

Letnik 10, št. 1, julij 2017

# Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2017

Kazalo

- 2 Uvodnik
- 3 Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta
- 5 Je še čas za izpostavljenost bančnim delnicam?
- 7 Zakaj kljub osmim letom rasti še ni čas za novo recesijo?



NLB Skladi

Prvo polletje leta 2017 je prineslo bistveno manj negotovosti, kot smo jih bili vajeni v preteklem desetletju. To gre pripisati predvsem odsotnosti "medijskih bomb", ki običajno povzročijo vsaj kratkoročno višjo volatilitnost na kapitalskih trgih. Še več, letos smo po več letih končno priča stabilizaciji politične situacije v Evropi. Evroskeptiki so bili najprej poraženi na Nizozemskem, kjer je stranka, ki je zagovarjala protievropsko politiko, zgolj dva meseca pred volitvami vodila še za približno 10 odstotnih točk pred najbližjim zasledovalcem, v nadaljevanju polletja pa so izgubili tudi v Franciji, kjer je zmaga Macrona na predsedniških in parlamentarnih volitvah še posebno razveselila vlagatelje. Lahko bi celo rekli, da je poraz evroskeptikov vnesel nov val optimizma v Evropi. Da so vrednotenja evropskih delnic ugodnejša kot na drugih razvitih trgih, poudarjamo že nekaj časa, kar se je ob boljših gospodarskih podatkih in nižjemu političnemu tveganju od marca naprej pokazalo tudi pri donosnostih. Stopnja brezposelnosti v Evropski uniji se je aprila znižala na 9,3 %, prostora za izboljšanje pa je še veliko: do znižanja na naravno stopnjo brezposelnosti namreč ne gre pričakovati agregatnega pritiska na rast plač, kar pomeni, da imajo podjetja prostor za zvišanje profitnih marž. Pričakujemo, da pridobljen gospodarski zagon v Evropi ne bo pojenjal in bo poganjal dobičke evropskih podjetij, to pa je še naprej pozitivno tudi za evropske delnice v primerjavi z drugimi razvitimi trgi.

V zadnjih mesecih smo večkrat prejeli vprašanje, ali se je morda smiselno v celoti umakniti iz ameriških delnic. Bodo delnice, v kolikor Trumpu ne uspe z napovedanimi reformami, padle? Napoved je, vsaj za letos, »ne«. Resda drži, da so v ZDA vrednotenja nadpovprečna, a je izpostavljenost tej regiji zaradi izjemne prilagodljivosti gospodarstva v preteklosti nudila nadpovprečno dobro zaščito vlagateljem v času globalnih pretresov in posledično se iz te regije nikakor ne moremo popolnoma umakniti. Je pa po drugi strani res, da imamo že nekaj časa zaradi relativno višje privlačnosti v naših portfeljih več delnic iz drugih regij, zlasti Evrope. Poleg omenjenega je zadnji bikovski trend pospešek dobil že pred ameriški predsedniškimi volitvami, ko so ankete o zaupanju podjetij in potrošnikov potrjevale dobro gospodarsko sliko v ZDA. To pomeni, da rast ameriških delnic v zadnjih 8 mesecih ni slonela izključno na (preoptimističnih) obljubah Trumpa, kar so potrdili tudi dobri rezultati borznih družb za prvo četrtletje letošnjega leta. V preostanku leta pa po nekaj slabših gospodarskih objavah v ZDA v zadnjih mesecih pričakujemo boljše gospodarske rezultate. Natančnejšo analizo napovedi recesije v ZDA si lahko preberete v zadnjem prispevku.

V nadaljevanju si poleg tega prispevka in napovedi za preostanek leta lahko preberete še prispevek kjer se sprašujemo, ali so bančne delnice še vedno privlačna naložba. Naložbo v bančne delnice lahko v grobem enačimo s stavo na gospodarsko okrevanje. Seveda pa je pomembno tudi, kaj se dogaja z obsegom danih posojil, deležem slabih posojil ter ravnijo obrestnih mer. Nenazadnje je za banke pomembno tudi, kako bo prihodnja politika centralnih bank vplivala na gibanje obrestnih mer in s tem prek neto obrestnih marž tudi na njihovo poslovanje.

Želimo vam prijetno poletno branje!

Jaša Perossa  
direktor sektorja upravljanja portfeljev

## Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta

**Za nami je na borzah mirno polletje, ki je vlagatelje v delniške naložbe razveselilo z novimi rekordi in rahlo podpovprečnimi donosnostmi. Kaj so bili ključni dogodki v tem polletju in kako uspešni smo bili pri naših napovedih? Še pomembneje: kaj nas čaka v preostanku letošnjega leta?**

### **Vlagatelji nagrajeni za prevzemanje tveganj!**

Skladno z našimi napovedmi se je globalna gospodarska rast okrepila, najpomembnejše centralne banke pa so z izjemo ameriškega Fed-a, ki postopoma zvišuje obrestne mere, ohranile ohlapno denarno politiko. Posledično se je uresničila naša napoved, da bodo delnice v takšnem okolju boljše izbira. Globalni delniški indeks<sup>1</sup> je namreč v prvi polovici leta porasel za +3,3 %, medtem ko so evrske obveznice z najvišjo bonitetno oceno izgubile 1,1 % vrednosti. S krepitvijo globalne gospodarske rasti pričakujemo nadaljnjo rast dobičkov družb tudi v preostanku leta, poleg tega bodo vlagatelji v okolju izredno nizkih (negativnih) obrestnih mer, ki so posledica ohlapnih denarnih politik centralnih bank, priložnosti verjetno iskali v bolj tveganih naložbah. Skratka, delnice bodo po naših napovedih boljše izbira. Pričakujemo, da bo donosnost globalnega delniškega indeksa v letošnjem letu znašala približno 7 %, kolikor smo napovedali<sup>2</sup> ob koncu leta 2016.

### **Poraz evroskeptikov vnesel nov val optimizma**

Vlagatelji v evropske delnice so v letošnje leto zaradi prihajajočih volitev vstopili zelo previdno. A strah je bil po naših napovedih pretiran, evroskeptiki so bili najprej poraženi decembra 2016 v Avstriji, nato pa še na Nizozemskem in v Franciji v letošnjem letu. Vlagatelje je še posebno razveselila zmaga Macrona na francoskih predsedniških in parlamentarnih volitvah. V prihodnjih letih bi se namreč lahko izkazalo, da je Macron nemški Schröder. Slednji je v začetku tega tisočletja uspel združiti levico pri strukturnih reformah in posredno popeljal Nemčijo na pot današnje slave. Da bi Macronu te reforme lahko uspelo izpeljati, kaže tudi visoka podpora Francozov. Danes več kot 80 % vseh Francozov podpira nujno potrebne strukturne reforme, več kot 50 % pa celo obsežne reforme.

Skladno z našimi napovedi gre tudi evropskemu gospodarstvu čedalje bolje. Gospodarska rast se je okrepila, mednarodne institucije pa so tekmoval pri višanju ocen za prihodnjo gospodarsko rast. Pozitivna povratna zanka pospešene gospodarske rasti in padajoče brezposelnosti je trenutno v Evropi v polnem zagonu in prav nič ne kaže, da bi jo ob odsotnosti večjih pretresov lahko karkoli pretrgalo. Anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti je tako zadnjih nekaj mesecev na najvišjih nivojih v 6 letih, hkrati je število novih naročil zrastle na najvišje nivoje vse od začetka 2011. To ob večji zasedenosti kapacitet vodi v novo zaposlovanje, ki je v zadnjih mesecih celo najhitreje v skoraj 10 letih, pri čemer je zaposlovanje v evrskem proizvodnem sektorju blizu 20-letnega vrha. Naša naklonjenost evropskim delnicam, ki so v prvi polovici leta porasle za 7,6 %, se je izkazala za pravilno. Znotraj Evrope smo bili najbolj naklonjeni t.i. PIGS državam, ki so tudi dejansko pozitivno izstopale po donosnosti. Na vrhu seznama so se z izjemno 29,1 % donosnostjo znašle grške delnice, na dnu med njimi pa s še vedno za Evropo nadpovprečno 9,3 % donosnostjo italijanske delnice. Pričakujemo, da pridobljen gospodarski zagon v Evropi ne bo pojenjal, zato v okviru geografske alokacije ohranjamo naklonjenost evropskim delnicam.

Po drugi strani smo znižali naklonjenost do CEE regije, v katero spadajo Češka, Poljska in Madžarska. Upadanje vrednosti evra v preteklem letu je namreč dodatno izboljšalo konkurenčnost nemškega gospodarstva in spodbudilo proizvodnjo nemških izvoznih družb. Te so ob rekordno nizki stopnji brezposelnosti in okrepljenih pritiskih na plače proizvodnjo selile v države srednje Evrope, kjer je stopnja brezposelnosti upadla na zgodovinsko nizke nivoje, posledično pa tam že prihaja do postopnega pregrevanja. To je vidno tudi v dinamiki rasti plač, ki je hitrejša od rasti produktivnosti. S tem se krepijo tudi inflacijski pritiski, na kar bodo predvidoma z manj ohlapno denarno politiko odreagirale tudi centralne banke. Vse omenjeno bo prek negativnega vpliva na marže kljub dobri gospodarski kondiciji zaviralno vplivalo na rast dobičkov.

### **Krepitev gospodarske rasti v ZDA**

Največje svetovno gospodarstvo je v prvi polovici leta 2017 rahlo izgubilo zagon, hkrati pa se je izkazalo, da je bil optimizem glede prihajajočih reform in spodbud gospodarstvu po izvolitvi Trumpa pretiran. Posledično so bile ameriške delnice z +1,0 % donosnostjo v prvem polletju med manj donosnimi. V družbi NLB Skladi ohranjamo mnenje, da se ameriškemu predsedniku daje preveliko utež. Kljub vsemu ob znižanih pričakovanjih glede izvedbe vseh napovedanih ukrepov pričakujemo pozitivno presenečenje, kar bi lahko pozitivno vplivalo na sentiment pri vlagateljih. Poleg tega se bo gospodarska rast v ZDA v preostanku leta okrepila, za kar bodo skrbeli predvsem optimistični Američani. Z najhitrejšo rastjo plač (prilagojeno za inflacijo in rast produktivnosti) vse od preloma tisočletja, pri čemer je rast v zadnjih nekaj letih najhitrejša ravno pri tistih, ki imajo nižjo izobrazbo in posledično večino rastočega dohodka usmerijo v potrošnjo, bodo le-ti ob še vedno nadpovprečno

<sup>1</sup> Vse donosnosti delniških naložb upoštevajo reinvesticijo bruto dividend ter so izračunane v EUR do vključno 30. 6. 2017.

<sup>2</sup> [https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski\\_pregled/NLB\\_Skladi\\_Analitski\\_pregled\\_I\\_9\\_t\\_2\\_26\\_12\\_2016.pdf](https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_9_t_2_26_12_2016.pdf)

visoki stopnji varčevanje dobršen del višjih dohodkov usmerjali v potrošnjo in s tem skrbeli za krepitev ameriškega gospodarstva. Kljub kratkoročno pozitivnim gospodarskim izgledom ostajamo ob relativno visokih vrednotenjih ameriškim delnicam znotraj razvitih trgov manj naklonjeni. Krepitev gospodarske rasti bo sicer pozitivna za same prihodke družb, a po drugi strani bodo z rastjo plač na udaru zgodovinsko visoke marže, kar bo zaviralno vplivalo na rast dobičkov ameriških družb. Poleg tega se bodo z boljšimi gospodarskimi podatki okrepila pričakovanja vlagateljev glede prihodnje inflacije, kar bo posledično dvignilo pričakovanja glede hitrosti prihodnjih dvigov ključne obrestne mere in s tem zaviralo rast tečajev ameriških delnic.

### **Rast obrestnih mer v ZDA in razvitem svetu bo negativna za trge v razvoju**

Razvijajoči se trgi so nas z nadpovprečno donosnostjo v prvem polletju pozitivno presenetili. Čeprav so te države precej odvisne od gibanja cen industrijskih kovin, jih padec cen (merjeno v evrih) ni prizadel. Razlog za to je predvsem znižanje dolgoročnih obrestnih mer v ZDA in upad vrednosti ameriškega dolarja glede na evro, kar je v iskanju donosov sprožilo priliv kapitala v regijo. Ob krepitvi gospodarske rasti v razvitem svetu pričakujemo rast obrestnih mer, kar bi lahko sprožilo umik dela špekulativnega kapitala nazaj v razviti svet. Hkrati se v zadnjih mesecih proizvodna aktivnost na trgih v razvoju umirja, zmanjšanje denarnih spodbud na Kitajskem pa je vidno v skoraj 2 % rasti kratkoročne obrestne mere (3-mesečni Shibor) in inverzno obrnjeni krivulji (razlika med 5-letno in 3-mesečno obrestno mero je negativna, kar nakazuje na gospodarsko ohlajanje). To bi lahko ob manj ekspanzivni fiskalni politiki in posledičnem ohlajanju drugega največjega gospodarstva, ki je z naskokom največji porabnik industrijskih kovin, ustvarilo dodaten pritisk na cene osnovnih kovin, s tem pa tudi na države, ki so od njih odvisne, pri čemer prednjačijo ravno manj razvite države. Posledično ohranjamo podpovprečno izpostavljenost razvijajočim se trgov. Tudi sicer so države v razvoju v zadnjih 15 letih, z redkimi izjemami, precej zaostale pri potrebnih reformah. Glede na populistične obljube vodilnih politikov, ki želijo z izogibanjem nepopularnim ukrepom ostati na čelu države, bo, preden bo boljše, moralo biti slabše. Znotraj regije smo še vedno naklonjeni Rusiji, ki smo ji ob podpovprečni donosnosti in izboljšanju vrednotenja še povečali izpostavljenost. Rusija je lahko preostalim surovinskim državam v razvoju vzor pri vodenju gospodarske politike v novih razmerah nizkih cen nafte in surovin. Tako je kljub upadanju vrednosti rublja in visoki inflaciji Rusija ohranila nizko nominalno rast javnih izdatkov, s čimer so se izdatki, prilagojeni za inflacijo, celo znižali, hkrati pa so pri sestavi proračuna za leto 2017 upoštevali konzervativno ceno uralske nafte (40 USD na sodček). Pričakujemo tudi rast cene nafte v drugi polovici leta, kar bi Rusiji koristilo. Poleg tega je danes sentiment vlagateljev po škandalih med Rusijo in ZDA ravno nasproten navdušenju, ki je vladalo takoj po Trumpovi zmagi, kar viša možnost pozitivnega presenečenja. Ostala priporočila ostajajo večinoma nespremenjena<sup>3</sup>.

### **Povečanje izpostavljenosti naftnim delnicam, znižanje naklonjenosti računalniški strojni opremi**

Po upadu cene nafte na približno 45 USD za sodček, kar je blizu spodnjega nivoja naše srednjeročne napovedi o gibanju cene nafte med 45 USD in 60 USD za sodček, smo v naših podskladih in portfeljih povečali izpostavljenost naftnim delnicam. Kljub vsemu velja omeniti, da je mejni strošek proizvodnje ameriške nafte iz skrilavcev zgolj v enem letu upadel s približno 46 USD pod 40 USD za sodček<sup>4</sup>. Morebitno dodatno večje znižanje mejnega stroška teh proizvajalcev, ki ga s teh ravni sicer ne pričakujemo, bi verjetno ustvarilo dodaten pritiski zoper rasti cen nafte.

Med skupinami dejavnosti smo zaradi povišanja vrednotenja izpostavljenost skupini dejavnosti strojna oprema (hardware) znižali na nevtralno. Odločitev smo sprejeli tudi zato, ker ta dejavnost postopoma postaja vse bolj podobna osnovnim potrošnim dobrinam, pri katerih je čedalje manj izrazitih konkurenčnih prednosti posameznih produktov, ki omogočajo ohranitev nadpovprečnih marž. Po drugi strani ohranjamo nadpovprečno naklonjenost programski opremi (software) in storitvam ter s tem, ob omenjenih spremembah sicer manj kot ob začetku leta, še vedno ostajamo v povprečju naklonjeni tudi celotnemu tehnološkemu sektorju. Najbolj naklonjeni pa ostajamo delnicam bančnih družb, o čemer si lahko več preberete v naslednjem članku.

### **Postopna rast obrestnih mer se bo nadaljevala**

Po znižanju dolgoročnih obrestnih mer v ZDA v prvem polletju se bo z boljšimi gospodarskimi podatki pritisk na njihovo rast okrepil. Posledično ostajamo bolj naklonjeni evrskim obveznicam s poudarkom na podjetniških obveznicah z nižjo bonitetno oceno, saj se bo v okolju stabilne rasti in nizkih obrestnih mer nadaljevalo obdobje nizkega števila stečajev družb. Tudi v Evropi pričakujemo rahlo rast obrestnih mer, a predvsem na daljšem delu obrestne krivulje. Evropska centralna banka bo namreč še nekaj časa ohranila ohlapno denarno politiko, kar bo ob blagi rasti obrestnih mer na daljšem delu krivulje ščitilo obveznice krajših in srednjih ročnosti.

Marko Bombač, CFA, FRM  
vodja analiz

<sup>3</sup> [https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski\\_pregled/NLB\\_Skladi\\_Analitski\\_pregled\\_I\\_9\\_t\\_2\\_26\\_12\\_2016.pdf](https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_9_t_2_26_12_2016.pdf)

<sup>4</sup> Vir: Rystad Energy

## Je še čas za izpostavljenost bančnim delnicam?

Konec leta 2015 smo bančne delnice izpostavili kot zanimive zaradi potenciala za dvig obrestnih marž in rastočega obsega posojil ob ugodnih relativnih vrednotenjih. Od takrat so delniški tečaji bank porasli za lepih 19,2 %<sup>5</sup>, s čimer so splošni delniški indeks razvitih držav presegli za 4,8 % točke. Je že čas za umik ali bančne delnice še ponujajo priložnost za nadpovprečni zaslužek? Spodaj so ključni dejavniki, ki bodo krojili razplet in podali odgovor na vprašanje.

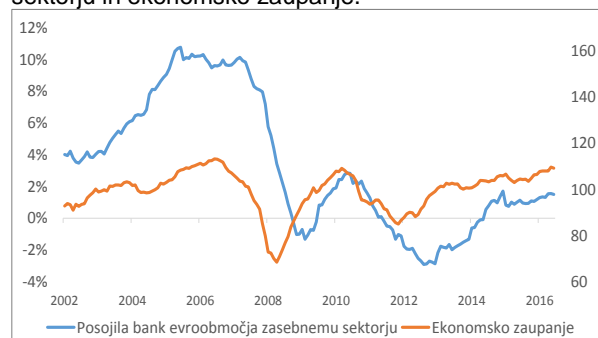
### 1. Naložba v bančne delnice = stava na gospodarsko okrevanje

Rastoče ekonomsko zaupanje in gospodarsko okrevanje v Evropi krepi obseg danih posojil (slika 1). Dobre gospodarske razmere bankam pomagajo še na drug način – so namreč »naravno zdravilo« za slaba posojila. Podjetja in posamezniki v okolju nižje stopnje brezposelnosti in bolj pozitivnega sentimenta precej lažje odplačujejo posojila, kar je še ena spodbudna novica za evropske banke (slika 2). Rast posojil v ZDA se je v zadnjem letu upočasnila, kar je povezano z več različnimi dejavniki:

- z izboljšanimi pogoji na finančnih trgih podjetja več kapitala iščejo na kapitalnih trgih mimo bank,
- podjetja odlašajo z najemanjem posojil pred pričakovanimi reformami,
- z nekoliko zaostrenimi kreditnimi pogoji v določenih segmentih posojil<sup>6</sup>,
- z višjimi obrestnimi merami v ZDA<sup>7</sup>.

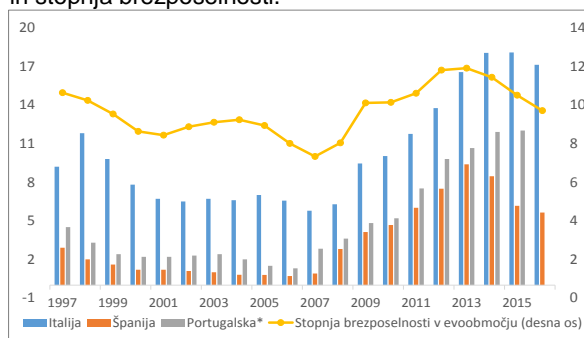
Pričakujemo, da se bo ameriško gospodarstvo v drugi polovici leta še naprej krepilo. Hkrati je danes zadolženost ameriških gospodinjstev na bistveno nižjih ravneh kot denimo leta 2008, kar daje potrošniku prostor za dodatno zadolževanje in zmanjšuje verjetnost, da ne bi mogel odplačevati obstoječih posojil.

Slika 1: Posojila bank evroobmočja zasebnemu sektorju in ekonomsko zaupanje.



Vir: Bloomberg.

Slika 2: Delež (%) slabih posojil v evropskih državah in stopnja brezposelnosti.



Vir: World Bank.

\*Podatek za Portugalsko za leto 2016 ni na voljo.

### 2. Obrestne mere – dobičkonosnost bank

Obrestne mere so zelo pomemben dejavnik dobičkonosnosti bank. Okolje rastočih obrestnih mer in zlasti bolj strma obrestna krivulja bankam koristi (slika 3). Banke si namreč kratkoročno sposojajo in dolgoročno posojajo, zato jim bolj strma obrestna krivulja omogoča rast neto obrestne marže. Letošnja splošitev obrestne krivulje v ZDA, ki je posledica nekoliko slabših gospodarskih objav v prvem polletju, je ustvarila pritisk na tečaje ameriških bančnih delnic. Če se bo razlika med kratkoročnimi in dolgoročnimi obrestnimi merami še zmanjševala, bodo bančne delnice še nekoliko bolj na udaru. Tudi zelo hiter poskok obrestnih mer na visoke ravni bi lahko bil po drugi strani neugoden za tečaje bančnih delnic, ker v takem okolju povpraševanje po posojilih praviloma usahne. Naše stališče je, da bo ob solidni gospodarski rasti v ZDA in polni zaposlenosti obrestna krivulja v ZDA postopno postala bolj strma.

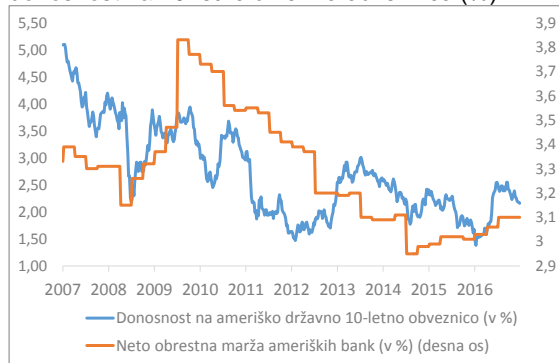
<sup>5</sup> Donosnost indeksa MSCI World Bank, od 31.12.2015 do 30.6.2017.

<sup>6</sup> Segment posojil za nakup avtomobila in segment posojil za nakup naložbenih nepremičnin v ZDA.

<sup>7</sup> 6-mesečni LIBOR v USD se je v zadnjem letu povišal z 0,9242 % na 1,4477 %.

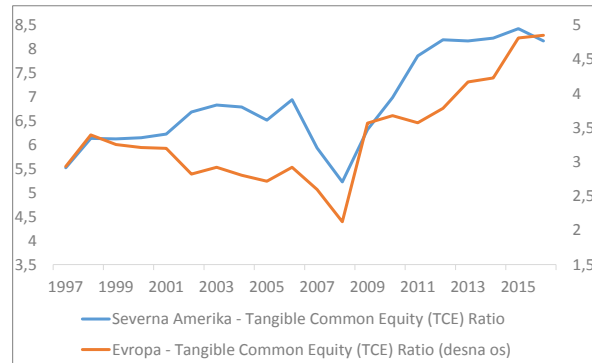
Podobno velja za Evropo, pri kateri ima vpliv tudi nadaljnja politika ECB. Decembra lani uveden ukrep, ki je zmanjšal mesečni obseg odkupov ECB z 80 na 60 milijard evrov po marcu 2017 (povišuje obrestne mere na drugem delu obrestne krivulje) in hkratna razširitev možnega nabora obveznic (znižuje obrestne mere na kratkem delu obrestne krivulje) sta pomagala neto obrestnim maržam evropskih bank. Evropo sicer, sodeč po pričakovanih tržnih udeležencev, čaka dvoletno obdobje negativnih depozitnih (kratkoročnih) obrestnih mer. Te same po sebi zaviralno delujejo na neto obrestne marže in znižujejo dobičkonosnost, a obenem omogočajo dobičke iz naložb obvezniških portfeljev bank ter zaradi boljše kondicije gospodarstva zmanjšujejo kreditno tveganje (manj stečajev). Neto učinek je, sodeč po rastočih kazalcih dobičkonosnosti evropskih bank, pozitiven.

Slika 3: Neto obrestne marže ameriških bank (%) in donosnost na 10-letno državno obveznico (%).



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Slika 4: Delež najboljšega kapitala v bankah (%).



Vir: Bloomberg. Bloomberg Intelligence.

### 3. Kakovost sredstev, solidni kapitalski količniki

V Evropi se proces krepitve kapitala v bankah nadaljuje<sup>8</sup>, kar na eni strani sicer »spodjeda« njihovo dobičkonosnost, vendar hkrati tudi krepi zaupanje v banke. Ameriške banke že beležijo relativno visoke kapitalске količnike (slika 4) in tudi kakovostna sredstva ter podpovprečne odpise. Dobro stanje ameriških bank so potrdili tudi nedavno objavljeni rezultati stresnih testov. Kot kaže, so tudi ameriške banke relativno dobro pripravljene celo na scenarij opaznejšega gospodarskega upada.

### 4. Zmanjševanje regulatornih zahtev?

V obdobju po finančni krizi so bile v ZDA banke pod drobnogledom. Povišale so se kapitalске zahteve, novi nadzorni organi so »rasli kot gobe po dežju«, povečal se je tudi obseg zahtevanih poročanj. Banke denimo danes obvezna poročila za regulatorje pripravljajo na v povprečju na 80 straneh, kar je približno dvakrat bolj obsežno poročanje kot leta 2000<sup>9</sup>. Glede obljub nove ameriške administracije o zmanjšanju regulatornih zahtev in o znižanju davčnih stopenj ostajamo zadržani, a že manjše spremembe v pravi smeri bi tečajem bančnih delnic koristile, sploh zdaj, ko so se pričakovanja vlagateljev glede napovedanih Trumpovih reform znižala.

### Pričakujemo nadpovprečno donosnost

Čeprav evropske banke ne sodijo več med »ekstremno zapostavljene«, kot smo to opažali v letu 2016, so njihova vrednotenja danes še vedno pol nižja (po ceni glede na knjigovodsko vrednost) kot pred finančno krizo. Razlog za to je predvsem v tem, da so imele banke v okolju ničelnih (negativnih) obrestnih mer in do nedavnega krčenja obsega posojil močno oteženo poslovanje, torej tako nižje dobičke kot več zahtevanega kapitala. A v prihodnje pričakujemo, da bo v Evropi gospodarska rast dovolj robustna, da se bo rast posojil ne zgolj nadaljevala, temveč krepila, neto obrestne marže pa bodo z bolj strmo krivuljo dobile zagon. Relativna vrednotenja ameriških bančnih delnic so višja kot evropska, toda vseeno le rahlo nad ravnmi zgodovinskih povprečij. Pričakovana bolj strma obrestna krivulja tudi ameriškim delnicam daje potencial za rast neto obrestnih marž, kot dodaten argument dopuščamo tudi sproščanje regulatornih zahtev. Skladno z zapisanim smo v naših portfeljih in podskladih krovnega sklada NLB Skladi še vedno nadpovprečno izpostavljeni bančnim delnicam.

Saša Dragonja, CFA  
samostojna upraviteljica premoženja

<sup>8</sup> Smernice Basel IV.

<sup>9</sup> Barclay's Equity Research, U.S Large-Cap Banks, State of the Industry, 17. 3. 2017.

## Zakaj kljub osmim letom rasti še ni čas za novo recesijo?

Če ste 9. marca 2009, v času največjega pesimizma sredi zadnje finančne krize, v ameriške delnice vložili 10.000 evrov, ste do danes privarčevali skoraj 50.000 evrov! Vsi bi radi imeli kristalno kroglo, ki bi nam omogočila takšno tempiranje trgov, saj gre za zavidanja vredno donosnost. Po več kot 8 letih gospodarske rasti brez recesije in izjemni rasti delnic prihaja vprašanje o tempiranju trgov v finančnih medijih zopet v ospredje. Posledično se marsikateri vlagatelj sprašuje, če je čas za prodajo delnic in čakanje na boljše priložnosti po nižjih cenah. V nadaljevanju poleg odgovora na to vprašanje razbijamo še mite o pomenu pravega trenutka vstopa na trg.

### Dolžina trenutne ekspanzije v zgodovinskem kontekstu

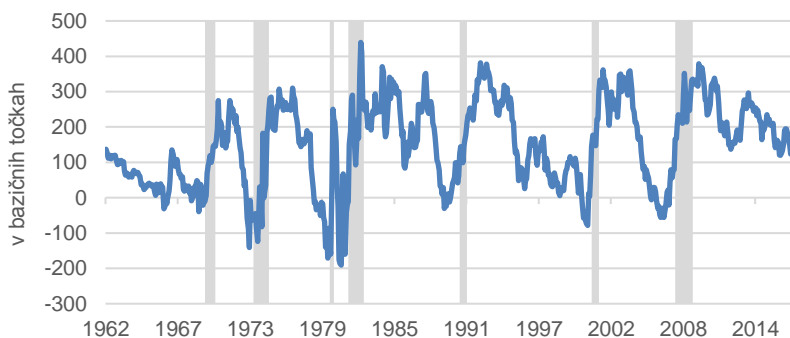
V obdobju po 2. svetovni vojni je ekspanzija trajala v povprečju slabih 5 let oziroma natanko 58,4 mesecev (tabela 1), pri čemer je najdaljša trajala celih 120 mesecev. Zadnja ekspanzija traja 96 mesecev, s čimer je to tretja najdaljša ekspanzija vsaj od leta 1854. Še več, če bo gospodarska rast v ZDA prisotna še 2 leti, potem bo to najdaljša ekspanzija v ameriški modernejši zgodovini. Če bo trajala do leta 2020, bo to tudi edino desetletje brez recesije. Posledično ne čudi, da je veliko vprašanj, ali je že čas za novo recesijo v ZDA in posledičen umik v bolj varne naložbe.

Po eni strani drži, da je trenutna ekspanzija že zelo dolga, a je bila po drugi strani gospodarska rast v tem obdobju znatno podpovprečna glede na zgodovinsko povprečje. Tako je ameriško gospodarstvo kljub temu, da je to tretja najdaljša ekspanzija v zadnjih 160 letih, realno zrastle za dobrih 11 %. To je precej manj kot v povprečni ekspanziji, ko se je ameriško gospodarstvo realno okrepilo za 17,6 %. Sodeč po tem podatku ima ameriško gospodarstvo še kar nekaj prostora za rast, a dejansko ne prvi ne drugi podatek nimata napovedne moči pri napovedovanju recesij.

### Je recesije in korekcije sploh možno napovedati?

Ameriška centralna banka (Fed), ki je ena najpomembnejših ali celo najpomembnejša svetovna institucija, od 8 recesij v zadnjih 60 letih ni pravilno napovedala niti ene. Tako je denimo Fed še novembra 1973 napovedoval, da bo ameriško gospodarstvo v prihodnjem letu zrastle za 2,4 %. Največje gospodarstvo se je v nasprotju z napovedmi Fed-a v tistem letu skrčilo za 4,9 %, pri čemer je BDP od vrha do dna upadel celo za 7,8 %.

Slika 1: Obrestna krivulja in recesije



\* zatemnjeni stolpci prikazujejo recesije

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Napovedovanje prihodnosti in s tem tudi recesij je izjemno težko opravilo, saj je prihodnost odvisna od dogodkov, ki jih danes ne poznamo. Kljub vsemu situacija ni tako črnogleda, saj lahko določeni kazalniki pomagajo. Eden takih je denimo *obrestna krivulja*, ki prikazuje razliko med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero. Ko je ta razlika pozitivna (slika 5), ta kazalnik nakazuje na gospodarsko rast in obratno. Približevanje tega kazalnika ničli oziroma negativni vrednosti pa je z nekaj izjemami v povprečju dokaj dobro napovedovalo prihodne recesije. V zadnjih mesecih se je ta razlika sicer znižala, a je še vedno pozitivna. Z

okrepljeno gospodarsko rastjo pričakujemo v drugi polovici leta hitrejšo rast dolgoročnih obrestnih mer in s tem bolj strmo krivuljo. To skladno s tem kazalnikom, ki se je v preteklosti izkazal kot eden boljših pri napovedovanju prihoda recesij, nakazuje na nizko možnost recesije v bližnji prihodnosti.

### Recesija leta 2020

V družbi NLB Skladi bodo po našem osrednjem scenariju v prvi polovici leta 2020 izpolnjeni potrebni pogoji za nastop recesije. Pri tej napovedi je potrebnih ogromno predpostavk, med drugim denimo:

1. Trumpove fiskalne spodbude bodo znatno manjše od predvolilnih obljub, kar zaradi počasnejšega pregrevanja gospodarstva pomeni poznejšo recesijo kot sicer.
2. Evrsko gospodarstvo pridobi na zagonu, kar pozitivno vpliva tudi na ameriško gospodarstvo.
3. Z rastjo obrestnih mer v razvitem svetu pride do odliva dela špekulativnega kapitala s trgov v razvoju nazaj v razviti svet, kar povzroči povečanje napetosti na trgih v razvoju, a se kljub temu solidna gospodarska rast v ZDA in evroobmočju nadaljuje.

Tabela 1: Primerjava ekspanzij

Ekspanzije	Št. mesecev
03/1991 – 03/2001	120
02/1961 – 02/1969	106
Povojno povprečje	58,4
<b>Junij 2009 - ?????</b>	<b>96</b>

Vir: NBER.

4. Najhitrejša rast plač v ZDA (prilagojena za inflacijo in rast produktivnosti) vse od preloma tisočletja krepi inflacijske pritiske, posledično Fed nadaljuje s hitrejšimi dvigi obrestnih mer od trenutnih pričakovanih vlagateljev.
5. Proti koncu leta 2019 obrestna krivulja postane položna, ameriški delniški tečaji dosežejo vrh, v gospodarstvu pride do neravnovesij (denimo trg komercialnih nepremičnin), s čimer so izpolnjeni vsi predpogoji za zdravo očiščenje gospodarstva in recesijo leta 2020.

Seveda nam zgolj podatek o tem, kdaj bo prišlo do recesije, ne pove prav veliko. Pomembno je tudi, kakšna bo recesija, ter seveda odgovor na ključno vprašanje, koliko bodo delniški tečaji upadli v recesiji.

### Kratka in blaga recesija

Ljudje smo čustvena bitja in kot taki imamo tudi določene vedenjske vzorce. Posledično vlagatelji nedavnim dogodkom dajemo večji pomen, kot bi bilo smotno. Čeprav ob besedi recesija še danes veliko vlagateljev pomisli na finančno krizo iz leta 2008, ki je ena največjih v zadnjih 100 letih, se zelo verjetno kriza takih razsežnosti kar nekaj časa ne bo ponovila. V družbi NLB Skladi pričakujemo 8-mesečno recesijo (povprečna povojna recesija je trajala slabo leto), ki bo tudi blažja od povprečne. Razlogov za to je več:

1. Kreditna rast v zadnji ekspanziji je bila znatno podpovprečna, kar pomeni manjši delež slabih naložb. Letna kreditna rast, prilagojena za inflacijo, je namreč v tokratni ekspanziji znašala zgolj 0,3 %, kar je manj tako od 6,1 % letne rasti v povprečni povojni ekspanziji kot od 3,6 % letne rasti kreditov v ekspanziji z najpočasnejšo rastjo kreditov doslej.
2. Ameriške banke so danes v bistveno boljši kondiciji kot pred zadnjo recesijo in so, sodeč po zadnjih testih, dobro pripravljene celo na scenarij opaznejšega gospodarskega upada. Hkrati imajo tudi gospodinjstva, ki so se v zadnjem desetletju precej razdolžila, znatno boljšo finančno sliko.
3. Tudi med ameriški odločevalci je spomin na finančno krizo iz leta 2008 še svež, zato lahko v naslednji recesiji pričakujemo bolj agresivne fiskalne in monetarne spodbude, kot bi bilo sicer smotno.
4. Konec leta 2020 bodo v ZDA nove predsedniške volitve, zato lahko v primeru recesije tudi iz tega naslova pričakujemo izdatnejše fiskalne spodbude. Ponovna izvolitev ameriških predsednikov je namreč bolj verjetna, če gre gospodarstvu dobro.

### Koliko bo upadli tečaji?

Po eni strani bo po našem osrednjem scenariju recesija leta 2020 resda kratka in blaga, a po drugi strani so vrednotenja zgodovinsko precej visoka. Upošteva se povedano pričakujemo v naslednji recesiji od 20 % do 30 % znižanje delniških tečajev, kar je skladno s povprečjem recesij po 2. svetovni vojni (tabela 2).

Tabela 2: Gibanje delniških tečajev v povojnih recesijah

	1 leto pred	V času recesije	1 leto po	Padec od vrha do dna
<b>Povprečje (9 recesij)</b>	<b>5,4%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>-27,6%</b>

Vir: Bloomberg, NBER, lastni izračuni.

### Je smiselno leta 2020 tik pred recesijo prodati delniške naložbe?

Nikakor ne. Ko pride do recesije, je zgodovinsko gledano to zgolj odlična priložnost za nakup. Če že, potem je pravi čas za prodajo približno 6 mesecev pred začetkom recesije, ko delnice v povprečju dosežejo vrh. Kljub temu tudi prodaje v drugi polovici leta 2019 ne priporočamo, saj je bilo za takšno napoved uporabljenih ogromno predpostavk o prihodnosti. Že ena majhna sprememba v samih predpostavkah bi namreč lahko spremenila celotno napoved. Poleg tega, če ne boste res dobro zadeli vrha za prodajo in dna za vnovičen nakup, potem se vam kaj hitro lahko zgodi, da boste na slabšem (posebno upošteva stroške in davke), kot če ne bi delali transakcij in bi varčevali skladno z vašimi finančnimi cilji in profilom. V povprečni recesiji (tabela 2) so tako, kljub temu da je bila korekcija z vrha do dna 27,6 %, delniški tečaji izgubili zgolj 1,5 % vrednosti, pri čemer so v letu pred recesijo pridobili 5,4 % vrednosti, v letu po recesiji pa še dodatnih 15,3 %. Tako bi vlagatelj, ki bi 1 leto pred povprečno recesijo (relativno gledano slab trenutek za nakup) v ameriške delnice vložil 100.000 USD, imel že čez 3 leta približno 120.000 USD. In to kljub recesiji in dejstvu, da je v vmesnem obdobju doživel skoraj 30 % korekcijo!

Empirične študije kažejo, da špekuliranje in tempiranje trgov vodita do podpovprečnih donosnosti. Posledično vlagateljem svetujemo, da imajo premoženje naloženo skladno s finančnimi cilji ter odnosom do tveganj in zmožnostjo sprejemanja le-teh. Recesije in večje korekcije pa naj izkoristijo sebi v prid, torej za nakup delnic, s čimer povečajo možnost za doseganje nadpovprečne donosnosti in se hkrati znova tudi približajo optimalni razporeditvi premoženja. Hkrati naj se vlagatelji izogibajo prepogostim transakcijam. Resda je tako investiranje dolgočasno in dolgoročno, a ravno ta formula se navadno izkaže za najbolj donosno. Prihod korekcij ali recesij je namreč skorajda nemogoče napovedati, kar potrjujejo tudi izkušnje ameriške centralne banke, ki kljub gori zaposlenih strokovnjakov ni napovedala pravilno niti ene od zadnjih 8 recesij. Zakaj bi bili finančni mediji ali povprečen vlagatelj pri tem bolj uspešni?

Marko Bombač, CFA, FRM  
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
2016*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +18% Evropa +2% Japonska +9%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +14%
	Zahodni Balkan	-19%	6%	31%	Hrvaška +22% Srbija +13% Bosna -5% Makedonija +23%
	Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija +7%
2015*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +12% Evropa +10% Japonska +19%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-15%	5%	25%	Razvijajoči se trgi -5%
	Zahodni Balkan	-15%	10%	35%	Hrvaška -2% Srbija -5% Bosna -4% Makedonija -1%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija -7%
2014	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	0%	12%	24%	ZDA +30% Evropa +8% Japonska +10%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-11%	9%	29%	Razvijajoči se trgi +10%
	Zahodni Balkan	-34%	9%	34%	Hrvaška -4% Srbija +12% Bosna -5% Makedonija +5%
	Slovenija	-5%	15%	35%	Slovenija +19%
2013	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +26% Evropa +21% Japonska +22%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	11%	31%	Razvijajoči se trgi -7%
	Zahodni Balkan	-32%	7%	32%	Hrvaška +2% Srbija +4% Bosna -2% Makedonija +2%
	Slovenija	-10%	10%	30%	Slovenija +3%
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%
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%

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

\* v EUR, upoštevaje reinvesticijo bruto dividend  
Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2016.

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, 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 Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB 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 5, NLB Skladi – Globalni delniški 5, NLB Skladi – Globalni uravnoreženi 4, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 6, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 5, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoreženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 2, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 5, NLB Skladi – Slovenija mešani 5, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 5, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA delniški 5. 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 bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 10, številka 1, julij 2017

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Marko Bombač, CFA, FRM

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

Brezplačni izvod, julij 2017

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana

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](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)