

Letnik 13, št. 2, julij 2020

# Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2020

Kazalo

- 2 Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta
- 6 Se nam obeta nova zlata doba?



NLB Skladi

## Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta

Če bi prespali prvo polletje in danes pogledali na tečajnice, bi bili mnenja, da se v tem obdobju na borzah pravzaprav ni dogajalo nič posebno pretresljivega. Globalni delniški indeks<sup>1</sup> je sicer v prvi polovici leta upadel za 6,1 %, evrske podjetniške obveznice pa za 1,2 %, kar na prvi pogled ne izgleda nič neobičajnega. A resnica je vendarle povsem drugačna. Dogodki iz prve polovice leta bolj kot na realnost spominjajo na najbolj napet znanstveno-fantastični film z nenadnimi preobraty. Po približno tretjinskem znižanju globalnih delniških tečajev od 19. februarja 2020 do 23. marca 2020 zaradi začetka pandemije novega koronavirusa so delnice ob izjemnih denarnih in fiskalnih spodbudah ter na podlagi podatkov o nižji smrtonosnosti virusa, kot je sprva izgledalo, skoraj v celoti nadoknadile izgubljeno. Še več, drugo četrtletje je bilo za borze najboljše po zadnjem četrtletju prejšnjega tisočletja. Kljub optimističnemu zaključku prve polovice leta se marsikdo ob še vedno rastočem številu novo zbolelih za virusom Sars-COV-2 sprašuje, če je zdaj čas za bolj defenzivno taktično alokacijo.

### Slabo prvo četrtletje

Celotna zgodba se je vrtela okrog pandemije novega koronavirusa Sars-COV-2. Ko so v medije pricurljale slike o tem, kako vojska iz Bergama odvaža trupla, so bili italijanski politiki prisiljeni odreagirati. Karantene so postale realnost ne zgolj v Italiji, temveč po večjem delu sveta. Ljudem, politikom, voditeljem in posledično tudi vlagateljem na borzah so **ti dogodki pognali strah v kosti**. Kapitalski trgi so se začeli spraševati, kako bodo družbe sposobne preživeti v takem okolju. Kmalu je postalo jasno, da bo cena, ki jo bo za gospodarstvo pomenila uvedba karanten, **največja recesija po Veliki depresiji leta 1929**, ko so denimo ameriške delnice od vrha do dna upadle za 86,1 %. Posledično so borze v tokratni krizi dobesedno krvavele, več kot 5 % dnevni padci so postali nekaj povsem normalnega, vlagatelji pa smo lahko videli kar nekaj dni, ko so bile borze znotraj dneva več kot 10 % v rdečem.

### 12. marec: odziv NLB Skladi

Negotovost na kapitalskih trgih je bilo moč zaznati tudi pri analitikih in upravljalcih iz naše družbe. Če smo imeli še konec leta dokaj usklajen pogled glede podpovprečne, a pozitivne donosnosti globalnih delnic (+7 % donosnost globalnih delnic je predvideval naš osrednji scenarij), so s stopnjevanjem napetosti **tudi naša pričakovanja postala precej raznolika**. Kljub vsemu smo prevladovali **optimisti**, ki smo bili mnenja, da je korekcija dobra priložnost za nakup delnic. Takrat smo opozorili na morebitno **cenno neinvestiranosti po takšnih korekcijah**, saj se najbolj donosni dnevi na borzah navadno zgodijo ravno po močnih korekcijah, ko je zaradi pesimizma med vlagatelji in posledično paničnih razprodaj premija za tveganje pri delnicah nadpovprečno visoka. Optimisti smo takrat zavzeli tudi stališče, da bo **pritisk na gospodarstvo sicer velik, a ga bodo blažile denarne in fiskalne spodbude**. Ob precej nižjem moralnem hazardu - sicer zdravo podjetje težko krivimo za finančne težave zaradi zaprtja gospodarstva - smo bili mnenja, da bodo spodbude močne in da bodo zadoščale za prepričitev relativno dolge krize iz **leta 2008, ki ji je sledilo počasno okrevanje**. Napovedali smo tudi, da se bo z umiranjem širjenja koronavirusa začelo vračati normalno življenje, zaradi česar smo v naših napovedih predvideli sicer **precejšen, a kratek gospodarski šok**. Okrevanje globalnega gospodarstva pa smo pričakovali proti koncu drugega četrtletja.

Tako smo 12. marca napovedali **20,5 % donosnost globalnih delnic po našem najverjetnejšem scenariju do konca letošnjega leta**, kar je bila naša najvišja napoved po letu 2009 in v luči takrat izjemne negotovosti za marsikoga tudi presenetljivo visoka. Hkrati smo našo napoved o +7 % donosnosti globalnih delnic za letošnje leto znižali na okvirno -8 %<sup>2</sup>.

Razplet je znan. Gledano za nazaj smo bili pri naši napovedi malce prezgodnji, saj so globalne delnice do dna, ki je bilo doseženo nekaj dni pozneje, najprej upadle še za slabih 7 %. Vendar je skladno z našimi napovedmi sledil zelo hiter odboj na delniških trgih. Po 16 % rasti delniških tečajev od izdaje naše publikacije do 28. aprila smo ocenili, da je **možnosti za pozitivna presenečenja manj**, zato smo takrat **znižali agresivnost naših priporočil, vendar ohranili nadpovprečno izpostavljenost tveganim naložbam**. Delniški tečaji so bili ob polletju približno 22 % višji glede na 12. marec (od dna 23. marca pa kar za 31,7 % višji), kar je celo več od naše takratne napovedi.

### Karanten ne pričakujemo več

Po karantenah je večina potihoma pričakovala relativno mirno obdobje vsaj do jeseni, ko naj bi prišlo do drugega vala. **Vnovična rast števila novozbolelih**, posebno v ZDA, kjer celo podirajo rekorde, je večino **negativno presenetila**. Posledično ne čudi, da lahko v medijih še vedno dnevno prebiramo novice o razvoju

<sup>1</sup> Vse donosnosti delniških naložb upoštevajo reinvesticijo bruto dividend ter so izračunane v EUR do vključno 30. 6. 2020.

<sup>2</sup> V marca izdani publikaciji smo sicer zapisali -15 %, vendar smo se pri navajanju zmotili. Ob 20,5 % rasti od 19. 2. 2020 do konca leta bo namreč približno -15 % donosnost glede na vrhove z dne 19. 2. 2020, glede na konec leta 2019 pa bi donosnost v primeru uresničitve našega srednjega scenarija znašala okvirno -8 %.

zdravila in cepiva za ta virus, saj bomo šele takrat, vsaj tako se zdi, lahko dokončno zaustavili to grožnjo, kar bo pomenilo tudi konec gospodarske krize.

V družbi NLB Skladi že od uvedbe karanten poudarjamo, da so si politiki v začetni fazi ob precej neznankah ter nepripravljenosti na spopadanje z novim virusom **s karantenami** predvsem **kupili čas**. Države so namreč v tem času precej povečale zaloge zaščitne opreme in število postelj, nabavile dodatne aparate za predihavanje ter povečale obseg testiranj. Če so ZDA v začetku marca opravile manj kot 1.000 testov dnevno, jih danes že krepko čez 800.000. Hkrati tudi znanost pri spoznavanju in zdravljenju bolezni napreduje, saj raziskave kažejo, da določena zdravila precej pomagajo pri hitrosti zdravljenja in blaženju učinkov tudi tistih z najhujšo obliko bolezni. Poleg vsega nekatere države uvajajo tudi aplikacije, ki naj bi pomagale pri ugotavljanju morebitnega stika z okuženim.

**Ključna pri napovedi za naprej sta sicer dva dejavnika.** Prvič, karantene pomenijo **zelo močan udarec za državne proračune**. Brez nadomestil in pomoči posameznikom in podjetjem pa bo v primeru karanten večina prebivalcev držav želela čim prej nazaj v službe, saj si težko privoščijo visok izpad dohodka. Z drugimi besedami, **večina svetovnega prebivalstva nima luksuza, da jih je lahko strah**. To dejansko potrjujejo tudi zadnji dogodki na Floridi, kjer so kljub rekordnemu številu novo zbolelih ponovno odprli zabavišni park Disney World. Tega denimo odpirajo po štirih mesecih zaprtja tudi v Parizu. Poleg tega želi Trump kljub rasti števila okuženih na vsak način doseči odprtje šol v zimskem semestru, saj bi se s tem starši šolarjev lahko vrnili na delovna mesta, kar bi tik pred predsedniškimi volitvami v ZDA pripomoglo k okrevanju gospodarstva. In drugič, med mladimi je **stopnja smrtnosti izjemno nizka**, znamo pa tudi **precej bolje zaščit najbolj ranljive skupine in zdraviti najtežje primere**. Tako ne čudi, da je v teh dneh dnevno število okuženih po svetu približno 3-krat višje kot konec aprila, dnevno število umrlih zaradi Covid-19 pa je nižje za skoraj tretjino.

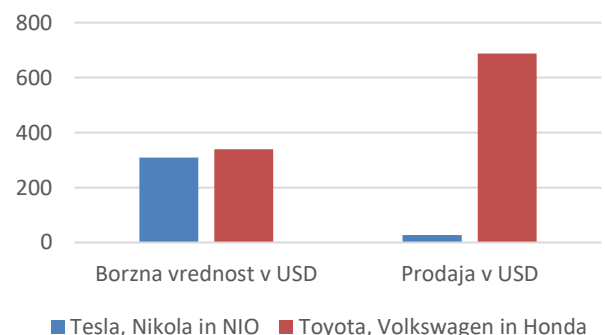
Zaenkrat vse kaže, da bodo države skušale z morebitnimi zaprtji predvsem **zatrei lokalna žarišča okužb**. Ob vsem povedanem **ponovitev podobnih karanten ne pričakujemo**. Obstaja sicer tveganje, da se ponovi italijanski scenarij, ko so bile bolnice prezasedene in so s tovornjaki odvažali umrle. V tem primeru bi karantene zopet postale realnost. Vendar zaradi vseh omenjenih ukrepov in spoznanj takšnemu scenariju pripisujemo majhno verjetnost.

### **Tehnologija in druge »growth« panoge so dvignile delniške indekse. Kako naprej?**

Čeprav so se delniški indeksi po doseženem dnu lepo pobrali, so **k rasti pomembno prispevale družbe z največjo borzno vrednostjo**. Povprečna donosnost družb Apple, Microsoft, Amazon.com, Facebook in Alphabet, ki imajo v vodilnem ameriškem indeksu S&P 500 skoraj četrtinsko utež, je namreč v prvi polovici leta kljub »korona« krizi znašala skoraj 25 %. Z drugimi besedami, popularne naložbe, kar je dandanes tisto z nadpovprečno perspektivo, postajajo med vlagatelji še bolj priljubljene. To še bolje ponazarjajo **delnice »novodobnih proizvajalcev električnih avtomobilov**, ki se prodajajo kot vroča žemljica. Čeprav imajo Tesla, Nikola in NIO skupaj za približno 25-krat nižjo prodajo kot Toyota, Volkswagen in Honda (tri največje borzne družbe med »tradicionalnimi« proizvajalci avtomobilov), pa je borzna vrednost obeh skupin podobna (slika 1). Vlagatelji očitno verjamejo v **idejo nove paradigme**, ki bo svet oziroma panogo obrnila na glavo. Takšna ideja pa je potrebna sestavina za nastanek špekulativne rasti, podobno kot ob prelomu tisočletja v času tehnološkega balona ali pa v šestdesetih letih prejšnjega stoletja (»nifty fifty«).

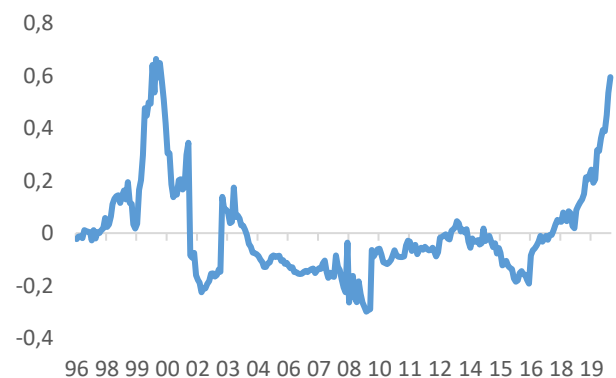
Ob vsem povedanem ne čudi, da je danes **vrednotenje »growth« sektorjev glede na vrednotenje »value« sektorjev na nivojih iz konca tehnološkega balona** (slika 2), ko je za hitro rastoče in popularne družbe sledilo nekajletno klavno obdobje. V primeru IT družb, ki imajo največjo utež v »growth« sektorju, je danes ob zgodovinsko visokih vrednotenjih potencial za rast dobičkov po našem mnenju precej nižji kot v času tehnološkega balona. Po drugi strani so danes **obrestne mere precej nižje**, kar **koristi posebno vrednotenjem hitro rastočih družb**, saj mnogo višje pričakovane denarne tokove

Slika 1: Primerjava »novodobnih« s tradicionalnimi proizvajalci avtomobilov



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

Slika 2: Relativna primerjava med »growth« in »value« sektorjem



\* tretjinska utež EV/EBITDA, P/E in P/S

Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

čez nekaj let ali celo desetletij diskontiramo s precej nižjo diskontno stopnjo.

Upoštevaje obrestne mere, ki bodo po pričakovanjih kapitalskih trgov še zelo dolgo ostale izjemno nizke, vrednotenja niso tako visoka kot ob poku nepremičninskega balona. Hkrati gre v primeru tehnoloških družb za **podjetja z izjemno konkurenčno prednostjo**, kar je vidno v dobičkovnih maržah teh družb. Tako smo kljub visokim vrednotenjem IT družb za dve panogi ohranili ohrani nevtravno priporočilo (Strojna oprema in preostala oprema ter Polprevodniki in oprema za polprevodnike), za panogo **Programska oprema in storitve** pa kljub visokim vrednotenjem nadpovprečno izpostavljenost. Nadpovprečna donosnost se namreč v času trenutnih razmer lahko nadaljuje, je pa **tveganje obrata precejšnje**, čemur v družbi posvečamo precejšnjo pozornost. **Nakup dobrega podjetja namreč še ne pomeni dobre naložbe**, saj je slednje odvisno od cene, ki jo za to podjetje plačamo. Danes se vlagatelji sicer z nakupom takšnih podjetij, ki so - vsaj tako izgleda - imuna tudi na pandemijo, počutijo varne. Vendar je intuicija vlagateljev po našem mnenju ravno v nasprotju s fundamentalnim zakonom finančne fizike: **večje, kot družbe postanejo, počasneje bodo v povprečju rastle**. Tako se lahko vlagatelji podobno kot ob prelomu tisočletja nekega dne zbudijo v spremenjenem prepričanju, da potencial teh družb ne upravičuje tako visokih vrednotenj, kar je bil takrat eden od povodov, nikakor pa ne razlog, za začetek puščanja tehnološkega balona. Poleg tega tveganje za panogo predstavljata tako **ameriško-kitajska zaostritev odnosov glede IT sektorja**, kot tudi morebitna **regulacija tehnoloških gigantov** s »kvazi« monopolnim tržnim položajem.

### **Se v bančnem sektorju ponavlja apokalipsa kot v finančni krizi leta 2008?**

»Korona« kriza je nadpovprečno prizadela bančne delnice. Z upadom obrestnih mer in sploščeno obrestno krivuljo se vlagatelji upravičeno sprašujejo, **kako bodo banke v takem okolju sploh uspele ostati dobičkonosne**. Kapitalske trge dodatno skrbi **negotovost glede potencialnih odpisov posojil**, zaradi česar naj bi bile ogrožene tudi prihodnje dividende, ki so pomemben vir donosnosti v tej panogi. Hkrati se je ob čedalje bolj strogi regulativi izoblikovalo mnenje, da banke nimajo perspektive rasti, saj so čedalje bolj podobne javno storitvenim podjetjem.

Po drugi strani, če pogledamo v Evropo, tukajšnje banke na upad prihodkov zadnjih 12 let odgovarjajo z zniževanjem števila zaposlenih in zapiranjem poslovalnic, saj se čedalje več storitev lahko opravi digitalno z domačega naslonjača. Karantene so proces digitalizacije in možnih prihrankov še pospešile. Banke so bile v času finančne krize ključni vir težav, **danes pa so del rešitve**. Ob precej boljši kapitalski ustreznosti in likvidnosti, nižjem finančnem vzvodu in manj tveganim naložbam pred koronavirusom lahko **s posojili pomagajo gospodarstvu**. Še več, tudi če bi bili odpisi in rezervacije za slaba posojila na nivojih, kot so le-ti kumulativno znašali v obdobju od leta 2008 do leta 2010, **poslovanje bank po naših izračunih ne bi bilo ogroženo**.

Zaradi tveganj in poslabšanja perspektive smo panogi Banke **znižali priporočilo za eno stopnjo**, vendar smo še vedno **ohranili nadpovprečno izpostavljenost**. Nenazadnje so vrednotenja evropskih bank na nivojih iz globalne finančne krize in evropske dolžniške krize (slika 3). V določeni meri so nižja vrednotenja zaradi nizke perspektive in tveganj upravičena, vendar ob danes solidni finančni kondiciji bank ocenjujemo, da precejšen pesimizem vlagateljev **povečuje možnost za pozitivno presenečenje** in s tem **nadpovprečno donosnost te panoge**.

### **Volitve v ZDA in ameriško-kitajski odnosi**

Če je bilo prvo polletje v znamenju koronavirusa, pa v drugi polovici leta prihajajo v ospredje tudi druge teme, ki bodo krojile razplet na kapitalskih trgih. Ena od pomembnejših so **ameriške predsedniške volitve** novembra letos. Če bi bile volitve danes, potem Trump sodeč po anketah in stavnica ne bi dobil novega mandata, republikanci pa bi za povrh izgubili še senat. Če je Trumpu še februarja kazalo precej bolje, pa Američani očitno niso zadovoljni z njegovim delom v času koronavirusa. K upadu podpore Trumpu in republikancev so pripomogli tudi protesti proti rasizmu. Vendar je **do volitev še več kot tri mesce, kar je v politiki kar dolgo obdobje**, in karte se lahko še vedno premešajo. **Trump tako še vedno ostaja v igri**, kar je **pozitivno za kapitalske trge**. Če bi mu res slabo kazalo, bi namreč lahko okrepil pritisk na Kitajsko, s čimer bi si skušal dvigniti podporo. Tako med demokrati kot med republikanci se namreč **nenaklonjenost Kitajski krepi**, pri čemer je trenutno jabolko spora »kraj« intelektualne lastnine.

Trenutno **najverjetnejši scenarij** je po našem mnenju postopen dvig podpore Trumpu, kar bo omogočilo republikancem, da obdržijo senat, ne bo pa to zadoščalo za nov predsedniški mandat. Največ možnosti za zmago ima tako kljub starosti, kar bo tudi eden ključnih očitkov v volilnem boju, demokratiški kandidat Joe Biden. Kljub vsemu je glede na trenutno znana dejstva **težko z zadostno stopnjo gotovosti napovedati razplet volitev**, na

Slika 3: Razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo evropskih bank



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

katerih bo izid najverjetneje zelo tesen. Uresničitev našega osrednjega scenarija bi bila **dobra za kapitalske trge**, saj lahko **razdeljena vlada naredi manj škode**. Obstaja bojazen, da bi Biden dvignil davke na nivo pred Trumpovim znižanjem. Verjetnejši scenarij je **zmeren dvig** po stabilizaciji ameriškega gospodarstva, s čimer se očitno strinjajo tudi kapitalski trgi. Hkrati bi se povečala tudi možnost za povečanje javnih izdatkov za infrastrukturo, kar je – vsaj kratkoročno – pozitivno za gospodarsko rast. Še več, **geopolitična tveganja bi se najverjetneje umirila**. Biden bi bil bolj pragmatičen v trgovinskih odnosih s Kitajci, saj bi se pri odločitvah bolj zanašal na strokovnjake s tega področja. Biden bi sicer ob rastoči nenaklonjenosti proti Kitajski med Američani nadaljeval pritisk na drugo največje gospodarstvo, vendar v drugačni obliki in skupaj z zavezniki, kar govori tudi v prid umiritvi odnosov na relaciji ZDA in Evropa.

#### **Kar nekaj tveganj, vendar ...**

Trenutno vidimo **kar nekaj tveganj**, pri čemer se zdi, da jih **kapitalski trgi podcenjujejo**, saj pričakujejo, da bodo imeli politiki in centralni bankirji na vsakega od njih pripravljen odgovor. A državno reševanje »zombi« podjetij in dolgoročno ohlapna fiskalna politika znižujeta zasebne investicije in s tem dolgoročni potencial rasti. Poleg tega se v zadnjih letih **stopnjujejo geopolitična tveganja**, posebno med ZDA in Kitajsko, kjer bi lahko v skrajnem primeru prišlo celo do hladne vojne. Tudi **vrednotenje globalnega borznega indeksa** je zgodovinsko gledano **nadpovprečno**. Čeprav so vrednotenja v večini regijah in panogah zgodovinsko zelo solidna in celo zelo ugodna, ko jih primerjamo z alternativo (depoziti in obveznicami), pa imajo največjo utež v globalnem borznem indeksu ravno družbe z v povprečju precej nadpovprečnimi vrednotenji. Dodatno, s poplavo denarja se **v nekaterih delih gospodarstva in kapitalskih trgov najverjetneje napihujejo baloni**, kar ob morebitnem poku predstavlja precejšnje tveganje za vlagatelje s prenizko razpršitvijo premoženja.

#### **Na začetku novega gospodarskega cikla**

Po drugi strani je globalno gospodarstvo dno doseglo konec marca oziroma v začetku aprila. S postopnim sproščanjem omejitev je ob močni fiskalni in denarni podpori **gospodarstvo dobilo nov zagon**. Močne spodbude je napovedala tudi Kitajska, ki je bila v zadnjih letih previdna pri spodbudah, saj se je borila proti finančnim ekscesom v gospodarstvu in želela prestrukturirati gospodarstvo. Omenjeno se že danes kaže pri **izboljšanju sentimenta med nemškimi družbami**, ki so pomemben izvoznik na Kitajsko. Sodeč po kazalnikih, ki jih izračunava nemški inštitut IFO, tamkajšnja podjetja pričakujejo močno izboljšanje poslovnega stanja v prihodnjih mesecih. Razlika med pričakovanji o prihodnjem in trenutnim poslovnim okoljem (slika 4) je močno porasla, in sicer podobno kot po zaključku finančne krize leta 2009, kar nakazuje, da smo **danes na začetku gospodarskega cikla**. V drugi polovici leta tako pričakujemo **nadaljnjo rast globalnih delnic**, pri čemer bi tečajji lahko porasli proti nivojem s konca leta 2019 (**rahlo negativna donosnost globalnih delnic v letu 2020**). Posledično smo **ohranili nadpovprečno izpostavljenosti delniškim naložbam**. Vse omenjeno govori tudi **v prid cikličnih panog**, zato smo ohranili nekaj nadpovprečno izpostavljenost tem panogam.

Slika 4: Razlika med pričakovanji o prihodnjem poslovnem okolju in trenutnim stanjem



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

Tudi **pri geografski izpostavljenosti sprememb nismo naredili**. Ob še vedno precejšnji negotovosti ohranjamo trenutno sestavo z rahlo nadpovprečno izpostavljenostjo evropskim delnicam. Okrevanje globalnega gospodarstva je pozitivno za evropske borze, saj imajo večji delež cikličnih družb. Evropa ima tudi solidno epidemiološko sliko, zaradi česar so ponovna zaprtja, bodisi lokalna bodisi splošna, manj verjetna. Poleg tega se je z zadnjimi injekcijami ECB in dogovorom evropskih držav glede sklada za okrevanje strošek morebitnega razpada evroobmočja povišal. Zahtevana premiji za tveganje za evropske delnice bi ob vse omenjenem lahko znižala, kar bi spodbudilo tečaje delnic evropskih družb.

V štiridesetih letih prejšnjega stoletja so fiskalne in denarne spodbude v ZDA v času Druge svetovne vojne poskrbele za izjemno borzno desetletje. In tudi tokrat izgleda, da **so bile spodbude oziroma da bodo uspešne v boju proti sovražniku, tokrat nevidnemu**. Morebiten **razvoj učinkovitega cepiva**, ki pa ga realno vsaj v primerni količini še nekaj časa ne moremo pričakovati, pa bi bil **jeziček na tehtnici v boju proti pandemiji**. Čeprav je danes centralne bankirje strah predvsem deflacije, pa vse spodbude ob rasti zadolženosti držav govorijo **v prid višji inflaciji** od trenutno pričakovane, posebno v drugi polovici tega desetletja. Je bilo morda **zlato**, ki pregovorno velja med drugim kot zaščita pred inflacijo in o katerem obširneje pišemo v naslednjem prispevku, tudi zato **eden od zmagovalcev letošnjega leta?**

Marko Bombač, CFA, FRM  
vodja analiz

## Se nam obeta nova zlata doba?

Zlato je ponovno v bikovskem trendu. V letošnjem letu je cena za unčo zlata porasla že več kot 22 odstotkov na 1.854 dolarjev na unčo. Nazadnje se je cena zlata gibala pri teh nivojih leta 2011, ko je cena zlata presegla 1.900 dolarjev. Dejavnika, ki sta spodbudila zadnjo rast cene zlata, sta ohlapna denarna in fiskalna politika kot posledica visoke negotovosti zaradi posledic epidemije koronavirusa. Pa je nakup zlata po zadnji rasti še vedno smiselno za vlagatelje?

### Kaj pravi zgodovina?

V letih po veliki depresiji leta 1929 je zlato prvič v prejšnjem stoletju prišlo v soj žarometov. V tistem času je lahko v ZDA vsakdo zahteval zamenjavo bankovcev za zlato, pri čemer so bili dolarji zgolj 40 % kriti z zlatom. Zaradi navala Američanov na zlato so se zaloge zlata ameriške zakladnice močno znižale. Posledično je takratni predsednik **Roosevelt sprejel dekret**, da morajo Američani državi izročiti zlate palice, kovance in certifikate, kar naj bi povečalo varnost dolarja. Kmalu po odkupu zlata po ceni 20,67 dolarja za unčo so ceno dvignili na 35 dolarjev, s čimer so prek devalvacije dolarja želeli spodbuditi inflacijo. Po letu 1940 je sledilo **30 letno klavno obdobje**, ko je cena zlata upadla za približno 50 %.

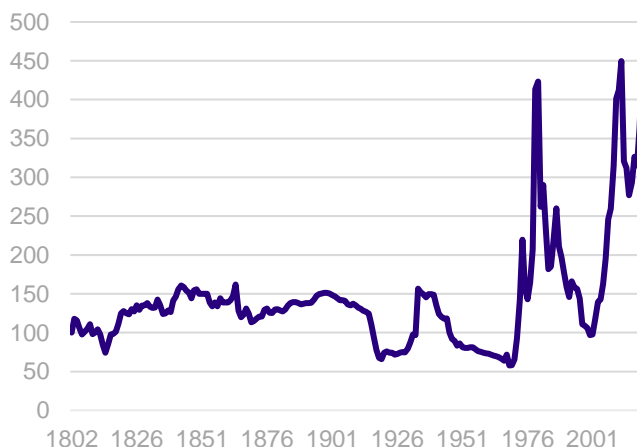
Leta 1971 je prišlo **z ukinitvijo zlatega standarda**, ko je bil dolar vezan na ceno zlata, do spremembe monetarnega sistema. Rast ameriške zadolženosti je privedla do takih razmer, da ameriška vlada ni zmogla več zagotavljati pokritosti valut z zlatom. Prekinitev vezave dolarja in posredno tudi drugih valut na zlato je omogočila centralnim bankam novo možnost ustvarjanja novega denarja in dolgov. To je vodilo v **visoko inflacijo**, kar je ob nizkih realnih obrestnih merah povzročilo **visoko rast cene zlata**, ki je v tem desetletju porasla za 626 %. Z bolj restriktivno denarno politiko, ko se je Fed spopadel z inflacijsko grožnjo, je po začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja **ponovno sledilo klavno obdobje, tokrat 20-letno**.

Tega tisočletja nismo začeli zgolj s pokom tehnološkega balona. Reakcija Fed-a, ki je na borzni zlom in teroristične napade odreagirala z močnim nižanjem obrestnih mer, je v bojazni pred inflacijo **prekinila 20 letno upadanje cene zlata**, ko je le-ta upadla za približno 70 %. Pri nadaljevanju bikovskega trenda je pripomogla finančna kriza leta 2008, ko so vlagatelji zaradi skorajšnjega sesutja finančnega sistema v zlato videli varno pribežališče. Sledil je še skorajšnji razpad evroobmočja, ki je vnovič vnesel negotovost, s tem pa tudi upad nominalnih in predvsem realnih obrestnih mer. To je zaznamovalo **vrh cene zlata pri skoraj 2.000 dolarjih na unčo**. Z umiritvijo negotovosti in vračanjem k polni zaposlenosti je Fed pričel s postopnimi dvigi obrestnih mer, kar je zaznamovalo slabše obdobje za zlato.

### Zaradi negativnih obrestnih mer vlagatelji bežijo v zlato

Zadnjo rast cene zlata lahko pripišemo med drugim povečani negotovosti glede letošnjih predsedniških volitev v ZDA, nerazrešenim trgovinski spor med ZDA in Kitajsko, mejnim spopadom med Indijo in Kitajsko ter trenju na Korejskem polotoku. Ključen dejavnik pri rasti cene pa so **izjemne, praktično »vojne«, fiskalne in monetarne spodbude** v boju proti gospodarskim posledicam zaradi koronavirusa vseh gospodarsko najpomembnejših držav po svetu. Ob ničelnih obrestnih merah so **realne donosnosti ameriških državnih obveznic močno negativne**, kar je v preteklosti poganjalo celo zlata (slika 2).

Slika 1: Indeks gibanja za inflacijo prilagojene cene zlata na unčo v USD



Vir: Jeremy Siegel, NLB Skladi.

Slika 2: Zahtevana donosnost desetletnih ameriških inflacijskih državnih obveznic in cena za unčo zlata v USD



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

## Pogled za naprej

Centralni bankirji po svetu igrajo pomembno vlogo, s katero poskušajo preprečiti, da bi se recesija zaradi koronavirusa poglobila v depresijo. Bilanca stanja ameriške centralne banke je od konca februarja letos zrasla za skoraj 50 % na rekordnih 6.000 milijard dolarjev. Podobno velja tudi v Evropi, Kitajski, na Japonskem in drugod po svetu. Hkrati Fed in druge **najpomembnejše centralne banke napovedujejo še dolgo obdobje nizkih obrestnih mer**, kar nakazuje na to, da ima zlato potencial za nadaljnjo rast. V času ničelnih oz. negativnih nominalnih obrestnih je namreč **oportunitetni strošek držanja zlata**, ki ne prinaša niti dividend niti obresti, **nizek**. Čeprav danes večino akterjev ekonomske politike bolj skrbi deflacija, pa je v času nizkih obrestnih mer zlato tudi **poceni zaščita pred inflacijo**. Države in centralne banke so namreč napovedale pripravljenost dodatno pomagati, če bi se to izkazalo kot potrebno. Ob vse večji zadolženosti držav in vseh spodbudah se pri vlagateljih porajajo vprašanja, če lahko več kot desetletje ohlapne denarne in fiskalne politike, podobno kot v šestdesetih letih prejšnjega stoletja, povzroči skok inflacije.

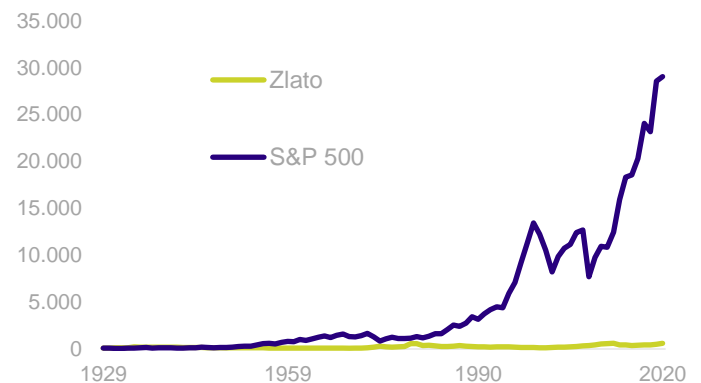
## Zaključek

**Varne naložbe** so tiste, za katere danes točno vemo, kakšen znesek bomo dobili ob koncu varčevanja. Vlagatelji posledično pri omembi zlata velikokrat **zmotno pomislijo na varno naložbo**, saj cena letega, kot smo prikazali, zelo močno niha. Zgodovinsko gledano zlato tudi **ni bila pretirano dobra naložba**, saj velja predvsem za hranilca vrednosti, pa še to skozi zelo dolga obdobja. Realna donosnost je bila namreč komajda kaj višja od donosnosti depozitov in precej nižja od donosnosti delnic (slika 3), in to celo upošteva za zlato zelo ugodno začetno točko primerjave.

**Racionalni vlagatelji** bodo ob dveh naložbah s podobno donosnostjo izbrali manj tvegano. Med zlatom in depoziti bi bila torej **racionalna izbira depozit**. Tudi sicer je uporaba zlata v industrijske namene bolj omejena, prav tako **ne prinaša denarnih tokov**, kot so denimo dividende in kuponi. Posledično je **notranjo ceno zlata težko določiti**, zato je težko napovedati, ali je zlato precenjeno ali podcenjeno. Strategija, da zlato (ali katerikoli drugo naložbo) kupujemo le na podlagi prepričanja, da ga bo v prihodnosti možno prodati po višji ceni, se pri investiranju na dolgi rok ne izide dobro.

Kljub omenjenemu se je zlato v preteklosti izkazalo kot dobra naložba v času (čedalje bolj) negativnih realnih obrestnih mer in povečane stopnje negotovosti. V preteklosti so države problem visoke zadolženosti reševale tudi prek začasno višje stopnje inflacije. Vse omenjeno pa ob ekstremnih spodbudah govori v prid temu, da bi inflacija lahko v drugi polovici desetletja presenetila navzgor. To pa bi bilo verjetno pozitivno tudi za ceno zlata, četudi manj kot za denimo delnice ali nepremičnine. Hkrati se cena zlata giblje drugače od drugih naložb, zaradi česar znižuje tveganost celotnega portfelja. Ob vsem povedanem je torej danes **za vlagatelje smiselno**, da imajo **kak odstotek premoženja naloženega tudi v zlato**.

Slika 3: Primerjava ameriških delnic (S&P 500 z reinvestiranimi dividendami) in cene zlata



Vir: Jeremy Siegel, Robert Shiller, NLB Skladi.

Jure Štimac  
Finančni analitik

## 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**
2019*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	0%	12%	24%	ZDA +34% Evropa +27% Japonska +24%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +21%
	Zahodni Balkan	-14%	11%	36%	Hrvaška +19% Srbija 2% Bosna 23% Makedonija 35%
	Slovenija	-5%	15%	35%	Slovenija 22%
2018*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-5%	7%	19%	ZDA -6% Evropa -11% Japonska -11%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi -11%
	Zahodni Balkan	-16%	9%	34%	Hrvaška -4% Srbija 1% Bosna 13% Makedonija 39%
	Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija 5%
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%



	Regije	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu**
2013	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	<b>9%</b>	21%	ZDA +26% Evropa +21%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	<b>11%</b>	31%	Japonska +22% Razvijajoči se trgi -7%
	Zahodni Balkan	-32%	<b>7%</b>	32%	Hrvaška +2% Srbija +4% Bosna -2% Makedonija +2%
	Slovenija	-10%	<b>10%</b>	30%	Slovenija +3%
2012	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-2%	<b>10%</b>	22%	ZDA +13% Evropa +18% Japonska +6%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	<b>8%</b>	28%	Razvijajoči se trgi +16%
	Zahodni Balkan	-18%	<b>7%</b>	32%	Hrvaška -0% Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
	Slovenija	-15%	<b>5%</b>	25%	Slovenija +8%
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 2018 je upoštevana donosnost od 31. 12. 2017 do 24. 12. 2018

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2018.

## Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB). Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so vlagateljem 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 (poslovalnice 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 – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 6, NLB Skladi – Finance delniški 6, 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 2, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 4, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA 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. 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 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. 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 bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalnih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov. Razmnoževanje ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez predhodnega izrecnega in pisnega dovoljenja družbe NLB Skladi ni dovoljena.

Letnik 13, številka 2, julij 2020

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 2020

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)