

Letnik 14, št. 1, december 2021

Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2022

Kazalo

- 2 Uvodnik
- 3 Kam s prihranki v 2022?
- 5 Makroekonomska in geografska pričakovanja
- 9 Panožna priporočila
- 12 Obveznice



NLB Skladi

Uvodnik

Predpraznični čas je čas ritualov. Le v tem delu leta se ob poslušanju božičnih melodij lotimo peke piškotov in priprave aromatičnega kuhanega vina ter božičnega čaja. Oblečeni v pletene puloverje s prazničnimi motivi posegamo po zaprašenih škatlah z okraski in krasimo stanovanja. Zaključek leta je kot nalašč za to, da potegnemo črto, premislimo in začnemo znova. Ko delamo povzetek leta, ki se izteka, se z otroško radovednostjo že sprašujemo, kaj nam prinaša novo leto.

Tudi družba NLB Skladi ima ob zaključku leta svoj ritual, to je priprava naše letne publikacije Analitski pregled, ki ponuja pregled preteklega leta na kapitalskih trgih in zlasti strateški pogled v prihajajoče leto. V njem so napotki za preudarno vlaganje, ki jih naša analitska ekipa vsako leto pripravi z največjo skrbnostjo.

Za vlagatelje, ki so imeli sredstva vložena v delniške naložbe, je bilo leto 2021 izjemno leto. Tečaji globalnih delnic so, na krilih zadostnega lansiranja cepiva proti koronavirusu, sproščanja omejitvenih ukrepov in odpiranja gospodarstev, dosegli kar 25-odstotno donosnost. Obvezniške naložbe so bile v letu 2021, skladno z našimi napovedi, slabša izbira, saj so dosegle rahlo negativno donosnost, in sicer zlasti zaradi sprememb pričakovanj glede višine prihodnje referenčne obrestne mere ter tudi zaradi rastoče inflacije. Do le-te je prišlo zaradi rasti cene nafte, prekinjenih dobavnih poti ter primanjkljaja ponudbe delovne sile v posameznih segmentih gospodarstva.

Inflacijska tveganja, zaostanki v dobavnih verigah, geostrateške napetosti ter nenazadnje nove različice koronavirusa bodo tudi v prihodnje verjetno krojile borzno dogajanje. K temu se poraja veliko vprašanj, denimo, ali se bo inflacija še naprej poviševala ali pa se bo pričela postopno umirjati ter tudi, ali bodo delnice tudi v prihodnjem letu boljše izbira kot obveznice? Odgovore na ta in druga z vlaganjem v 2022 povezana vprašanja najdete v pričujoči publikaciji Analitski pregled.

Če boste sklepali kakšne novoletne zaobljube, pa ne pozabite na priporočeni enkrat letni pregled razporeditve vaših prihrankov in zlasti posvet s finančnim strokovnjakom. S takšnim ravnanjem boste svoje varčevanje uskladili s svojimi trenutnimi zmožnostmi in željami ter tako dosegli optimalen rezultat.

Želim vam prijetno branje ter donosno, zdravo in nasmehov polno leto 2022!

Saša Dragonja, CFA
direktorica sektorja trženja in prodaje



Kam s prihranki v 2022?

Leto 2021 se počasi poslavlja, z naložbenega vidika pa ga lahko ocenimo za zelo uspešnega. Delniški trg, ki smo mu za leto 2021 dali prednost pred obveznicami in vezanimi depoziti, je namreč do sredine decembra vlagatelje, ki so svoje premoženje razpršili globalno, nagradil z več kot 25-odstotno evrsko donosnostjo (vključujoč reinvestirane neto dividende). Spopad z višjo volatilitnostjo na kapitalstkih trgih ter strahovi glede okrevanja, ki jih je prinesla pandemija koronavirusa, se je torej obrestoval.

Trmasta korona

Izrazito hiter odziv znanosti na pojav koronavirusa v letu 2020 je z razvojem cepiv do konca omenjenega leta vlagatelje navdal s pričakovanji, da bo v letu 2021 virus postal le še bežen spomin. A virus je očitno imel svoje načrte. Številne mutacije so v kombinaciji z odzivi držav poskrbele za nemalo težav v realnem sektorju. Zapore in omejitve, povezane z obvladovanjem širjenja virusa, so pripeljale do (vsaj občasno) omejene ponudbe določenih proizvodov in storitev, pojavila so se ozka grla v dobavnih verigah. Olje na žerjavico je priril še zastoj transporta proizvodov med vzhodom in zahodom zaradi nasedle ladje v Sueškem prekopu, situacijo pa so dodatno začinila še pomanjkanje delovne sile v nekaterih panogah ter geopolitična tveganja.

Ocenjujemo, da bodo gospodarske razmere tudi v letu 2022 pod vplivom zgoraj omenjenih dejavnikov, saj je potreben čas, da se neravnovesja odpravijo. A to ne pomeni nujno, da bodo donosnosti finančnih instrumentov podpopprečne ali negativne. Kapitalstki trgi namreč predstavljajo stičišče številnih pričakovanj glede prihodnjega poslovanja družb, pri čemer posamezno leto predstavlja le eno izmed številnih etap.

Vrednotenje in inflacija

Zgoraj opisane težave v realnem sektorju so skupaj z ekspanzivno denarno in fiskalno politiko pripeljale do pojava višje inflacije, ki negativno vpliva na realno donosnost naložb. Le-ta pa bi morala biti ključno merilo, saj upošteva tudi morebitno izgubo kupne moči. Zadnje ocene Sloveniji za leto 2022 napovedujejo povprečno inflacijo v višini 3,8 %, kar preprosto povedano pomeni, da bo bankovec za 100 EUR čez eno leto realno vreden le malo več kot 96 EUR.

Zadnji kamenček v mozaiku sprejemanja odločitve, katerim osnovnim vrstam premoženja (denarna sredstva (vezani depoziti), obveznice in delnice) se splača v letu 2022 izpostaviti bolj in katerim manj, pa predstavljajo trenutna vrednotenja oziroma potencialne donosnosti. Pri najbolj varni naložbeni kategoriji, ki jo predstavljajo kratkoročni vezani depoziti, lahko vlagatelj v prihodnjih 12 mesecih v povprečju računa na ničelno ali celo negativno nominalno donosnost za tiste z nekaj več prihranki. Upošteva zgoraj omenjeno pričakovano inflacijo v Sloveniji za leto 2022 to pomeni, da bo vlagatelj svoje premoženje s tako naložbo oplemenitil realno za približno -3,7 %, pri čemer ta izračun ne upošteva morebitnega dodatnega negativnega učinka zaračunavanja nadomestil za visoka stanja denarnih sredstev (t.i. negativnih obresti).

Priporočilo: Denarna sredstva



Precej navzgor omejena so tudi izhodišča pri dolgoročnih varnih obveznicah. Pričakovana donosnost do dospelja 10-letne nemške državne obveznice na letni ravni nominalno znaša -0,4 %, slovenske pa +0,2 %. Po upoštevanju pričakovane slovenske inflacije v 2022 bosta omenjeni relativno nizko tvegani naložbi ustvarili realno donosnost med -3,6 % in -4,2 %. Podjetniške obveznice predstavljajo naslednji korak na lestvici tveganosti. Pričakovana donosnost do dospelja košarice evrskih podjetniških obveznic naložbenega razreda s povprečno dospelostjo 5,5 let znaša nominalno 0,4 % oziroma realno -3,4 %.

Priporočilo: Obvezniške naložbe



Zadnjo osnovno naložbeno kategorijo predstavljajo delnice. Od razpršenega portfelja delnic globalnih družb si vlagatelj v letu 2022 lahko obeta 2,0 % pričakovano nominalno dividendno donosnost (realno -1,8 %), ki tako že sama presega pričakovano donosnost prej omenjenih naložbenih kategorij. Postopno zmanjševanje monetarnih spodbud centralnih bank bo pozitivno vplivalo na umiritev inflacijskih pritiskov, medtem ko bo umik fiskalnih spodbud pripeljal tudi do vrnitve določenih ljudi na trg dela. Pričakovana endemičnost koronavirusa v 2022 bo po naši oceni tlakovala pot v postopno odpravo neravnovesij na ponudbeni strani, kar bo le še dodaten veter v hrbet pri obvladovanju inflacijskih pritiskov, pri tem pa ocenjujemo, da bo zmanjševanje omenjenih inflacijskih pritiskov delno omejila (močna) potrošnja, ki je trenutno zaradi težav z dobavo, višjih cen ali pa zaradi ukrepov okrnjena. Pričakujemo, da bo kombinacija omenjenih elementov pozitivno vplivala na rast tečajev delniških naložb, s čimer bo izhodiščna dividendna donosnost še dodatno okrepljena. Ocenjujemo sicer, da bo rast tečajev delniških družb zmerna in pod zgodovinskim povprečjem, saj vrednotenja delniških trgov niso izrazito ugodna (razmerje med ceno in pričakovanim dobičkom na delnico povprečnega globalnega podjetja za leto 2022 znaša 18), a so vseeno opazno nižja kot pred visokimi padci pred 14 oziroma 20 leti.

Priporočilo: Delniške naložbe



Kam s prihranki?

Delnice kot najbolj tvegana naložbena kategorija na absolutni ravni sicer niso najbolj poceni, so pa relativno v primerjavi s preostalimi osnovnimi naložbenimi kategorijami (državne in podjetniške evrske obveznice ter denarna sredstva oziroma vezani depoziti) opazno bolj ugodno vrednotene, zato smo jim s taktičnega vidika za leto 2022 bolj naklonjeni kot obveznicam in vezanim depozitom.

Rok Keber, CFA
direktor sektorja
nadzora nad tveganji



Makroekonomska in geografska pričakovanja

Marsikdo je upal, da bomo v letu 2021 po več kot letu agonije lahko pozabili na korono, a so leto na žalost zaznamovale številne nove različice in danes v »času omikrona« svetlu grozi nov val okužb. Kljub temu delniške naložbe dosegajo za marsikoga presenetljivo visoke donosnosti. Razlog: podjetja in potrošniki smo se uspešno in hitro prilagodili na nove razmere. Če si v letu 2019 nismo predstavljali spletnega naročanja in nošenja mask v zaprtih prostorih, je to zdaj postalo del vsakdanjika. Leto 2021 je tako ob izjemno nizkih obrestnih merah in izdatni državni pomoči zaznamovalo močno gospodarsko okrevanje in po aktualnih napovedih bomo leto 2021 zaključili z realno gospodarsko rastjo v višini 5,8 %. Globalno gospodarstvo je tako več kot nadoknadilo koronski upad realnega BDP v višini 3,1 %.

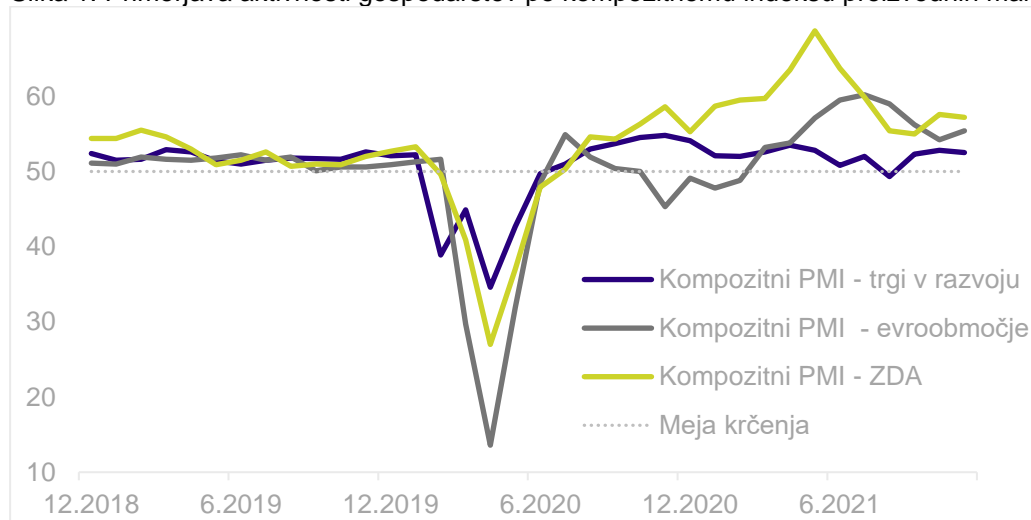
Ob tkanju napovedi tudi za leto 2022 nismo mogli mimo vpliva koronavirusa na gospodarstvo. O novi različici omikron še marsičesa ne vemo, ampak dejstvo je, da predstavlja tako tveganje kot priložnost za normalizacijo razmer. Po eni strani nas skrbijo podatki o še hitrejši širitvi in slabši zaščiti s cepivi, po drugi strani pa smo lahko optimistični ob informacijah iz južne Afrike in Velike Britanije o tem, da bi lahko bil potek bolezni blažji kot pri prehodnih različicah. Hkrati farmacevtska podjetja poročajo, da se lahko s pozitivnim odmerkom zaščitimo pred novo različico virusa, poleg tega pa že obstajajo tudi zdravila, ki preprečijo hujši potek bolezni. Bolje so pripravljene tudi bolnišnice, delež cepljenih s prvim odmerkom pa je na globalni ravni že presegel 57 %. Danes smo tako na nov val bistveno bolje pripravljeni in v družbi NLB Skladi ne pričakujemo, da bo prišlo do splošnega zaprtja večine držav kot v prvem valu. Omikron bi hkrati lahko bil tudi zadnji resnejši val in leto 2022 bi lahko bilo leto normalizacije Covid razmer.

Za leto 2022 pa kljub temu lahko iz naslova novega vala in normalizacije gospodarskih razmer pričakujemo upočasnitev trenutno hitre gospodarske rasti na neko normalnejšo raven: trenutni konsenz po podatkih Bloombergga napoveduje 4,4% realno gospodarsko rast za svetovno gospodarstvo.

Ohlajanje Kitajske

Kitajsko, ki je drugo največje svetovno gospodarstvo, je korona kriza najmanj prizadela in posledično so bile v začetku letošnjega leta umaknjene spodbude gospodarstvu. Dodatno se je ob skoku cen železove rude in z namenom zaščite okolja zmanjšal obseg proizvodnje jekla. Temu so se pridružile še težave v nepremičninskem sektorju, ki so jih povzročile finančne težave nepremičninskega giganta Evergrande in vse skupaj se je odrazilo v ohladitvi gospodarske rasti in kratkoročnemu padcu indeksa proizvodnih managerjev (PMI) pod vrednost 50 v septembru in oktobru 2021. Danes je Kitajska na pragu novih ekonomskih spodbud, v nepremičninskem sektorju pa je regulator naklonjen temu, da zdrava podjetja odkupijo nepremičninske projekte od podjetij v težavah. V letu 2022 bo tako gospodarsko sliko po naši oceni poleg pričakovane normalizacije Covid razmer močno zaznamovalo tudi izboljšanje makroekonomske slike na Kitajskem. Temu primerno pričakujemo pozitivna presenečenja v državah, ki so odvisne od povpraševanja s strani Kitajske.

Slika 1: Primerjava aktivnosti gospodarstev po kompozitnem indeksu proizvodnih managerjev (PMI)



Vir: Bloomberg, 22. 12. 2021

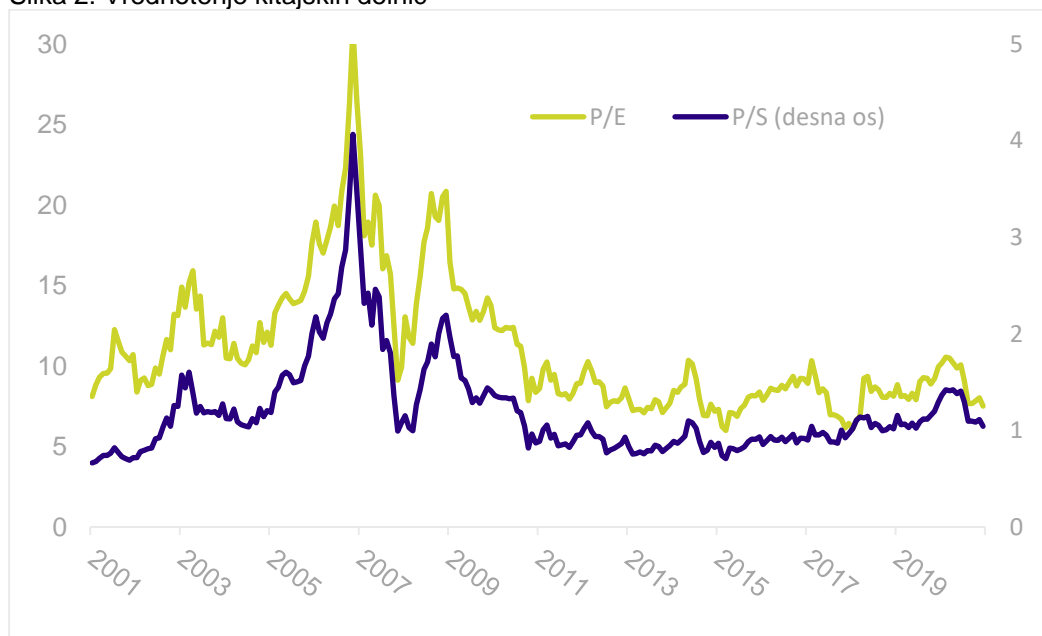
Povišana inflacija in sprememba retorike centralnih bank

Pomemben izziv za trge v letu 2022 predstavlja povišana inflacija. V primeru, da bi se trenutno visoke številke nadaljevale, bi namreč lahko videli drastičen dvig obrestnih mer, ki bi negativno vplival tako na delnice kot na obveznice. V družbi NLB Skladi ocenjujemo, da je del trenutne inflacije prehodna in da lahko v letu 2022 pričakujemo umiritev inflacijskih pritiskov zadnjih mesecev. Si bomo pa verjetno leto 2022 zapomnili kot leto zaključka ekspanzivnih monetarnih politik, saj se je normalizacija obrestnih mer že začela. V decembru je trge presenetila angleška centralna banka, ki se je odločila za dvig obrestne mere za 0,15 % točke. Kar tri dvige je v boju proti povišani inflaciji napovedala tudi ameriška centralna banka (Fed). Sta pa obe banki zelo previdni pri dvigu obrestnih mer in postopno normalizacijo bodo po naši oceni trgi lahko sprejeli, če jo bo spremljala rast dobičkov in gospodarsko okrevanje. Previdnejša je Evropska centralna banka, ki je zaenkrat napovedala samo znižanje mesečnih odkupov obveznic, saj evropsko gospodarstvo še ne kaže znakov pregrevanja. Najbolj ekspanzivna pa ostaja japonska centralna banka, saj inflacija tam kljub globalnim inflacijskim pritiskom ostaja nizka.

Na azijskih trgih vidimo priložnost

Menimo, da je prišlo do popolne nevihte za potencialne vlagatelje v kitajske delnice. Na trgu je namreč prisoten pesimizem, ki se je začel z regulacijo največjih tehnoloških podjetij, nadaljeval z upočasnitvijo gospodarske rasti in dosegel svoj vrhunec v nepremičninski krizi. Sive lase vlagateljem pa povzročajo tudi geopolitične napetosti na relaciji Kitajska – ZDA, Kitajska – Hongkong in Kitajska – Tajvan. Danes smo v fazi, ko je Kitajska že začela s spodbudami gospodarstvu in pričakujemo, da se bodo dodatne spodbude nadaljevale tudi v letu 2022. Temu bo sledila krepitev gospodarske aktivnosti ob trenutno znižanih vrednotenjih. Dodatno pričakujemo stabilizacijo razmer v nepremičninskem sektorju, ki bo pozitivno vplivala na sentiment. Kitajska je v zadnjem obdobju po letih lovljenja hitre gospodarske rasti šla skozi fazo razdolževanja gospodarstva in se trenutno vrača v fazo spodbujanja stabilne gospodarske rasti, ki pa bo še vedno bistveno višja kot v razvitem svetu. Vlagatelji v kitajske delnice lahko danes po relativno ugodnih vrednotenjih dobijo deleže v podjetjih, ki imajo nadpovprečno perspektivo iz naslova krepitve srednjega sloja na Kitajskem.

Slika 2: Vrednotenje kitajskih delnic



Vir: Bloomberg, 22. 12. 2021

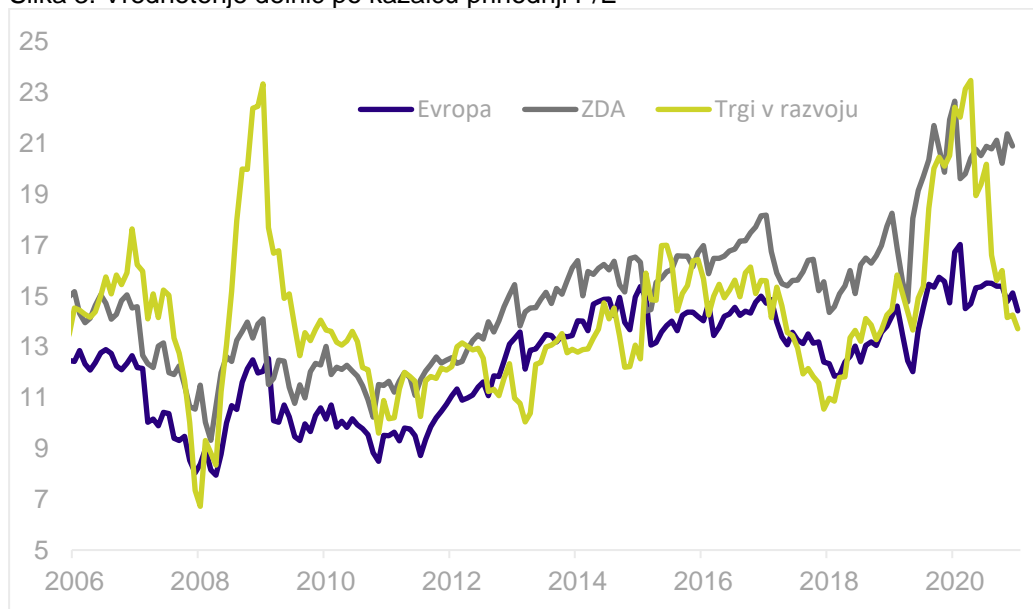
Zaradi pričakovanj o napovedih dodatnih spodbud na Kitajskem so nam vseč tudi ostali azijski trgi, ki so močno odvisni od kitajske gospodarske rasti, hkrati dobro obvladujejo inflacijske pritiske in imajo nižja vrednotenja od globalnega povprečja. Pozitivno izstopa Japonska, ki bi lahko zaradi svoje ciklične naravnosti pridobila ob pospešku kitajske rasti. Hkrati gre za eno redkih držav, ki nima težav s povišano inflacijo in ima tudi zgodovinsko gledano nizka vrednotenja. Se je pa potrebno zavedati, da japonska demografska slika in nizka potencialna rast BDP ostajata problematični.

Priporočilo: Delniške naložbe Azija



Zakaj so nam evropske delnice bolj všeč od ameriških

Slika 3: Vrednotenje delnic po kazalcu prihodnji P/E



Vir. Bloomberg, 22. 12. 2021

Ostajamo bolj naklonjeni Evropi, saj so delnice v Evropi bistveno cenejše kot v ZDA. Drži sicer, da je to v pomembni meri posledica panožne strukture, kjer v ZDA prednjačijo delnice s hitrejšo rastjo, ampak hkrati to predstavlja glavno nevarnost za vlagatelje. Ob rekordnih vrednotenjih podjetij s hitro rastjo napram delnicam z nižjim vrednotenjem bi namreč ravno normalizacija obrestnih mer lahko vodila v veliko rotacijo med tema dvema segmentoma trga in negativno vplivala na donosnost ameriških delnic napram ostalim.

Priporočilo: Evropske delniške naložbe



Prednost ZDA je sicer v večji fleksibilnosti gospodarstva, kar hkrati omogoča tudi boljši razvoj podjetij. Glavno težavo v prihodnjem letu predstavlja zaključek obdobja enormnih fiskalnih spodbud gospodarstvu in dejstvo, da je korona kriza močno povečala zadolženost države, ki se sedaj srečuje s politično omejitvijo ravni dolga. Na drugi strani smo bili v Evropi deležni večje fiskalne discipline že pred korona krizo, hkrati pa Evropa iz krize izhaja z manjšim proračunskim primanjkljajem kot ZDA. Poleg bolj ekspanzivne monetarne politike ECB nam je v Evropi všeč tudi struktura izvoza, ki je bolj usmerjena na azijske trge, kjer pričakujemo rast povpraševanja in večjo možnost za pozitivna presenečenja. Na mestu pa ostajajo pomisleki o dolgoročni perspektivi evropskega gospodarstva ob premiku v zeleno gospodarstvo.

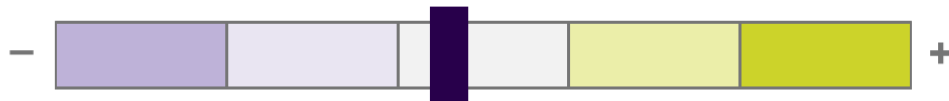
Priporočilo: Delniške naložbe ZDA



Velika raznolikost na trgih v razvoju

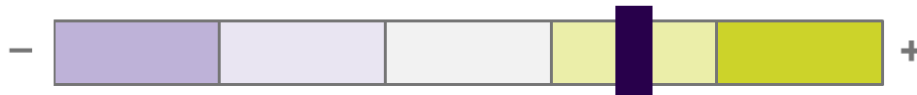
Poleg azijskih delnic so nam vseč tudi delnice iz regije Evropa trgi v razvoju, saj Rusiji koristi višja cena nafte, gospodarska rast v regiji CEE pa ostaja robustna. Celotno regijo, vključno z delnicami z Zahodnega Balkana, zaznamujejo tudi nižja vrednotenja. K večji previdnosti kličejo geopolitične napetosti na relaciji Rusija – NATO, nesoglasja med EU in Poljsko ter Madžarsko, problematično ostaja tudi politično okolje na Balkanu, zlasti dogajanje v BiH po daljšem obdobju nepričakovane stabilnosti v tej državi. Znotraj regije trgi v razvoju pa smo manj naklonjeni Turčiji, Latinski Ameriki in Afriki z Bližnjim vzhodom. Turška valuta namreč kloni pod pritiski Erdogana po znižanju obrestnih mer ob povišani inflaciji. Tudi v Latinski Ameriki se nadaljujejo težave s povišano inflacijo in nestabilnim gospodarskim okoljem, ki ga hkrati zaznamuje nizek delež cepljenih prebivalcev. Dodatno težavo predstavlja pomanjkanje nujno potrebnih strukturnih reform, ki upravičuje nižja vrednotenja. V Afriki pa se srečujemo z visokim geopolitičnim tveganjem ob visoki brezposelnosti in številnih nemirih ter protestih.

Priporočilo: Delniške naložbe trgi v razvoju



Pri vstopu na delniške trge vlagatelj še naprej svetujemo, da poskrbijo za globalno razpršen portfelj. Na ta način namreč vlagatelj omeji specifična tveganja posameznih regij, alokacije naših globalnih podskladov pa se tudi aktivno prilagajajo našim geografskim priporočilom.

Priporočilo: Globalno razpršene delniške naložbe



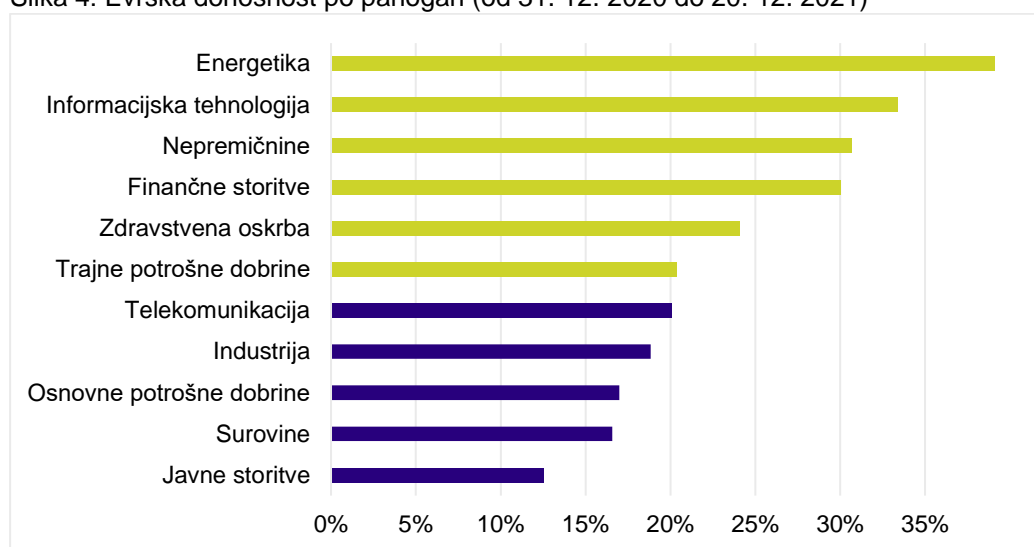
Domen Granda, CFA
vodja analiz



Panožna priporočila

Leto 2021 je še vedno zaznamovala pandemija virusa COVID-19, a so države s spodbujanjem cepljenja lahko nekoliko zrahljale ukrepe, kar je ob močnih fiskalnih in monetarnih spodbudah vplivalo na solidno gospodarsko okrevanje. V takšnem okolju so pridobile t.i. »rastoče« (growth), pa tudi »vrednostne« (value) delnice. Sektor energetike je najbolj pridobil zaradi rasti cen energentov kot posledice odprtja gospodarstev. Delnice iz informacijske tehnologije pa so neke vrste zmagovalci trenutne pandemije, saj je ta precej spremenila okolje, v katerem poslujejo podjetja, od vpeljave dela od doma do same optimizacije procesov, kar je voda na mlin za podjetja v tem sektorju. Banke so se dobro prilagodile novim razmeram, seveda ob izdatni pomoči centralnih bank, in tudi zadnji stres testi nakazujejo, da so banke dokaj odporne na makroekonomska tveganja. Tudi proizvodnja se je povečevala, rast novih naročil pa je še dodatno spodbudila pričakovanja o rasti proizvodnje v letu 2022. Kljub temu pa je še precej tveganj in težav, ki opozarjajo na previdnost. Podjetja se namreč spopadajo s primanjkljajem delavcev in težavami v oskrbovalni verigi.

Slika 4: Evrska donosnost po panogah (od 31. 12. 2020 do 20. 12. 2021)



Vir: Bloomberg

Zaradi večjega povpraševanja in neoptimalne alokacije močno naraščajo tudi cene zabojnikov. Pred pandemijo se je vzpostavilo ravnotežje med tem, kje se zabojniki potrebujejo in kam gredo, a je pandemija to porušila. Primanjkuje tudi tovornih ladij, a navkljub novim naročilom za ladje jih ni pričakovati pred letom 2023. Vedno bolj pa se pozna tudi primanjkljaj voznikov tovornjakov. Pristanišča sicer povečujejo produktivnost, a so v letošnjem letu tako v ZDA kot na Kitajskem imeli težave, med drugim tudi zaradi vremena.

Za leto 2022 tako pričakujemo nadaljnje okrevanje globalnega gospodarstva, a se bo stopnja rasti najverjetneje postopno zmanjševala. Zaradi tega **dajemo tudi v prihodnjem letu prednost cikličnim panogam**, za katere je značilno, da rastejo hitreje v času ekonomske ekspanzije.

Priporočilo: (-) Defenzivne panoge, (+) Ciklične panoge



Inflacijski pritiski so med pomembnejšimi tveganji za naslednje leto. Poleg monetarnih in fiskalnih spodbud na rast cen pritiskajo višje cene energentov, pomanjkanje delovne sile pa povečuje pritiske na rast plač. V relativno kratkem obdobju se je tako pojavilo več elementov, ki delujejo inflatorno, kar povečuje zaskrbljenost javnosti. Trenutno velja, da je trenutna inflacija delno prehodne narave, a se v trenutno nekoliko bolj nestabilnem okolju lahko to hitro spremeni.

Katerim sektorjem smo bolj naklonjeni?

Kljub grožnji inflacije smo še vedno naklonjeni **finančnemu sektorju**, kjer so nam vseč tako banke kot zavarovalnice. Prve so namreč v relativno dobrem finančnem stanju, kar potrjujejo tudi zadnji stres testi. Postopno dvigovanje obrestnih mer, ki ne bi bistveno zaviralo gospodarske rasti, pa bi imelo pozitiven vpliv, saj bi lahko tako banke povečale marže. Če upoštevamo še zgodovinsko nizka vrednotenja bank in napovedi o nadaljnjem okrevanju globalnega gospodarstva, smo lahko dokaj optimistični glede finančnega sektorja. Zavarovalnice so se relativno hitro prilagodile novim razmeram prek optimiziranja delovnega procesa in vpeljevanja novih tehnologij. V preteklem letu je bil zaradi pandemije pod udarom predvsem segment življenjskega zavarovanja, kjer pa naj bi se s povečevanjem precepljenosti razmere izboljšale. Ostali segmenti med pandemijo niso bili izpostavljenosti, saj so bili ljudje več doma in je bilo manj škodnih zahtevkov. Z nadaljevanjem okrevanja gospodarstev pričakujemo, da se bo povpraševanje po zavarovalnih produktih še nekoliko povečalo. Bo pa marsikaj odvisno od tega, kdaj in kako bodo centralne banke zviševale obrestne mere ter ali se bo regulativa finančnega sektorja še naprej zaostrovala.

Energetika bo po naših pričakovanjih še vedno med bolj donosnimi panogami. Z odprtjem svetovnih gospodarstev se je povečalo tudi povpraševanje po nafti in drugih energentih, kar je precej zvišalo cene. Z nadaljnjim okrevanjem lahko pričakujemo, da se bodo potrebe po nafti in zemeljskem plinu še povečevale, kar bi ob nizkih zalogah dodatno pritiskalo na cene energentov. Seveda so prisotna tudi določena tveganja. Poleg morebitnih ponovnih nesoglasij med državami OPEC bi lahko negativno vplivala tudi nižja gospodarska rast na Kitajskem ali pa strožja regulativa, povezana s preходом na čistejšo energijo.

Na področju **tehnologije** smo najbolj optimistični glede razvoja programske opreme. Predvsem v obdobju pandemije je vedno več potreb po novih programskih rešitvah tako pri optimizaciji poslovanja kot omogočanju dela od doma ter prilagoditvi novim potrebam potrošnika. V letu 2022 pričakujemo nadaljevanje investicij družb v poslovne procese ter selitve sistemov v oblake in na poslovno shemo naročnin. Visoka pričakovana trga se sicer odražajo tudi v močno nadpovprečnih vrednotenjih teh družb. Kljub visokim vrednotenjem ocenjujemo, da je perspektiva dovolj visoka za ohranitev nadpovprečne ocene. Glavno tveganje za celoten sektor tehnologije pa predstavlja morebiten premik vlagateljev od delnic podjetij z nadpovprečno hitro rastjo poslovanja k podjetjem z nizkim vrednotenjem. Morebitno zvišanje obrestnih mer namreč pomeni, da vlagatelji višje pričakovane denarne tokove čez nekaj let ali celo desetletij diskontirajo s precej višjo diskontno stopnjo, kar znižuje sedanjo (»pošteno«) vrednost teh naložb.

Slika 5: Relativna primerjava vrednotenja med "growth" in "value" sektorji



*tretjinska utež EV/EBITDA, P/E in P/S
Vir: Bloomberg

Katerim sektorjem smo manj naklonjeni?

Javne storitve bodo po našem mnenju podobno kot v preteklem letu med manj uspešnimi sektorji. Okoljska regulativa je vedno ostrejša, kar sili podjetja v nove investicije in posledično višje stroške. Trenutna starajoča se infrastruktura namreč ne dosega današnjih okoljskih standardov, medtem ko so nove zahteve povezane s precej dražjimi projekti. Tudi večji nihaji na naftnem trgu in krepitev dolarja bi lahko negativno vplivala na ta sektor.

Tudi **nepremičninski sektor** bo po našem mnenju nekoliko zaostal za drugimi sektorji. V zadnjem času, ko se družbe vedno bolj usmerjajo na delo od doma, se umirja povpraševanje po novih poslovnih prostorih. Potrošnik vedno več kupuje prek spleta, kar je marsikatero trgovino prisililo v zaprtje fizičnih trgovin (in po drugi strani iskanje novih skladišč). Precejšnje tveganje pa za ta sektor predstavlja morebitno višanje obrestnih mer, saj bi to povečalo strošek posojil, ki so ključna pri nakupu novih nepremičnin. Zaradi tega smo temu sektorju podpovprečno naklonjeni.

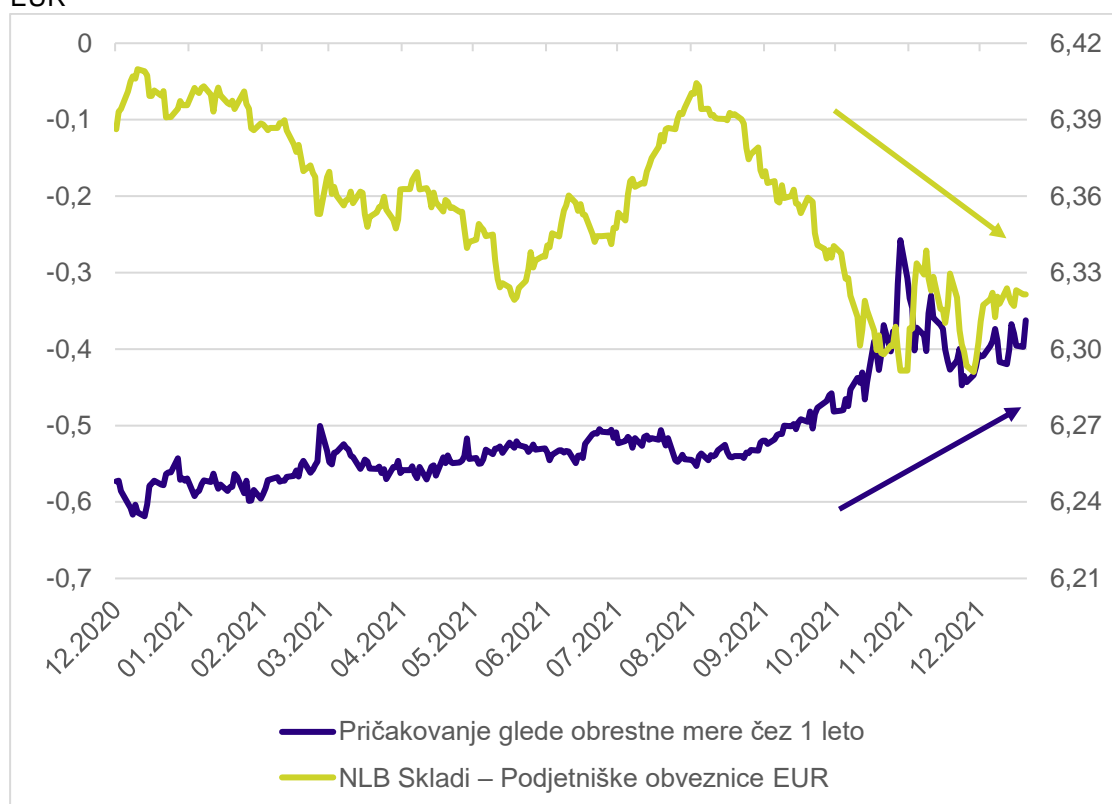
Rok Brezigar
upravitelj premoženja



Obveznice

Leto 2021 je bilo izrazito naklonjeno bolj tveganim delniškim naložbam, manj pa pregovorno varnejšim obvezniškim naložbam, ki leto zaključujejo rahlo v negativnem območju. Poleg rekordno nizkih zahtevanih stopenj donosnosti večine državnih obveznic v Evropi in rekordno nizkih kreditnih pribitkov v začetku leta pri evropskih podjetniških obveznicah je razlog za rahlo negativno donosnost podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR tudi sprememba pričakovanj tržnih udeležencev glede višine prihodnje referenčne obrestne mere v Evropi. Tekom poletja je inflacija zaradi visoke rasti cene surove nafte, delno prekinjenih dobavnih poti in pomanjkanja ponudbe delovne sile v posameznih segmentih gospodarstva dosegla ravni, ki jih v zadnjem desetletju še nismo zabeležili. Kljub nekaterim znakom, da je trenutno visoka inflacija vendarle prehodne narave, so se pod pritiski, da je potrebno nekaj ukreniti, uradniki v ECB odločili za postopno opuščanje odkupovanja obveznic na trgu, v letu 2023 pa bi lahko prišlo tudi do prvih dvigov referenčne obrestne mere ECB. Vpliv pričakovanj glede višjih prihodnjih obrestnih mer na enoto premoženja podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR prikazuje spodnji graf:

Slika 6: Vpliv spremembe v pričakovanjih na donosnost podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR



Vir: Bloomberg, 22. 12. 2021

Spremenjena pričakovanja vlagateljev glede prihodnje referenčne obrestne mere v EU in ZDA pa niso bila zadosti, da bi donosnost podsklada NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti leto končala v negativnem območju. Nasprotno, donosnost podsklada v letošnjem letu presega 5 odstotkov. Razloga za takšno donosnost sta predvsem 8-odstotna rast vrednosti ameriškega dolarja v primerjavi z evrom, saj je kar 60 % obvezniških naložb podsklada denominiranih v ameriškem dolarju, in umiritev razmer na energetske trgu, saj so se po znatni rasti cene surove nafte kreditni pribitki pri energetskih obveznicah pomembno znižali in tako pozitivno prispevali k donosnosti podsklada.

Tabela 1: Kreditni pribitki ameriških obveznic (1.12.2021)

Bonitetni razred	Pribitek za sprejeto kreditno tveganje (v %)		Relativna višina pribitkov*	
	1. 12. 2020	1. 12. 2021	1. 12. 2020	1. 12. 2021
AAA	0,54	0,65	3,30%	6,60%
AA	0,59	0,66	3,70%	4,30%
A	0,76	0,82	3,70%	6,50%
BBB	1,29	1,22	4,70%	4,00%
BB	2,86	2,38	44,20%	19,40%
B	4,23	3,69	72,80%	39,60%
CCC	7,23	6,05	73,10%	34,50%

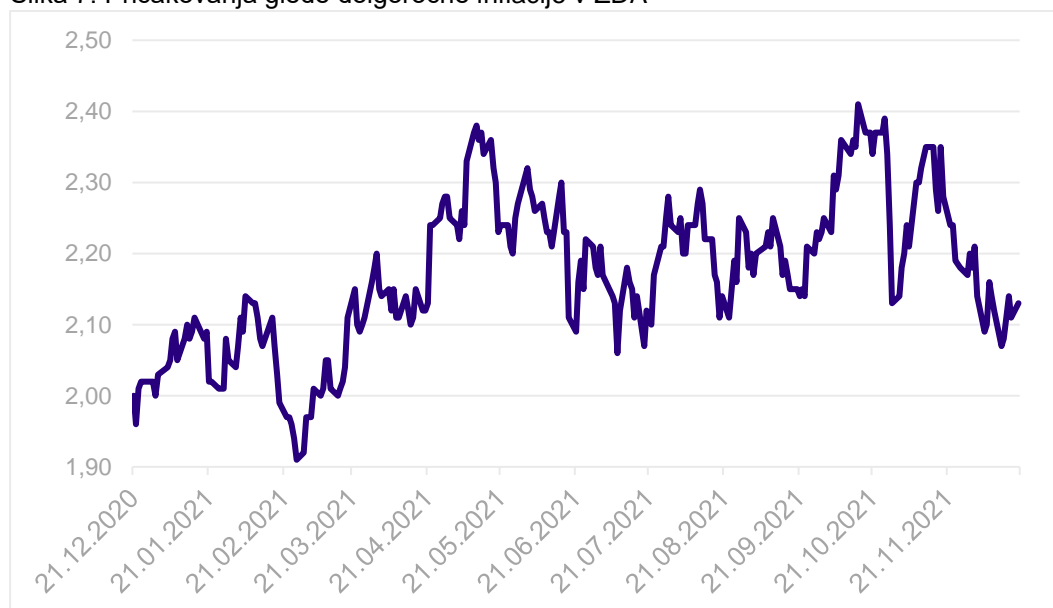
Vir: Bloomberg, 2. 12. 2021, *glede na zgodovino od 15. 8. 2020 do 1. 12. 2021

Več energetskih obveznic, ki smo jim bili izpostavljeni s skladom NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti, sodi v bonitetna razreda BB in B. Če so konec preteklega leta kreditni pribitki omenjenih bonitetnih razredov tudi na račun energetskega sektorja ponujali solidne naložbene priložnosti, le-te danes niso več tako izstopajoče. Konec preteklega leta smo ocenjevali, da so bili v zadnjih dveh desetletjih v skoraj 73 odstotkih časa povprečni kreditni pribitki obveznic bonitetnega razreda B nižji od lanskih, letos pa so se le-ti pomembno znižali in tako prispevali k pozitivni donosnosti podsklada.

Pogled v leto 2022

V družbi NLB Skladi pričakujemo, da se inflacija v prihodnjih mesecih ne bo več znatno povišala, sredi prihodnjega leta pa se bo začela postopoma nižati. Razloge za znižanje inflacije vidimo predvsem v nižjih cenah surovin, zmanjšanju cen polprevodnikov, zmanjšanju ozkih grl v dobavnih verigah in upočasnitvi gospodarske rasti v razvitem delu sveta.

Slika 7: Pričakovanja glede dolgoročne inflacije v ZDA



Vir: FRED, 21. 12. 2021

Glede na nizke zahtevane stopnje donosnosti varnih evrskih obveznic ne moremo pričakovati znatne pozitivne donosnosti podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR v letu 2022. Smo pa ciljno trajanje naložb v primerjavi z lanskim letom malenkost povečali. Pričakovano znižanje inflacije bi praviloma moralo imeti pozitiven vpliv na cene obveznic. V primeru uresničitve našega osrednjega scenarija torej pričakujemo, da bo, primerjalno seveda v družini najvarnejših naložbenih kategorij, podsklad NLB Skladi – Podjetniške obveznice med donosnejšimi naložbami.

Priporočilo: Trajanje



Opisani vplivi bodo pozitivno vplivali tudi na donosnost podsklada NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti. Izpostaviti pa velja dejstvu, da v letu 2022 težko pričakujemo še nadaljnje opazno nižanje kreditnih pribitkov obveznic špekulativnega razreda in rast vrednosti ameriškega dolarja v primerjavi z evrom, zato previdnost pri tveganejših obveznicah ne bo odveč.

Priporočilo: Kreditno tveganje: (-) Nižje, (+) Višje



mag. Matej Mazi, CFA
vodja upraviteljev



Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB). Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so vlagateljem v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih (poslovalnice NLB) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Pretekla donosnost naložbe ni pokazatelj njene donosnosti v prihodnosti. Kategorije sintetičnega kazalnika tveganj in donosa podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo: NLB Skladi – Azija delniški 6, NLB Skladi – Dinamični razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Evropa trgi v razvoju delniški 6, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 4, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 5, NLB Skladi – Globalni delniški 6, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 4, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 6, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 4, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Trgi v razvoju delniški 6, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA delniški 6, NLB Skladi – Zeleni delniški 6. Pretekli podatki, ki se uporabljajo pri izračunu sintetičnega kazalnika, niso nujno zanesljiv pokazatelj profila tveganja v prihodnosti. V skladu z dejanskim poslovanjem sklada v prihodnosti se bo ocena tveganja in potencialne donosnosti lahko spremenila. Najnižja kategorija ne pomeni naložbe brez tveganja. Najvišji vstopni stroški podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški pa 1,00 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Ocene družbe NLB Skladi so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere družba ocenjuje, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamči. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov. Razmnoževanje ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez predhodnega izrecnega in pisnega dovoljenja družbe NLB Skladi ni dovoljena.

Letnik 14, številka 1, december 2021

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Odgovorna urednika: mag. Krno Abramovič, CFA, Blaž Bračič

Urednik: Domen Granda, CFA

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, december 2021

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo. Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.



NLB Skladi

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si