

Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 9, št. 1, julij 2016

KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Turbulentno prvo polletje
- 6 Kako naprej po Brexitu?
- 8 Kitajske delnice – priložnost ali past?

Uvodnik

Za nami je zelo zanimivo in predvsem negotovo polletje, ki pa pod črto ni prineslo večjih sprememb na kapitalskih trgih. Delniški tečaji so namreč v povprečju na nivojih s konca lanskega leta, do največjih premikov pa je prišlo na obvezniškem trgu. Če ste mislili, da obrestne mere ne morejo nižje, ste se motili. Brexit, ki je v času evropskega nogometnega prvenstva skoraj zagotovo pritegnil pozornost celo največjih nogometnih entuziastov, grožnja deflacije v velikem delu razvitega sveta, ohlajanje kitajskega gospodarstva in upad cene nafte v začetku leta so strašili vlagatelje. Slednji so posledično svoja sredstva premikali v manj tvegane obvezniške naložbe, kar je še znižalo obrestne mere posebno varnih obveznic, to pa se kaže tudi v čedalje nižjih in za nekatere celo negativnih depozitnih obrestnih merah.

Konec lanskega leta smo ob izdaji zadnje številke Analitskega pregleda že tradicionalno pogledali v kristalno kroglo, da bi nam olajšala sila nehvaležno opravilo, in sicer napoved borznih gibanj v letu 2016. Po preteku "prvega polčasa" je primeren čas, da preverimo vmesni rezultat in se odločimo za morebitne "zamenjave". Temu je namenjen prvi prispevek, v katerem analiziramo naše napovedi iz decembra 2015 in preverjamo, ali so potrebne spremembe priporočil. Pocenitev bolj tveganih naložb in podražitev varnih še bolj kot ob koncu preteklega leta govorita v prid bolj tveganim delniškim naložbam, saj je verjetnost pozitivnega presenečenja še višja. V preostanek leta 2016 zremo z zmernim optimizmom.

Brexit, ena najbolj spremljanih tem v zadnjih mesecih, je presenetil večino vlagateljev. Še na dan referendumu so delniški tečaji po svetu ob krepitvi pričakovanj, da bodo Britanci izglasovali obstanek v EU (t.i. Bremain), rasli. Po zaprtju borz, ko so le-te zaključile trgovanje v zelenem, funt pa je zrasel proti vsem najpomembnejšim valutam, je vse kazalo, da bodo rezultati referendumu zgolj potrdili pričakovanja stavnice in kapitalskih trgov. Zgodilo se je ravno nasprotno, saj so Britanci s skoraj 52 % izbrali Brexit. Ker kapitalski trgi nimajo radi negativnih presenečenj, je v petek sledila znatna korekcija, posebno v Evropi, kjer so vodilni indeksi izgubili približno 7 % svoje vrednosti. Kljub skorajšnjemu Armageddonu pa so delniški trgi izgubili zgolj v tednu pred referendumom »neupravičeno« rast zaradi pričakovanj o Bremainu. Kaj Brexit pomeni za vlagatelje za naprej, si lahko preberete v našem drugem prispevku.

Drugo največje svetovno gospodarstvo, Kitajska, ki je še nedavno raslo z dvomestno stopnjo, se ohlaja. Več kot 6 % gospodarska rast je še vedno zelo dobra, a je počasnejša od še nedavnih pričakovanj. To je negativno vplivalo na tečaje kitajskih delnic, ki kotirajo v Hongkongu in katere v splošnem kupujemo tuji vlagatelji, saj dejansko spremembe v pričakovanjih poganjajo tečaje. Delniški tečaji so tako od vrha aprila lani, ko so bila vrednotenja izjemno visoka, upadli za približno 40 %. Tudi v zadnjih petih letih se jim ne godi bistveno bolje, saj so v tem obdobju porasli zgolj za 2 % in za razpršenim globalnim portfeljem zaostali za več kot 60 odstotnih točk. Ker korekcije na kapitalskih trgih navadno prinašajo tudi priložnosti za vlagatelje, smo za vas v tretjem prispevku predstavili Kitajsko. Je takšen upad delniških tečajev že priložnost za nakup ali lahko ob ohlajanju gospodarstva pričakujemo nadaljnji upad?

Želimo vam obilo poletnih užitkov in prijetno počitniško branje.

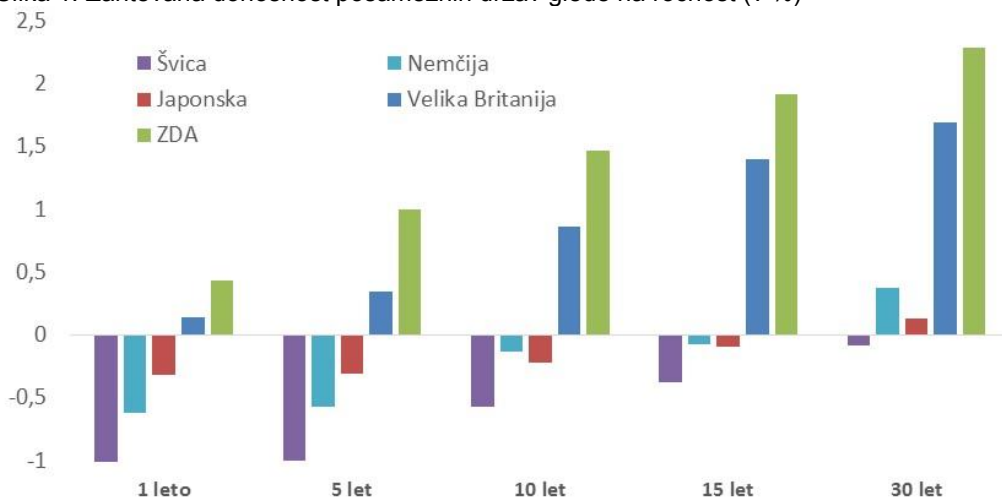
Marko Bombač, CFA, FRM
vodja analiz

Turbulentno prvo polletje

Za nami je najbolj volatilno polletje po evropski dolžniški krizi. Ohlajanje Kitajske je že takoj v začetku leta vnovič vneslo strah in negotovost na kapitalske trge. Cena nafte, ki je leta 2008 skoraj dosegla ceno 150 dolarjev za sodček, je najprej upadla s 40 proti 25 dolarjem za sodček, nato pa hitro zrasla nad 50 dolarjev. Komaj se je negotovost na kapitalskih trgih umirila, je v ospredje prišel referendum za izstop Združenega kraljestva iz EU (t.i. Brexit). A negotovost in strah na borzah običajno s seboj prinašata tudi priložnosti, navadno ravno pri tistih naložbah, ki takrat zaradi povečane percepcije tveganja izgubijo priljubljenost med vlagatelji. V nadaljevanju prispevka si pogledajmo, kaj se je dogajalo na kapitalskih trgih v prvem polletju in kje vidimo potencial v drugi polovici leta.

V splošnem se je v prvem polletju uresničila naša napoved s konca leta 2015 o nadaljevanju globalnega gospodarskega okrevanja in o še vedno ohlapni denarni politiki centralnih bank, predvsem evropske, japonske in kitajske, s tem pa tudi nizke obrestne mere. Po drugi strani so se uresničile tudi naše napovedi o povečanju prisotnih tveganj, konec lanskega leta smo denimo za t.i. Brexit, v času, ko je bil referendum v Združenem kraljestvu zgolj obrobni dogodek, zapisali: »Morebiten izhod Velike Britanije iz EU (t.i. *Brexit*), ki ga trgi zaenkrat ocenjujejo kot nedogodek, dopušča možnost negativnega presenečenja, v kolikor bi se mnenje vlagateljev o posledicah oziroma verjetnosti izhoda spremenilo.« Brexit in ohlajanje kitajskega gospodarstva sta ključna dogodka, ki sta povzročila premik vlagateljev v bolj varne naložbe in še dodatno znižanje obrestnih mer predvsem varnih obvezniških naložb.

Slika 1: Zahtevana donosnost posameznih držav glede na ročnost (v %)



Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

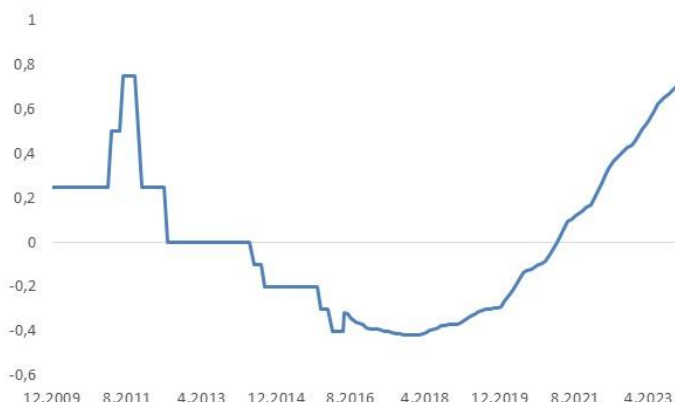
Varnost se je tako še **podražila**, zanjo pa je marsikje po svetu **potrebno celo plačati** (slika 1). Za posojilo Nemčiji in Japonski morate plačati vse do ročnosti 15 let, Švici pa celo do 30 let. Bolj plastično – če danes posodite Nemčiji 1000 evrov, dobite čez 10 let 987 evrov. Če posodite Japonski 1000 jenov, dobite čez 10 let 979 jenov. Še slabše jo boste v lokalni valuti odnesli, če Švici posodite 1000 frankov, saj boste čez 10 let dobili le 944 frankov. Donosnost dolgoročnih varnih naložb tako najverjetneje **ne bo pokrila niti prihodnje inflacije**. Vlagatelji, ki želijo imeti premoženje varno naloženo, se bodo morali zelo verjetno sprijazniti, da bodo (ne upoštevaje valutna tveganja) čez 10 let s privarčevanimi sredstvi lahko kupili manj, kot lahko s temi sredstvi kupijo danes. To zdaj še bolj kot ob koncu lanskega leta govori **v prid delniškim naložbam**.

Razviti svet okreva

Glede na gibanje in nivo obrestnih mer bi lahko pričakovali, da se je v globalnem gospodarstvu zgodil Armageddon. Ravno nasprotno – **razviti svet nadaljuje z okrevanjem**. Zadnji podatki v ZDA nakazujejo, da bi po upočasnitvi v prvem četrtletju lahko ameriško gospodarstvo v drugem četrtletju zraslo za okrog 2,5 % glede na predhodno četrtletje (prevedeno na letno raven). Nemčija je na četrtletni ravni kljub ohlajanju kitajskega gospodarstva v prvem letošnje četrtletju in recesiji v Rusiji zrasla najhitreje letos. Španija, ki je bila še nedavno eden od bolnikov evroobmočja, okreva po podobni stopnji kot pred recesijo, več kot 3-odstotna gospodarska rast pa je tudi ena najhitrejših med državami evroobmočja sploh. Evrsko gospodarstvo je kljub vsem negotovostim na četrtletni ravni v prvem četrtletju letos **zraslo najhitreje v zadnjih 5 letih**. Pomemben razlog za pospešek pri okrevanju je poleg investicij bolj optimističen potrošnik. Slednje ne čudi, saj se stopnja brezposelnosti namreč počasi, a vztrajno niža. Hkrati potrošniško razpoloženje krepi tudi pocenitev energentov.

Večja poraba je pozitivna za dobičke družb. To nadalje viša optimizem v podjetniškem sektorju, ki je ob nizkih obrestnih merah pripravljen več investirati in posledično dodatno zaposluje. S tem se je ustvarila t.i. pozitivna povratna zanka, ki se bo v evroobmočju po naši oceni kljub trenutnim negotovostim nadaljevala še nekaj let.

Slika 2: Depozitna obrestna mera ECB in napovedi (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

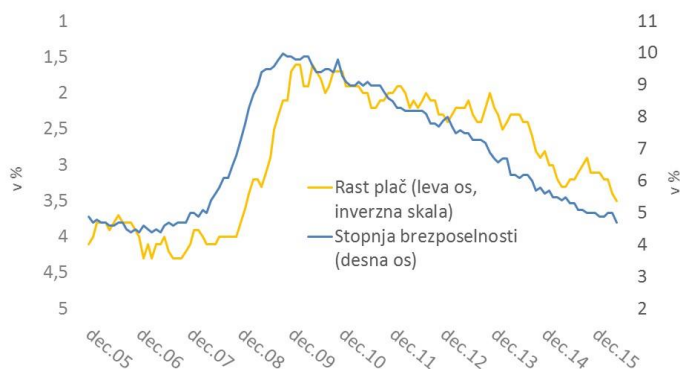
V okviru geografske alokacije tako ohranjamo **naklonjenost evropskim delniškim trgov**, pri čemer smo ob nadaljevanju okrevanja in podpovprečni donosnosti te regije izpostavljenost evropskim trgov še zvišali. Po še vedno prisotnem in povečanem pesimizmu zaradi dogodkov v zadnjih nekaj letih (Brexit, rusko-ukrajinska in grška kriza, vpliv ohlajanja Kitajske na evropske izvoznike itd.) so vrednotenja evropskih delnic med najugodnejšimi. Te imajo danes tudi približno 3,8 % dividendno donosnost, kar je precej več kot denimo v ZDA (2,2 %) in tudi bistveno več, kot lahko danes vlagatelji dobijo z varčevanjem v depozitih ali varnejših obveznicah. V prid evropskim delnicam govori tudi ohlapna denarna politika ECB, pri čemer bo depozitna obrestna mera, po kateri lahko evropske banke vežejo svoja sredstva pri ECB prek noči, ostala negativna vse do leta 2021 (slika 2).

Preglednica 1: Donosnost izbranih držav, izvoznic surovin, v prvem polletju (v %)

	Donosnost
Brazilija	45,5
Peru	43,3
Kolumbija	22,6
Rusija	22,4
Čile	15,0

Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Slika 3: Stopnja brezposelnosti in rast plač v ZDA



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Ohranjamo podpovprečno izpostavljenost trgov v razvoju

Povečanje izpostavljenosti evropskim delniškim trgov je šlo na račun trgov v razvoju, ki so bili zmagovalec prvega polletja. Kitajska se je namreč na ohlajanje gospodarstva odzvala z novimi denarnimi in fiskalnimi spodbudami, s čimer želi spodbuditi gospodarsko rast. Izboljšana pričakovanja glede drugega največjega svetovnega gospodarstva so dvignila oziroma zaustavila trend upadanja cen surovin (in delno nafte), saj Kitajska porabi približno polovico vseh osnovnih surovin. Tako ne čudi, da so bile med zmagovalci razvijajočih se držav ravno tiste, ki so bogate s surovinami in energenti (preglednica 1), poleg tega je na donosnost razvijajočih se držav pozitivno vplivalo tudi počasnejše dvigovanje ključne obrestne mere ameriške centralne banke (Fed), ki je še konec 2015 za letošnje leto napovedovala 4 dvige. Zaradi vseh zgoraj naštetih negotovosti Fed v letošnjem letu sploh še ni dvignil obrestne mere, trg pa nov dvig pričakuje šele proti koncu 2017. **Tudi mi ameriškim centralnim bankirjem ne verjamemo**, da bodo še v letošnjem letu dvakrat dvignili ključno obrestno mero. Po našem najverjetnejšem scenariju bodo dvigi ključne obrestne mere kljub vsemu nekoliko hitrejši od pričakovanj trga – v letošnjem letu pričakujemo 1 dvig. Ameriški delavci ob padajoči stopnji brezposelnosti, ki je že na ravni izpred finančne krize, namreč pridobivajo na pogajalski moči, kar je vidno v najhitrejši rasti plač po finančni krizi (slika 3).

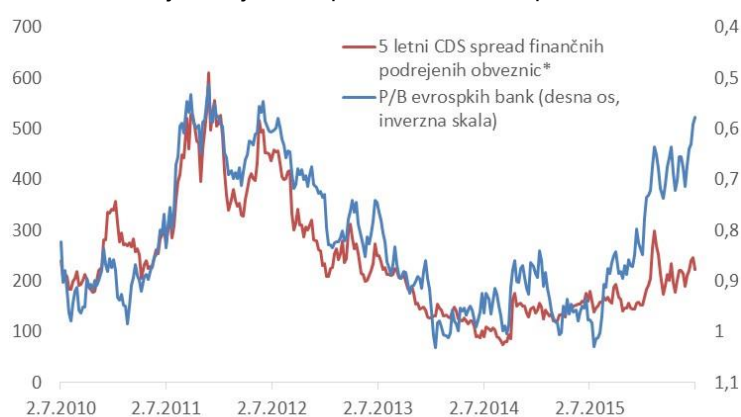
Kitajska bo po stabilizaciji gospodarske rasti zmanjšala spodbude in nadaljevala s transformacijo iz proizvodnega v storitveno-potrošniško gospodarstvo (več o Kitajski si lahko preberete v našem zadnjem prispevku). To bo negativno vplivalo na cene osnovnih surovin in s tem na države, ki so odvisne od teh surovin. Nov dvig ključne obrestne mere v ZDA pa **bi povzročil umik dela kapitala iz trgov v razvoju nazaj v razviti svet**. Posledično smo najbolj nenaklonjeni tistim razvijajočim se državam, ki so bogate s surovinami in imajo hkrati visoko stopnjo zunanje zadolženosti. Te države se namreč z redkimi izjemami novim razmeram še niso prilagodile, saj njihovi politiki tekmujejo med sabo s populističnimi obljubami. V prihodnjih letih lahko tako pričakujemo nadaljevanje prerazdelitve dohodkov od neto izvoznic energentov in surovin k neto uvoznicam.

Slika 4: Gibanje tečajev evropskih bank in evropskih delnic



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Slika 5: Gibanje tečajev evropskih bank in evropskih delnic



* CDS spread – cena zavarovanja za primer nevrčilo dolgov
Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Kaj se dogaja z evropskimi bankami?

Če gre evropskemu gospodarstvu res tako dobro, kaj se potem dogaja z evropskimi bankami, katerih tečaji so zgolj v zadnjih 2 letih upadli za 30 %, na nivoje iz finančne krize 2008 in evropske dolžniške krize 2011 (slika 4)? V času finančne in pozneje evropske dolžniške krize je bilo vlagatelje strah glede solventnosti bank (t.i. kriza bilance stanja). Kot kaže slika 5, je leta 2011 znižanju cene glede na knjigovodsko vrednost (P/B – desna os, inverzna skala) sledila rast cene zavarovanja za nevrčilo podrejenih dolgov finančnih institucij (leva os). V tokratni epizodi pa je cena zavarovanja kljub znižanju cene glede na knjigovodsko vrednost ostala stabilna. To kaže, da vlagatelje danes skrbi predvsem negativen vpliv ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid (t.i. **kriza izkaza poslovnega izida**). Olje na žerjavico je v zadnjih tednih prilil še Brexit, ki je vnesel dodatno negotovost. V družbi NLB Skladi smo mnenja, da se bodo banke (tako kot drugi subjekti v tržnem gospodarstvu in naravnem okolju) naposled prilagodile novim razmeram nizkih obrestnih mer. Posledično ohranjamo naklonjenost bančnemu sektorju, zadnjo korekcijo pa vidimo kot nakupno priložnost.

Marko Bombač, CFA, FRM
vodja analiz

Kako naprej po Brexitu?

23. junij 2016 je bil prelomni dan v večdesetletni zgodovini evropskega združevanja. Britanski volivci so se odločili za izstop Združenega kraljestva iz Evropske unije (t.i. Brexit). Takšna odločitev ni bila niti pričakovana niti zaželena, zato je bil odziv kapitalskih trgov takoj po objavi izida referendumu opazno negativen: delniški indeks FTSE250 na dnevni ravni -12,33 % v EUR; GBP je v urah po objavi rezultatov upadel za 13 % glede na ameriški dolar na najnižjo raven vse od t.i. dogovora iz hotela Plaza («Plaza Accord») leta 1985. Kaj Brexit pomeni za vlagatelje – je smiselno znižati tveganost naložb ali je danes morda čas za nove nakupe?

Postopek izstopa bo dolgotrajen

Dopuščamo možnost novega referendumu ali da do Brexita sploh ne pride. Kot bolj verjetno zaenkrat sicer ocenjujemo potrditev referendumske odločitve v parlamentu, čemur naj bi sledilo obvestilo o nameri za izstop Evropskemu svetu s strani Združenega kraljestva (Lizbonska pogodba). V kolikor Evropski parlament namero potrdi in je sprejeta v Evropskem svetu, pridejo na vrsto pogajanja o odstopni pogodbi, ki naj bi bila zaključena najkasneje v dveh letih. Po zaključenem formalnem izstopu se mora Združeno kraljestvo z državami trgovinskimi partnericami dogovoriti o novih razmerjih, ki so bila prej urejena znotraj Evropske unije (EU). Celoten proces (postopek izstopa, pogajanja o novih sporazumih, obnovitev dogovorov) bi okvirno lahko trajal približno deset let.

Posledice za britansko gospodarstvo in EU

Zagovorniki Brexita trdijo, da Združenemu kraljestvu znotraj EU škodijo predvsem trgovinski protekcionizem in regulacija ter masovno priseljevanje. A sam izstop Združenega kraljestva iz EU tega najverjetneje ne bo odpravil. Glede na prakso pri drugih državah nečlanicah, ki so trgovinske partnerice EU (denimo Švica in Norveška), je namreč zelo verjetno, da bo nov trgovinski dogovor po obsegu in vsebini zelo podoben dosedanjemu, le da bo imelo Združeno kraljestvo manj vpliva na vsebino dogovora. V času usklajevanja novega dogovora bodo "škodo" utrpeli britanski izvozniki v države EU (približno 45 % vsega izvoza dobrin in storitev iz Združenega kraljestva gre v države članice EU). Tudi argument o "škodljivem" priseljevanju je, ob najnižji stopnji brezposelnosti v zadnjem desetletju (5,0 %) in dejstvu, da so priseljenci neto plačniki v državni proračun, precej neutemeljen. Zaradi pozitivnega vpliva na gospodarstvo pričakujemo, da bodo Britanci tudi po izstopu celo spodbujali migracije iz EU. Negotovost glede nove povezave Združenega kraljestva z evropskimi državami zavira dolgoročne investicije – študije kažejo, da naj bi tretjina tujih podjetij že (začasno) odložila ali preklicala načrtovane investicije v Združenem kraljestvu. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance že brez navedenega učinka znaša kar 5,2 % BDP (največ od vsaj leta 1948), upad neposrednih tujih investicij bi primanjkljaj še dodatno poglobil.

Obseg gospodarskih posledic izstopa Združenega kraljestva iz EU je odvisen predvsem od tega, kako gladko bodo tekla pogajanja za izstop ter kakšni bodo potencialni novi dogovori. Nižje neposredne tuje investicije, upad potrošniškega in podjetniškega sentimenta, potencialna omejitev trgovine prek carin in necarinskih ovir ter manj priseljevanja imajo neposreden negativen vpliv na britansko gospodarstvo, ki bi lahko kratkoročno celo zašlo v recesijo. "Olajševalna okoliščina" je, da ima Združeno kraljestvo svojo valuto (GBP), saj depreciacija funta že pomaga (prek izvoza in večje potrošnje turistov) njihovem gospodarstvu.

Ocenjujemo, da bodo gospodarske posledice omejene predvsem na Združeno kraljestvo, pri čemer bi šibkejša povpraševanje iz Združenega kraljestva in cenejši funt kratkoročno lahko občutile predvsem države, ki velik delež izvoza opravijo v Združenem kraljestvu (Irska, Malta, Nizozemska, Ciper). Hkrati ocenjujemo, da se že srednje-, sploh pa dolgoročno, pomen članstva Združenega kraljestva v EU preveč poudarja.

Rastoče politično tveganje v Združenem kraljestvu

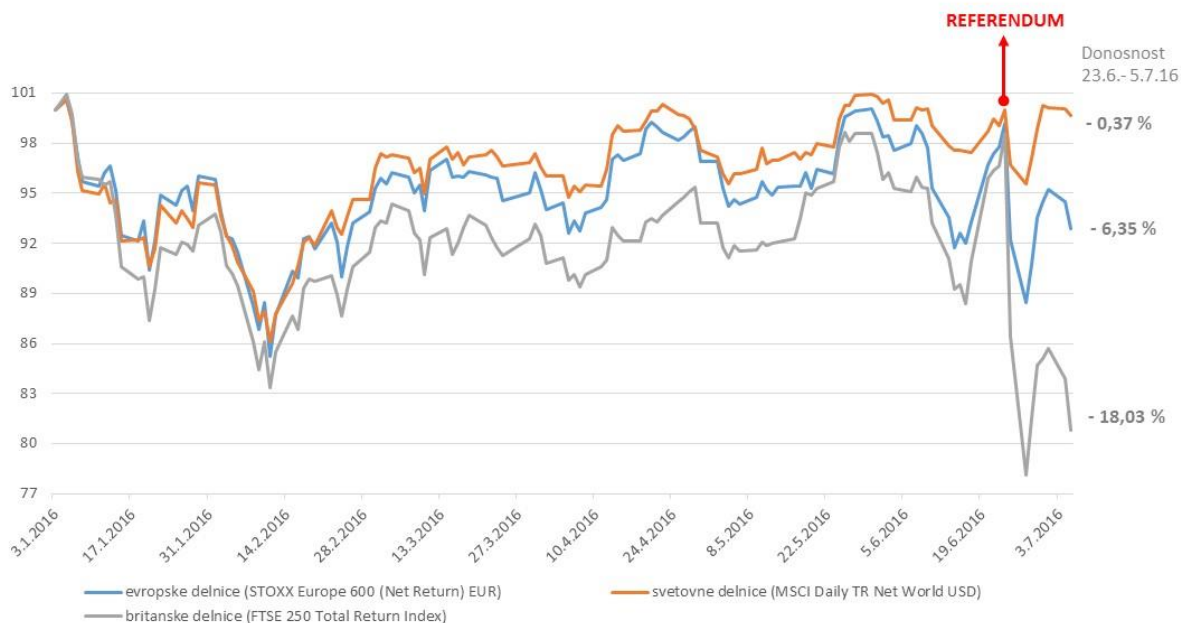
Brexit je v Združenem kraljestvu izzval tudi državno politično krizo. Takoj po izidu referendumu je odstopil predsednik vlade David Cameron, ob relativno šibki prevladi Brexita (51,9 %) dopuščamo tudi možnost za padec britanske vlade. Brexit bi za nov poskus neodvisnosti lahko izkoristila tudi Škotska, težave pa bodo tudi na Severnem Irskem, kar vnaša negotovost glede politične situacije v Združenem kraljestvu.

Začetek konca evropske integracije?

Odločitev za izstop Združenega kraljestva iz EU povečuje geopolitično tveganje, saj krepi populizem in težnje proti globalizaciji. Omenjene vrednote se v zadnjem času krepijo tudi v drugih evropskih državah (denimo v Španiji, Grčiji, Franciji in Italiji) in drugod po svetu (zlasti Donald Trump, kandidat za predsednika ZDA).

Brexit prinaša tudi vprašanja glede trdnosti EU oziroma glede morebitnih teženj za izstop drugih članic EU. Povečevanje verjetnosti za morebiten izstop katere od članic bi lahko sprožilo povišanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic ter s tem otežilo posamezni državi odplačevanje dolga in povzročilo novo evropsko krizo. Lahko se pa zgodi ravno nasprotno in Brexit zaradi potencialnih negativnih posledic prihodnjih izstopov Evropo še bolj poveže. V družbi NLB Skladi možnost nastanka katerega od scenarijev pozorno spremljamo preko različnih kazalcev (denimo preko cen zavarovanja za nevrčilo dolgov evropskih bank (CDS) in preko pribitkov evropskih državnih obveznic).

Slika 6: Donosnost delniških indeksov v evrih



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Kje vidimo priložnosti po Brexitu?

Ob ugodnih vrednotenjih, posebno v Evropi, in izjemno nizkih obrestnih merah smo pocenitev na borzi izkoristili za nakupe delnic, zlasti evropskih družb (slika 6). Med temi prednjačijo evropske banke, ki so v zadnjih letih že tako na udaru vlagateljev zaradi negativnega vpliva ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid, so bile med poraženci Brexita. Pocenitev smo izkoristili za povečanje izpostavljenosti bančnemu sektorju. Ocenili smo, da je bila začetna reakcija tržnih udeležencev nekoliko pretirana, pri čemer tudi ohranjamo nadpovprečno naklonjenost bančnemu sektorju (več v uvodnem članku). Poleg bank smo korekcijo izkoristili za povečanje izpostavljenosti predvsem tistim družbam, kjer je bila panika največja, in sicer izbranim naložbam v delnice iz britanskega nepremičninskega sektorja in finančne industrije. Zaradi šibkega funta, ki pozitivno vpliva na izvoz britanskih družb, se nam zdijo zanimive še naložbe v delnice britanskih izvoznikov (predvsem tistih, ki izvažajo izven trgov EU).

Kratkoročno pričakujemo povišano nestanovitnost na kapitalskih trgih kot posledico precejšnje politične negotovosti in ugibanj o gospodarskih posledicah ter sistemskih tveganjih za EU. A morebitna tveganja Brexita so, tudi sodeč po odzivu kapitalskih trgov v dneh po 23. juniju, povezana predvsem z Združenim kraljestvom in z Evropo (zaradi systemskega tveganja EU), v precej manjši meri pa z globalnim gospodarstvom. V dnevih po Brexitu je tako ponovno prišlo do izraza edino zastoj kosilo na kapitalskih trgih – razpršitev premoženja.

Saša Dragonja, CFA
samostojna upraviteljica premoženja

Kitajske delnice – priložnost ali past?

Kitajska je s pomočjo državnih intervencij uspela stabilizirati gospodarsko rast nad 6 % letno, tudi na račun vse višje zadolženosti državnih podjetij. V času stabilizacije gospodarstva so se delno zaradi negotovosti glede učinkovitosti državnih ukrepov in delno zaradi visokih vrednotenj, tečaji kitajskih delnic znižali za več kot 40 % od nivojev, doseženih pred finančno krizo in potem še marca 2015. Postavlja se vprašanje: so kitajske delnice že dovolj poceni glede na njihovo tveganost?

Kitajska je v preteklih mesecih z monetarnimi in fiskalnimi ukrepi večkrat spodbujala gospodarsko aktivnost. Že v oktobru 2015 je kitajska centralna banka znižala referenčno obrestno mero na rekordno nizkih 4,35 %, hkrati pa je večkrat zagotavljala likvidnost finančnemu sistemu na repo trgu. Redno se je posluževala tudi manj transparentnih ukrepov, med katerimi velja izpostaviti pogosto vplivanje na kreditno aktivnost kitajskih bank. Kitajska se je namreč v času upočasnjevanja gospodarske aktivnosti večkrat odločila za razrahljanje kreditnih pogojev v državnih in pretežno državnih bankah. Hkrati je naročila lokalnim oblastem in državnim podjetjem, da se zadolžijo pri bankah, tako pridobljeni dolžniški kapital pa so omenjeni subjekti investirali v infrastrukturo ali povečevanje proizvodnih zmogljivosti. Z opisanimi ukrepi je Kitajski uspelo stabilizirati gospodarsko rast, toda obenem se je precej povečala celotna kitajska zadolženost in tudi obseg nizko dobičkonosnih investicij, ki negativno vplivajo na prihodnjo rast produktivnosti, slednja pa je ključna sestavina gospodarske rasti.

Zakaj je zadolženost celotnega gospodarstva pri 250 % BDP vzdržna?

Celotno kitajsko gospodarstvo (država, banke, nefinančna podjetja in gospodinjstva) ima 250 % zadolženost glede na BDP. Kitajske banke, ki so ključen člen v verigi, lahko ohranjajo visoke stopnje rasti kreditiranja zaradi visoke depozitne baze. Vzrok za slednjo so ob nadpovprečni varčnosti Kitajcev neliberalizirani kapitalski tokovi, zaradi katerih Kitajcem ni dovoljeno nalagati svojih prihrankov v tujino.

Kitajska zadolženost je vzdržna (pa tudi sicer v globalnem obsegu ni pretirano visoka, pri čemer je neto zadolženost bistveno nižja), ker je posledica transmisije visokega obsega prihrankov v investicije in ne zadolževanja, denimo za namen povečanja sedanje na račun manjše prihodnje potrošnje. Dodatni razlog za vzdržnost je tudi v dejstvu, da je večina kitajskega dolga denominiranega v domači valuti, za katerega v veliki meri neposredno in posredno jamči država. Plastično povedano – kitajska centralna banka lahko z nakupi državnih obveznic vedno izda dodaten denar, s katerim lahko država poplača kredite, za katere jamči. Omejitvi pri tiskanju denarja sta sicer inflacija, ki je zaenkrat stabilna, in vrednost kitajskega juana, ki bi se ob tiskanju in dodatnem nezaupanju v kitajsko okrevanje lahko znatno znižala.

Kakšna so naša pričakovanja glede prihodnje kitajske gospodarske rasti?

Pričakujemo, da Kitajska na kratek rok še ne bo liberalizirala kapitalskih tokov ravno z namenom spodbujanja kreditne aktivnosti v času ohlajanja gospodarske aktivnosti. Delež investicij v kitajskem BDP se sicer počasi niža, a še vedno znaša 45 % BDP, kar ji omogoča, da s povečevanjem investicij država relativno enostavno krepí gospodarsko rast. Hkrati pričakujemo vse več reform, ki bodo usmerjene v višjo zasebno potrošnjo. Slednja danes predstavlja približno 38 % BDP, v prihodnosti pa bo ravno zasebna potrošnja temelj kitajske gospodarske rasti. Po najverjetnejšem scenariju pričakujemo v prihodnjih letih gospodarsko rast v višini okrog 6 %.

Vrednotenje kitajskih delnic

Stabilizacija kitajske gospodarske rasti nakazuje na nadaljnjo rast dobičkov kitajskih podjetij v prihodnjih letih. Korekcija zaradi negotovosti glede ohlajanja drugega največjega gospodarstva je kitajske delnice znižala proti najnižjim nivojem v zadnjih 10 letih, kar je močno izboljšalo vrednotenja, ki so danes na prvi pogled globalno med najugodnejšimi.

Preglednica 2: Vrednotenje pomembnejših kapitalskih trgov

Kapitalski trg	EV/EBITDA ¹	P/B ²	P/E ³	DY ⁴	P/S ⁵
ZDA	12,50	2,79	19,35	2,19	1,87
Razvita Evropa	9,85	1,65	26,88	3,83	1,10
Japonska	7,87	1,07	14,83	2,32	0,62
Razvijajoči se trgi	8,41	1,44	14,49	2,81	1,14
Kitajska	8,37	1,07	10,32	3,93	1,69

Vir: Bloomberg, 30. 6. 2016

¹ Celotna vrednost podjetja v primerjavi z dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo

² Tečaj delnice v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo na delnico

³ Tečaj delnice v primerjavi s dobičkom na delnico

⁴ Dividendna donosnost

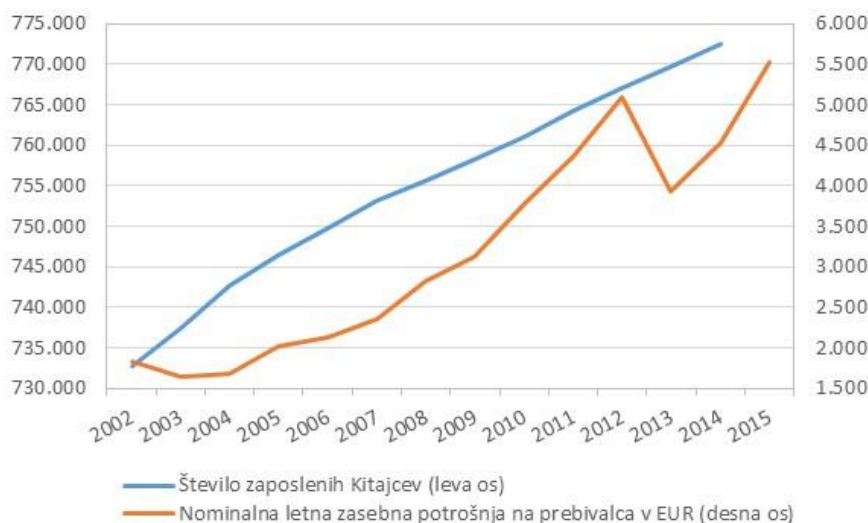
⁵ Tečaj delnice v primerjavi s prihodki na delnico

Vpliv bančnega sektorja na vrednotenja

V kitajskem delniškem indeksu (Hang Seng China Enterprise indeks) več kot 40 % naložb predstavljajo bančne delnice, medtem ko znaša delež bančnih delnic v evropskem delniškem indeksu DJ Stoxx 600 le slabih 10 %. Kitajske banke so podobno kot evropske izrazito ugodno vrednotene, kar ima ob visoko nadpovprečnemu deležu kitajskih bank v indeksu velik vpliv na samo vrednotenje.

Hkrati smo ob podobnem vrednotenju kitajskih in evropskih bank bolj naklonjeni slednjim. Medtem ko je razlog nizkih vrednotenj evropskih bank predvsem negativen vpliv ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid (t.i. kriza izkaza poslovnega izida) ob strožji regulaciji, je razlog za nizko vrednotenje kitajskih bank negotovost glede deleža slabih kreditov v kitajskem bančnem sistemu (t.i. kriza bilance stanja). Glede na uradno statistiko je sicer v kitajskem bančnem sistemu le 2 % kreditov slabih, čemur pa le malokdo verjame. Po oceni Mednarodnega denarnega sklada je na Kitajskem kar 15 % vseh danih kreditov slabih.

Slika 7: Gibanje števila zaposlenih Kitajcev in vrednosti zasebne potrošnje



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

Kaj pa perspektiva?

Kitajska gospodarska rast je zadnjih letih vse bolj odvisna od zasebne potrošnje, ki predstavlja že približno 38 % BDP. V lanskem letu se je nominalna zasebna potrošnja na prebivalca povečala za 22 % na 5.521 evrov. Prihodnjo rast zasebne potrošnje podpira tudi trg dela, ki se je v lanskem letu po ocenah povečal kar za 13 milijonov novih delovnih mest, plače delavcev pa so v povprečju porasle za 8 %. Pričakujemo nadaljevanje dobrega poslovanja zasebnih podjetij iz panožnih skupin, ki so odvisne predvsem od razpoložanja kitajskega potrošnika.

Se splača kupiti kitajske delnice?

Transformacija kitajskega gospodarstva iz proizvodnega, ki temelji na infrastrukturnih investicijah in izvozu, v storitveno-potrošniško gospodarstvo se nadaljuje, a po vsej verjetnosti ne bo potekala brez kratkoročnih šokov. Posledica šokov bo po vsej verjetnosti vidna tudi v nadpovprečni nihajnosti tečajev kitajskih delnic. Dolgoročno lahko vlagatelji na osnovi ugodnih vrednotenj in še vedno nadpovprečno hitri gospodarski rasti pričakujejo nekoliko nadpovprečno donosnost. A tveganja so enostavno previsoka, da bi vlagatelji zanemarili razpršitev. Nenazadnje, morda pa bodo tuje družbe, denimo Coca Cola, BMW in Adidas, pobrale smetano pri čedalje večjem trošenju Kitajcev?

mag. Matej Mazi, CFA
samostojni upravitelj premoženja

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
2009	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	5%	25%	35%	ZDA +22% Evropa +32% Japonska +3%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	0%	20%	40%	Razvijajoči se trgi +74%
	Zahodni Balkan	-30%	10%	50%	Hrvaška +18% Srbija +10% Bosna -14% Makedonija +30%
	Slovenija	-20%	10%	40%	Slovenija +10%
2010	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +23% Evropa +12% Japonska +24%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-10%	10%	30%	Razvijajoči se trgi +27%
	Zahodni Balkan	-12%	13%	38%	Hrvaška +4% Srbija -11% Bosna -10% Makedonija -19%
	Slovenija	-9%	11%	31%	Slovenija -13%
2011	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +4% Evropa -10% Japonska -13%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-13%	7%	27%	Razvijajoči se trgi -16%
	Zahodni Balkan	-13%	12%	37%	Hrvaška -20% Srbija -22% Bosna -22% Makedonija -12%
	Slovenija	-8%	12%	32%	Slovenija -32%
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%
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%
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%
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%

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2015

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Trg Republike 3, 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 Trgu republike 3 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. 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 uravnoreženi 4, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 6, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 5, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoreženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 5, 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 kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebne premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 9, številka 1, julij 2016

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 2016

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

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

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | 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