli donosi v segmentu ameriških podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko maneverskega 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 108: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



Vir: Bloomberg 2018.

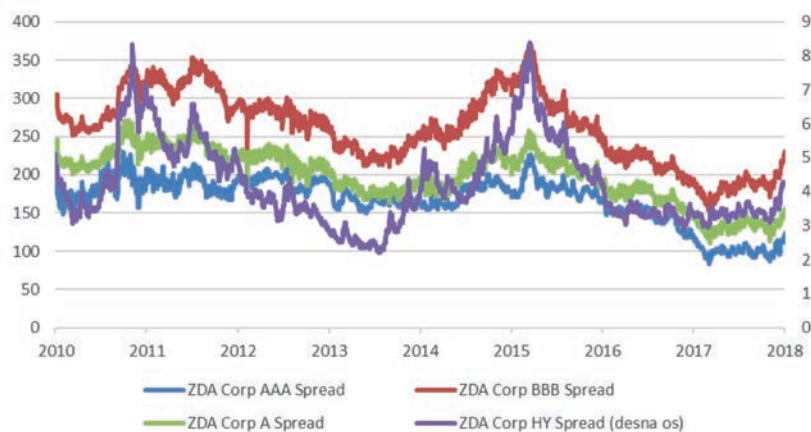
Zviševanje zahtevane donosnosti državnih in podjetniških obveznic

Opazna je pozitivna korelacija med naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih dveh letih v povprečju znaša 0,79). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 318 bazičnih točk, kar je 23 bazičnih točk več od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let. V primerjavi z referenčno 10-letno ameriško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem zadnjih petih let. Znotraj posameznih

bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic z oceno BBB.

Nadalje primerjava pokaže, da so se razmiki med razredoma AAA in BBB povečali ter so nad dolgoročnim povprečjem (za 19 bazičnih točk), podobno velja za razmike med razredoma A in BBB (14 bazičnih točk nad dolgoročnim povprečjem). Zaznati je torej mogoče trend povečevanja razmikov med kakovostnejšimi in manj kakovostnimi podjetniškimi obveznicami.

Slika 109: Gibanje razmikov znotraj bonitetnih razredov



Vir: Bloomberg 2018.

Stopnja neplačil obveznosti se je znižala, dolg ostaja nadpovprečno velik.

Razmiki pri podjetniških obveznicah so pod dolgoročnimi povprečji.

Glede na to, da so zahtevane donosnosti ameriških podjetniških obveznic znotraj naložbenega razreda, kljub občutni rasti razmikov v novembru, na zgodovinsko podpovprečnih ravneh, se investitorji v ameriške obveznice upravičeno sprašujejo, v kateri fazi kreditnega cikla so ZDA, saj so donosi v posameznih naložbenih kategorijah 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 so kreditni razmiki v letu 2018 dosegli in presegli povprečno raven 420 bazičnih točk, ki velja za obdobje po finančni krizi (trenutno 430 bazičnih točk). Na drugi strani je stopnja neplačil obveznosti pri 3,4 % 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. Stopnja neplačil obveznosti se bo v ZDA v letu 2018 predvidoma znižala (po oceni bonitetne agencije Moody's z ravni pri 3,4 % v tretjem četrtletju na raven blizu 2,6% konec leta 2018), tudi na račun višjih podjetniških dobičkov. Velika zadolženost podjetij trenutno ostaja podprta z nizkimi stroški zadolževanja, ki se z restriktivnejšo monetarno politiko zvišujejo. Menimo, da višji pričakovani donosi na ameriških podjetniških obveznicah v primerjavi s podjetniškimi obveznicami drugih razvitih držav niso dovolj tehten razlog za morebitno zmanjševanje kreditnih razmikov v tem naložbenem segmentu, upoštevajoč tudi visoka vrednotenja podjetij in bolj restriktivno politiko Fed. V okolju zviševanja zahtevane donosnosti prihajajo v ospredje ciklične panoge, kjer dajemo prednost finančnemu sektorju (banke in zavarovalnice). Zanimiv se nam zdi zlasti podrejeni dolg (Tier 1) izdajatelj z visokimi količniki kapitalske ustreznosti.

Zanimive so državne in kakovostne podjetniške obveznice krajše ročnosti ter podrejeni dolg.

**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 pod dolgoročnimi povprečji. Glede na to, da je obveznice zunaj naložbenega razreda ob koncu leta 2018 doletel večji popravek (zvišanje zahtevane donosnosti za 110 bazičnih točk), postaja zanimiv tudi ta segment, a je potrebna selektivnost, saj lahko glede na višje stroške zadolževanja in visok finančni vzvod pričakujemo, da se bo stopnja neplačil obveznosti podjetij v letu 2019 začela zviševati.

Tabela 34: Ključna priporočila za ZDA

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



---

## Evropa: monetarne spodbude se umikajo, povečuje se politično tveganje

Zadnja napoved ECB za prihodnje leto kaže na gospodarsko rast območja evra v višini 1,8 %. Inflacija naj bi v letu 2019 dosegla 1,7 %, jedrna inflacija brez učinkov cen energije in hrane pa 1,5 %. Tveganja za nedoseganje napovedane gospodarske rasti se z naraščajočim političnim tveganjem in trgovinsko vojno povečujejo. Na drugi strani so se evropska podjetja v preteklih letih razdružila, nadaljuje se okrevanje na trgu dela, kar daje podporo evropskemu potrošniku. Depreciacija evra v zadnjem četrtletju 2018 in globalna gospodarska rast dajeta 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 s prihodnjim letom poslavljajo monetarne spodbude v obliki programa odkupov obveznic na sekundarnem trgu. Glede na slabšanje evropske gospodarske klime v zadnjem četrtletju 2018 in nižje napovedi za leto 2019 ni pričakovati, da bi ECB v kratkem posegala na področje obrestnih mer. Trg sicer pričakuje, da bo do prvega dviga ključne obrestne mere prišlo v zadnjem četrtletju 2019.

Čeprav je bilo mogoče v drugi polovici leta 2017 zaznati trend rastočih inflacijskih pričakovanj, so se ta v letu 2018 zmanjšala ter se gibljejo v razponu med 1,62 % in 1,78 %. Menimo, da ECB pri stopnji inflacije v prihodnjem letu ne bo dosegla svojega mandata. Nadalje menimo, da so obrestne mere dosegle dno in lahko v prihodnjih letih pričakujemo postopen obrat trenda (rastoče obrestne mere in posledično zviševanje zahtevanih donosnosti obveznic). ECB opušta program kvantitativnega sproščanja in s tem odpira vrata povečani nihajnosti na trgih (rastoče tržno in likvidnostno tveganje). V takšnem okolju smo v segmentu državnih obveznic kljub podpovprečnim razmikom v donosnosti bolj naklonjeni obveznicam iz

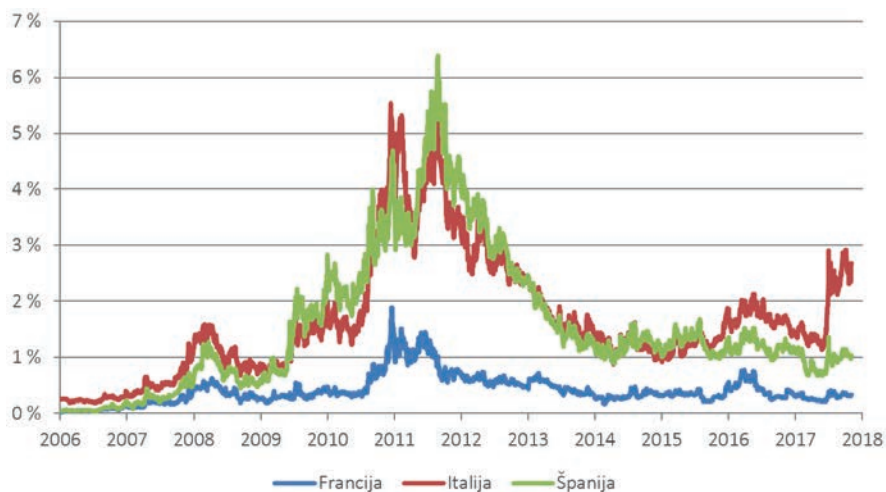
perifernih držav (Irska, Španija, Portugalska) ter regije srednje in vzhodne Evrope (Poljska, Češka, Slovaška, Romunija, Bolgarija). Politično tveganje se je po negotovosti, povezani z morebitnim nenadzorovanim izstopom Velike Britanije iz EU, ter italijanskih volitvah in »nepokorščini« do Bruslja pomembno okrepilo, a se to trenutno kaže zlasti na lokalni ravni. Da je evropsko gospodarstvo na pravi poti, dokazuje tudi zvišanje bonitetnih ocen nekaterih perifernih držav v letošnjem letu (Portugalska, Grčija).

Spodnja slika prikazuje razmike v donosnosti izbranih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Na primeru Francije znaša trenutno razmik 37 bazičnih točk, na primeru Italije 290 bazičnih točk in na primeru Španije 119 bazičnih točk. Razmiki so z izjemo Italije pod dolgoročnim povprečjem zadnjih 10 let (Francija 10 bazičnih točk pod povprečjem, Italija 96 bazičnih točk nad povprečjem, Španija 64 bazičnih točk pod povprečjem).

Monetarne spodbude se opuščajo.

Politično in gospodarsko okolje je naklonjeno nekaterim perifernim državam ter regiji srednje in vzhodne Evrope.

Slika 110: Razmiki v donosnosti v primerjavi z nemško 10-letno obveznico



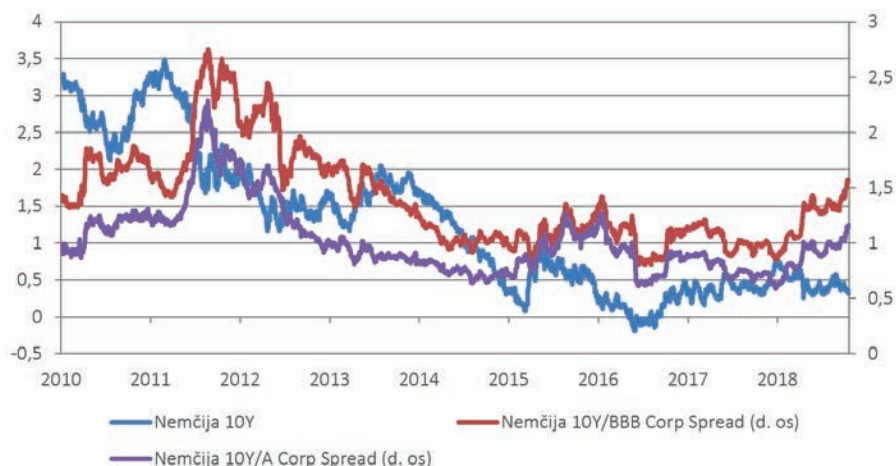
Vir: Bloomberg 2018, lasten izračun z dne 30.11.2018.

Pretekli donosi v segmentu evropskih podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Podjetniške obveznice znotraj naložbenega razreda v prihodnje ne bodo imele podpore ECB, ki bo opustila program CSPP. 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 veliko tržno kapitalizacijo, ki so se zadolževale pretežno za namene prevzemov. Ocenjujemo, da so evropske družbe ugodno vrednotene, pretekla razdolžitve družb pa ugodno vpliva na stopnjo neplačil obveznosti, ki bo po mnenju bonitetne agencije

Moody's tudi v letu 2019 ostala na nizkih ravneh (konec leta 2018 predvidoma 1,3 %, nato rast na raven pri 2,3 % v letu 2019).

V primerjavi z referenčno 10-letno nemško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah v zadnjem četrtletju 2018 presegli povprečje zadnjih osmih let (za 17 bazičnih točk). Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj povečali v segmentu BBB-obveznic. Nadalje primerjava pokaže, da so se povečali razmiki med razredi AAA in BBB ter A in BBB ter so nad dolgoročnimi povprečji (AAA/BBB za 19 bazičnih točk, A/BBB za 4 bazične točke).

Slika 111: Gibanje razmikov državne vs. podjetniške obveznice



Vir: Bloomberg 2018, lasten izračun z dne 30. 11. 2018.

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main prikazuje 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 obdobju po dolžniški krizi pa se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih sedmih letih v povprečju znaša 0,88). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 247 bazičnih točk, kar je 21 bazičnih točk nad zgodovinskim

povprečjem zadnjih petih let. Menimo, da se bodo tveganja zaradi umikanja monetarnih spodbud (likvidnostno tveganje) in morebitnega zvišanja ključnih obrestnih mer (obrestno tveganje) v letu 2019, podkrepljena s političnim tveganjem v Evropi, pokazala v povečevanju kreditnih razmikov v obeh naložbenih segmentih podjetniških obveznic, predvsem v prvi polovici leta 2019. Tveganje prinaša tudi nižja pričakovana gospodarska rast v ZDA in Evropi v letu 2019 (trgovinska vojna med ZDA nasproti Kitajski oz. Evropi) in zgodovinsko gledana 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 112: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



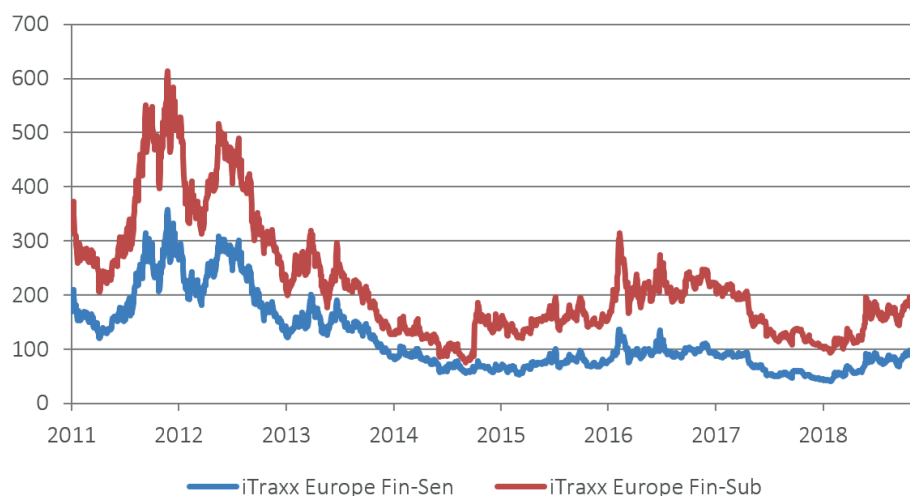
Vir: Bloomberg 2018.

Znotraj sektorjev preferiramo finančni sektor (banke), ki nadaljuje z okrevanjem. Potrebe po financiranju bank ostajajo nizke, v prihodnjem letu zapade v primerjavi z letom 2018 manj finančnega dolga, ki pa bo v pretežni meri le refinanciran. Posledično bo ponudba tovrstnega dolga v letu 2019 omejena. Zanimiva se nam zdita navadni prednostni dolg in podrejeni bančni dolg (Tier 2) izdajateljev z visokimi količniki kapitalске ustreznosti. Ob dvigu zahtevanih donosnosti v zadnjem četrtletju 2018 postajajo z vidika vrednotenja zanimive tudi kakovostnejše podjetniške obveznice.

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. V letu 2018 je mogoče zaznati postopen obrat trenda in rastoče kreditne razmike. Ob povečanem tržnem tveganju (korelacija med delnicami in obveznicami), ko je evropski bančni sektor v letošnjem letu doživel popravek, ki presega 26 %, se je razmik med navadnim in podrejenim dolgom nadpovprečno povečal. Trenutno znaša 106 bazičnih točk, kar je 24 bazičnih točk več od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

Slika 113: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz finančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2018.

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

**Ključna priporočila:** V Evropi so obrestne mere dosegle dno, ECB opušča monetarne spodbude ter s tem povečuje likvidnostno in tržno tveganje. Gospodarska rast je zmerna, inflacijska pričakovanja omejena. Ob naraščajočem tveganju (brexit, Italija, trgovinske vojne) so se v zadnjem četrtletju 2018 znižale zahtevane donosnosti državnih obveznic, še zlasti tistih iz jedrnih držav. V primeru manjše negotovosti na trgih lahko v drugi polovici leta 2019 pričakujemo ponovno rast zahtevanih donosnosti državnih obveznic, zlasti tistih daljše ročnosti. Podjetniške obveznice ob zadnjem popravku ostajajo zanimiva naložbena kategorija, a v

primeru povečane nihajnosti na trgih v prvi polovici leta 2019 tudi bolj tvegana kategorija. Posledično nismo naklonjeni podjetniškim obveznicam daljših ročnosti ter manj kakovostnim podjetniškim obveznicam znotraj in zunaj naložbenega razreda. Pričakujemo lahko, da se bo stopnja neplačil obveznosti podjetij začela zviševati, zato je smiselno v Evropi v letu 2019 poiskati naložbene priložnosti pri izdajateljih višje kakovosti in krajše ročnosti. Prav tako bi izpostavili finančni sektor ter navadni prednostni in podrejeni dolg bank.

Tabela 35: Ključna priporočila za Evropo

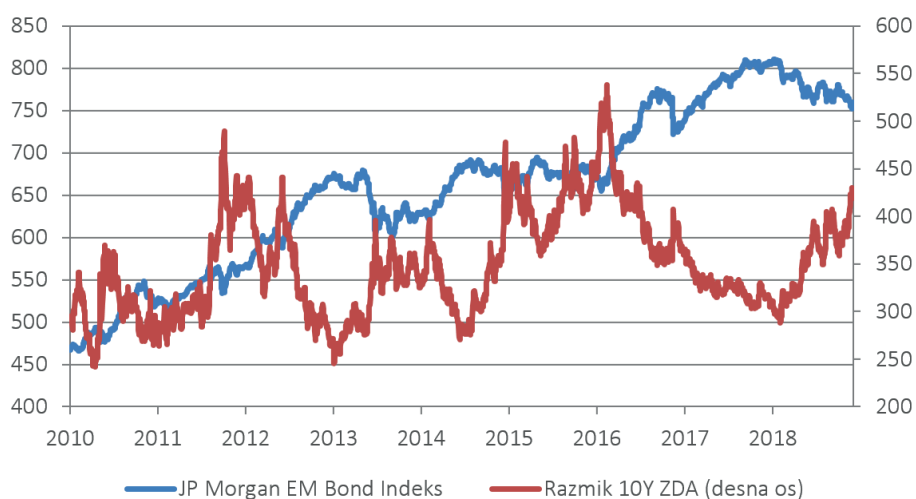
Kategorija	Preferenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
IG	>	HY
Bonitetna ocena AA/A	>	Bonitetna ocena BBB/BB
Finančni sektor	>	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let (ročnost)	>	5–10 let/10–30 let (ročnost)

## Trgi v razvoju: negativen moment, potrebni previdnost in selektivnost

Investitorji na trgih v razvoju so bili v letu 2018 deležni popravka na dolžniških trgih. Ob globalnem zaostrovanju monetarnih pogojev, krepitvi ameriškega dolarja in trgovinskih napetostih (še posebej v razmerju med ZDA in Kitajsko) je reprezentativni indeks JP Morgan EM Bond, ki ga sestavljajo pretežno državne

obveznice iz držav v razvoju, vse do konca letošnjega novembra upadel za slabih 6 %. Razmik nasproti ameriškim referenčnim obveznicam znaša trenutno 420 bazičnih točk, kar je 66 bazičnih točk več od povprečja zadnjih osmih let.

Slika 114: Gibanje indeksa obveznic iz držav v razvoju in razmikov glede na 10Y ZDA



Vir: Bloomberg 2018.

Zmerna globalna gospodarska rast ob še vzdržni inflaciji daje podporo trgom v razvoju. Denarni tokovi (upoštevajoč delnice in obveznice), ki se ob povečani nihajnosti preusmerjajo na razvite trge, so ne glede na vse težave posameznih držav v razvoju v letošnjem letu še zmeraj pozitivni. Med največjimi tveganji na teh trgih velja omeniti geopolitična tveganja, trgovinsko vojno in njen vpliv na gospodarsko rast držav, zaostrovanje monetarne politike pomembnejših centralnih bank (zlasti Fed) ter posledično naraščanje premije za tveganje. Kljub splošno pozitivnemu makrookolju je prišlo v drugi polovici leta 2018 do precejšnjega odmika kapitalskih trgov od gibanja ameriškega dolarja. V ospredje prihajajo specifična državna tveganja (Argentina – dogovor z Mednarodnim denarnim skladom o posojilu v višini 57 milijard dolarjev zaradi morebitne insolventnosti, Južna Afrika – upadanje gospodarske aktivnosti, Turčija – diplomatski spor z ZDA, politično tveganje v

letu 2019 – prihajajoče splošne volitve v Argentini, Indiji, Južni Afriki), 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 in višjih cenah energentov tudi državam izvoznicam surovin (zlasti iz Latinske Amerike) in nafte (Rusija). Države, ki so v preteklem letu speljale strukturne reforme, bodo bolje pripravljene na prihajajoče zunanje šoke.

Na drugi strani so zunanjim šokom najbolj izpostavljene države z velikimi proračunskimi primanjkljaji, majhnimi deviznimi rezervami ter velikim zunanjim dolgom v tujih valutah (Argentina, Turčija, Gana, Pakistan, Šrilanka).

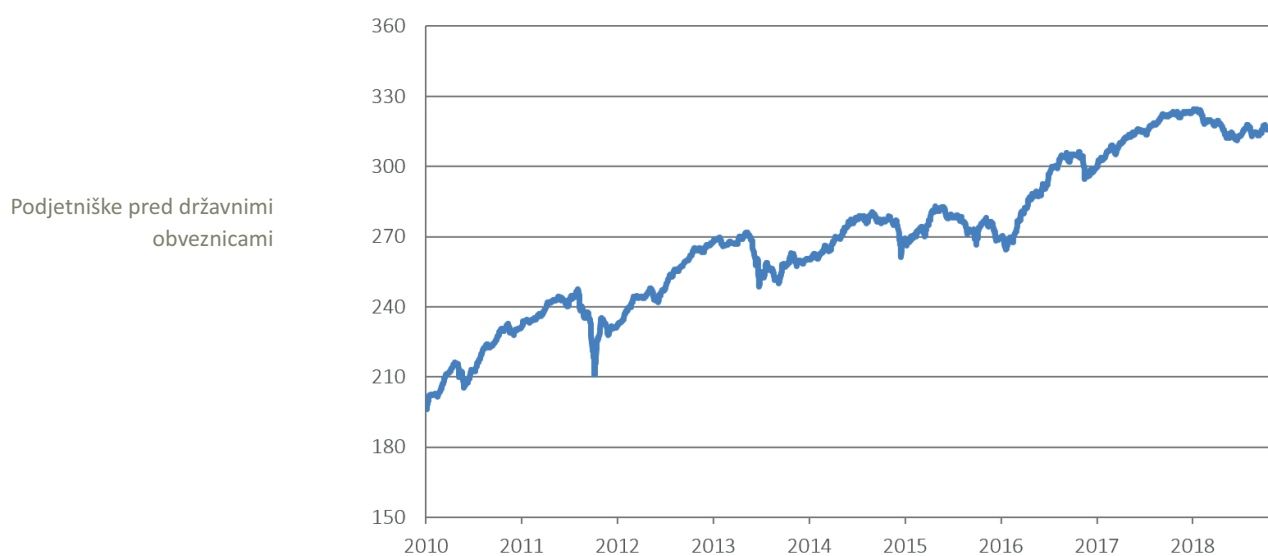
Popravek v obeh segmentih obveznic

Potrebni bosta previdnost in selektivnost, tehnična vrednotenja ugodna.

Investitorji so doživeli upade tudi v segmentu podjetniških obveznic (reprezentativni indeks Morningstar EM Corporate Bond, ki ga sestavljajo podjetniške obveznice iz držav v razvoju, je vse do konca letošnjega novembra upadel za dobre 3 %), razmiki v primerjavi z referenčnimi ameriškimi podjetniškimi obveznicami pa so na nadpovprečnih ravneh. Nizki stroški zadolževanja, stabilizacija surovinskih trgov ter solidno makro- in mikrookolje govorijo v prid poslovanju podjetij iz trgov v

razvoju v letu 2019 ter dajejo podporo njihovim vrednotenjem. Finančni vzvod podjetij se povečuje, povečuje se tudi delež izdajateljev dolga nižje kakovosti. Stopnja neplačil obveznosti podjetij iz držav v razvoju sledi globalnim cikličnim dejavnikom in naj bi se ob zgoraj navedenih podpornih dejavnikih ohranila blizu ravnem med 1 do 2 % tudi v letu 2019 (za primerjavo, stopnja neplačil obveznosti je še v letu 2016 presežala 5 %).

Slika 115: Gibanje indeksa podjetniških obveznic iz držav v razvoju



Morningstar EM Corp Bond indeks.  
Vir: Bloomberg 2018.

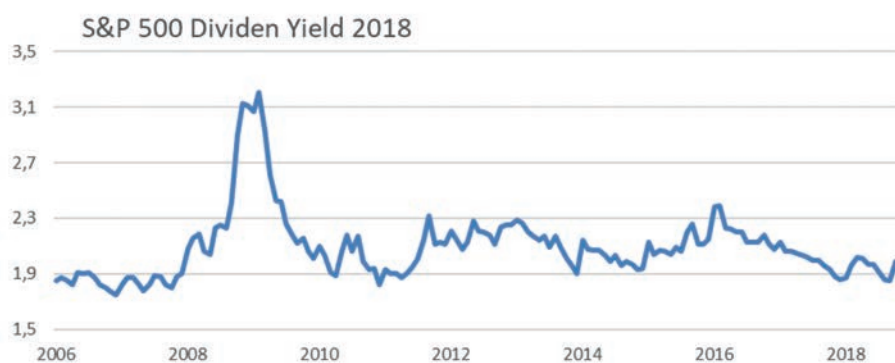
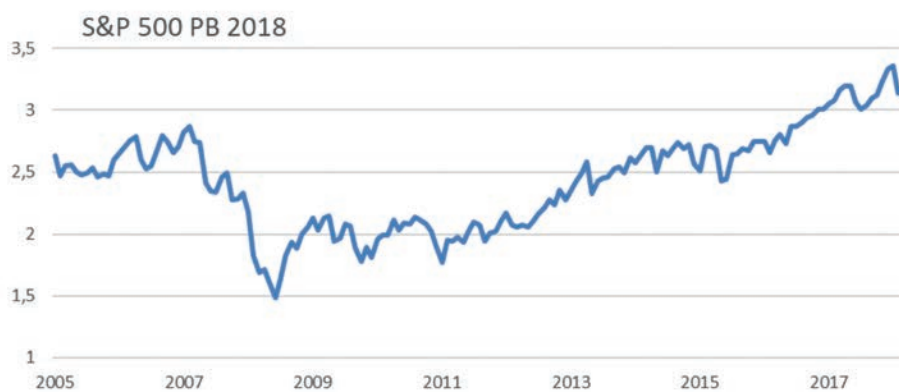
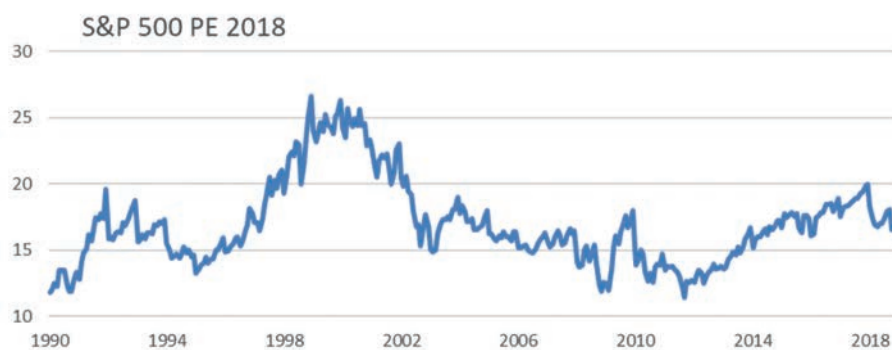
**Ključna priporočila:** Zmerna globalna gospodarska rast ob še vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko ter ob stabilizaciji surovinskih trgov in višjih cenah energentov tudi državam izvoznicam surovin in nafte. Stroški zadolževanja podjetij iz držav v razvoju so še zmeraj nizki, finančni vzvod podjetij se povečuje. Ne pričakujemo večjih sprememb pri stopnji neplačil obveznosti podjetij. Posledično preferiramo podjetniške obveznice krajše in srednje ročnosti.

---

## Kazalniki in referenčni grafi

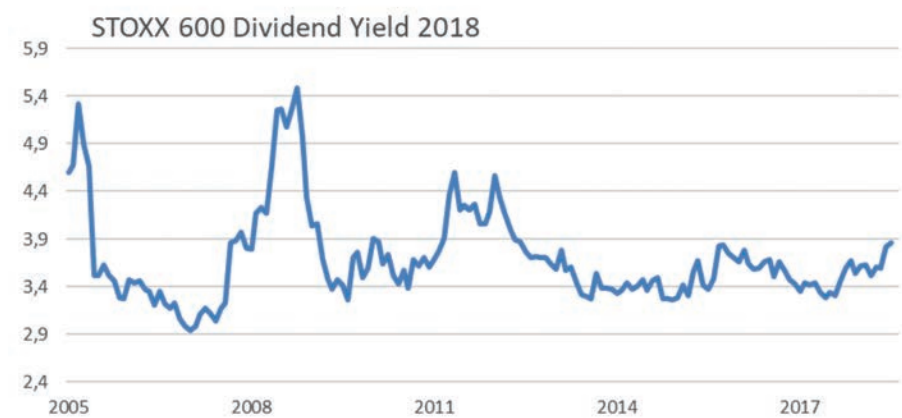
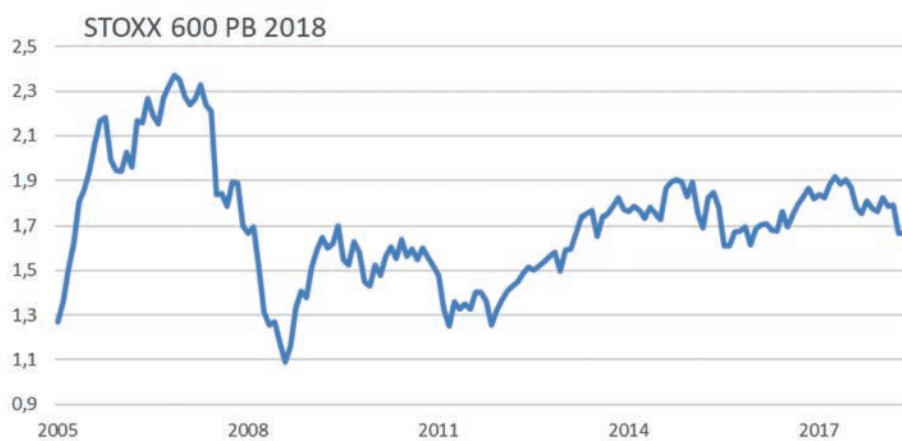
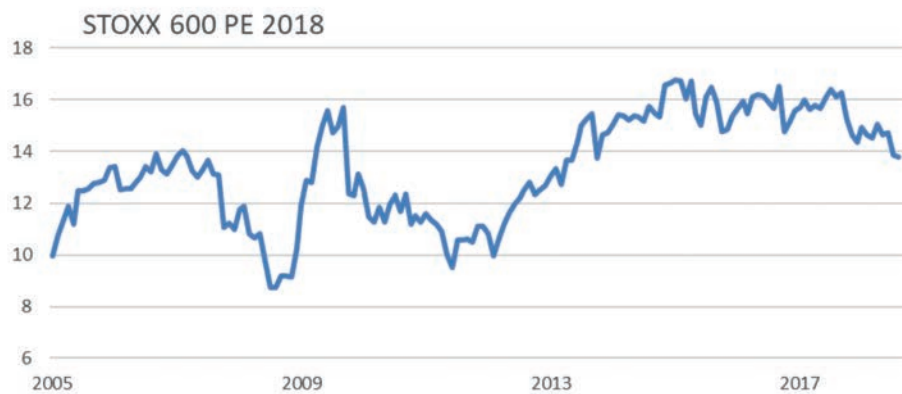
### Delnice

ZDA



Vir: Bloomberg 2018.

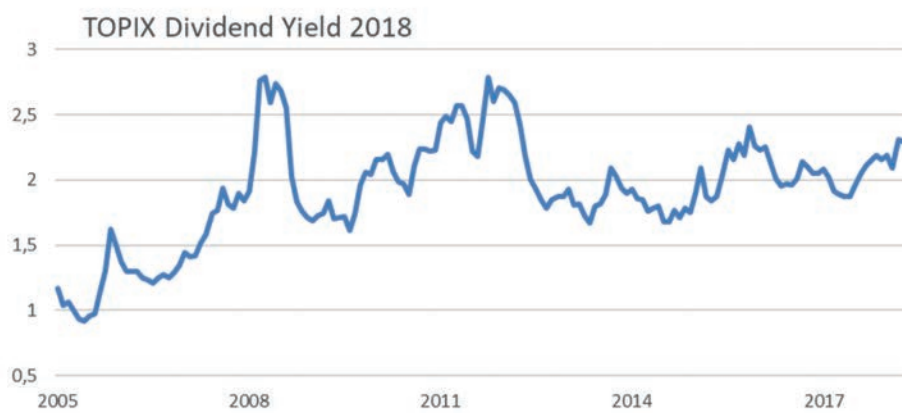
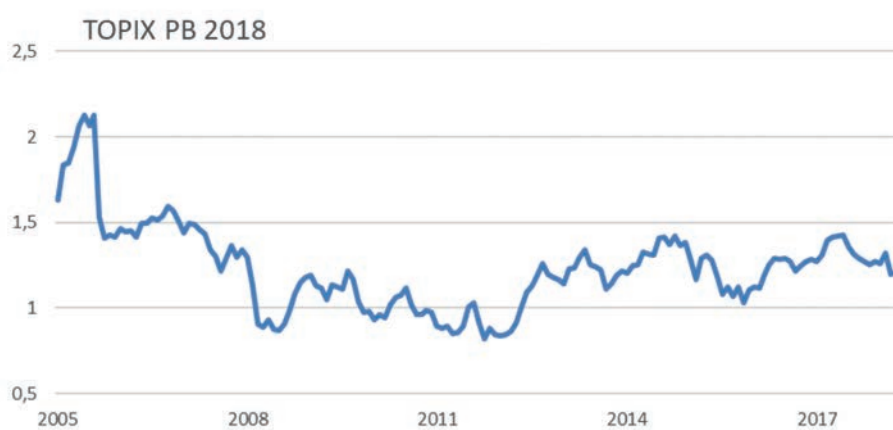
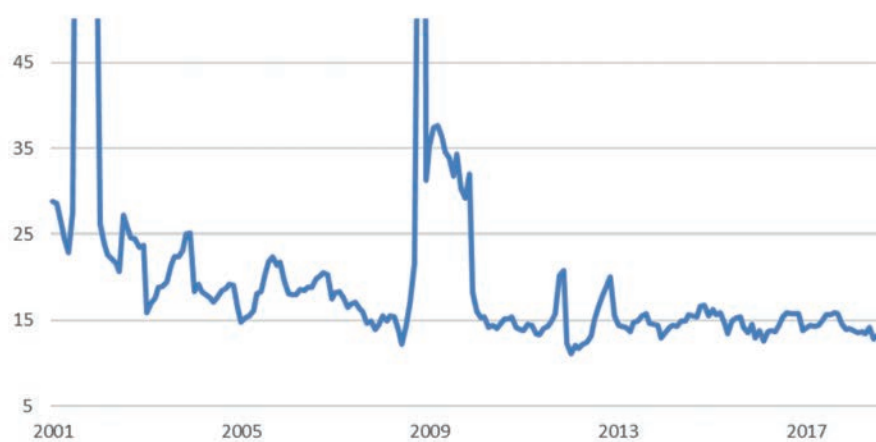
## Evropa



Vir: Bloomberg 2018.



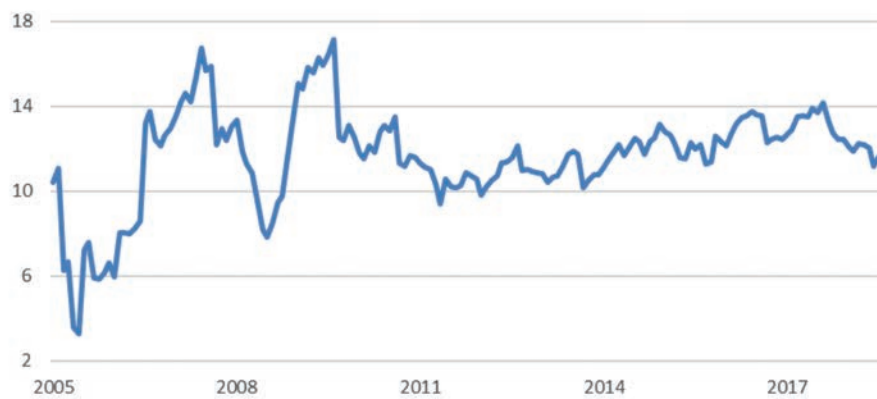
## Japonska



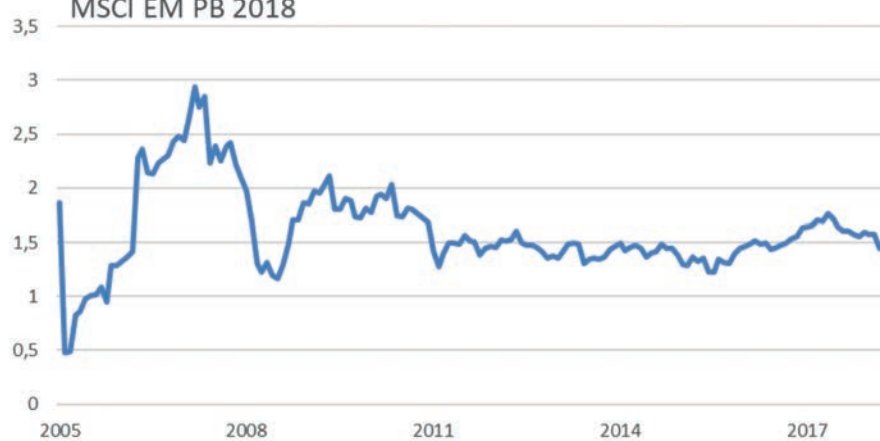
Vir: Bloomberg 2018.

## Države v razvoju

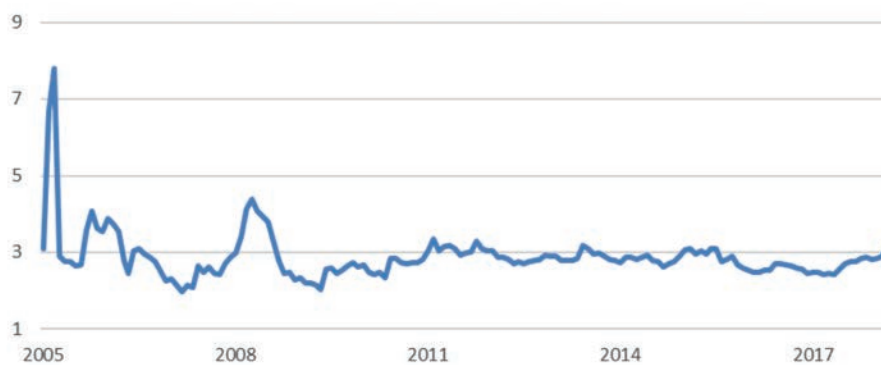
MSCI EM PE 2018



MSCI EM PB 2018



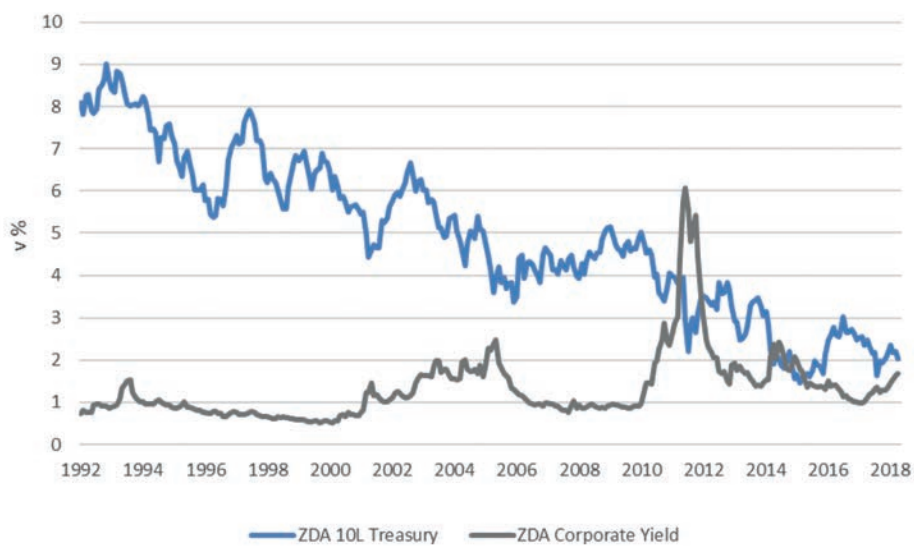
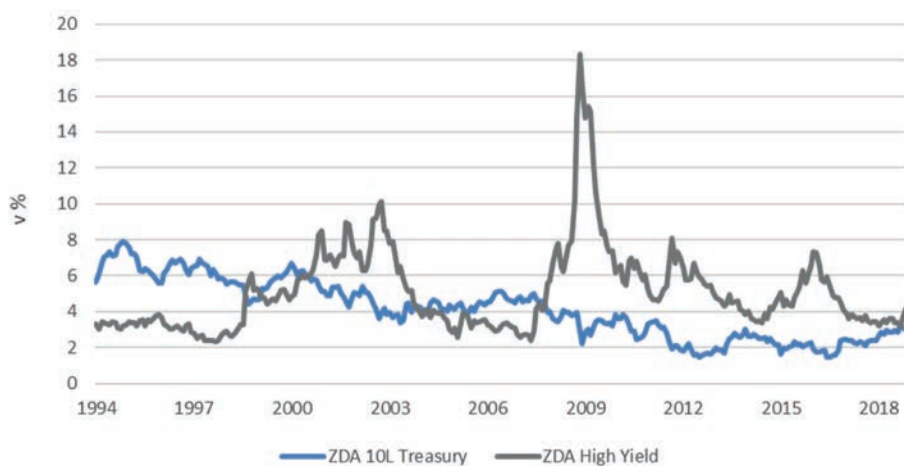
MSCI EM Dividend Yield 2018



Vir: Bloomberg 2018.

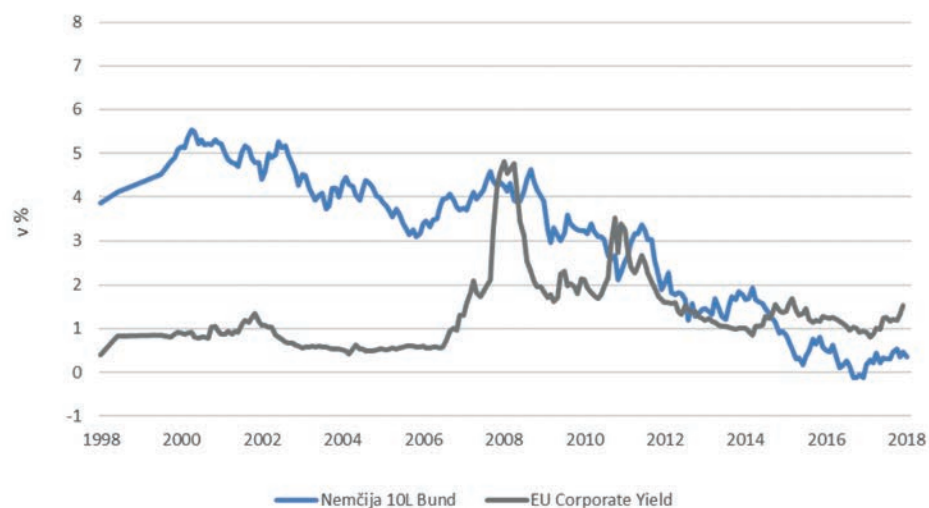
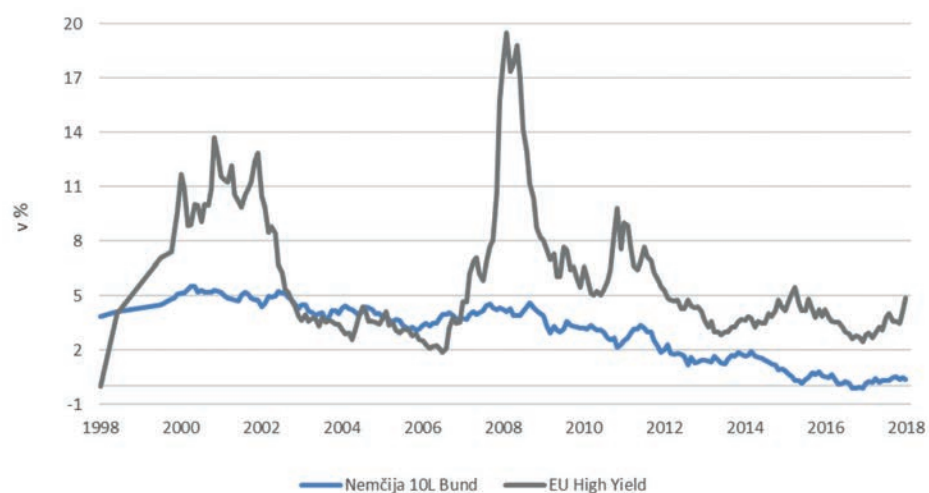
## Obveznice

### ZDA



Vir: Bloomberg 2018.

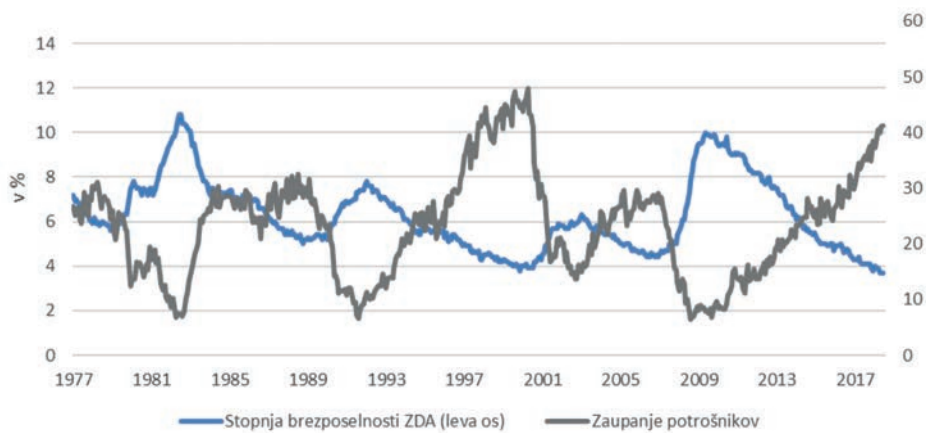
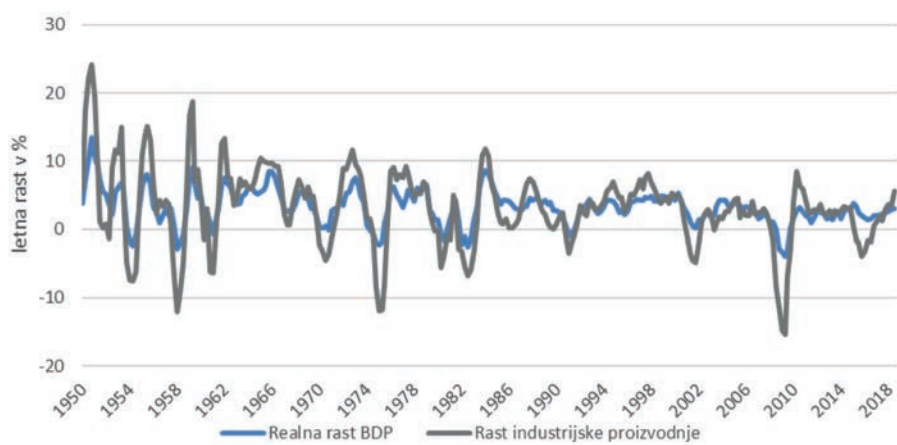
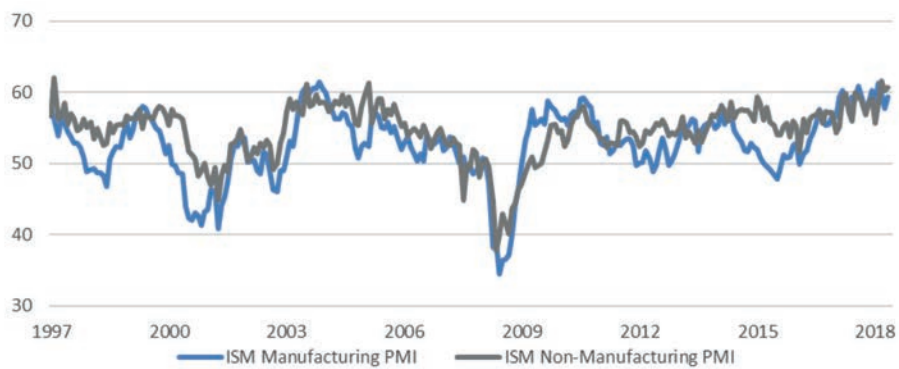
## Evropa



Vir: Bloomberg 2018.

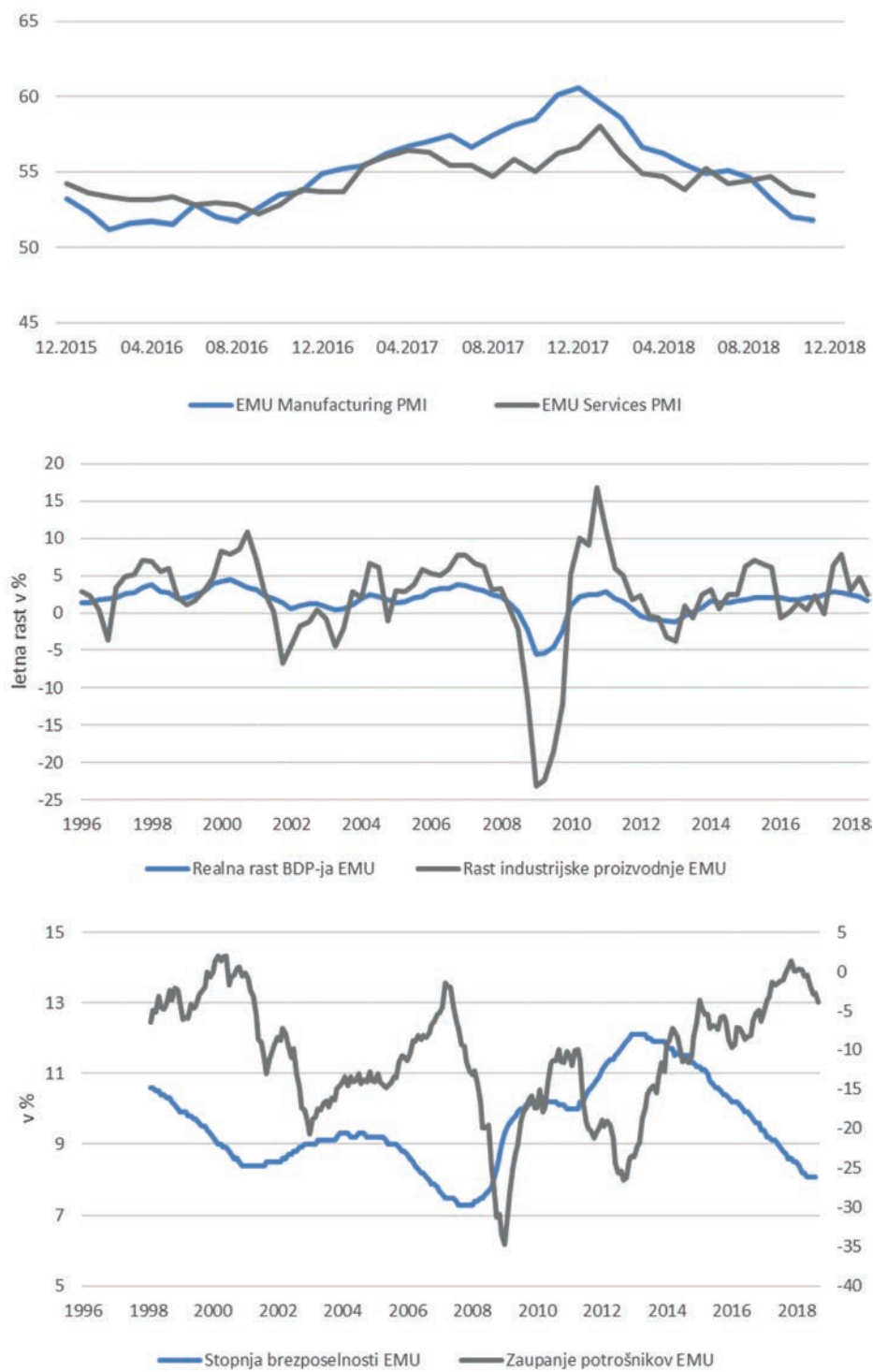
## Ekonomija

### ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2018.

## Evropa makroposnetek



Vir: Bloomberg 2018.

---

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)