

# Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 8, št. 1, julij 2015

## KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Pregled dogodkov in napoved za preostanek leta
- 5 Obveznice – varno pristanišče ali nevarna past?
- 7 Najdonosnejše naložbe v prvi polovici 2015 so ...

## Uvodnik

Grčija gor, Grčija dol! V prvi polovici leta skorajda ni minil dan oziroma teden, ko v medijih ne bi zasledili besede Grčija. V naši tedenski publikaciji Borze v preteklem tednu se je ta petkrat zapored znašla v naslovu. Pogajanja med upniki in Grčijo so namreč kot napeta kriminalka s pogostimi in nenadnimi zasuki. Nazadnje so pogajanja s tem, ko so grški politiki odločitev o sprejemu pogojev za zadnji paket pomoči prepustili državljanom na referendumu, propadla. Grki posledično Mednarodnemu denarnemu skladu konec junija niso vrnili posojila, za nameček pa Evropska centralna banka ni odobrila povečanja zneska likvidnostnih posojil grškim bankam. Tako od ponedeljka dalje v Grčiji velja bančni praznik, ki pa ni nikogar razveselil, saj to pomeni, da so zaradi likvidnostnih (in verjetno tudi solventnostnih) težav grške banke zaprte, zaenkrat vsaj do referenduma, verjetno pa nekoliko dlje. Tisti, ki v kratkem dopustujete v Grčiji, boste torej morali evre nesti s seboj, saj se vam lahko kaj hitro zgodi, da kljub neomejitvi dvigov na bankomatih za tujce denarja enostavno zmanjka ali da boste več časa prebili v vrsti pred bankomatom kot na plaži. Tako se zdaj špekulira o tem, ali bo sledil izstop Grčije iz evrskega območja in ali lahko ta skrha tudi celotno evroobmočje.

Povprečen vlagatelj, ki dogajanja na borzi spremlja predvsem prek dnevnih medijev, verjetno razmišlja o premiku finančnih sredstev v bolj "varne" naložbe, kot so depoziti in obveznice. A glej ga zlomka, kljub vsem pretresom bo marsikdo začuden, da so tečajji delnic, tudi evropskih, danes v povprečju precej višji kot konec lanskega leta. Kako je to možno? V prvem prispevku bomo pogledali ključne dogodke v prvi polovici letošnjega leta, ki so do tega pripeljali, in preverili, ali so potrebne kakšne spremembe pri naših taktičnih alokacijah.

Medijski pomp o Grčiji je prav gotovo prestrašil marsikaterega vlagatelja, ki po manjši korekciji na borzi v zadnjih tednih razmišljajo o zmanjšanju tveganosti svojega portfelja. To lahko storijo bodisi prek depozitov, za katere na letni ravni dobijo manj kot 1 %, bodisi prek obvezniških naložb. A tudi pri obvezniških naložbah vlagatelji zelo verjetno ne bodo zadovoljni s pričakovano donosnostjo. Še več, z nakupom varnih evrskih obveznic se zavestno odločijo za zelo verjetno negativno realno donosnost. Trenutno je obrestna mera na 10-letni nemški dolg rahlo pod 0,8 % letno, pri čemer je pričakovana inflacija v naslednjih desetih letih na letni ravni skoraj 1,4 %. O pasteh, ki jih danes predstavljajo varne naložbe, podrobneje piše Rok Keber.

Ob dogodkih v Grčiji ne moremo mimo zimzelenega pravila, ki bi prišel prav marsikateremu vlagatelju, ki ga danes grabi panika, in sicer: »Ko se nekaj zgodi, je navadno za ukrepanje že prepozno.« Panično ukrepanje pa na dolgi rok prinaša celo podpovprečne rezultate, kar kažejo izkušnje zadnjih 200 let. Jan Grižon v zadnjem prispevku predstavlja aktualne primere zadnjih nekaj let in hkrati skuša odgovoriti, če so morda grške in v splošnem tudi evropske delnice ravno zaradi povečanega strahu med vlagatelji danes primerna naložba.

Lep pozdrav in prijetno počitniško branje,

Marko Bombač, CFA, FRM  
samostojni upravitelj premoženja

## Pregled dogodkov in napoved za preostanek leta

**Konec lanskega leta smo ob izdaji Analitskega pregleda že tradicionalno pogledali v kristalno kroglo, da bi nam olajšala sila nehvaležno opravilo, in sicer napoved borznih gibanj v letu 2015. Po preteku "prvega polčasa" je primeren čas, da preverimo vmesni rezultat in se odločimo za morebitne "taktične zamene".**

### Naše napovedi za leto 2015

Ob koncu preteklega smo za letošnje leto napovedali zmerno rast cen delnic v višini 8 %, kar je rahlo pod zgodovinskim povprečjem. To smo argumentirali z nadaljevanjem globalnega gospodarskega okrevanja in v splošnem še vedno ohlapno denarno politiko centralnih bank. Glede regij smo bili najbolj naklonjeni evropskim delniškim trgov. Slednje smo utemeljili s še vedno ugodnimi vrednotenji kot posledici še vedno prisotnega pesimizma, kar viša verjetnost pozitivnega presenečenja. Poleg tega smo izpostavili še bolj odločno ECB, delno izvedene strukturne reforme v preteklih letih in nizko ceno nafte, kar evroobmočju močno koristi, saj kar 94 % porabljene nafte uvozi. S panožnega vidika smo zaradi okrevanja potrošnika izpostavili podjetja iz skupine dejavnosti Trajne potrošne dobrine in Banke. Zaradi nizke povezanosti s poslovnim ciklom smo bili najmanj naklonjeni skupini dejavnosti Javne storitve. Nevarnosti za letošnje leto smo videli predvsem v segmentu zelo varnih naložb, saj obrestne mere pri najvarnejših obveznicah danes ne pokrijejo niti pričakovane inflacije. Hkrati smo opozorili, da lahko z nadaljnjim okrevanjem gospodarstev pride tudi do rahlega dviga obrestnih mer, kar bi znižalo obvezniške tečaje.

### Kako uspešni smo bili pri naših napovedih?

Prva polovica leta je bila donosna nad pričakovanji za večino naših vlagateljev, saj so delnice, vključujoč dividende, v prvi polovici leta porasle v povprečju za 11,72 % (MSCI ACWI indeks) in s tem presegle tudi našo srednjo, a ne (še) tudi optimistične napovedi. Marsikdo bo presenečen, da so bile evropske delnice (indeks Stoxx Europe 600 +13,40 %) grški krizi navkljub med donosnejšimi. S panožnega vidika so v tem obdobju negativno donosnost imele samo družbe iz skupine dejavnosti Javne storitve, ki smo ji bili izmed vseh prav najmanj naklonjeni. Kljub temu da je večina skupin dejavnosti, povezanih s potrošnikom, imela pozitivno donosnost, pa so nas najbolj presenetile farmacevtske družbe, ki so bile v tem obdobju najbolj donosne. Rast tečajev delnic teh družb je namreč v zadnjih letih močno preseгла rast dobičkov in dividend, tako da se je dividendna donosnost te panožne skupina precej znižala in je najnižja v zadnjih desetih letih. Naša opozorila glede nevarnosti, ki jo predstavljajo najvarnejše naložbe, so se izkazale za točne. Najbolj varne evrske obveznice z ročnostjo od 1 do 10 let (indeks Markit iBoxx € Overall AAA-AA 1-10 Total Return) so v tem obdobju izgubile 0,5 % vrednosti.

### Ključni dogodki v prvi polovici leta:

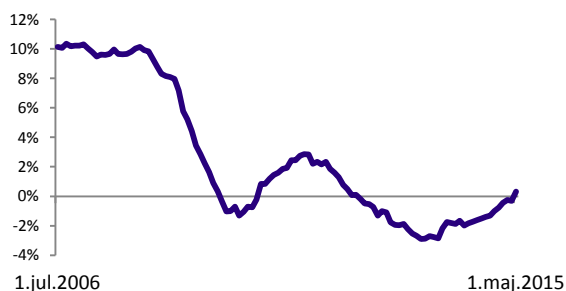
#### 1. *Približuje se prvi dvig ključne obrestne mere v ZDA po juniju 2006*

Globalno okrevanje se je tudi v prvi polovici letošnjega leta nadaljevalo, podobno pa pričakujemo tudi v drugi polovici. V prvem četrtletju je morda še najbolj negativno v tem kontekstu presenetilo ameriško gospodarstvo, ki se je, prevedeno na letno raven, skrčilo za 0,7 %. Razlog za to se skriva v slabem vremenu, močnem dolarju, ki je v enem letu glede na evro pridobil več kot 20 %, kar škodi ameriškim izvoznikom, delavskih demonstracijah na ameriški zahodni obali in zmanjšanju investicij v naftni industriji zaradi znižanja cene nafte. Da je umiritev okrevanja zgolj prehodne narave, so nakazali gospodarski podatki v drugem četrtletju. Tako je bilo v ZDA aprila na voljo največ novih delovnih mest po decembru 2000. To viša potrošniški optimizem, saj čedalje nižja stopnja brezposelnosti krepi pričakovanja o hitrejši rasti plač. Dobre razmere na trgu dela in optimizem med potrošniki pa potrjujeta tudi prodaja na drobno in podjetniški optimizem, kar vodi v dodatne oziroma nove zaposlitve. Ta pozitivna zanka v ZDA traja že nekaj let in je znižala stopnjo brezposelnosti na 5,6 %, kar je najmanj od sredine leta 2008. To nakazuje, da se ZDA nahajajo že v pozni ekspanziji, za katero je značilna tudi rast obrestnih mer, zato ne čudi, da je tam glavna tema, kdaj bo prišlo do prvega dviga ključne obrestne mere po juniju 2006. Kljub temu da je zaradi začasne ohladitve ameriškega gospodarstva prišlo do zamika, pa lahko prvi dvig najverjetneje pričakujemo še v letošnjem letu. Slednje viša nervozo pri vlagateljih, ki smo se v zadnjih 6 letih in pol navadili na ultra ohlapno denarno politiko centralnih bank, ki je prek nizkih/ničelnih obrestnih mer koristila posebno dolgoročnim finančnim naložbam. To pa je ob danes že visokem vrednotenju ameriških družb tudi ključen razlog za ohranitev podpovprečne izpostavljenosti tej regiji.

#### 2. *Okrevanje v Evropi*

Okrevanje je ob delno sprejetih strukturnih ukrepih in pomoči ECB pridobilo na moči, kar je okrepilo zaupanje podjetij, ki ponovno zaposlujejo. To niža stopnjo brezposelnosti in povečuje potrošniško zaupanje. Tudi v Evropi se je ustvarila t.i. pozitivna zanka s to razliko, da smo v tem primeru šele na začetku. Stopnja brezposelnosti v evroobmočju se je sicer znižala z 12,1 % na 11,1 %, a je to še vedno precej nad nivoji izpred recesije (pod 8 %). To znižuje pogajalsko moč zaposlenih in pritiska na rast plač, zato pričakujemo, da ECB, ki je januarja

Slika 1: Rast posojil bank evroobmočja zasebnemu sektorju



Vir: Bloombera. 30. 6. 2015.

pričela s tiskanjem po vzoru ameriške centralne banke, ne bo hitela z dvigi ključne obrestne mere. Poleg vsega je pozitivno na evropske delniške tečaje vplivala tudi rusko-ukrajinska kriza. Tudi v drugi polovici leta pričakujemo nadaljevanje okrevanja, zato ostajamo naklonjeni evropskim delnicam, katerim v prid govorijo tudi ugodna vrednotenja.

Ob okrevanju in čedalje večjem tako podjetniškem kot potrošniškem zaupanju v evroobmočju so se prebudile tudi banke. Posojila zasebnemu sektorju (gospodinjstvom in podjetjem iz nefinančnega sektorja) so tako maja porasla prvič v zadnjih treh letih. Posledično smo zvišali priporočilo za skupino dejavnosti Banke.

### 3. Trgi v razvoju in Japonska

Kljub naši naklonjenosti Kitajski zaradi spodbujevalne denarne politike, postopne liberalizacije kapitalskih trgov in nizke cene nafte nas je 43,66 % donosnost (Shanghai Stock Exchange Composite) tamkajšnjih delnic v prvi polovici leta pozitivno presenetila. Z rastjo tečajev v tem obdobju je kazalnik P/E kitajskih delnic porasel z okrog 15 na 22, s čimer so kitajske delnice danes med dražjimi. Podobno neugodno so vrednotene tudi delnice indijskih družb, poleg tega pa strukturne reforme tam potekajo počasneje, kot smo sprva pričakovali, zato smo znižali naklonjenost delnicam iz trgov v razvoju.

Ultra ohlapna denarna politika japonske centralne banke je dvignila tudi tečaje japonskih delnic (+23,26 %), čemur pa ni sledila rast dobičkov v podobni meri. To pomeni, da so precej porasla tudi vrednotenja, ki so danes že na nivojih izpred zadnje recesije. Kljub temu smo zaradi pričakovanj o nadaljevanju ohlapne denarne politike, napovedih strukturnih reform in nizke cene nafte, kar Japonski kot eni od energetsko najsiromašnejših držav koristi, ohranili nespremenjeno priporočilo.

### 4. Obveznice

Če je konec leta znašala zahtevana donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic 0,54 % letno, pa je bila ta ob polletju, 30. 6. 2015, 0,76 %. Lahko bi rekli majhen premik, a zadosten, da je lastnik te obveznice v šestih mesecih izgubil 1,20 %. Kljub rahlemu dvigu obrestnih mer so te še vedno precej pod zgodovinskimi nivoji, zaradi česar smo ob pričakovanju o nadaljevanju globalnega okrevanja ohranili podpopvprečno izpostavljenost zelo varnim naložbam v korist bolj tveganih, tudi znotraj segmenta obveznic.

### Kakšen bo vpliv Grčije na kapitalske trge? Lahko Grčija pretrese trge?

Trenutna negotovost in nervoza vlagateljev zaradi začasne prekinitve pogajanj med upniki in Grčijo je že vključena v delniške tečaje. Če pride do dogovora, potem lahko pričakujemo rahel odboj na delniških trgih, morebiten grški bankrot ali celo izhod iz evrskega območja pa bi privedel do dodatne manjše korekcije.

Slika 2: Gibanje grškega in evropskega delniškega indeksa



Vir: Bloomberg, 30. 6. 2015.

Evropsko in tudi svetovno gospodarstvo je danes na ta negativen scenarij precej bolj pripravljeno kot v času evropske državne dolžniške krize med letoma 2010 in 2013. To lahko vidimo tudi na sliki 2, iz kateri je razvidno, da so takrat tečaji evropskih delnic, sicer z manjšo magnitudo, upadli skupaj z grškimi. Danes pa gredo tečaji evropskih delnic kljub negotovosti glede Grčije, ki se stopnjuje že skoraj leto dni, v svojo smer. Večina grškega dolga je danes namreč v lasti trojke, pri čemer je lastništvo dolga močno razpršeno. Za razliko od zadnje epizode grške krize imamo danes vlagatelji na svoji strani tudi ECB. V kolikor bi na kapitalskih trgih prišlo do močnejšega pritiska na bolj ranljive države evroobmočja, bi evropska tiskarna denarja danes lahko z nakupi državnih obveznic precej omilila morebiten pritisk na bolj ranljive države evroobmočja. Poleg vsega danes v Evropi in tudi

preostalem svetu, na čelu z ZDA, beležimo jasne znake zdravega gospodarskega okrevanja, kar bi omejilo prelivanje negativnih učinkov iz Grčije v preostali svet.

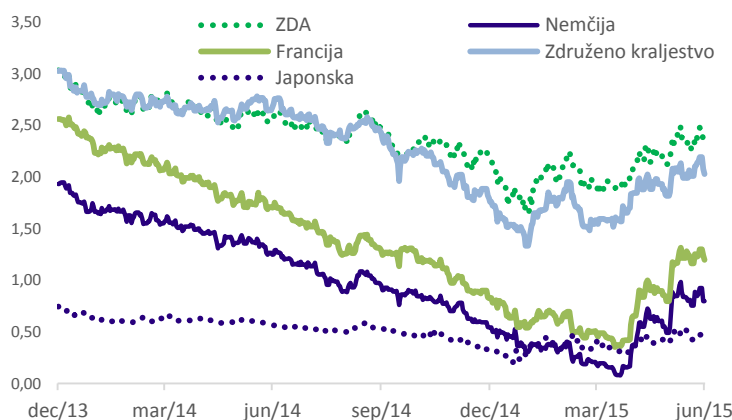
Marko Bombač, CFA, FRM  
samostojni upravitelj premoženja

## Obveznice – varno pristanišče ali nevarna past?

Obveznice pregovorno veljajo za manj tvegan finančni instrument v primerjavi z delnicami. V finančnem jeziku to pomeni, da vlagatelji v obveznice lahko pričakujejo nižjo donosnost v primerjavi z delnicami, a hkrati tudi nižje tveganje. »Tiskanje« denarja centralnih bank, posebno evropske, pa je obrestne mere varnih obveznic tako znižalo, da ne pokrivajo niti pričakovane inflacije. Zaradi izrazito specifičnih ekonomskih okoliščin v zadnjih letih se posledično lahko utemeljeno vprašamo, kakšno vlogo bodo z naložbenega vidika odigrale obveznice v prihodnje – predstavljajo še vedno privlačno varno pristanišče ali se morda v njih skriva nevarna past?

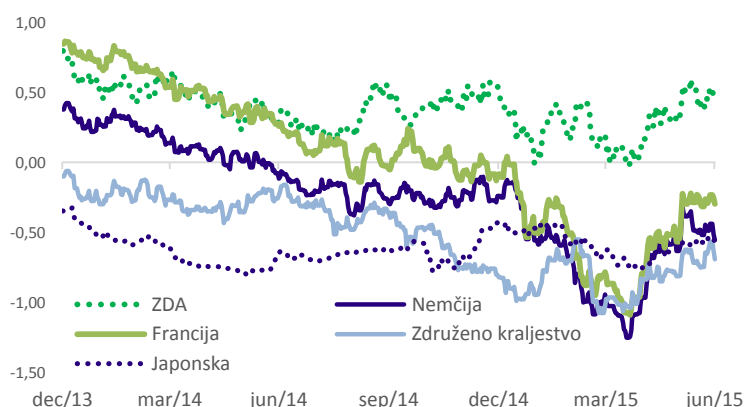
Slika na trgu dolžniških finančnih instrumentov je, poenostavljeno povedano, vroča. Finančno-dolžniška kriza, politični šoki in razprtije, šibko globalno gospodarsko okrevanje ter izrazito ekspanzivne denarne politike centralnih bank po svetu, če naštejemo le najbolj odmevne zgodbe, ki že nekaj let polnijo naslovnice dnevnega časopisja, so pustili posledice. Dolžniški instrumenti, predvsem državne obveznice držav z visoko bonitetno oceno, so namreč v teh specifičnih okoliščinah ob izvrstni pretekli donosnosti teh naložb – vlagatelji povsod po svetu se namreč velikokrat napačno odločajo ravno na podlagi preteklih donosnosti – postali varno pribežališče kapitalu, njihove cene pa so posledično opazno porasle (oziroma zahtevane donosnosti padle).

Slika 3: Nominalne zahtevane donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic izbranih držav (lokalna valuta)



Vir: Bloomberg, 30. 6. 2015, in lastni izračuni.

Slika 4: Realne zahtevane donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic izbranih držav (lokalna valuta)



Vir: Bloomberg, 30. 6. 2015, in lastni izračuni.

oziroma rešitve pa ne dajejo niti podjetniške obveznice, saj so pribitki za kreditna tveganja prav tako zelo nizki, kar pomeni, da se morajo vlagatelji izpostaviti dodatnemu tveganju za le rahlo višjo pričakovano donosnost.

Sama rast cen obveznic oziroma upad njihovih zahtevanih donosnosti v okolju močno ekspanzivnih denarnih politik centralnih bank ter šibkih in nestabilnih ekonomskih razmerah nista presenetljiva. Bolj je presenetljiva njihova raven. Nominalne zahtevane donosnosti obveznic so namreč izjemno nizke, tudi po zgodovinskih standardih. Za primerjavo – vlagatelji so konec aprila od Nemčije zahtevali vsega 0,08 % letno nominalno donosnost za nakup 10-letne nemške državne obveznice (slika 3). V maju je sicer sledil »popravek« na obvezniških trgih, ki je bil predvsem posledica gospodarskega okrevanja v Evropi, rasti obsega bančnih posojil na stari celini ter dviga inflacijskih pričakovanj.

Kljub popravku pa so zahtevane donosnosti danes še vedno precej pod zgodovinskimi. Še več, celo tako nizke so, da bodo imetniki omenjenih obveznic že ob upoštevanju malenkost pozitivne inflacije v naslednjih 10 letih zelo verjetno ustvarili **negativno realno donosnost**, slednja pa je tista, ki mora vlagatelje v prvi vrsti zanimati, saj upošteva kupno moč. Vsekakor nič kaj spodbudna novica. Tudi drugod velja podobno, kar prikazuje slika 4, na kateri so prikazane zahtevane letne realne donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic. Slednje so vsaj v evropskem prostoru še vedno opazno negativne, ne blesijo pa niti v ZDA. Večje utehe

Slika na obvezniških trgih vsekakor ni rožnata, ključno vprašanje pa je, kakšna so prihodnja pričakovanja. Pri tem ne moremo mimo dejavnikov, ki bodo prej cokla kakor veter v hrbet obvezniškim naložbam. Prvi je gospodarsko okrevanje. ZDA solidno okrevajo, še posebej če pogledamo področje nepremičnin ter trg dela. Tudi v Evropi se počasi kažejo obrisi bolj trdnega gospodarskega okrevanja. Gospodarska rast govori v prid upočasnjevanju izrazito ekspanzivnih in sčasoma tudi restriktivnim denarnih politik centralnih bank, slednje pa prek rasti obrestnih mer ni dobra popotnica za obvezniške trge. Drugi dejavnik so centralne banke. V zadnjih nekaj letih smo bili priča precej močnemu »tiskanju« vseh pomembnih centralnih bank. A vsaka zgodba se enkrat konča, tudi izrazita denarna ekspanzija se bo, kar bo prek višjih obrestnih mer dodatno negativno vplivalo na tečaje obveznic.

Upošteva se trenutne zelo nizke ravni obrestnih mer, ki ne pokrijejo niti pričakovane inflacije, nizke pribitke za bolj tvegane obveznice ter pričakovanja o gospodarskem okrevanju in pričakovanem postopnem umiku denarnih spodbud (še posebej v ZDA) ocenjujemo, da so obveznice s taktičnega vidika trenutno manj privlačna naložbena kategorija glede na delnice. To pa vsekakor ne pomeni, da se jim kaže v celoti izogniti. Prav nasprotno: obveznice so lahko zelo soliden ščit v primeru šokov in negotovosti na trgih. A previdno, da želja po preveliki varnosti ne postane prevelika ovira za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev.

Ne glede na taktično podpovprečno izpostavljenost obveznicam, posebno pri dolgoročnih z razvitih kapitalskih trgih, naj vlagatelj nikoli ne pozabi temeljne lastnosti obveznic – njihove nepopolne povezanosti z drugimi finančnimi instrumenti, zaradi katere predstavlja dober instrument za razpršitev finančnega premoženja vlagatelja. Saj poznate že zimzelen finančni rek: »Nikoli ne nosi vseh jajc v eni košari.«

Rok Keber, CFA  
direktor Sektorja za nadzor nad tveganji

## Najdonosnejše naložbe v prvi polovici 2015 so ...

Izjemna podpora gospodarstvu s strani centralnih bank, v sklopu katere je v začetku letošnjega leta vodilno vlogo od ameriškega Fed-a prevzela Evropska centralna banka (ECB), je tudi v prvi polovici leta 2015 ustvarila plodna tla za rast tečajev delnic. Na stari celini so delnice po nekoliko slabšem letu 2014 dosegle nove večletne vrhove, a najdonosnejše borze v zadnjih šestih mesecih kljub temu niso tiste iz evropskih držav.

Ko analiziramo donosnost delnic za pretekla obdobja, se ne moremo izogniti reku: »Finančni spomin je zelo kratak.« Velikokrat se namreč kot najdonosnejši izkažejo trgi, ki so se jih še nedolgo pred tem vsi izogibali oziroma kjer so vrednosti naložb upadle drastično (pre)hitro. V drugem primeru je lahko rast vrednosti borze neke države zaznamovana s kriterijem "vročice" in izrazitim pozitivnim momentom pritekanja denarja v vrednostne papirje. Zadnji, običajno bolj redek, primer pa je tak, ko se ob spoznanju, da je delniški trg zrasel v državi, ki si je v ekonomsko-finančnem smislu to najmanj zaslužila, lahko samo praskamo po glavi.

V povprečju je bila dinamika na borznih trgih v prvi polovici letošnjega leta v skladu z našimi pričakovanji, lahko pa kljub temu med trgi, ki so izstopali, evidentiramo vse zgoraj omenjene primere.

### Prvo mesto: Venezuela & Argentina – kdo bi pa to napovedal?

Naj vas glede Venezuele takoj pomirimo. Obžalovanje o zamujenem, več kot 200-odstotnem dobičku v šestih mesecih, je odveč, saj lahko na omenjeno borzo te zaprte komunistične dežele investirate zgolj, če tam živite, izbire pa ob dejstvu, da 93 % borznega indeksa sestavljata dve banki, tudi hitro zmanjka.

Za državo, ki jo je lanski strmi upad cene nafte prizadel najbolj med vsemi in v kateri je (realni) devizni tečaj na črnem trgu 28-krat višji v primerjavi z uradnim ter kjer osnovnih življenjskih dobrin zmanjka v trenutku, ko se znajdejo na policah, res ne bi pričakovali presežnih denarnih sredstev za borze. Včasih tudi po bitki ni lahko biti general.

Sicer manj ekstremni primer, a kljub temu si ob začetku leta najbrž tudi ne bi upali napovedati 39 % donosnosti za Merval, osrednji indeks borze v Buenos Airesu. Navsezadnje je Argentina lani "bankrotirala" zaradi neplačila izdanega dolga.

### Drugo mesto: Kitajska – klasičen primer pregretega trga

Po rasti v drugi polovici lanskega leta Kitajska še naprej ostaja vroča zgodba med vlagatelji. Indikatorji (prekomerne) popularnosti so rekordno število novo odprtih borznoposredniških računov, povečevanje deleža borznih poslov, sklenjenih s finančnim vzvodom, in v nemalo primerih absurdno visoka vrednotenja.

Izstopata indeksa Shanghai Composite in Shenzen Composite, ki sta v evrih od začetka leta pridobila 40 % oziroma 86 % vrednosti. Sploh drugo letošnje četrtletje je bilo za oba indeksa sanjsko, saj sta tako donosno trimesečje nazadnje doživela v obdobju od januarja do marca 2009. Shanghai Composite je razširjena različica osrednjega indeksa borze v Šanghaju, za indeks Shenzen pa bi lahko rekli, da gre za "mlajšega bratca" prvega (vsaj po kriteriju tržne kapitalizacije).

Oba indeksa sta leta 1990, ko sta bila ustanovljena, vsebovala delnice vsega osmih izdajateljev, danes pa Shanghai indeks sestavlja 1.061 izdajateljev (podjetja v pretežno državni lasti), Shenzen pa sestavljajo delnice skupno 1.684 izdajateljev (t.i. novodobniki, kot so internetna podjetja in drugi start-upi). Na podivjanje kitajskega delniškega trga kaže tudi vrednost sklenjenih borznih poslov. Povprečen dnevni promet shenzenske borze je v zadnjih petih letih namreč znašal 7,16 mrd USD, v dosedanjem teku leta 2015 pa je povprečni dnevni promet bil več kot dvakrat višji, 18,3 mrd USD.

Vrednotenje v povprečju krepko presega zahodne trge (na dan 30. 6. 2015). Šangajski indeks trenutno kotira pri 22 (ang. P/E ratio), Shenzen indeks pa pri 60-kratniku dobička. Za ameriške delnice je za primerjavo danes v povprečju potrebno odšteti 18-kratnik dobička na delnico (30-kratnik za delnice, ki sestavljajo indeks NASDAQ).

Visok pritok sredstev na kitajske borze, sploh v obdobju od marca do konca junija 2015, pa pojasni odločitev in uveljavitev učinkovite povezave med borzama v Šanghaju in Hongkongu. Uredba, ki je stopila v veljavo pred nekaj meseci, omogoča večji pritok tujega kapitala na Kitajsko, zaradi česar naj bi v naslednjih 5 letih delež tujih vlagateljev na Kitajskem dosegel 10 % (nezanemarljiv delež za do sedaj tujim investitorjem skorajda nedostopno Kitajsko). Liberalizacija trga je vedno dobrodošla za investitorje, ne glede na to pa v primeru Kitajske težko umaknemo pogled od visokih vrednotenj.

### Tretje mesto: Rusija – prek noči iz grdega račka v laboda ...

... na primeru donosnosti delniških naložb, da ne bo pomote. Če ste v začetku leta vložili denar v ruske delnice, ste do danes zaslužili 31 %, kolikor je v evrih znašala donosnost indeksa MICEX. Upad cene nafte, kolaps rublja in gospodarske sankcije zahoda ob priključitvi Krima so povzročili dobesedni beg kapitala iz ruskih naložb in izolacijo tamkajšnjega delniškega trga od sveta. Mirovni sporazum med proruskimi uporniki in ukrajinsko vlado, sklenjen 12. februarja v Minsku, je zaznamoval preobrat v rusko-ukrajinski krizi. Črn, najhujši scenarij, ki smo se ga bali, se ni uresničil, ruske finančne razmere so se pričele postopoma stabilizirati, tako da so se vrednosti rublja ter ruskih delnic popravile v smeri sprejemljivih vrednotenj.

### Tik pod stopničkami za zmagovalce: prebujena Evropa

Madžarske delnice so na krilih ekspanzivne monetarne politike centralne banke, ki je obrestne mere znižala zaporedoma v vsakem izmed zadnjih 4 mesecev, zrasle za 31 %. Sledili so osrednji borzni indeksi Danske (27%), Islandije (23 %), Italije (18 %), Irske (18 %) in Portugalske (15 %).

### Zaključek: Težave, panika in nizka pričakovanja so lahko vodilo za donosno naložbo

Ruski kapitalski trg je bil v preteklih 6 mesecih lep primer, ne pa edini. Med bolj donosnimi trgi iz Evrope tako najdemo tudi tri, ki so sestavni del oznake "PIIGS". Torej, Portugalska, Irska in Italija, ki jim lahko dodamo še Islandijo kot primer še ene države, ki je še nedavno polnila medije zaradi katastrofičnih rezultatov bank, so trgi, ki so se še nedolgo nazaj omenjali ob praktično vsaki novici, povezani z dolžniško krizo.

Povedano kaže na to, da emocije vlagatelje v nezanemarljivem številu primerov vodijo v obup glede določenega trga v zelo hitrem času, zelo hiter pa je običajno tudi preobrat navzgor. Pretekla donosnost je lahko le lep ali grd spomin. Žal nima nobene napovedne vrednosti, prihodnja donosnost pa je tista, ki slehernega vlagatelja zanima, zato je ključno vprašanje, kje se skriva naslednja "nepričakovano" visoko donosna naložba? Je to lahko Grčija, če povlečemo vzporednice z zgornjo analizo? Vsekakor možno, nikakor pa ne gotovo. Veliko bo odvisno od tega, ali bo država obstala v območju evra oziroma ali bo nadaljevala pogajanja z Evroskupino in se naposled zavezala k izpeljavi prepotrebnih reform. Hitrih in enostavnih receptov na kapitalstkih trgih žal ni.

Slika 5: TOP 10 najbolj donosnih borz od januarja do junija 2015

| Zap. št. | Država                       | Donosnost od začetka leta (izraženo v EUR) |
|----------|------------------------------|--|
| 1        | Venezuela                    | 278%                                       |
| 2        | Kitajska (Shanghai indeks)   | 41%  |
| 3        | Argentina                    | 39%  |
| 4        | Rusija                       | 31%  |
| 5        | Madžarska                    | 31%  |
| 6        | Danska                       | 27%  |
| 7        | Japonska (Nikkei 225 indeks) | 24%  |
| 8        | Italija                      | 18%  |
| 9        | Irska                        | 18%  |
| 10       | Portugalska                  | 15%  |
|          | <b>Stoxx Europe 600</b>      | <b>11%</b>                                 |
|          | <b>MSCI World AC</b>         | <b>10%</b>                                 |
|          | <b>S&amp;P 500</b>           | <b>9%</b>                                  |

Jan Grižon  
upravitelj premoženja



## Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi upravlja krovni sklad NLB Skladi. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so vlagateljem v slovenskem jeziku brezplačno dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si).

Družba NLB Skladi opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti le na pobudo stranke. Naložbe v finančne instrumente so tvegane. Storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zjamčene ali garantirane donosnosti. Terjatve iz razmerij v zvezi s finančnimi instrumenti in opravljanjem investicijskih storitev neprofesionalnih strank zapadejo pod sistem jamstva za terjatve vlagateljev po določenih Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki je, kot Informacija dostopen v vseh poslovnih prostorih, kjer družba posluje s strankami in na spletnem naslovu družbe, [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Naložbe v posamezne portfelje niso vključene v sistem zjamčenih 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. Informacije o investicijskih storitvah NLB Skladi d.o.o. in o tveganjih so objavljene v Splošnih pogojih poslovanja s finančnimi instrumenti NLB Skladi d.o.o., dostopnih na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si), na sedežu družbe, kjer je mogoče skleniti poslovno razmerje za opravljanje investicijskih storitev.

---

Letnik 8, številka 1, julij 2015

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

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

Brezplačni izvod, julij 2015

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana in Banka Celje d.d.

### **NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.**

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si)

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.

Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.



**NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.**

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

[www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si)