

Letnik 10, št. 2, december 2017

# Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2018

Kazalo

2 Uvodnik

3 Napovedi 2018



NLB Skladi

## Uvodnik

Slovenija je v letu 2017 izplavala iz krize. Čeprav bodo statistiki rekli, da to ne drži, saj beležimo pozitivno rast že vse od leta 2014, je percepcija ljudi o gospodarski situaciji šele letos postala pozitivna, in še kako! Slovenci kupujemo avtomobile, stanovanja, hiše. Tisti, ki hiš in stanovanj ne kupujemo, pa jih vsaj obnavljamo. Potujemo, jemo in pijemo v lokalih, kupujemo obleke in športne rekvizite. Če je od leta 2014 našo gospodarsko rast podžigal Hans<sup>1</sup>, je v letu 2017 Janez stvari vzel v svoje roke. Domača potrošnja se seveda v večji meri odraža v splošnem optimizmu v državi, saj imajo od nje več lokalni ponudniki blaga in storitev. Dodatno je h gospodarski rasti in optimizmu prispevala državna potrošnja, saj se je zagnal obsežen program infrastrukturnih investicij. Skupaj s super volilnim letom 2018 se to odraža v dejstvu, da je praktično ni ceste, ki jo ne bi obnavljali. Skratka, v Sloveniji se končno, po skoraj desetih letih zelja in matevža, ponovno cedita med in mleko.

Podobno kot v Sloveniji se zdi, da se med in mleko, vsaj v primerjavi z desetletjem poprej, cedita tudi drugod po svetu. V ZDA se tako napoveduje, da bo v letu 2018 brezposelnost padla pod 4 %. To pomeni, da dela praktično vsak, ki želi, delodajalec, ki potrebuje dodatno delovno silo, pa mora dvigniti plače, da pridobi delavce iz drugih družb. Temu kaj kmalu sledi inflacija, zato ameriška centralna banka (Fed) napoveduje v letu 2018 kar tri dvige ključne obrestne mere. Mi ji verjamemo in napovedujemo, da bodo ameriški delniški trgi po donosnosti v letu 2018 zaostali za evropskimi. Evropa raste, analitiki pa kar tekmujejo, kateri bo napovedi gospodarske rasti za prihodnja leta bolj dvignil. Evropske delnice so v povprečju cenejše od ameriških, obrestne mere pa naj bi do konca leta 2019 ostale negativne. Potenciala za rast je torej še veliko, skrbi v Evropi pa vse manj, zato se morajo vrednotenja približati ameriškim, kar pomeni, da lahko v letu 2018 v Evropi pričakujemo lepe pozitivne donosnosti. Kot že kar nekaj let nam še vedno niso všeč trgi v razvoju. Vrednotenja tam so primerjalno gledano z razvitim svetom visoka, še posebej, če upoštevamo korupcijo, odsotnost reform in občutno nižjo institucionalno varnost.

Nizke obrestne mere, ki lahko le še rastejo v kombinaciji s pričakovano višjo inflacijo, ne pomenijo nič dobrega za obvezniške naložbe oziroma kakršnekoli naložbe s fiksnim donosom (tudi zakladne menice, vezani depoziti, itd.). Če že morate poseči po varnejših obvezniških naložbah, pa kupujte podjetniške obveznice s krajšim trajanjem in nižjimi bonitetnimi ocenami, saj je v razmerah cvetočega gospodarstva verjetnost stečajev podjetij nižja in posledično nižja tudi verjetnost, da posojenega denarja ne boste dobili nazaj.

Lahko smo veseli, da se tako v Sloveniji kot v večini razvitega sveta končno spet cedita med in mleko. Čeprav se je po skoraj 9 letih veselice na borzah (z nekaj nevihtami vmes) smiselno vprašati, koliko časa bo še trajalo, v NLB Skladih verjamemo, da bo leto 2018 pozitivno za vlagatelje na delniških trgih. Želimo vam aktivno, zdravo in donosno leto 2018.

Blaž Bračič  
direktor sektorja za trženje in prodajo

---

<sup>1</sup> Slovenski največji izvozni trg je Nemčija.

## Napovedi 2018

### Napovedi 2017 – smo zadeli?

Za leto 2017 smo napovedovali **zmerno, rahlo podpovprečno, okoli 7 % donosnost globalno razpršenega delniškega portfelja** ter bili zaradi ekstremno nizkih obrestnih mer oziroma zahtevanih donosnosti do dospelja **nenaklonjeni obvezniškim naložbam**. Naša pričakovanja (preglednica 1) so se v splošnem izkazala celo za odtenek preveč pesimistična, saj je globalni delniški indeks v letošnjem letu porasel za zelo dobrih 10,4 %<sup>2</sup>.

Preglednica 1: Napovedi 2017 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2017			Dejanske donosnosti v 2017*	
	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij		
<b>Razviti svet</b> (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	<b>8%</b>	20%	ZDA	<b>+9%</b>
				Evropa	<b>+12%</b>
				Japonska	<b>+12%</b>
<b>Razvijajoči se trgi</b> (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	<b>3%</b>	23%	Razvijajoči se trgi	<b>+20%</b>
<b>Zahodni Balkan</b>	-17%	<b>8%</b>	33%	Hrvaška	<b>-5%</b>
				Srbija	<b>+9%</b>
				Bosna	<b>-3%</b>
				Makedonija	<b>+23%</b>
<b>Slovenija</b>	-12%	<b>8%</b>	28%	Slovenija	<b>+15%</b>

\*Donosnost od 31. 12. 2016 do 19. 12. 2017 upošteva reinvesticijo prejetih bruto dividend.

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2016, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne.

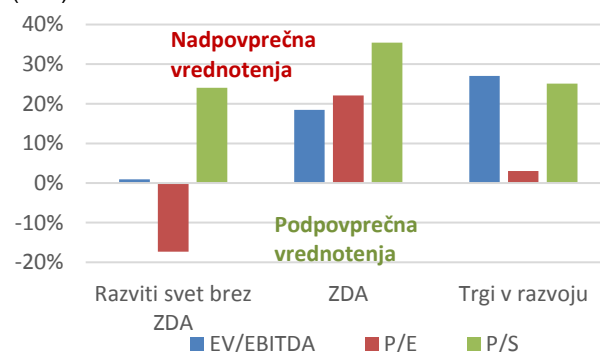
### Kaj napovedujemo za leto 2018?

Globalna gospodarska rast se je letos, skladno z našimi napovedmi, okrepila. Še več, Mednarodni denarni sklad (MDS) je letos celo prvič v tem ciklu napovedano gospodarsko rast za letošnje in prihodnja leta revidiral navzgor (v preteklih letih so namreč tekom leta vedno zniževali napovedi), pri čemer so napovedi za prihodnje leto po našem mnenju še vedno preveč pesimistične. Okrepljeno gospodarsko rast, zlasti v razvitem svetu, namreč pričakujemo tudi leta 2018.

Vrednotenja delnic v povprečju resda niso med najnižjimi z zgodovinskega vidika, a tudi ne pretirana. Glede na zgodovino zadnjih 20 let, ki sicer velja za obdobje z nadpovprečnimi vrednotenji, so sodeč po kazalnikih vrednotenja nadpovprečna (slika 1). Pri tem negativno izstopajo ZDA in deloma trgi v razvoju, medtem ko so vrednotenja v razvitem svetu brez ZDA povprečna.

Če pa ob bok vrednotenju delnic postavimo vrednotenje varnih naložb (obveznic in depozitov), v nasprotju z zgoraj zapisanim hitro ugotovimo, da danes naložbe v delnice vendarle niso tako drage. Na primer, vlagatelj v delnice družb iz evroobmočja lahko že iz naslova dividend pričakuje vsaj 3,3 % donosnost, medtem ko mu naložba v 10 letno nemško državno obveznico prinaša zgolj 0,4 % letno donosnost. Povedano drugače, ob upoštevanju pričakovane inflacije bo vlagatelj z varčevanjem v varnih

Slika 1: Premija / diskont glede na 20-letno povprečje (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

<sup>2</sup> Indeks MSCI ACWI, vključujoč reinvesticijo bruto dividend; v EUR do vključno 19.12.2017.

naložbah po 10 letih s privarčevanim zneskom lahko kupil približno 10 % manj, kot lahko s tem zneskom kupi danes.

Politika centralnih bank gre čedalje bolj v smeri zaostrovanja, kar bo zaviralo hitrejšo rast delniških tečajev. Ameriška centralna banka (Fed) bo namreč kot odgovor na postopno pregrevanje gospodarstva in krepitev inflacijskih pritiskov nadaljevala z dvigovanjem ključne obrestne mere in zmanjševanjem svoje bilance. Kljub rasti obrestnih mer v ZDA so pričakovane 10-letne realne (prilagojene) obrestne mere še vedno pod zgodovinskimi povprečji in so na nivojih, ko še ne zavirajo gospodarske rasti. Poleg tega bo denarna politika evropske in japonske centralne banke ostala ohlapna, s tem pa tudi obrestne mere nizke. Še več, pričakovane 10-letne realne obrestne mere so v Evropi in deloma na Japonskem še vedno močno negativne, zato bodo vlagatelji v želji po vsaj ohranitvi realne vrednosti premoženja sredstva selili v naložbe z višjo pričakovano donosnostjo (delnice, nepremičnine in podobno). Z nadaljevanjem globalnega okrevanja v kombinaciji z nižanjem stopnje brezposelnosti pričakujemo prek rasti plač povečan pritisk na dvig inflacije ter s tem vsaj rahel dvig dolgoročnih obrestnih mer, kar posledično zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb, zlasti varnih in dolgoročnih. Vse navedeno še vedno govori **v prid delniškim naložbam**.

Konec lanskega leta smo kljub povečani negotovosti med vlagatelji z zmernim optimizmom zrl v letošnje leto in napovedali v nasprotju s pričakovanji mirno leto s precej pozitivnimi presenečenji. Poraz evroskeptikov je tlakoval pot k umiritvi geopolitičnih tveganj, vse skupaj pa je ob koncu leta začinilo še sprejetje Trumpove davčne reforme. Z okrepljeno globalno gospodarsko rastjo se je strah med vlagatelji močno znižal. Glede na izjemno nizko vrednost indeksa nihajnosti oz. indeksa strahu se seveda poraja vprašanje, kaj tako nizka vrednost pomeni za prihodnjo donosnost delnic.

Zgodovinsko gledano je recesija v kombinaciji z veliko mero strahu in posledično ugodnimi vrednotenji zelo dober čas za nakup delnic. Nizka vrednost indeksa strahu, kar velja tudi danes, pa po drugi strani ne pomeni nujno slabega trenutka za vstop. Ta indeks lahko namreč kar nekaj časa ostane na nizkih nivojih in tudi v preteklosti so bile v takih razmerah dosežene lepe donosnosti. Če ste denimo delnice prodali konec leta 2004, ko je bila implicirana nihajnost delnic v ZDA na podobnih nivojih kot danes, ste do nastopa finančne krize zamudili približno 35 % donosnost. Še slabše ste naredili, če ste ob nizkem strahu na borzah in v upanju na korekcijo delnice prodali konec leta 1992, saj ste do poka tehnološkega balona zamudili več kot 300 % donosnost.

Kljub vsemu v letu 2018 pričakujemo rahlo več dogodkov, ki vnašajo negotovost. **Ob višjih vrednotenjih delnic smo malenkost znižali njihovo utež** v naših uravnoteženih portfeljih, pri čemer smo še vedno ohranili **izrazito nadpovprečno izpostavljenost glede na obveznice**. Hkrati ocenjujemo, da je možnost pozitivnega presenečenja v prihodnjem letu nižja kot denimo lani v tem času. Glede na predstavljeno **v letu 2018** pričakujemo zmerno pozitivno, a rahlo podpovprečno globalno rast delniških tečajev. Ta bo v našem **najverjetnejšem scenariju** nižja kot v lanskem letu in bo znašala **okoli 6,5 %**<sup>3</sup>. V nadaljevanju si pogledajmo, **katere regije, države in dejavnosti bodo zanimive v letu 2018**.

Preglednica 2: Napovedi 2018

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2018	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	+7%	+20%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	+3%	+23%
Zahodni Balkan	-17%	+9%	+33%
Slovenija	-12%	+9%	+28%

Vir: lastne napovedi in izračuni.

## Delnice

### Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb tudi v letu 2018 dajemo **prednost evropskim delniškim trgom**. Skladno z našimi napovedmi gre evropskemu gospodarstvu čedalje bolje, mednarodne institucije pa so tekom leta kar tekmovali v 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. Sodeč po prvih ocenah anketnega indeksa prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti za december je gospodarstvo evroobmočja konec leta dobilo dodaten zagon, proizvodna aktivnost raste namreč najhitreje v zadnjih 20 letih. Poleg tega je storitveni sektor decembra

<sup>3</sup> Ocena nominalne donosnosti v EUR, vključujoč reinvesticijo bruto dividend, za globalno razpršen delniški portfelj.

zabeležil najhitrejšo rast vse od aprila 2011. S krepitvijo povpraševanja in rastjo novih naročil evrske proizvodne družbe zaposlujejo najhitreje vse od preloma tisočletja. Kljub takšnemu zaposlovanju nedokončana naročila še vedno močno rastejo, kar je pozitivno tudi za prihodnje zaposlovanje. Kot zanimivost, v Španiji je gospodarska aktivnost kljub protestom v Kataloniji ostala robustna. Hkrati bo nadaljnje upadanje stopnje brezposelnosti razbremenilo tudi proračune držav, ki bodo lahko posledično več sredstev namenile denimo za infrastrukturne projekte ter s tem še dodatno spodbudile rast, morda pa bodo v nekaj večjih državah celo znižali davke.

Dobički evropskih družb (slika 2) danes še vedno precej zaostajajo za nivoji iz leta 2007, zato z okrepljeno rastjo evropskega gospodarstva pričakujemo nadpovprečno hitro rast dobičkov tukajšnjih družb. Poleg dobrih gospodarskih izgledov in obetov za rast dobičkov so vrednotenja evropskih delnic še vedno med globalno najugodnejšimi. Evropske delnice imajo danes približno 3,3 % dividendno donosnost, kar je precej več kot denimo v ZDA (1,9 %).

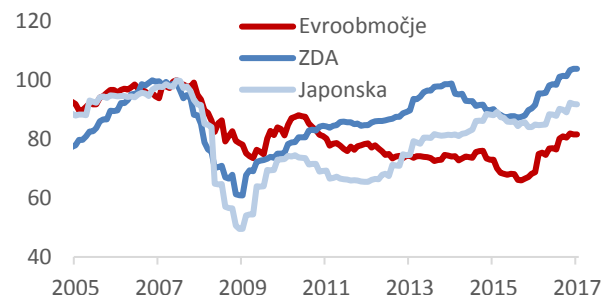
V prid evropskim delnicam govori tudi ohlapna denarna politika ECB, kar je vidno v močno negativnih realnih dolgoročnih obrestnih merah. Depozitna obrestna mera, ki jo ECB zaračunava bankam, pa naj bi po pričakovanjih kapitalskih trgov ostala negativna vse do konca leta 2019 (slika 3). Po drugi strani je ECB, ki je sicer podaljšala program odkupov obveznic vsaj do septembra 2018, napovedala zmanjšanje dodatnih mesečnih nakupov s 60 na 30 milijard evrov. S pospešeno rastjo evropskega gospodarstva in upadanjem stopnje brezposelnosti se razpoložljive kapacitete polnijo, kar krepí pritisk na rast plač in posledično inflacijo. Slednje je potrdil tudi anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti za december, ki nakazuje na krepitev osnovne inflacije v letu 2018. Ob vsem navedenem v družbi NLB Skladi pričakujemo, da bo ECB septembra 2018 zaključila svoj program dodatnih odkupov, proti koncu leta pa prvič v tem ciklu dvignila depozitno obrestno mero na nekoliko manj negativno.

Tudi (geo)politična situacija govori v prid Evropi. Za razliko od lani, ko so bili vlagatelji pesimistični glede Evrope, je sicer danes precej manj prostora za pozitivno presenečenje. A hkrati tudi večjih nevarnosti ni na vidiku. Stranka vnovične zmagovalke nemških volitev Angele Merkel je skladno z željami Nemcev, pri katerih je podpora evru v zadnjih letih močno porasla, postala precej bolj proevropsko usmerjena. Po propadu pogajanj o oblikovanju široke oz. t.i. Jamajka koalicije čedalje bolj verjetna postaja velika koalicija s Schulzevo stranko, kar bi pomenilo še bolj evru naklonjeno Nemčijo. Poleg tega evroskeptiki izgubljajo na moči. Z gospodarsko rastjo, posledično rastočo naklonjenostjo evru in porazom evroskeptikov v Franciji in na Nizozemskem evroskeptične stranke svoj program odmikajo proč od prizadevanj za izstop iz evroobmočja. Ob povedanem tudi italijanske volitve, kjer imata evroskeptični stranki Gibanje 5 zvezd in Severna liga po zadnjih anketah še vedno močno podporo, ne predstavljajo večjega tveganja. Luigi di Maio, vodja prve, je namreč nedavno poudaril, da je izhod iz evra zgolj skrajna možnost, v kolikor Bruselj ne bi sprostil stroge proračunske omejitve. Vodja druge, Salvini, pa je opravičilo našel kar v italijanski ustavi, po kateri je referendum o evru ilegalen. Ob vsem omenjenem v Evropi zaradi močne socialne politike, za razliko od ZDA in Velike Britanije, kjer je bila rast v neenakosti dohodkov verjetno eden ključnih dejavnikov za Trumpovo zmago oz. izglasovan Brexit, ni opazen vzpon populizma. Še več, celo Francija po zmagi Macrona kaže reformno naravnost in prihodnje desetletje bi v Evropi znalo biti francosko obarvano.

**Najvišjo donosnost delniških tečajev** pričakujemo pri družbah iz **perifernih držav evroobmočja**, ki so bile še ne dolgo nazaj najbolj na udaru vlagateljev (Portugalska, Italija, Španija, Slovenija in Grčija), in tudi **manj razvitih držav Evrope** (s poudarkom na državah bivše Jugoslavije). Vrednotenja so na omenjenih borzah ugodnejša, plačni pritiski pa ob še vedno v povprečju presežnih kapacitetah nižji, zaradi česar bodo dobički družb iz teh držav rasli hitreje.

Japonske delnice so v letu 2017 upravičile naša optimistična pričakovanja. Kljub težavam japonskega gospodarstva (ogromen javni dolg in negativni demografski trendi) ostajamo v pričakovanju nadaljevanja izjemno ohlapne denarne politike in zgodovinsko podpovprečnih vrednotenj **nadpovprečno naklonjeni**

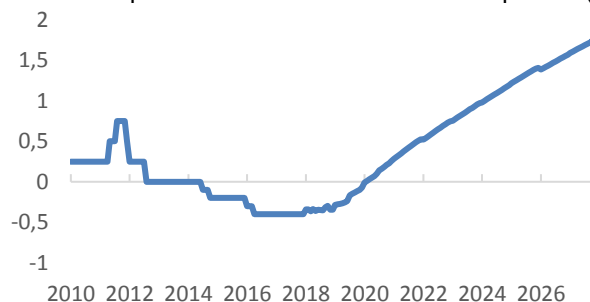
Slika 2: Gibanje EBITDA\* po posameznih regijah



\* dobiček pred obrestmi, davkom in amortizacijo za zadnjih 12 mesecev

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 3: Depozitna obrestna mera ECB in napovedi (v %)



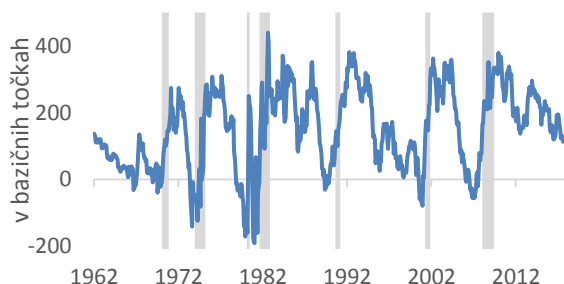
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.



**japonskim delnicam.** Pozitivna za gospodarstvo je tudi suverena zmaga Abeja na predčasnih parlamentarnih volitvah, saj bo lahko nadaljeval s svojim programom, ki je osredotočen na fiskalne in monetarne spodbude ter strukturne reforme.

Amerikemu gospodarstvu gre zelo dobro. Gospodarska rast bo ob razpoloženi potrošnikih in menedžerjih tudi v letu 2018 ostala robustna ter bo po našem mnenju preseгла pričakovanja Mednarodnega denarnega sklada. Pozitivno bo na gospodarstvo še vedno vplival tudi nepremičninski sektor, saj je dostopnost nepremičnin kljub rasti obrestnih mer in cen nepremičnin v zadnjih letih še vedno precej višja kot v obdobju pred zadnjo recesijo. Hkrati je tudi delež lastniških nepremičnin v preteklem desetletju upadel proti zgodovinskemu minimumu, z višjimi plačami in bolj zanesljivimi službami pa pričakujemo, da se bodo mladi Američani znova bolj opogumili za nakup novih nepremičnin. Da recesija še ne trka na vrata, nakazuje tudi obrestna krivulja, ki prikazuje razliko med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero (slika 4). Ko je ta razlika pozitivna, omenjen kazalnik nakazuje na gospodarsko rast in obratno. Približevanje tega kazalnika ničelni vrednosti pa je v preteklosti z nekaj izjemami v povprečju dobro napovedovalo prihod recesije.

Slika 4: Obrestna krivulja\* (v %)



\* razlika med 10 letno in 3 mesečno obrestno mero. Siva območja predstavljajo obdobje recesij.

Vir: Bloomberg NBER, lastni izračuni.

Slika 5: Gibanje obrestnih mer v ZDA (v %)

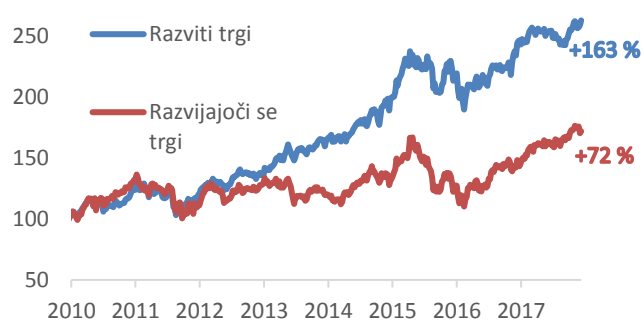


Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

S krepitvijo ameriškega gospodarstva se bo stopnja brezposelnosti znižala krepko pod 3,9 %, kolikor napoveduje ameriški Fed. To bo privedlo do čedalje močnejših pritiskov na rast plač in s tem tudi na **dvig stopnje inflacije**. Ameriški Fed za leto 2018 napoveduje 3 dvige ključne obrestne mere, kar je en dvig več od pričakovanih vlagateljev. V družbi NLB Skladi podobno kot lani, ko se je uresničila napoved o 3 dvigih v letu 2017, tudi letos verjamemo napovedi Fed-a (slika 5). Še več, dopuščamo možnost, da bo Fed z upadom stopnje brezposelnosti pod 3,9 % **primoran poseči po še hitrejših in/ali večjih dvigih ključne obrestne mere**, kar bi lahko (podobno kot maja 2006) prestrašilo vlagatelje.

Poleg omenjenega je nedavno sprejeta davčna reforma zelo verjetno prišla v zelo nepravem trenutku. Nizki davki ob predpostavki fiskalne vzdržnosti v povprečju sicer pomenijo hitrejšo dolgoročno gospodarsko rast, a **v ZDA postopoma že prihaja do pregrevanja gospodarstva**, z nižjimi davki pa lahko pričakujemo dodatno spodbudo gospodarstvu. Vse skupaj se bo odrazilo v rastočem uvozu in s tem tudi poslabšanju ameriške trgovinske bilance. Slednje bi lahko glede na populistične težnje predsednika Trumpa pomenilo **bolj protekcionistično trgovinsko politiko**, s tem pa negativen vpliv na svetovno trgovino in slabše gospodarske obete za ZDA. Hkrati so danes **vrednotenja ameriških delnic po večini kazalcev visoka**, zato smo **ameriškim delnicam precej podpovprečno naklonjeni**.

Slika 6: Gibanje delniških indeksov (vključujoč dividende)



Vir: Bloomberg

Pri napovedih za prihodnje leto smo imeli največ **pomislov pri trgih v razvoju**. Tem trgov smo v družbi NLB Skladi podpovprečno izpostavljeni že vse od konca 2009, kar se je izkazalo za dobro, saj so trgi v razvoju v tem obdobju za razvitimi trgi zaostali za kar 89 odstotnih točk (slika 6). Eden ključnih razlogov za zaostanek v tem obdobju so bila nadpovprečna vrednotenja v kombinaciji z odlašanjem pri strukturnih reformah. Državam v razvoju v času debelih krav, pred 2007, ob enormnem prilivu kapitala o reformah namreč ni bilo potrebno niti razmišljati, kaj šele izvesti. Poleg tega so na donosnost delnic družb iz teh držav negativno vplivali tudi korupcija, slabo korporativno upravljanje in s tem slaba skrb za lastnike ter padec cen surovin, od katerih so ravno države iz trgov v razvoju najmočneje odvisne.

Kljub zaostanku od leta 2009 je v zadnjih 2 letih prišlo do preobrata (slika 6). Ključni razlogi so bili v tem, da so po zaostanku v letih pred tem in močni korekciji leta 2015 vrednotenja trgov v razvoju znova postala zanimiva. Hkrati so kitajske fiskalne in monetarne spodbude dvignile cene surovin, kar je znižalo pritisk na razvijajoče se trge, saj surovinski sektor v povprečju predstavlja pomemben del teh gospodarstev. Z upadom vrednosti dolarja se je v regijo vrnil del vročega kapitala, kar je vidno iz znižanja pribitkov izdajateljev dolgarskih obveznic iz trgov v razvoju proti najnižjim vrednostim (slika 7). Pribitek na 5-letno brazilsko državno obveznico, izdano v dolarjih glede na ameriško znaša 1,3 odstotne točke, kar je zgolj malenkost več kot znaša denimo pribitek 5-letne italijanske državne obveznice na nemško (dobrih 0,8 % točke).

Glede na preobrat pri donosnosti smo bili v družbi NLB Skladi v dilemi, ali se bo trend zadnjih dveh let nadaljeval in je posledično primerno zvišati priporočilo za trge v razvoju ali pa gre zgolj za začasen preobrat in je smiselno ohraniti podpovprečno izpostavljenost. Pri odgovoru na to vprašanje je ena ključnih neznank Kitajska. Ta namreč porabi približno polovico vseh osnovnih industrijskih kovin oz. skoraj dvakrat toliko kot Japonska, Evropa in ZDA skupaj, zato je stanje v kitajskem gospodarstvu ključno za dogajanje na trgu surovin in s tem za države v razvoju.

Na 19. kongresu kitajske komunistične partije je predsednik Xi Jinping precej okreplil svojo moč. Pridobljeno politično moč bo najverjetneje usmeril v okrepitev reform, denimo večjo regulacijo finančnega sistema, omejitvev špekulacij na finančnem in nepremičninskem trgu ter zmanjšanje onesnaževanja in presežnih proizvodnih kapacitet. Vse omenjeno je sicer pozitivno za dolgoročno gospodarsko rast na Kitajskem, kratkoročno pa te reforme pomenijo manj monetarnih in fiskalnih spodbud ter s tem upočasnitev gospodarske rasti. Kitajska centralna banka je tako na decembrskem zasedanju z dvigom obrestnih mer za določene posle s poslovnimi bankami presenetila vlagatelje in nadaljevala s pritiskom na (pre)hitro kreditno rast. Hkrati se umirja tudi rast

Slika 7: Pribitek dolgarskih obveznic iz trgov v razvoju (v %)



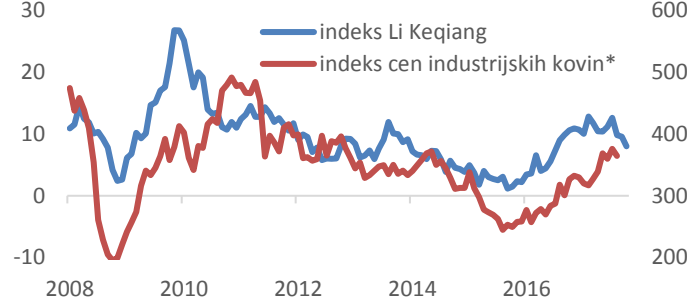
Vir: Bloomberg.

Slika 8: Letna rast kitajskih javnih izdatkov



Vir: Bloomberg.

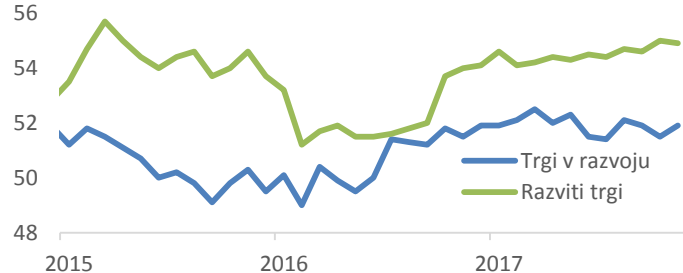
Slika 9: Stanje v kitajskem gospodarstvu in vpliv na surovine



\* podatki s trimesečnim zamikom

Vir: Bloomberg.

Slika 10: Anketni indeks prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti



Vir: Bloomberg.

javnih izdatkov (slika 8). China Li Keqiang indeks (poimenovan po kitajskem predsedniku vlade Li Keqiang), ki zelo dobro kaže tekoče stanje v gospodarstvu, se je v zadnjih mesecih obrnil navzdol (slika 9), kar je v preteklosti dobro napovedovalo trend pri gibanju cen industrijskih kovin s približno trimesečnim zamikom. Poleg omenjenega je v zadnjih mesecih v nasprotju z razvitimi trgi zaznati tudi umirjanje rasti na trgih v razvoju (slika 10). Z rastjo obrestnih mer v ZDA in Evropi pričakujemo krepitev dolarja in evra glede na preostale valute, kar bo prek odliva dela špekulativnega kapitala negativno vplivalo ravno na trge v razvoju.

Ob vsem omenjenem smo najbolj nenaklonjeni tistim razvijajočim se državam, ki so bogate s surovinami ter imajo visok proračunski primanjkljaj ali primanjkljaj na tekočem računu. Te države se namreč z redkimi izjemami novim razmeram še niso prilagodile, saj njihovi politiki tekmujejo med sabo s populističnimi obljubami. Turčija denimo z izjemno ekspanzivnimi monetarnimi in fiskalnimi ukrepi spodbuja kreditno aktivnost in domače povpraševanje. Posledično ima kljub močni depreciaciji turške like še vedno visok primanjkljaj na tekočem računu. Hkrati želi predsednik turške vlade Erdogan kljub več kot 10 % letni inflaciji s pritiski na centralno banko ohraniti nižje obrestne mere, s čimer bi dodatno spodbudil domače gospodarstvo. V Braziliji kljub dobrim prvotnim namenom (skladno z našimi napovedmi) pred volitvami oktobra 2018 ne bodo izpeljali nobene resne reforme.

Kot že nekaj let opozarjamo v družbi NLB Skladi, pred izboljšanjem moralo biti najprej (precej) slabše. Šele takrat bo pripravljenost za reforme večja. Posledično **ohranjamo podpovprečno izpostavljenost trgov v razvoju**.

### **Skupine dejavnosti**

**Zelo naklonjeni ostajamo bančnemu sektorju**, zlasti evrskemu. Ob nizkem vrednotenju so evrske banke danes bolj zdrave kot kadarkoli v zadnjih 15 letih in imajo znatno nižji delež novo odobrenih slabih kreditov. Poleg tega pričakujemo postopno rast srednje- in dolgoročnih obrestnih mer ter s tem bolj strmo obrestno krivuljo, kar bo dvignilo dobičke bank iz transformacije ročnosti sredstev. Na osnovi navedenega smo ohranili nadpovprečno izpostavljenost skupini dejavnosti Banke.

Z okrepljeno gospodarsko rastjo smo sicer še vedno bolj naklonjeni cikličnim panogam. Podjetniški sentiment se krepi, zato pričakujemo povečano investicijsko dejavnost in smo se **nadpovprečno izpostavili družbam iz skupine dejavnosti Trajne dobrine**. Prihodki in dobički teh družb so namreč močno odvisni od globalne investicijske aktivnosti, za katero pričakujemo, da bo v razvitem svetu v 2018 (ob fiskalnih spodbudah držav ter ob težnjah podjetij po optimizaciji procesov ob poceni zadolževanju in hkratnih pritiskih na stroške dela) še dodatno pridobila na zagonu. Kljub visokim vrednotenjem tehnološkega sektorja smo zaradi pričakovanih o višjih investicijah družb iz vseh skupin dejavnosti in ob pričakovanem porastu oglaševanja, ki predstavlja velik del prihodkov nekaterih družb iz branže, zaenkrat **ohranili rahlo nadpovprečno izpostavljenost vročemu sektorju Programska oprema in storitve. Farmaceutski panogi** smo ob rahlem izboljšanju vrednotenja in dobri dolgoročni perspektivi zaradi staranja prebivalstva po nekaj letih podpovprečne izpostavljenosti **dvignili priporočilo na nevtralo**.

Apreciacija dolarja in evra ter ohlajanje kitajskega gospodarstva, ki porabi 50 % glavnih industrijskih kovin, bosta ustvarila pritisk zoper nadaljnjo rast cen surovin. **Rast tečajev surovinskih delnic bo tako po našem mnenju počasnejša** od splošnega indeksa, posledično ohranjamo nekoliko podpovprečno izpostavljenost tej dejavnosti. Po drugi strani pričakujemo, da se bo z okrevanjem razvitega sveta krepiło povpraševanje po nafti, kar bo predstavljalo podporo njeni ceni. A vsakršna trajnejša rast cene nafte nad 60 dolarjev na sodček bi k dodatni proizvodnji spodbudila ameriške proizvajalce nafte iz skrilavcev. Glede na danes znana dejstva v prihodnjih nekaj letih pričakujemo gibanje cene nafte v razponu med 45 in 60 dolarjev za sodček nafte, pri čemer v prihodnjem letu zaradi krčenja zalog in geopolitične negotovosti v državah Bližnjega vzhoda pričakujemo ceno blizu zgornje meje tega razpona. Ob navedenem ohranjamo **rahlo nadpovprečno naklonjenost skupini dejavnosti Energija**.

### **Napovedi 2018 – obveznice**

V medijih je veliko razprav o veljavnosti teorije Phillipsove krivulje, saj kljub zgodovinsko nizki stopnji brezposelnosti v ZDA (še) ni močnih plačnih in inflacijskih pritiskov. Kljub vročim razpravam se razlogi za še vedno nizko inflacijo v ZDA verjetno skrivajo v močnejšem upadu cen surovin v zadnjih nekaj letih in predvsem do nedavnega presežnih kapacitetah v ZDA in po svetu. Z boljšo gospodarsko sliko v ZDA in manj presežnimi kapacitetami je inflacijsko grožnjo omejevala tudi rast vrednosti dolarja. A s pospeškom rasti globalnega gospodarstva in z zniževanjem stopnje brezposelnosti pričakujemo, da se bo pritisk na inflacijo okrepił. V ZDA se bo po našem srednjem scenariju pritisk na rast plač še okrepił, saj imajo podjetja na trgu dela veliko težavo, da najdejo primerne kadre. Hkrati se tudi stopnja brezposelnosti v evroobmočju hitro znižuje in bi lahko že v drugi polovici leta 2018 upadla na t.i. polno zaposlenost, ko dodatno zniževanje brezposelnosti ustvarja pritisk na rast plač in s tem tudi na inflacijo. Centralne banke bodo na višjo stopnjo inflacije odgovorile z zaostritvijo



denarnih politik in s postopnim višjem obrestnih mer, kar bo negativno vplivalo na tečaje obveznic v tem obdobju. Vse to ob trenutno izjemno nizkih obrestnih merah govori izrazito proti naložbam v obveznice, zlasti proti dolgoročnim z višjo bonitetno oceno. Posledično smo **ohranili nizko trajanje** (nizka občutljivost tečajev na obrestne mere) in **nadpovprečno izpostavljenost obveznicam nižjih bonitetnih ocen** v obvezniških portfeljih.

Na donosnost evrskih obveznic bo negativno vplivala ECB, saj bo ta po našem mnenju v drugi polovici leta zaključila program dodatnih nakupov obveznic, proti koncu leta 2018 pa tudi prvič dvignila depozitno obrestno mero, ki jo evrske banke plačujejo za depozite pri centralni banki. V Evropi tako pričakujemo rahlo rast obrestnih mer, a predvsem na daljšem delu krivulje donosnosti. Kljub vsemu bo pritisk na rast obrestnih mer po celotni krivulji višji v ZDA, zato smo, kljub nižjim pričakovanim donosnostim v lokalni valuti, še vedno **bolj naklonjeni evrskim obveznicam**, s poudarkom na **podjetniških obveznicah s krajšim trajanjem in nižjo bonitetno oceno.** V okolju stabilne rasti in nizkih obrestnih mer namreč pričakujemo nadaljevanje obdobja nizkega števila stečajev družb.

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**
2017*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +9% Evropa +12% Japonska +12%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +20%
	Zahodni Balkan	-17%	8%	33%	Hrvaška -5% Srbija +9% Bosna -3% Makedonija +23%
	Slovenija	-12%	8%	28%	Slovenija +15%
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%

		Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu
	Regije				
2011	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	<b>9%</b>	21%	ZDA +4% Evropa -10% Japonska -13%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-13%	<b>7%</b>	27%	Razvijajoči se trgi -16%
	Zahodni Balkan	-13%	<b>12%</b>	37%	Hrvaška -20% Srbija -22% Bosna -22% Makedonija -12%
	Slovenija	-8%	<b>12%</b>	32%	Slovenija -32%
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, upošteva reinvencijo bruto dividend

\*\* Za leto 2017 je upoštevana donosnost od 31. 12. 2016 do 19. 12. 2017

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2017.

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 6, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 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 uravnoteženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 5, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, 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 kapitalnih 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 kapitalnih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 10, številka 2, december 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, december 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)