

### Zakaj leto 2015 ni leto 2008?

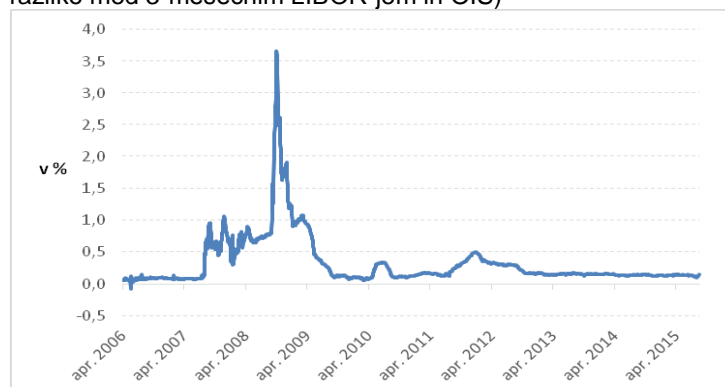
**Črni ponedeljek!** Kitajske delnice so izgubile več kot 8 % svoje vrednosti, tečaji evropskih delnic so bili tekom dneva že skoraj 7 % v rdečem in trgovanje zaključili dobrih 5 % nižje. Tudi ameriške delnice so upadle za slabe 4 %. Čeprav neprijetne, so tolikšne hitre korekcije na borzah, kot smo jim priča v zadnjih dneh oziroma tednih, nekaj povsem običajnega in se v povprečju zgodijo celo pogosteje kot vsaka tri leta. Zavedati se moramo tudi, da so tik pred korekcijo svetovni delniški trgi v šestih letih porasli za preko 250 %. Negativne donosnosti so namreč nekoliko bolj verjetne po visokih rasteh.

### Brez skrbi, leto 2008 se ne ponavlja

Pred približno sedmimi leti je svet pretresla finančna kriza, ki jo je povzročil pok nepremičninskega balona, zlasti v ZDA. Sodeč po Sliki 1, ki kaže nezaupanje v bančnem sistemu, se je že pred paniko septembra 2008 zaupanje v ameriški in svetovni bančni sistem krhalo. Vrhunec je kriza doživela s propadom Lehman Brothers, ene največjih bank na svetu, in državnim reševanjem AIG, takrat po več kriterijih največje zavarovalnice na svetu. Likvidnost je čez noč usahnila, kar je vodilo v bančni krč, ko si banke praktično niso več posojale. Šele bo posredovanju ameriške države in likvidnostnih injekcijah njihove centralne banke (Fed) je prišlo do zmanjšanja nezaupanja in kasnejše postopne normalizacije razmer.

Tokratna korekcija nima zametkov v nezaupanju v bančni sistem. Še več, banke imajo danes presežno likvidnost, so solidno kapitalizirane, obrestne mere pa so v povprečju, tudi za tvegana posojila, izjemno nizke. Tudi sicer ne vidimo takšnih nesorazmerij kot denimo pred letom 2007, ko je bila v svetu prisotna izjemna kreditna ekspanzija. Poleg tega so vrednotenja po zadnji korekciji zopet bolj ugodna, posebno ob upoštevanju izjemno nizkih obrestnih mer. Delniške naložbe so v tem trenutku privlačna naložba in nobenega razloga ni za panične razprodaje.

Slika 1: Nezaupanje v ameriškem bančnem sistemu (merjeno z razliko med 3-mesečnim LIBOR-jem in OIS)



Vir: Bloomberg.

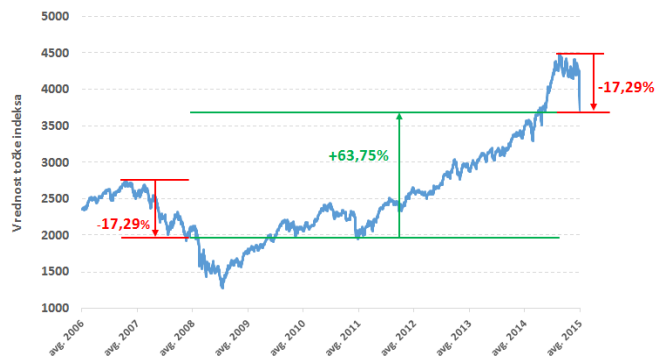
### Podobnosti s krizo trgov v razvoju leta 1998

Vzporednice s tokratno korekcijo lahko po našem mnenju iščemo v rusko-azijski finančni krizi med letoma 1997 in 1998. Ključni razlog za trenutno paniko je tudi tokrat namreč v trgih v razvoju, z epicentrom na Kitajskem. Glavni razlog za približno 40 % padec vrednosti kitajskih delnic, ki pa so še vedno tretjino višje kot zgolj pred letom dni, je poleg gospodarskega ohlajanja Kitajske zlasti njihovo visoko vrednotenje, za nameček pa zaskrbljenosti med vlagatelji v trge v razvoju povečuje še napovedan dvig obrestnih mer v ZDA. To pomeni, da se bo del denarja vračal iz trgov v razvoju nazaj na razvite trge, kar ni dobra novica za kitajske banke in nasploh za banke na območju trgov v razvoju. Ohlajanje Kitajske, drugega največjega svetovnega gospodarstva, je hkrati negativno vplivalo na cene surovin. To bo najbolj prizadelo surovinsko bogate države (Rusija, Brazilija, Venezuela, arabske države, Južna Afrika itd.), ki v času debelih krav niso izvedle nujno potrebnih strukturnih reform, da bi se zmanjšala odvisnost gospodarstev teh držav od cen surovin. Kljub vsemu v družbi NLB Skladi menimo, da bo podobno kot leta 1998 negativen učinek omejen predvsem na trge v razvoju in le delno na razvite trge (predvsem na Kanado in Avstralijo, katerih gospodarstva so tudi občutneje odvisna od cen surovin). A tudi v razvijajočih se državah danes pričakujemo manj negativen razplet kot pred 17 leti, saj so te države danes ob drsečih valutnih tečajih, ki so se delno že prilagodili novim razmeram, ter manjšemu zunanjemu dolgu glede na BDP in večjih deviznih rezervah na morebiten odliv kapitala precej bolj pripravljeni.

### Je torej smiselno prodajati delnice?

Kratek odgovor je NE! Tistim vlagateljem, ki se jim življenjska situacija ni spremenila in imajo premoženje naloženo skladno s finančnim profilom, svetujemo, da ohranijo **mirno kri**. Tečajji svetovnih delnic so do včeraj z vrha upadli za približno 17 %. Če ste tudi leta 2008, ko je bila ena največjih kriz v zadnjih 100 letih, po podobnem upadu (dobrih 17 %) in tudi v nadaljevanju recesije ohranili mirno kri, potem so vas delnice, če ste imeli razpršen globalni portfelj, do danes **nagradile s 65 % donosnostjo**, in to kljub zadnji korekciji (Slika 2).

Slika 2: Svetovni delniški indeks razvitih držav



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

### Bi strokovnjak lahko opozoril vlagatelje na prihajajočo korekcijo?

Žal ne! Za nazaj znamo mnogi strokovnjaki povzeti razloge za spremembe tečajev. Tako vlagatelj nehoti dobi občutek, da je bila reakcija trga pričakovana in bi jo dober finančni svetovalec moral predvideti in portfelj ustrezno prilagoditi. A enodnevnih, tedenskih, mesečnih in celo letnih premikov ni mogoče natančno napovedati. Takšne korekcije na delniških trgih torej niso nič neobičajnega, višja pričakovana donosnost pri delnicah pa je nagrada za večje naložbeno tveganje delnic, ki se kaže tudi v visokih kratkoročnih padcih ob nepričakovanih negativnih dogodkih. Z daljšanjem dobe varčevanja pa se povečuje verjetnost, da bo dosežena nominalna donosnost delnic podobna pričakovani, ki znaša med 7 % in 9 % letno, saj se negativna in pozitivna presenečenja izničijo.

### Kaj naj torej danes stori vlagatelj?

Vlagateljem, ki varčujejo za dolgoročne cilje, svetujemo, naj **podaljšajo obdobja, v katerih preverjajo donosnosti svojih naložb**. Na ta način bodo **omejili vpliv čustev** na finančne odločitve, ko vlagatelji delnice zaradi strahu po padcih prodajajo in kupujejo po rasteh v času evforije, kar vodi do podpovprečnih donosnosti. Kratkoročna nihajnosti za dolgoročnega vlagatelja tako ne pomeni nič pretresljivega. Še več, izkušnje zadnjih 200 let kažejo, da se je z nakupi delnic po korekcijah povečala verjetnost za višjo doseženo donosnost od pričakovane. **Torej, če že kaj, potem je z nižanjem delniških tečajev, v kolikor to dopušča finančni profil vlagatelja, danes smiselno postopno povečevanje deleža bolj tveganih delniških naložb.**

Marko Bombač, CFA, FRM  
Vodja analiz

**Opozorilo:** Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 389. člena ZTFI. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 373. členu ZTFI. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli 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. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalnih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje orisneva, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.