

# Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 6, Št. 1, januar 2013

## KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Napovedi 2013
- 6 Dolgoročni vlagatelji, kupite delnice!
- 9 Centralne banke – poguba za »varne« naložbe

## Uvodnik

Leto 2012 je za nami in, glej ga zlomka, še vedno smo tu. Čeprav so Maji napovedovali konec sveta, ki naj bi se zgodil 21. decembra, se črni scenarij ni odvil. Ravno tako še vedno plačujemo z evri in to kljub temu, da so najbolj dramatične napovedi za leto 2012 napovedovale konec evroobmočja oziroma vsaj njegovo geografsko preoblikovanje (zoženje). Nasprotno s temi napovedmi je danes evroobmočje bolj povezano kot kadarkoli v preteklosti. Začenjajo se pogovori o fiskalni uniji, postavljena je arhitektura bančne unije, operativno pa je bil zagnan reševalni sklad ESM, ki je utišal govornice o koncu evra. Podobno kot Maji so se torej vsaj v letu 2012 ušteli tudi evroskeptiki.

Naštete zmote so se odrazile v za večino nepričakovano visokih donosnostih ravno najbolj tveganih naložbenih kategorij, kot so recimo grške delnice in italijanske bančne obveznice ter porazu tistih naložb, ki so bile v očeh vlagateljev ocenjene kot najbolj varne (npr. kratkoročne nemške in švicarske državne obveznice). V splošnem je v letu 2012 hlepenje po pretirani varnosti naložb vlagatelje drago stalo. Če danes recimo kupite 10 letno nemško državno obveznico, vam prinese 1,5 % nominalno na leto. Upošteva je inflacijo okrog 2 %, lahko pričakujete letno realno izgubo v višini -0,5 % pred davki. Res pa je, da ob tem zelo malo tvegate. Realno izgubo boste namreč skoraj zagotovo ustvarili.

Kje se torej skrivajo priložnosti v letu 2013? Zdi se, da čim dlje od »varnih« naložb. Zaslužil bo tisti, ki bo upal tvegati. Tako smo pri nas bolj naklonjeni evropskim delnicam, ki jim dajemo prednost tako pred obveznicami kot v manjši meri delnicami družb iz ZDA in porajajočih se trgov. K temu nas napeljujejo vrednotenja, ki so ugodna z vidika trenutnih tveganj in zmerno optimističnih pričakovanj glede gospodarskega okrevanja.

Kaj pa Slovenija? Slovenski delniški trg za donosnostmi drugih evropskih delniških trgov opazno zaostaja in je nekoliko pospešil šele ob koncu leta. Razmere v državi so neugodne, veliko bo odvisno od strukturnih reform in razpleta politične krize. Če bo vlada uspela izvesti nekatere strukturne reforme in izpeljala obljubljeni glede privatizacije, obenem pa bo vodni top ostal v garaži, lahko pričakujemo pozitivne premike tudi na danes pozabljenem slovenskem delniškem trgu.

V družbi NLB Skladi bomo tekoče dogodke na kapitalskih trgih pozorno spremljali tudi tekom leta in jih z našimi publikacijami pripeljali do vas. Ob tej priložnosti naj vam zaželimo vse dobro v letu 2013 in predvsem veliko pametnih naložbenih odločitev.

Blaž Bračič  
vodja oddelka za trženje in prodajo

## Napovedi 2013

### Smo z napovedmi za 2012 zadeli?

Za leto 2012 smo napovedovali **zmerno rast cen delnic** približno na ravni zgodovinskih povprečij, ki naj bi znašala po našem najverjetnejšem scenariju **okoli 9 %**. Naša pričakovanja so se izkazala za pravilna, saj so dejanske donosnosti v splošnem kot tudi po posameznih regijah sledile našim najverjetnejšim scenarijem (glej preglednico 1), oziroma so bile nekoliko višje.

Skladno z našimi pričakovanji so osrednjo vlogo na kapitalnih trgih odigrale centralne banke (predvsem evropska), ki so s svojo odločnostjo in izredno ohlapno denarno politiko umirjale tveganje v povezavi z evropsko dolžniško krizo. Tekom 2012 smo zaradi močnega razkoraka med pričakovanimi donosi varnih in bolj tveganih naložb, pričakovane agresivnosti centralnih bank in relativno ugodnega vrednotenja evropskih delnic povišali delež evropskih delnic v naših podskladih. Dejansko so bile tekom druge polovice leta centralne banke uspešne v brzdanju strahu vlagateljev, posledično pa so bile med najbolj donosnimi ravno tiste naložbe, ki so jim vlagatelji pripisovali najvišjo tveganost (npr. grške delnice, italijanske bančne obveznice, ipd.). Grčija torej ostaja v evroobmočju, slednje tudi ni razpadlo. Ravno nasprotno: prek dogovorov o fiskalni uniji, bančni uniji in operativnem zagonu evropskega reševalnega sklada (ESM) je danes bolj povezano kot kadarkoli prej. ZDA so nadaljevale z zmernim gospodarskim okrevanjem, v preostalem delu sveta pa se niso udeležili črni scenariji.

Preglednica 1: Napovedi 2012 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2012			Dejanske donosnosti v 2012
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	
<b>Razviti svet</b> (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-2%	<b>10%</b>	22%	ZDA* +13% Evropa* +18% Japonska* +6%
<b>Razvijajoči se trgi</b> (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	<b>8%</b>	28%	Razvijajoči se trgi* +16%
<b>Zahodni Balkan</b>	-18%	<b>7%</b>	32%	Hrvaška -0% Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
<b>Slovenija</b>	-15%	<b>5%</b>	25%	Slovenija +8%

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2011, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne

\*Donosnost upošteva reinvesticijo prejetih dividend.

V letu 2012 so imele slovenske delnice prvič v zadnjih petih letih solidno pozitivno donosnost in zdi se, da so te ob ugodnem vrednotenju, vladnem varčevanju in strukturnih reformah ter predvsem odprodaji borznih družb v državni lasti postale zanimive za širši krog vlagateljev. Tega za Balkansko regijo še ne moremo trditi, kar se je v 2012 odrazilo tudi v nedoseganju z naše strani pričakovane donosnosti.

### Kaj torej napovedujemo za leto 2013?

Solidna gospodarska rast v ZDA, izhod iz rahle recesije v Evropi, močne državne spodbude v razvijajočih se ekonomijah ter nadaljevanje zelo ohlapne denarne politike govorijo **v prid delniškimi naložbam**. Če k temu dodamo umirjanje evropske dolžniške krize in zmerna vrednotenja delniških trgov, potem ostajamo **optimisti glede donosnosti delnic v 2013**. Geografsko dajemo zaradi napovedanega zniževanja pesimizma glede evroobmočja rahlo **prednost evropskim delniškimi trgov** pred delniškimi trgi Severne Amerike in razvijajočih se gospodarstev.

### Temelji naših napovedi za leto 2013

#### Delnice splošno

Gibanje delniških trgov v letu 2013 bodo v največji meri krojila pričakovanja o gospodarski rasti, ki so povečini skromna. Podobno, a v manjši meri kot ob vstopu v 2012, je tudi ob vstopu v 2013 še vedno prisoten

pesimizem med vlagatelji. Tveganja so močno prisotna, tako v obliki morebitnih zapletov v evropski dolžniški krizi (npr. španske banke, francoska socialistična vlada in njena gospodarska politika, nemške volitve v 2013,...) kot v nizki pričakovani gospodarski rasti s krhkimi temelji.

Negotovost ostaja prisotna in se odraža tudi na kapitalskih trgih v obliki precejšnjega razkoraka med pričakovanimi donosi varnih naložb in tistih manj varnih. Nenaklonjenost vlagateljev tveganju ostaja močno prisotna, a se postopoma zmanjšuje. V očeh vlagateljev najbolj varne naložbe, kot so nemške državne obveznice, zlato ipd., so bile posledično v 2012 med manj donosnimi naložbami. Pričakujemo, da bo leto 2013 v tem pogledu podobno letu 2012.

V prid delniškim naložbam govori tudi izredno ohlapna denarna politika, ki jo vodijo centralne banke razvitega sveta (npr. evropska, japonska, ameriška,...). Centralne banke bodo po pričakovanjih tako tudi v 2013 nadaljevale s tovrstno politiko, ki v osnovi podpira vrednosti finančnih instrumentov in umirja likvidnostne in na trenutke celo solventnostne težave subjektov, povezanih z evropsko dolžniško krizo.

Glede na predstavljeno v letu 2013 v splošnem enako kot v 2012 napovedujemo zmerno **rast cen delnic** približno na ravni zgodovinskih povprečij in bo tako po našem najverjetnejšem scenariju znašala **okoli 10 %<sup>1</sup>**.

#### Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb v letu 2013 dajemo rahlo prednost evropskim delniškim trgom. Tekom 2012 je bilo narejenih več močnih korakov k umirjanju evropske dolžniške krize, tako na strani »problematičnih« držav, ki so z izvajanjem varčevalnih in strukturnih ukrepov postavile osnovni okvir za postopno okrevanje v naslednjih letih, kot tudi na strani Evropske centralne banke (zaveza k ohranitvi evra in evroobmočja) ter evropskih voditeljev (dogovori o fiskalni uniji, ESM, bančni uniji,...). Močna neravnovesja, ki so povzročila krizo, se postopoma odpravljajo. Prek znižanja stroškov dela in pritiska na cene v splošnem (interna devalvacija) se zvišuje konkurenčnost problematičnih gospodarstev (Grčija, Portugalska, Španija, Irska, tudi Slovenija). Ocenjujemo, da bo sprejemanje ukrepov in zniževanje cene zadolževanja, predvsem pri državah z dolžniškimi težavami, z zamikom ustvarilo pogoje za dvig pričakovanj o prihodnji gospodarski rasti teh držav oziroma evroobmočja kot celote.

Ameriško gospodarstvo nadaljuje z zmernim okrevanjem ob izredno močni podpori ameriške centralne banke. Pričakujemo, da se bo gospodarsko okrevanje v 2013 nadaljevalo. izboljšanje potrošniškega zaupanja, nižanje stopnje brezposelnosti in predvsem okrevanje ameriškega nepremičninskega trga govorijo v prid solidni ameriški gospodarski rasti. Slednja pa na nek način predstavlja tudi tveganje, saj bi lahko centralna banka kot posledico rastočih inflacijskih pričakovanj zmanjšala agresivnost svojih ukrepov, kar bi lahko imelo zaviralni učinek na rast cen ameriških delnic in povzročilo negativno donosnost obvezniških naložb, posebno tistih z daljšim trajanjem.

Japonska ima resne strukturne težave (od staranja prebivalstva in krčenja delovno aktivnega prebivalstva do rekordnega javnega dolga), ki zavirajo njeno gospodarsko rast in donose japonskih delnic. Novi japonski predsednik vlade sicer napoveduje dodatno agresivnost tako vlade (višanje državne potrošne) kot tudi japonske centralne banke pri boju z deflacijo in (pre)močnim jenom, a dvom v uspešnost tokratnih ukrepov tudi zaradi propadlih preteklih podobnih poskusov ostaja močno prisoten.

Ključne razvijajoče se ekonomije (Brazilija, Kitajska idr.) so se tekom 2012 na nižjo gospodarsko rast odzvale z agresivnimi ekspanzivnimi (fiskalnimi in monetarnimi) ukrepi, kar dviguje privlačnost naložb v regijo. Gospodarska rast regije je močno odvisna od razvitega sveta in ravno okrevanje slednjega bo po naših pričakovanjih prvič po letu 2009 doprineslo k gospodarski rasti razvijajočih se ekonomij in s tem privlačnosti naložb v regiji. Ob morebitnem močnejšem zagonu se s v teh regijah sicer kaj hitro lahko vrne tveganje pospešitve inflacije.

Preglednica 2: Napovedi 2013

	Napoved 2013		
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)
<b>Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2013</b>			
<b>Razviti svet</b> (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-3%	<b>+9%</b>	+21%
<b>Razvijajoči se trgi</b> (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	<b>+11%</b>	+31%
<b>Zahodni Balkan</b>	-32%	<b>+7%</b>	+32%
<b>Slovenija</b>	-10%	<b>+10%</b>	+30%

Vir: lastne ocene.

<sup>1</sup> Ocena nominalne donosnosti v EUR za globalno razpršen delniški portfelj.

### ***Panoge oziroma skupine dejavnosti***

Odločni ukrepi centralnih bank zoper evropsko dolžniško krizo v prvi vrsti koristijo finančnim instrumentom in torej finančnemu sektorju. Pričakujemo, da se bo na eni strani agresivnost ukrepov in s tem podpora finančnemu sektorju (predvsem evropska in japonska centralna banka) ohranila tekom 2013, po drugi strani pa dopuščamo možnost, da se gospodarsko okrevanje odrazi v boljšem osnovnem poslovanju finančnega sektorja (predvsem ZDA). Posledično smo naklonjeni naložbam v banke in zavarovalnice. Rahlo gospodarsko okrevanje in izboljšanje potrošniškega razpoloženja sta razloga za naklonjenost skupinam dejavnosti Trajne potrošne dobrine in Avtomobilska industrija ter nenaklonjenost proizvajalcem hrane in pijače zaradi po našem mnenju pretirane navdušenosti vlagateljev nad stabilnim poslovanjem v preteklih letih in posledičnega visokega vrednotenja. Podjetja ob še vedno nizki globalni gospodarski rasti ne dosegajo polne izkoriščenosti proizvodnih kapacitet oziroma poslovanja, posledično ne pričakujemo, vsaj v 2013, še močnejšega zagona investicijskega cikla podjetij, zaradi česar smo manj naklonjeni tudi skupini dejavnosti Trajne dobrine. Presežne kapacitete ob nizki globalni gospodarski rasti so tudi razlog za nenaklonjenost skupini dejavnosti Javne storitve.

### ***Napovedi 2013 – obveznice***

Zaradi pričakovanega gospodarskega okrevanja ob izredno ohlapnih denarnih politikah centralnih bank (tveganje dviga inflacijskih pričakovanj) smo v naših napovedih **obveznicam manj naklonjeni**. Prednost dajemo podjetniškim obveznicam pred državnimi, pri čemer smo bolj naklonjeni obveznicam nižjih bonitet (BBB in manj). Pričakujemo namreč nadaljnje postopno nižanje pribitkov za kreditno tveganje zaradi zniževanja zadolženosti in nadaljnega umirjanja negotovosti. Iz tega razloga **rahlo prednost dajemo podjetniškim obveznicam, ki poslujejo v »problematičnih« evropskih državah**. Z vidika trajanja sicer dajemo prednost obveznicam s krajšega dela obrestne krivulje, ki bodo v primeru dvigov obrestnih mer ali porasta inflacijskih pričakovanj izgubile manj vrednosti kot primerljive dolgoročneješe.

Blaž Hribar, CFA  
vodja analiz

## Priloga: Arhiv napovedi in dejanskih donosnosti

	Regije	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu
2009	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	5%	25%	35%	ZDA +22% Evropa +32% Japonska +3%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	0%	20%	40%	Razvijajoči se trgi +74%
	Zahodni Balkan	-30%	10%	50%	Hrvaška +18% Srbija +10% Bosna -14% Makedonija +30%
	Slovenija	-20%	10%	40%	Slovenija +10%
2010	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +23% Evropa +12% Japonska +24%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-10%	10%	30%	Razvijajoči se trgi +27%
	Zahodni Balkan	-12%	13%	38%	Hrvaška +4% Srbija -11% Bosna -10% Makedonija -19%
	Slovenija	-9%	11%	31%	Slovenija -13%
2011	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +4% Evropa -10% Japonska -13%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-13%	7%	27%	Razvijajoči se trgi -16%
	Zahodni Balkan	-13%	12%	37%	Hrvaška -20% Srbija -22% Bosna -22% Makedonija -12%
	Slovenija	-8%	12%	32%	Slovenija -32%
2012	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +13% Evropa +18% Japonska +6%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +16%
	Zahodni Balkan	-18%	7%	32%	Hrvaška -0% Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija +8%

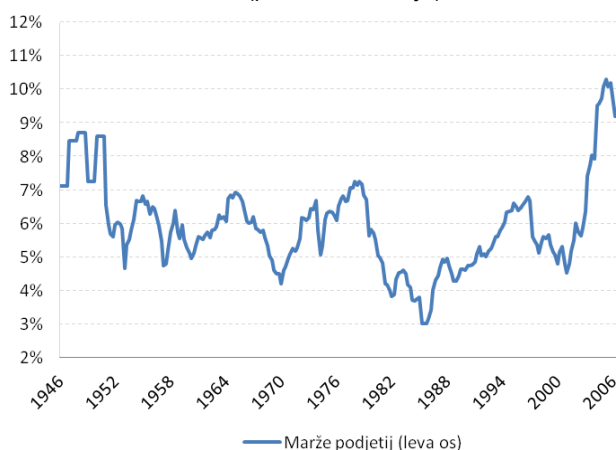
## Vlagatelji, kupite delnice!

Preteklo leto je bilo za vlagatelje na finančne trge nadpovprečno uspešno, saj so svetovne delnice (merjeno z indeksom MSCI World Net Index) porasle za 13,75 %, s čimer so vrednosti presegle najvišje nivoje, dosežene pred zadnjo recesijo, in to kljub vsem strahovom tekom leta 2012, kot so že drugi bankrot Grčije, špekulacije o bankrotu Španije in Italije ter celo govoric o razpadu evroobmočja. Še več, zgodovina nas uči, da je nakup delnic najbolj smiseln ravno v času recesij in pretresov na finančnih trgih, saj so te takrat zaradi pesimizma vlagateljev pogosto ugodno vrednotene. Pa so delnice po močni rasti v 2012 še vedno ugodno vrednotene in s tem primerne za dolgoročne vlagatelje?

### Globalno gospodarstvo okreva

**Blaž Hribar** (v nadaljevanju BH): ZDA so v tretjem četrtletju 2012 (zadnji razpoložljiv podatek) dosegle 3,1 % gospodarsko rast (prevedeno na letno raven). Za 2013 večina ekonomistov napoveduje vsaj 2 % ameriško gospodarsko rast. V takem okolju naj bi prihodki iz prodaje ameriških družb, vključenih v delniški indeks S&P 500, v 2013 zrasli za 3,5 %, dobiček pa za 8,8 %. Evropsko gospodarstvo naj bi se tekom 2013 izvililo iz

Slika 1: Profitne marže (pred obdavčitvijo) v ZDA



Vir: Flow of funds, GMO.

trenutne rahle recesije, kar bo pozitivno tudi za dobičke evropskih družb (indeks Stoxx 600), ki naj bi v 2013 zrasli za 9,4 %.

**Marko Bombač** (v nadaljevanju MB): Globalno gospodarstvo okreva, kar bi se lahko poznalo na višji prodaji družb, a ne nujno tudi na višjih dobičkih. Npr. v ZDA so danes marže podjetij na zgodovinsko najvišjih nivojih (slika 1), kar je posledica visoke stopnje brezposelnosti in podpovprečne izkoriščenosti kapacitet, ki dajeta družbam večjo moč pri omejevanju stroškov. Z okrevanjem gospodarstva se stopnja brezposelnosti v ZDA znižuje, izkoriščenost kapacitet pa raste, kar postopoma ustvarja pritisk na rast stroškov. Vse to bi se lahko odrazilo na nižjih maržah družb in s tem posledično na nižji rasti dobička glede na rast prodaje. Tudi sama rast prodaje ni povsem zagotovljena. Razvite države so se na zadnjo recesijo odzvale tudi z

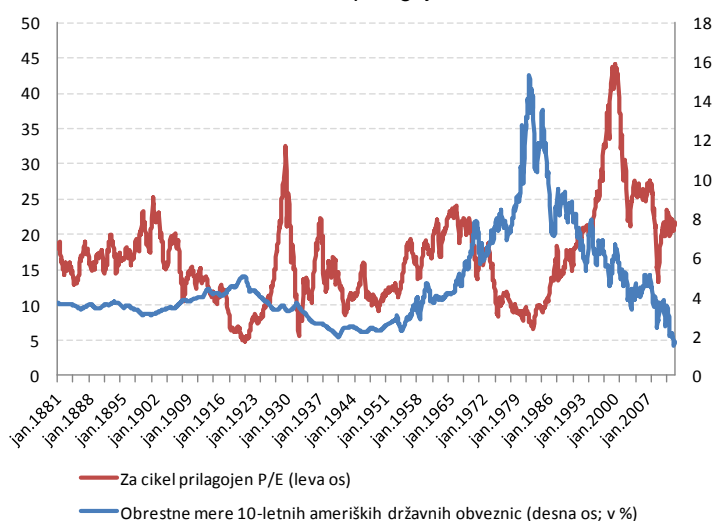
agresivnimi fiskalnimi ukrepi, zaradi česar imajo danes visoke proračunske primanjkljaje. Ti na dolgi rok niso vzdržni in z okrevanjem globalnega gospodarstva lahko pričakujemo zniževanje državne potrošnje, kar bi lahko zaviralo rast prodaje in gospodarsko okrevanje.

### Ugodno vrednotenje delnic

**BH:** Delnice so danes ugodno vrednotene. Razmerje med dobičkom zadnjega leta in ceno delnice (kazalnik P/E) je znotraj zgodovinskih okvirov, ki jih ne zaznamujejo baloni vrednosti delniških naložb. Vodilni globalni delniški indeksi imajo vrednosti tega kazalnika okoli 14. Ugodno vrednotenje delnic sovpada z visoko premijo za tveganje delnic oziroma (pre)visoko naklonjenostjo varnim naložbam zaradi pretiranega pesimizma vlagateljev. Primer: evropske delnice prinašajo okvirno 4 % dividendo, medtem ko 10-letne nemške državne obveznice prinašajo le 1,4 % letni donos.

**MB:** Že res, da so vrednotenja glede na tekoče dobičke ugodna, a primernejša mera za vrednotenje delnic je, po enem najbolj

Slika 2: Obrestne mere in za cikel prilagojen P/E v ZDA



Vir: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

znanih vlagateljev, Benjaminu Grahamu, za cikel prilagojen P/E (cena glede na 10-letni povprečen dobiček, v nadaljevanju CAPE). Slednji je po eni strani pri približno 21,5 (slika 2) sicer trenutno precej ugodnejši kot pred pokom tehnološkega balona, ko je znašal več kot 40, kar nakazuje, da lahko v prihodnjih 10 letih pričakujemo precej višjo donosnost kot v obdobju od vrha tehnološkega balona, ko je ta, vključujoč dividende, znašala približno 2,6 % letno. Po drugi strani pa je trenutni CAPE višji od mediane (sredinska vrednost, od katere je polovica opazovanj višjih, polovica pa nižjih) zadnjih 200 let. Slednje nakazuje na rahlo podpovprečno, okrog 6,5 % letno, donosnost v prihodnjih 10 letih glede na zgodovinsko povprečje.

### **Tiskanje centralnih bank in zgodovinsko nizke obrestne mere**

**BH:** Agresivnost centralnih bank govori v prid izredno nizkim (marsikje realno negativnim) obrestnim meram, kar močno znižuje prihodnje pričakovane donosnosti naložb s fiksnim donosom (obveznice). Medtem ko lahko od delniških naložb pričakujemo vsaj 5 % realne donose v naslednjih 10 letih (sodeč po CAPE in ob predpostavki nespremenjenih dobičkov), lahko od naložbe v nemške 10-letne obveznice v najboljšem primeru pričakujemo ohranitev realne vrednosti premoženja.

**MB:** Povečevanje ponudbe denarja v obtoku vpliva na močno znižanje obrestnih mer, a obrestne mere so danes v razvitih gospodarstvih že na zgodovinsko nizkih nivojih, zaradi česar centralnim bankam zmanjkuje razpoložljivih ukrepov za spodbujanje gospodarstva. Samo nadaljnje tiskanje denarja ne vodi nujno do višje prihodnje gospodarske rasti in dobičkov borznih družb. Nenazadnje se Japonska, kljub agresivnemu tiskanju njene centralne banke, že 20 let nahaja v likvidnostni pasti, pri čemer se dodatno tiskanje denarja v najboljšem primeru malenkostno pozna na gospodarski rasti.

### **So torej delnice še vedno primerna dolgoročna naložba?**

**BH in MB:** Globalna gospodarska rast ostaja krhka in neenakomerno porazdeljena po zemeljski obli, a kljub temu pričakovano zmerno gospodarsko okrevanje, še posebej v ZDA, krepi pričakovanja po višji prodaji in posledično višjih dobičkih borznih družb. Slednji so ključni za vrednost delnic in kot kaže v zadnjem času, se bodo ti ohranili vsaj na trenutnih ravneh. Vrednotenje delnic na osnovi teh dobičkov je v splošnem ugodno, pa vendar smo od paničnih delniških »razprodaj« (2001-2002, jesen 2008 - pomlad 2009, avgust 2011) močno oddaljeni. Na osnovi ciklično prilagojenega razmerja med dobički družb in ceno delnic lahko pričakujemo okvirno 5 % realno letno donosnost delnic v naslednjem dolgoročnem obdobju (10 in več let). Številka ni spektakularna, a je neznansko višja od pričakovane donosnosti »varnejših« naložb: naložba v 10-letne ameriške ali nemške državne obveznice prinaša manj kot 2 % letno donosnost, kar ne ohranja niti realne vrednosti naložbe.

Podpora delnicam bodo v primeru nepričakovanega zastoja gospodarske rasti nudile centralne banke, ki tako dejavne, kot so zadnja leta, niso bile še nikoli. Tiskanje denarja s seboj prinaša tveganje rasti inflacijskih pričakovanj. Inflacija je tudi eden izmed za javnost manj bolečih načinov za znižanje zgodovinsko visoke zadolženosti številnih držav. In ravno delnice so ena boljših zaščit pred povišano stopnjo inflacije, poleg vsega pa so precej ugodnejše v primerjavi z naložbami, ki se v javnosti sicer pogosto omenjajo kot inflacijski ščit (npr. zlato).

Blaž Hribar, CFA  
vodja analiz

Marko Bombač, CFA  
Višji upravitelj premoženja



## Centralne banke – poguba za »varne« naložbe

V preteklih letih se je dolžniška kriza v Evropi še dodatno poglobila. Poleg Grčije sta za mednarodno pomoč zaprosili še Španija in Portugalska, posledično pa so državne obveznice marsikatere evropske države vse bolj izgubljale status »varnih naložb«. Nasprotno so državne obveznice držav, ki so ohranile zaupanje vlagateljev, dosegle zgodovinsko rekordne vrednosti. Poraja se vprašanje, ali bodo državne obveznice omenjenih držav ohranile status »varnih naložb« tudi v prihodnosti.

V letu 2012 so bili mediji polni novic o skorajšnjem razpadu EU, bankrotu Grčije, Španije in Portugalske ter tudi o vse počasnejšem svetovnem gospodarskem okrevanju. Posledično so vlagatelji iskali varna zatočišča v državnih obveznicah gospodarsko dobro stoječih držav. Tako ni presenetljivo, da so zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic na zgodovinsko rekordno nizkih nivojih (glej Sliko 3).

Zniževanje obrestnih mer je bilo torej tisto, kar je v preteklih letih poganjalo cene obvezniških naložb. Zgodba se počasi zaključuje, saj prostora za dodatno nižanje obrestnih mer in posledično rast vrednosti obveznic v prihodnje skorajda ni več. Nizke obrestne mere in številne denarne injekcije v banke pa poleg spodbud gospodarstvu prinašajo vse večjo grožnjo inflacije. Inflacijska pričakovanja (glej Tabelo 1) za naslednjih 10 let tako že danes presegajo pričakovane donosnosti najbolj varnih 10-letnih državnih obveznic.

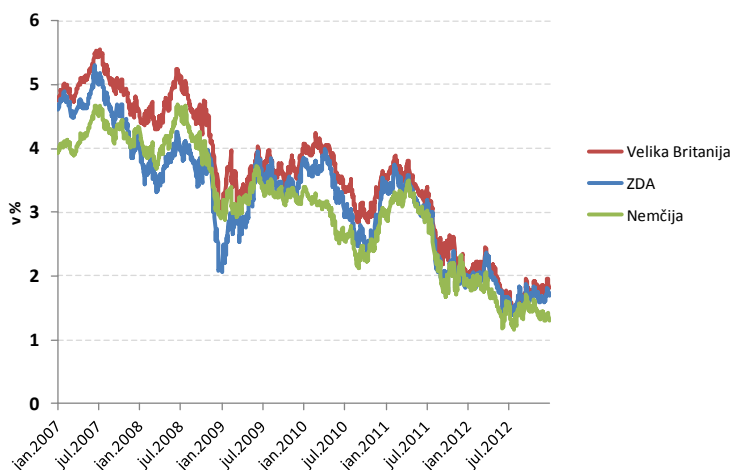
V prid trditvi, da lahko pričakujemo višjo inflacijo, govori tudi visoka zadolženost nekaterih držav. Države so namreč na zadnjo recesijo odgovorile z ekspanzivnimi fiskalnimi ukrepi, ki so drastično povečali zadolženost, ki jo bo potrebno postopno znižati, kar je boleče za državljane, politiki pa tudi ne kažejo velikega interesa za boljše obliko zniževanja dolga.

Razvrednotenje dolga prek inflacije je za javnost manj boleča alternativa kot državno varčevanje. Da je to cilj centralnih bank in držav samih, govori tudi ciljne letne inflacijske stopnje evropske in ameriške centralne banke pri 2 oziroma 2,5 odstotkih. Obe ciljni stopnji presegata zahtevani nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic ZDA in Nemčije. To z drugimi besedami pomeni, da tisti, ki danes kupijo 10-letne varne državne obveznice, zelo verjetno ne bodo ohranili niti realne vrednosti premoženja oziroma že danes lahko pričakujejo letne realne izgube, kar je pa še vedno bolje kot »denar v nogavici« ali zlato.

Alternativa inflaciji je lahko tudi uresničitev t.i. japonskega scenarija nizkih obrestnih mer, nizke inflacije in nizke gospodarske rasti. Japonska se namreč v likvidnostni pasti nahaja že 20 let, kar pomeni, da močno tiskanje denarja japonske centralne banke ni spodbudilo tamkajšnje gospodarske rasti, nadaljevalo pa se je razdolževanje v gospodarstvu, pri čemer so nizke ostale tudi obrestne mere. Omenjena trenda sta predvsem v ZDA manj verjetna zaradi bistveno drugačne demografske strukture ZDA. Slednje imajo v primerjavi z Japonsko precej mlajšo populacijo in v nasprotju z Japonsko tudi naraščajoče število za delo sposobnih ljudi.

Po naši oceni je najverjetnejši scenarij nadaljevanje globalnega okrevanja, posebno v ZDA. Pričakovane realne donosnosti 10-letnih obveznic izbranih držav so že danes negativne, v primeru, da se inflacijska pričakovanja zaradi morebitnega gospodarskega okrevanja okrepijo, pa lahko naložbe, ki so v zadnjih letih veljale za varen zaklon pred recesijo in evropsko dolžniško krizo, ta status čez noč izgubijo. Tudi varnost ima svojo ceno in ta je danes tako visoka, da si upamo trditi, da je varnost precenjena, podobno kot so bile tehnološke delnice ob prelomu tisočletja ali pa slovenske delnice na vrhu slovensko –balkanskega delniškega balona v letu 2007.

Slika 3: Zahtevane donosnosti 10 letnih državnih obveznic izbranih držav



Vir: Bloomberg

Preglednica 3: Pričakovana realna donosnost izbranih obveznic

Država	Donosnost do dospelja 10 letnih državnih obveznic	Pričakovana inflacija	Pričakovana realna donosnost
ZDA	1,70%	2,48%	-0,76%
Velika Britanija	1,82%	2,73%	-0,88%
Nemčija	1,31%	1,75%	-0,43%

Vir: Bloomberg

mag. Matej Mazi  
višji upravitelj premoženja

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Trg Republike 3, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://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 - Farmacija in zdravstvo delniški 6, NLB Skladi - Globalni delniški 6, NLB Skladi - Globalni uravnoreženi 5, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 7, NLB Skladi - Naravni viri delniški 7, NLB Skladi - Nova Evropa uravnoreženi 5, NLB Skladi - Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi - Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi - Slovenija delniški 6, NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški 6 in NLB Skladi - Zahodni Balkan 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 zjamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zjamčenih 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.

Letnik 6, številka 1, januar 2013

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

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

Brezplačni izvod, januar 2013

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

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

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

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | [www.nlbskladi.si](http://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](http://www.nlbskladi.si)