

# Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 6, Št. 2, junij 2013

## KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Borzno dogajanje - polletje 2013
- 5 Vsake pravljice je enkrat konec
- 7 Skrajni čas, da zavijamo rokave!

## Uvodnik

Prvo polletje leta 2013 lahko na kapitalskih trgih v grobem označimo kot ne-dogodek, saj pri ključnih naložbenih kategorijah ni prišlo do večjih sprememb. Seveda so nekatere robne naložbene kategorije prinesle nadpovprečne donosnosti, zlasti ne upoštevaje padcev v drugi polovici junija. Tako so denimo stroški zadolževanja visoko tveganih podjetij na razvitih trgih dosegli zgodovinsko dno; spet druge naložbene kategorije so kot običajno povzročile visoke izgube tistim, ki so preveč svojih prihrankov naložili v naložbe z lepimi preteklimi donosnostmi – denimo v delnice na trgih v razvoju ter v zlato in srebro.

Kaj se je dogajalo z vrednostjo obveznic: nič posebnega. Varne obveznice so sicer nekoliko izgubile na vrednosti, so se pa zaradi gospodarskega okrevanja znižali pribitki na tveganje. Delnice: spet nič posebnega pri delnicah z razvitih kapitalskih trgov, kjer je potencial za rast dobičkov zaradi večje učinkovitosti poslovanja nekoliko izzvenel, se pa zato večja dolgoročno bolj vzdržan vir rasti dobičkov zaradi okrevanja gospodarstev. Tudi cena nafte kot ključne surovine se ni bistveno spremenila. Ne nazadnje – tudi cene slovenskih delnic se niso bistveno spremenile. Več o borznem dogajanju v prvem polletju 2013 lahko preberete v prispevku Blaža Hribarja.

Ker izdajamo Analitski pregled dvakrat letno, smo se tokrat še nekoliko bolj osredotočili na to, kam glede na ta trenutek znane podatke morda vložiti nekoliko več svojih prihrankov in kam nekoliko manj. Ker vselej izhajamo iz konteksta globalnih kapitalskih trgov, je seveda največja zgodba zadnjih nekaj let trenutek, ko se bo podobno kot v pravljici o Cesarjevih novih oblačilih našel fantek, ki bo s svojim vzklikom ugotovil, da je nekaj čudnega s tem, da so obrestne mere nizke zaradi tega, ker države (centralne banke) kupujejo državne obveznice.

Globalna gospodarska rast je namreč že nekaj let pozitivna, s krčenjem presežnih kapacitet v gospodarstvu nujno prihaja do zniževanja deflacijskih pritiskov, rast javnega dolga tudi nekaterih najbolj varnih držav pa ne more v nedogled ne vplivati na kredibilnost in s tem na ceno zadolževanja teh držav. Podrobneje o morebitnem puku »balona« nizkih donosnosti (=visokih cen) visoko varnih obveznic piše Saša Dragonja.

Med našimi vlagatelji, tako kot povsod po svetu, obstaja znaten fokus na lokalne dogodke. Četudi bi za slovenskega vlagatelja denimo moral biti slovenski kapitalski trg približno tako pomemben kot ciprski (strokovno se reče, da gre pri tem za t.i. nesistematično tveganje, ki se mu je možno izogniti dobesedno zastoj z mednarodno razpršitvijo premoženja), je res, da so naši prihodki, delno tudi premoženje, eden izmed ključnih dejavnikov, ki vodijo v investicijske odločitve, odvisni od dogodkov v Sloveniji.

V Analitskem pregledu aprila 2012 smo v družbi NLB Skladi ocenili, da so slovenske delnice ne glede na okoliščine ena privlačnejših naložb za vlagatelja. Tokrat smo nekoliko bolj pogledali javnofinančne razmere v Sloveniji kot pomembno determinanto nakupov obveznic. Tu je diagnoza precej nasprotna tisti pri delnicah, namreč ne le, da je stanje *per se* zaskrbljujoče, še veliko bolj opazno je to, da v Sloveniji še nismo storili skoraj nič, kar bi utegnilo spremeniti trend rasti državnega dolga ob hkratni gospodarski stagnaciji, če ne recesiji. Marko Bombač je definiral ključne težave in predlagal nekaj ukrepov, ki nikakor niso neboleči, vendar to ni več izbira – edina izbira je, da jih lahko izvedemo bodisi sami bodisi nam jih bodo diktirali naši upniki.

mag. Kruno Abramovič, CFA  
predsednik uprave

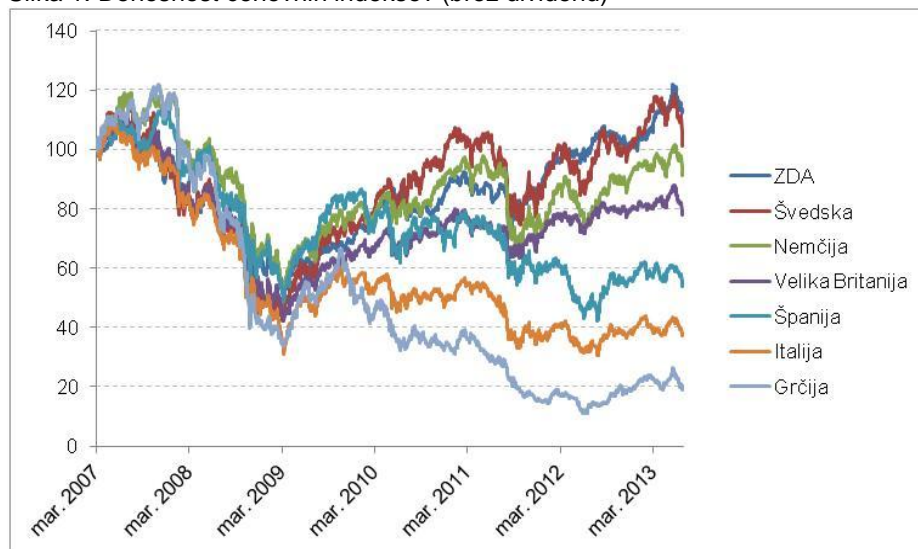
## Borzno dogajanje - polletje 2013

V prvem polletju 2013 smo bili priča rekordnim vrednostim številnih delniških indeksov razvitega zahodnega sveta. V letošnjem maju so se v višino zgodovinsko rekordnih vrednosti povzpeli denimo ameriški, nemški, švedski, danski, norveški in švicarski delniški indeksi, ob upoštevanju dividend pa so celo presegli rekordne vrednosti. Podobno visoko, torej na rekordno vrednost ali tik pod njo, so se povzpeli tudi tisti podskladi krovnega sklada NLB Skladi, ki nalagajo v delnice razvitega sveta. To so naši največji skladi, v katerih imajo naši vlagatelji naloženo večino svojega premoženja. Lahko torej govorimo o popolnem borznem preporodu? Žal ne, saj očitno živimo v svetu dveh hitrosti. Pravo nasprotje rekordom severne Evrope in Amerike so delniški indeksi »problematičnega« juga evroobmočja in v letošnjem letu tudi številnih trgov v razvoju. Rast delnic v teh regijah v zadnjih letih in mesecih občutno zaostaja za razvitimi trgi. Bodo nemške, ameriške in švicarske delnice nadaljevale s podiranjem rekordnih vrednosti? Kaj pa tveganje? So morda ta trenutek bolj zanimiva naložbena priložnost delnice iz »problematičnih« držav?

### Rekordi razvitega delniškega sveta

Ameriški delniški indeks S&P 500 je 21. 5. 2013 dosegel zgodovinsko najvišjo vrednost 1.669 točk, nemški DAX<sup>1</sup> pa je dan pozneje trgovanje zaključil pri 8.530 točkah. Oba indeksa sta s tem preseгла tudi vrednosti iz predkriznih let, od borznega dna, doseženega v marcu 2009, pa sta več kot podvojila svojo vrednost, pri čemer

Slika 1: Donosnost cenovnih indeksov (brez dividend)



Vir: Bloomberg.

za vlagatelje v ameriške delnice to velja celo ne upošteva vmes prejetih dividend. V obeh primerih je rast približno sovpadala z rastjo dobičkov družb, vključenih v omenjena indeksa, ki so v zadnjih četrtletjih podobno kot cene delnic na rekordnih vrednostih. Gospodarstva ZDA, Nemčije ter drugih borzno rekordnih držav so namreč po letu 2009 močno okrevala. To je vidno tudi iz številnih gospodarskih objav, pri čemer morda še najbolj izstopa nizka stopnja brezposelnosti. Zaposleni v teh državah imajo torej občutek stabilnosti in varnosti dohodkov od dela, posledično tudi posežejo v denarnico za večje nakupe, kot so avtomobili ali stanovanja. Tako niti ni pravo presenečenje, da cene nepremičnin npr. v ZDA, Nemčiji in Švici ponovno rastejo. Finančna stabilnost države, ugodno poslovno okolje, razpoloženi potrošniki in v precejšnji meri tudi ugodno finančno okolje v obliki izredno nizkih obrestnih mer so vsi prispevali k visokim dobičkom borznih družb in njihovim rekordnim cenam delnic. Centralne banke razvitih držav, še posebej ameriška, delno tudi evropska, so odigrale pomembno vlogo v tej borzni zgodbi, še toliko bolj pa pri pojasnjevanju kratkoročnih borzних nihanj v letošnjem letu.

### Centralne banke – spodbuda gospodarstvu ali le tveganje?

Najpomembnejše centralne banke so v zadnjih letih z monetarnimi spodbudami postavile nov mejnik. Pri tem v zadnjem času prednjačita ameriška centralna banka (FED), ki odkupuje državne in hipotekarne obveznice (mesečno za 85 mrd USD, kar na letni ravni predstavlja 6 % ameriškega BDP-ja), ter od aprila japonska centralna banka s podobnimi, a dvakrat močnejšimi spodbudami (za 12 % japonskega BDP-ja na letni ravni). Evropska centralna banka (ECB) v primerjavi s preostalima dvema deluje izrazito zadržano, saj je bila za umirjanje evropske dolžniške krize oziroma zniževanje obrestnih mer v »problematičnih« državah dovolj le grožnja o odkupovanju državnih obveznic, a zaenkrat po razpoložljivih informacijah ECB za razliko od ostalih ni izvedla še niti enega nakupa.

<sup>1</sup> Nemški indeks DAX vključuje dividende, ameriški indeks S&P 500 pa je cenovni indeks (brez dividend).

Močnejši kot so ukrepi, več tveganja prinašajo s seboj in bolj občutljivi postanejo kapitalski trgi na njihovo morebitno zmanjšanje. Namig FED-a, da ameriško gospodarsko okrevanje stabilno napreduje in da bo proti koncu leta postopoma pričela zmanjševati mesečne odkupe državnih in hipotekarnih obveznic, je bil v juniju na kapitalskih trgih sprejet z nervozo in nižanjem cen praktično vseh finančnih instrumentov (obveznic, delnic, zlata, nafte...) po svetu. Nasprotni veter, povzroččen s strani umika ukrepov centralnih bank (oziroma stabilnega okrevanja gospodarstva), ki smo se ga bali že v naših decembrskih napovedih, je v polni meri zapihal v letošnjem juniju. Pričakujem, da slednji v nadaljevanju ne bo prevladal nad dobrimi gospodarskimi podatki, ki nakazujejo na vsaj ohranitev nivoja dobičkov borznih družb. Ti so bistveno bolj pomembni na srednji in dolgi rok kot nihanje razpoloženja vlagateljev glede podpore centralnih bank. Gospodarsko okrevanje se nadaljuje v ZDA, do pospeška je prišlo tudi na Japonskem, proti koncu leta pa naj bi zajelo tudi Evropo. Lahko pričakujemo, da bo ravno nadaljnje gospodarsko okrevanje ključna podpora delniškimi indeksom. Dodati je potrebno še to, da je boljša manjša bolečina »danes« kot veliko večja »jutri«, če bi bilo gospodarstvo predolgo »na doping« (pre)poceni denarja.

### **Španske, portugalske in grške delnice – priložnost?**

Grčija, Španija, Portugalska in tudi Italija so problematične države. Imajo visoke proračunske primankljaje in/ali visok državni dolg, gospodarstva so v recesiji, brezposelnost pa je npr. s prek 25 % (Grčija, Španija) ekstremno visoka. Je torej regija zato neprivlačna za vlagatelje? Po našem mnenju ne. Regija je v zadnjih štirih, še posebej pa zadnjih dveh letih z varčevalno-strukturnimi ukrepi izvedla obsežno prestrukturiranje javnih financ in svojih gospodarstev. Prvi znaki preteklih naporov so danes že vidni v uravnoteženju trgovinskih bilanc, v zadnjem obdobju ne le zaradi upada uvoza, ampak tudi zaradi večanja izvozne konkurenčnosti gospodarstev kot direktne posledice višanja produktivnosti dela. Zelo spodbudno je tudi znižanje cene zadolževanja teh držav v zadnjem letu dni. Ti znaki govorijo v prid temu, da se ta gospodarstva bližajo dnu gospodarske depresije. Naložbe v regiji so sicer še naprej visoko tvegane, a hkrati tudi precej ugodno vrednotene. Za cikel prilagojeni kazalnik PE (CAPE<sup>2</sup>) v regiji znaša približno 10, kar je bistveno ugodneje od evropskih (CAPE = 17), ameriških (CAPE = 23) ali japonskih (CAPE= 28) kazalcev. Delnice v regiji so torej zanimiva naložba za tiste, ki v ospredje postavljajo vrednotenje naložb in ki jih predvsem kratkoročno visoko tveganje in nihajnost naložbe ter pretekle izgube ne odvrnejo od iskanja višje dolgoročne pričakovane donosnosti.

*Delnice razvitega sveta so v maju dosegle rekordne vrednosti zaradi solidnega gospodarskega okrevanja in posledično rekordnih dobičkov borznih družb, to pa je povzročilo oziroma omogočilo napoved postopnega umika podpore ameriške centralne banke. Gospodarsko okrevanje se torej nadaljuje, in ravno to predstavlja ključno in glede na stabilnost okrevanja tudi stabilno oporo delnicam v razvitem delu sveta. To pa seveda ne velja nujno za nekatere druge naložbene kategorije zaradi pričakovane rasti obrestnih mer, denimo naložb na trge v razvoju in v obveznice nasploh.*

Blaž Hribar, CFA  
vodja analiz

<sup>2</sup> P/E – razmerje med trenutno ceno delnice in dobičkom na delnico v zadnjih dvanajstih mesecih.

CAPE – za cikel prilagojen PE kazalnik, ki kaže razmerje med trenutno ceno delnice in povprečnim dobičkom na delnico v zadnjih desetih letih.

## Vsake pravljice je enkrat konec

**Se spomnite zgodb o precenjenosti nizozemskih tulipanov v sedemnajstem stoletju, o tehnološkem balonu na prelomu stoletja in nepremičninskem balonu v 2007 v ZDA? V vseh navedenih primerih govorimo o precenjenosti naložb oziroma o t.i. »finančnih balonih«. Sčasoma baloni počijo in vlagatelji, ki so naložbo kupili v času evforije, zabeležijo ogromne izgube.**

V zadnjih letih se je na kapitalskih trgih po naši oceni "napihnil" nov finančni balon – balon dolgoročnih državnih obveznic<sup>3</sup>, izdanih s strani držav, ki v očeh vlagateljev veljajo za varne<sup>4</sup>. Ta naložba je v zadnjih tridesetih letih dosegala izredno visoke donosnosti<sup>5</sup> ter je zaradi izjemnega povpraševanja in nizkega kreditnega tveganja postala precej draga. Julija lansko leto je denimo zahtevana donosnost do dospelja ameriške 10-letne državne obveznice z 1,39 % dosegla celo 220-letno dno, kar je celo manj od inflacije takrat in opazno manj od dolgoletnih inflacijskih povprečij.

### Naval na najbolj varne vrednostne papirje

Državne dolgoročne obveznice so bile v zadnjih letih za vlagatelje zanimive zaradi kombinacije naslednjih dejavnikov:

- **izjemni pretekli donosi.** Atraktivni pretekli donosi v zadnjih tridesetih letih so dali vlagateljem lažen vtis, da bo naložba v državne obveznice tudi v prihodnje zagotovo dobra naložba;
- **dodatno pričakovano nižanje obrestnih mer v času finančne krize.** Recesija in ohlapna denarna politika sta še okrepili pričakovanja glede dodatnega nižanja obrestnih mer ter nizke in padajoče inflacije. To je še podkrepilo privlačnost te naložbene kategorije, tudi zaradi praktično ničelne donosnosti kratkoročnih vrednostnih papirjev istih izdajateljev; in
- **iskanje varnega pristana.** Visoka negotovost v času krize je vlagatelje napeljala v iskanje naložbenih alternativ brez kreditnega tveganja. Drugače povedano, v strahu pred izgubo premoženja so vlagatelji v celoti zanemarili tveganje realne obrestne mere, in sicer do te mere, da so bili (vsaj do pred kratkim) pripravljeni kupiti celo naložbo s pričakovano negativnimi realnimi obrestmi.

### Kaj lahko sproži višanje zahtevanih donosnosti do dospelja?

Za začetek pogledjmo, kaj je v preteklosti vplivalo na gibanje zahtevanih donosnosti do dospelja. Pregled obdobja od konca druge svetovne vojne do leta 1981 v ZDA je zanimiv, saj so zahtevane donosnosti do dospelja v tem obdobju porasle z 1,7 % na kar 15,8 % (slika 2). Zahtevana donosnost do dospelja je bila v tem obdobju v začetni fazi posledica uspešnega zagona gospodarstva, ki je obsegal spodbude in nizke davke. Realna gospodarska rast med leti 1963 in 1965 je bila tako v povprečju več kot 5,5 %. Takoj za tem je porast izdatkov za vietnamsko vojno ob visoki izkoriščenosti kapacitet povzročil pregrevanje gospodarstva ter povzdignil inflacijo. Nekaj let kasneje, med leti 1973 in 1979, so se zvrstili še trije t.i. »ponudbeni« šoki, in sicer dva naftna šoka (1973 in 1979) ter t.i. »leto sedmih kug«, ki je bilo zaznamovano s slabšo kmetijsko letino zaradi morskih tokov (1973). Navedeno je povzročilo višjo inflacijo ter povišalo zahtevano donosnost do dospelja na danes skoraj nepredstavljevih 16 % letno.

Slika 2: Gibanje zahtevane donosnosti do dospelja ameriške 10-letne državne obveznice med leti 1790 in 2012



Vir: Global Financial Database, Goldman Sachs Global ECS Research. Pridobljeno na spletni strani <http://www.zerohedge.com/news/2013-04-23/bond-bubble-or-rational-expectations-visualizing-220-years-treasury-yields>.

<sup>3</sup> Ta naložbena kategorija v splošnem spada v segment najbolj konzervativnih, ki naj bi imele zelo nizko tveganje in donosnost.

<sup>4</sup> Tu vključujemo nemške, švicarske, kanadske in ameriške državne dolgoročne obveznice, v prispevku se za omenjene vrednostne papirje uporablja tudi izraz obveznice »varnih« držav.

<sup>5</sup> Med leti 1980 in 2011 je naložba v ameriško 10-letno državno obveznico v povprečju letno dosegla nominalno donosnost +10,47 % (v EUR). Vir: Lastni izračun, <http://www.jeremysiegel.com>.

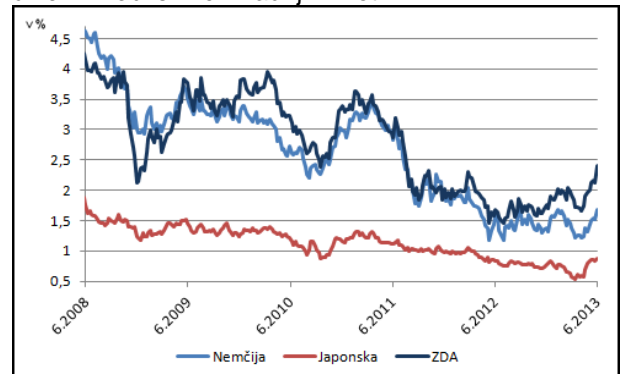
## Se zgodovina ponavlja?

V celoti zagotovo ne. Zelo verjetno pa je, da se bo ponovila zgodba z zviševanjem zahtevanih obrestnih mer. Celo več, pričakujemo, da bi lahko bil porast le-teh opaznejši, kot med leti 1960 in 1965, saj je med vlagatelji trenutno še vedno zasejan precejšen strah, ki izvira iz visoke negotovosti glede trenutnih razmer. Umiritev le-tega bo sprožilo premik privarčevanih sredstev vlagateljev iz nižje tveganih v bolj tvegane naložbene kategorije, kar bo še dodatno znižalo cene državnih obveznic ter povišalo zahtevane donosnosti do dospelja. Na drugi strani ocenjujemo, da v bližnji prihodnosti močni ponudbeni šoki in vojna inflacija niso zelo verjetni, kar nekoliko znižuje verjetnost skokovitega porasta zahtevanih donosnosti do dospelja.

## Kdaj lahko pričakujemo višanje zahtevanih donosnosti do dospelja?

Popuščenje balona državnih obveznic se je v zadnjih tednih že pričelo, in sicer predvsem na račun solidnega in stabilnega gospodarskega okrevanja. V ZDA se hitro izboljšuje situacija na trgu dela (stopnja brezposelnosti se je znižala že na 7,6 %), tudi inflacijska pričakovanja so se približala dolgoročnemu cilju (2,0 %). Vzdržnost okrevanja je pred kratkim komentiral tudi guverner Ameriške centralne banke (FED) Ben Bernanke. Njegov namig, da bi se ob tako solidnem okrevanju lahko v prvi polovici naslednjega leta začel postopno zmanjševati obseg spodbud FED-a (predvsem zmanjšanje nakupov državnih vrednostnih papirjev), je že zvišal zahtevano donosnost do dospelja 10-letne ameriške državne obveznice. V zadnjih šestih tednih je ta poskočila z 1,6 % na 2,6 %, kar je najvišja raven v zadnjih 23-ih mesecih. Blag porast zahtevanih donosnosti do dospelja pa so ob relativno solidnih gospodarskih podatkih in nižjih tveganjih zabeležile tudi državne dolgoročne obveznice preostalih »varnih« držav (slika 3).

Slika 3: Zahtevane donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic v zadnjih 4 letih

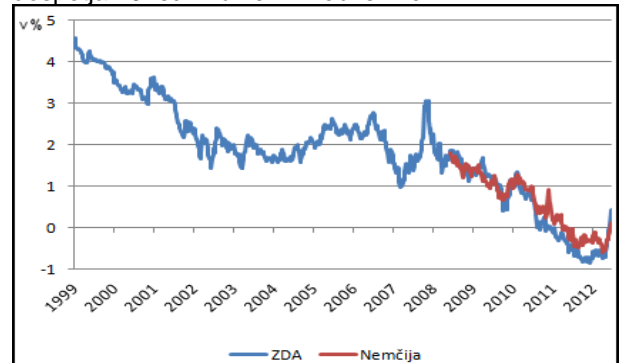


Vir: Lastni prikaz, Bloomberg.

## Kaj pričakujemo?

**Realne zahtevane donosnosti do dospelja so še vedno rekordno nizke.** Pričakovana realna donosnost do dospelja 10-letne državne obveznice<sup>6</sup> je danes še vedno komaj pozitivna (slika 4). Kljub dosedanjemu porastu tako ne pričakujemo, da bi trenutna raven obrestnih mer »zadušila« hitrost gospodarskega okrevanja. Izjema je le Japonska, kjer lahko, v kolikor izjemno močne monetarne spodbude povišajo zahtevane donosnosti do dospelja pred gospodarskim okrevanjem, pričakujemo nekoliko počasnejšo stopnjo okrevanja. Višja raven obrestnih mer bi bila namreč posebej obremenilna za japonsko gospodarstvo, ki je eno bolj zadolženih v primerjavi z bruto domačim proizvodom.

Slika 4: Za inflacijo prilagojene zahtevane donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic



Vir: Lastni prikaz, Bloomberg.

## Balon ne bo počil nenadoma, popuščal bo počasi, a

**vztrajno.** Ob umiritvi strahu vlagateljev, nadaljnjemu okrevanju gospodarstva in ugodnemu razpletu dogodkov v najbolj "ranljivih" članicah EU pričakujemo konstantno nadaljevanje rasti zahtevanih donosnosti do dospelja dolgoročnih obveznic »varnih« držav.

**Vrtoglava cena varnosti ne more trajati večno.** Tako kot za vsako »pravljico« bo tudi za izjemne donose državnih dolgoročnih obveznic kmalu veljala predpona »nekoč pred davnimi časi«. Pričakujemo, da bodo naslednjih nekaj let, če ne desetletje ali dve, naložbe v državne dolgoročne obveznice varnih držav ena slabših odločitev vlagateljev. Upošteva je okrevanje gospodarstev napovedujemo več kot 15 % nominalne izgube lastnikov dolgoročnih varnih obveznic v naslednjih 5-ih letih.

Saša Dragonja,  
upraviteljica premoženja

<sup>6</sup> Upošteva je inflacijska pričakovanja.

## Skrajni čas, da zavijamo rokave!

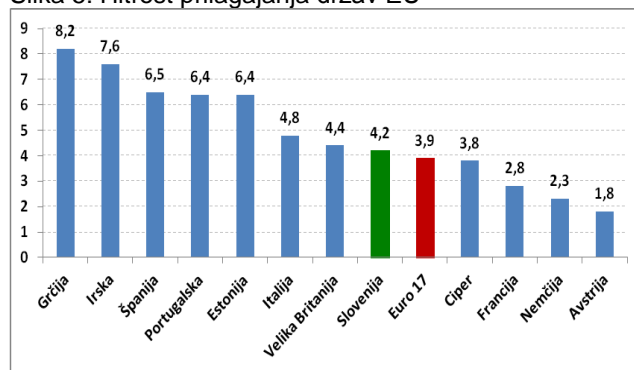
V družbi NLB Skladi smo že leta 2010 in 2012<sup>7</sup> predstavili vpliv globalne krize in notranjih neravnovesij na slovensko gospodarstvo. Takrat smo opozorili, da visok proračunski primanjkljaj terja strukturno-varčevalne reforme, privatizacijo in sanacijo bank, odlašanje z njimi pa prinese le čez čas bolj ostre in za državljane boleče ukrepe. Sodeč po ceni zadolževanja lahko sklenemo, da še nismo naredili domače naloge. Slovenija se namreč danes zadolžuje že skoraj tako drago kot Grčija, ki je pred le dobrim letom bankrotirala, in dražje kot Irska, Španija, Italija in celo Portugalska. Kaj delamo narobe oziroma ali sploh kaj delamo? Kaj to pomeni za Slovenijo? In seveda, kdaj bo boljše?

### Pa saj smo vendarle sprejeli že precej ostrih reform.

Res smo naredili nekaj reform, a iz slike 5 lahko vidimo, da pri reformah precej zaostajamo za državami s podobnimi težavami (z izjemo Cipra). Česa torej še nismo naredili, pa bi morali za znižanje cene zadolževanja?

Nevezdržno visoke pokojnine: Poleg prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, ki so v Sloveniji med najvišjimi v svetu in bremenijo plače zaposlenih, država za pokojnine letno porabi dodatno še skoraj 1.500 milijonov evrov oziroma 18,6 % letnega prihodka države. Tako ne čudi, da smo že pred pokojninsko reformo imeli enega najmanj vzdržnih pokojninskih sistemov, zato bi morale biti prilagoditve tega v Sloveniji precej bolj ostre kot v povprečju v Evropi. Posledično reforma, ki je vključevala pretežno le zaostritev pogojev pri upokojevanju, ni zadostna, saj je razmerje med pokojninami in plačami še vedno bistveno previsoko, na kar so nenazadnje opozorili tudi v Svetu evropske komisije. Kljub vsemu je bila reforma pokojninskega sistema gotovo korak v pravo smer, a čim prej bo potrebno izvesti novo, precej bolj ostro.

Slika 5: Hitrost prilagajanja držav EU



Vir: Euro Plus Monitor.

### Preobsežen javni aparat in siva ekonomija:

Zelo verjetno bo potrebno dodatno varčevanje v javnem sektorju, kjer bi bilo zaželeno, da se po dvakratnem nižanju plač za skupaj približno 4,25 % sedaj varčuje predvsem z niževanjem števila zaposlenih (preveč občin in agencij, vstop Hrvaške v EU pomeni manj carinikov), potrebno pa bo najti tudi prihranke v zdravstvu in pri javnem naročanju. Pretirano nižanje plač je namreč lahko tudi škodljivo, če javni sektor zapustijo boljši kadri, s čimer se kvaliteta storitev in produktivnost še dodatno znižata, zato je primernejši ukrep nižanje števila zaposlenih ob dani ravni plač.

Na strani varčevanja bi bilo koristno znižati tudi delež sive ekonomije v gospodarstvu, ki je eden najvišjih v Evropi<sup>8</sup>. Ob trenutno zelo visokih dohodninskih davčnih stopnjah in dvigu stopnje DDV bo to težko izvedljivo, saj moraliziranje o neplačevanju ne more pomagati, spodbude za izogibanje davkom pa so se nedavno celo povečale. Odgovor je na tem področju verjetno celo najtežji od vseh potrebnih ukrepov, zagotovo pa vključuje predvsem nižanje davkov, delno pa tudi učinkovitejšo delo policije in sodišč ter boljši davčni nadzor nad delom manjših podjetnikov.

### Davki in trg dela:

Na ravni strukturnih ukrepov je nujno potrebno znižati obdavčitev dela, ki je trenutno ena najvišjih v svetu. Slovenija je namreč izrazito izvozna država, izvozimo približno 75 % BDP-ja, zato bi znižanje obdavčitve dela zvišalo konkurenčnost gospodarstva, kar bi pozitivno vplivalo tako na gospodarsko rast kot na zaposlovanje in blaginjo večine Slovencev. Del sredstev za znižanje obdavčitve dela lahko zagotovimo z varčevanjem in privatizacijo, del z višjo obdavčitvijo premoženja oziroma nepremičnin kot najpomembnejšega dela le-tega, torej z obdavčitvijo tistih segmentov gospodarstva, ki najmanj škodijo prihodnji gospodarski rasti. Del izgubljenih sredstev za državni proračun pa se bo sčasoma z višjo gospodarsko rastjo in posledično višjih davčnih prihodkov avtomatsko vrnil v državni proračun.

Poleg znižanja obdavčitve dela bo za zvišanje konkurenčnosti potrebno še dodatno povečati fleksibilnost na trgu dela, na kar opozarja tudi Svet evropske komisije, ki v svojih priporočilih omenja tudi previsoke minimalne plače v Sloveniji v primerjavi s povprečnimi plačami. Z 22,9 % dvigom minimalnih plač v 2010 so te glede na

<sup>7</sup> Analitski pregled (november 2010):

[https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski\\_pregled/Arhiv\\_staro/Analitski\\_pregled\\_NLB\\_Skladi\\_-\\_November\\_2010.pdf](https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/Arhiv_staro/Analitski_pregled_NLB_Skladi_-_November_2010.pdf)  
Analitski pregled (april 2012): [https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski\\_pregled/Arhiv\\_staro/Analitski\\_pregled\\_NLB\\_Skladi\\_-\\_April\\_2012.pdf](https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/Arhiv_staro/Analitski_pregled_NLB_Skladi_-_April_2012.pdf)

<sup>8</sup> Delež sive ekonomije: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/07\\_shadow\\_economy.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/07_shadow_economy.pdf)

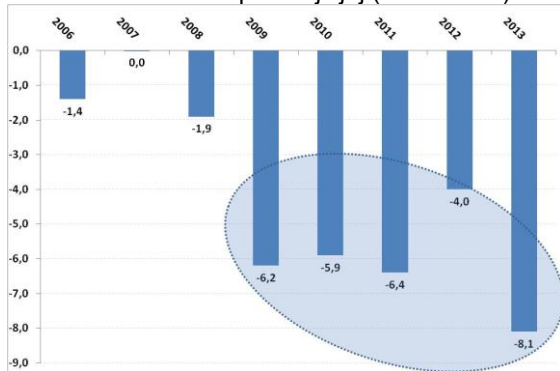
povprečne plače v gospodarstvu postale praktično najvišje v Evropi, s čimer se je v Sloveniji izgubilo precej delovnih mest, posebno v dejavnostih z nizko dodano vrednostjo (konec 2011 so bile minimalne plače relativno višje le še v Grčiji).

**Privatizacija:** Dejstvo je, da so države povsod po svetu slab lastnik, saj jim učinkovitost in dobičkonosnost podjetja zaradi drugih interesov običajno ni na prvem mestu. Le učinkovite in dobičkonosne družbe bodo lahko tekmovala na konkurenčnem globalnem trgu in zagotavljale slovenskim delavcem tako (dobre) službe kot nadpovprečno rast realnih plač. Zato je nujno potrebno izpeljati napovedano privatizacijo<sup>9</sup> ter jo razširiti vsaj še na energetske sektor, na javno komunalne družbe, družbe, kjer ima država manj kot 25 % delež, ter na prodajo državnih deležev v nekaterih večjih družbah, kjer ni pametnega razloga za državno (so)lastništvo (npr. Petrol, Luka Koper, (po)zavarovalnice).

### Zakaj je sploh pomembno, da se naredi reforme?

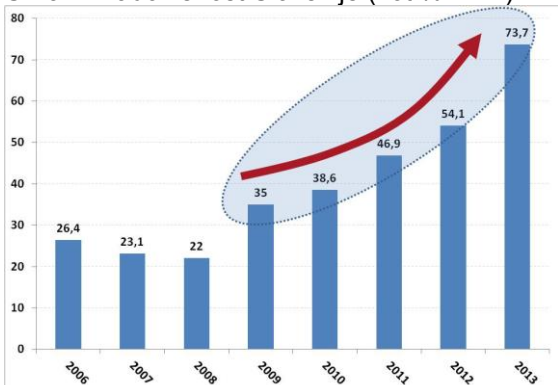
Slovenija ceno visokega proračunskega primanjkljaja in slabih gospodarskih obetov plačuje z višjimi obrestmi, kar še in zlasti še bo povečevalo proračunski primanjkljaj, nadaljnje odlaganje reform pa jih bo naredilo še bolj boleče. Slovenija se namreč za vzdrževanje trenutne ravni standarda pač drago zadolžuje v tujini, samo s kredibilnimi ukrepi, ki bodo zvišali verjetnost vračila dolga, nam bodo tuji vlagatelji pripravljene posojati po ugodnejši obrestni meri. Trenutno nam kapitalski trgi ne zaupajo preveč, saj sodeč po zahtevanih obrestnih merah obstaja približno tretjinska verjetnost, da Slovenija enkrat v prihodnjih petih letih ne bo sposobna vrniti polovice svojega dolga.

Slika 6: Proračunski primanjkljaj (kot % BDP)



Vir: napovedi vlade, UMAR, lastni izračuni.

Slika 7: Zadolženost Slovenije (kot % BDP)



Vir: napovedi vlade, UMAR, lastni izračuni.

*bo več veljalo. Res je sicer, da bo zadolženost pri skoraj 75 % BDP še vedno nižja od povprečja evroobmočja, a Slovenija je majhna država in si zaradi precej manjše systemske pomembnosti tako visoke zadolženosti kot denimo Francija ali Italija niti ne more dovoliti. Čas je torej, da končno primemo lopato v roke in pričnemo z resnimi reformami!*

### Bo Slovenija bankrotirala?

Najverjetneje ne! Dejstvo pa je, da nenaklonjenost reformam za znižanje primanjkljaja viša ceno zadolževanja, zato morebitno pomoč težko izključimo. A to situacije v Sloveniji ne bi veliko spremenilo. V zameno za ugodno posojilo skozi takšno pomoč bi namreč morali sprejeti tiste ukrepe, ki jih danes predlagajo tuji strokovnjaki in politiki, to je sanacijo bančnega sistema, nadaljnje varčevalno-strukturne ukrepe in privatizacijo. Kljub bolj ugodnemu posojilu v primeru pomoči je boljše, če domačo nalogo naredimo sami, saj bi v primeru pomoči kapitalskim trgom pokazali, da ne znamo ali nočemo sami rešiti lastnih financ, kar bo reševanje proračunskih težav le otežilo in podražilo.

### Drugo leto naj bi bilo boljše!

Vsaj tako je prejšnji teden sporočila predsednica vlade Alenka Bratušek, pri čemer naj bi bila ključna sanacija bank. Seveda bi bilo za vse nas najboljše, če bi se ta scenarij uresničil. A številke, žal, pravijo drugače. Slovenski BDP naj bi se letos skrčil za 2,4 %, kar je več od preteklih napovedi. Tudi napoved o proračunskem primanjkljaju je bila zvišana s 4,2 % na 4,4 %. K temu je potrebno dodati še vse letošnje dokapitalizacije bank, kar nakazuje na 8,1 % proračunski primanjkljaj (Slika 6) v letošnjem letu in zvišanje zadolženosti nad 60 % iz 54,1 % BDP konec 2012. Poleg tega je vlada za delovanje slabe banke (DUTB) obljubila 4 milijarde evrov državnih poroštev, s čimer bo DUTB izdala obveznice za odkup slabih terjatev poslovnih bank. Ta poročstva se, za razliko od poroštev DARS-u ipd., po metodologiji Eurostat-a všteta v javni dolg, kar pomeni, da bi zadolženost Slovenije do konca leta (tudi uradno) lahko porasla že proti 75 % BDP (Slika 7).

*Če smo še lani lahko govorili, da je Slovenija nizko zadolžena v primerjavi s povprečjem evroobmočja, pa to konec leta najverjetneje ne*

Marko Bombač, CFA  
višji upravitelj premoženja

<sup>9</sup> Seznam 15 podjetij - NKBM, Telekom Slovenije, Aerodrom Ljubljana, Adria Airways Tehnika, Cinkarna Celje, Gospodarsko razstavišče, Paloma, Terme Olimia, Unior, Žito, Adria Airways, Aero Celje, Elan, Fotona in Helios.



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 uravnoteženi 5, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 7, NLB Skladi - Naravni viri delniški 7, NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi 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 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.

---

Letnik 6, številka 2, 28. junij 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, junij 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)