



Strategiji v zadregi

13. maj 2020, leto XIII, št. 2



NLB Skladi, d.o.o.

Marko Bombač, CFA, FRM

Vodja analiz

Pet borznih in gospodarskih mitov

Koronavirus je čez noč spremenil naše prioritete. Vsi smo praktično čez noč postali »kvazi« epidemiologi, borzni strokovnjaki, statistiki in še marsikaj drugega. V medijih lahko praktično dnevno prebiramo novice o razvoju zdravila in cepiva, drugem valu okužb s koronavirusom in vplivu na gospodarstvo ter razpadu evroobmočja v primeru neizdaje t.i. »korona« obveznic. V nadaljevanju si oglejmo danes nekaj najpogostejših »zmotnih« mitov, ki so pomembni za prihranke vlagateljev.

1. Največja recesija po Veliki depresiji leta 1929

Cena, ki jo gospodarstvo plačuje zaradi uvedbe karanten, je največja recesija po Veliki depresiji leta 1929, ko so denimo ameriške delnice od vrha do dna upadle za 86,1 %. Glede na intenziteto tokratne recesije je **marsikateri vlagatelj prepričan, da zdaj ni čas za nakup delnic**, saj so tečaji globalnih delnic po rasti od 23. marca zgolj še 15 % pod rekordnimi nivoji, doseženimi tik pred tem sredi februarja.

Danes so ključni odločevalci mnenja, da je bil pomemben razlog za Veliko depresijo neodločnost pri fiskalnih in monetarnih spodbudah. Tudi v finančni krizi leta 2008 so politiki in centralni bankirji zaradi moralnega hazarda dolgo časa oklevali s spodbudami. Glede na to, da gre tokrat **za zunanji šok**, so odločevalci tokrat skladno z našo napovedjo sprejeli **močne ukrepe**, kar bo državam in podjetjem omogočilo, da se bodo iz umetne kome zbudili v precej boljši kondiciji, kot bi se sicer. Povsem jasno je, da bodo dobički družb letos precej nižji, vendar **z nakupom mednarodno razpršene košarice delnic kupimo vse prihodnje dobičke teh družb in ne zgolj letošnjih**. Ob predpostavki, da bodo dobički v letošnjem in prihodnjem letu ničelni, od vključno leta 2022 pa skladni s pričakovanji pred »korona« krizo, potem je **vpliv na pošteno vrednost košarice delnic manjši kot 10 %**. Sodeč po izračunih Shillerja, Nobelovega nagrajenca, je bil celo vpliv španske gripe, ki je sovpadala še z zaključkom Prve svetovne vojne, manjši od 10 %. Poštena vrednost ameriških delnic je bila kljub precej hujšim posledicam teh dveh dogodkov v primerjavi s koronavirusom konec leta 1918 zgolj za 9 % nižja glede na trend iz leta 1911.

Drugi pomemben dejavnik, ki vpliva na pošteno vrednost podjetij, so **obrestne mere**. Te so danes izjemno nizke in v velikem delu razvitega sveta že pred upoštevanjem inflacije negativne. Čeprav ne moremo trditi, da so delnice »per se« izrazito ugodno vrednotene, pa lahko trdimo, da so alternativne naložbe za dolgoročno varčevanje, in sicer **depoziti in najbolj varne obveznice, zelo drage**. Vlagatelji lahko pri slednjih, upoštevaje trenutno pričakovano inflacijo, pričakujejo v prihodnjih desetih letih kljub varčevanju močno znižanje kupne moči svojih prihrankov. **Premija za tveganje**, ki kaže privlačnost delniških naložb, je tako tudi po zadnji rasti tečajev še vedno **nadpovprečno visoka**. Nihče sicer ne more napovedati, če in kdaj bo prišlo do nove korekcije na borzah, morda celo večje od zadnje, a slednje za vlagatelje z daljšim časovnim horizontom sploh ne bi smelo biti vitalnega pomena. Ključno je to, da bo **donosnost delniških naložb v naslednjih desetih letih najverjetneje precej višja kot pri varnih naložbah**. Za vlagatelje z bolj dolgoročnimi naložbenimi cilji je danes torej še vedno smiselna nadpovprečna izpostavljenost delniškim naložbam, celo bolj kot v »običajnih« časih.

2. Konec »korona« krize šele z razvojem cepiva

V medijih lahko dnevno beremo splošne razprave o napredku pri razvoju zdravila in cepiva. Nenazadnje, šele takrat bomo lahko dokončno zaustavili to grožnjo, kar bo pomenilo tudi konec gospodarske krize. Do takrat bo namreč ob vsakem novem valu potrebno v večji ali manjši meri zopet poslati gospodarstvo v umetno komo. Vsaj takšno je, sodeč po javnih razpravah, mnenje večine.

Politiki in znanstveniki, ki ta istim politikom svetujejo, so si ob v začetni fazi ob precej neznankah ter nepripravljenosti na spopadanje z novim virusom s karantenami kupili čas. A slednje pomenijo **zelo močan udarec za državne proračune**. Brez nadomestil in pomoči posameznikom in podjetjem bo večina prebivalcev držav želela čim prej nazaj v službe, saj si težko privoščijo visok izpad dohodka. Z drugimi besedami, **večina prebivalcev posameznih držav nima luksuza, da jih je lahko strah**, sploh glede na zelo nizko stopnjo nevarnosti bolezni pri mlajših od 60 let. In glede na to, da sredinski volivec narekuje, kakšne odločitve bodo politiki, ki imajo »racionalen« cilj ostati na oblasti, naredili, **ponovitev podobnih karanten ne pričakujemo**, cepivo gor ali dol. Učinkovito cepivo ali zdravilo bi bilo vsekakor koristno, vendar je vprašanje, kako učinkovito sploh bo takšno cepivo ob možnosti mutacije virusa SARS-Cov-2. V tej luči v manj razvitih državah lahko



postane ideja prekuženja prebivalcev, posebno ob nizki stopnji umrljivosti, v izogib še veliko hujšim posledicam socialno sprejemljiva. Če se je globalna **gospodarstva aktivnost aprila najverjetneje nahajala na najnižji točki tega cikla**, pa s sproščanjem omejitev pričakujemo **v preostanku leta postopno in opazno okrevanje globalnega gospodarstva**.

3. Japonski deflacijski scenarij je nova realnost

Danes večji del sveta zaradi različnih razlogov, med drugim konca cikla rasti zadolževanja v velikem delu sveta, globalizacije in nižje rasti svetovnega prebivalstva, skrbi ponovitev japonskega deflacijskega scenarija, posebno v Evropi. Vendar so razlike med Japonsko in preostalim razvitim svetom ogromne. Na Japonskem se je namreč **v osemdesetih letih napihnil izjemen balon**, ko je bila denimo **ocenjena vrednost cesarske palače v Tokiu višja od vrednosti celotnega kanadskega ali kalifornijskega nepremičninskega trga**. Japonska centralna banka je takrat sicer močno znižala nominalne obrestne mere, ki pa so **večino časa ostale realno pozitivne** (obrestne mere so bile višje od inflacije). To je v kombinaciji z **državnim reševanjem »zombi« podjetij** preprečilo hitrejšo puščanje balona in s tem tudi višjo inflacijo.

V ZDA in Evropi danes ni takšnih balonov kot takrat na Japonskem. Centralni bankirji, ki jih bolj kot previsoka skrbi prenizka inflacija, z ekstremno ohlapno denarno politiko odgovarjajo na vse grožnje gospodarstvu, kar kažejo tudi **močno negativne realne obrestne mere**. Centralni bankirji in politiki prav tako dajejo vtis, da imajo na vsako težavo pripravljene odgovore z novimi spodbudami. Čeprav je bilo takšno početje ob uvedbi karanten smiselno, pa **kontinuirano visoki proračunski primanjkljaji** tudi v dobrih časih povečujejo stopnjo zadolženosti in ranljivost gospodarstev, saj takšno početje dolgoročno ni vzdržno. Hkrati takšna fiskalna politika znižuje zasebne investicije (t.i. »crowding out« učinek) in s tem dolgoročni potencial rasti. **V preteklosti** so države težave s pretirano zadolženostjo v pomembni meri **reševale prek rasti nominalnega BDP**, pri čemer je pomembno vlogo odigrala tudi **začasno višja inflacija**. Tak model se danes, ko večina ni naklonjena varčevanju in zategovanju pasu, zdi socialno najbolj sprejemljiv. K višji inflaciji bo v prihodnjem desetletju po našem mnenju pripomoglo tudi nekaj strukturnih dejavnikov, kot je višja poraba številčne povojne (baby boom) generacije ob hkrati bolj omejeni ponudbi zaradi nižjih investicij v zadnjem desetletju.

Ob vsem povedanem v kombinaciji s pritiskom politikov na neodvisnost centralnih bankirjev **pričakujemo**, posebno v drugi polovici tega desetletja, **višjo inflacijo** od trenutno pričakovane. Z višjo inflacijo bo prišlo tudi do **rasti obrestnih mer**, kar zopet govori **v prid delniškim naložbam**, zlasti v primerjavi z dolgoročnimi obveznicami.

4. Brez izdaje »korona« obveznic je evroobmočje obsojeno na razpad

Obstoj evroobmočja se je v zadnjem desetletju vsaj v medijih pogosto znašel na preizkušnji. Nenazadnje gre za politično tvorbo držav, ki imajo različne interese in javnofinančne slike. Morebiten razpad je ponovno postala pomembna tema v času pandemije. Politiki predvsem finančno šibkejših držav so preostale države **pozvali k izdaji »korona« obveznic**, kar bi tem državam omogočilo, da dobro boniteto evroobmočja izkoristijo za reševanje gospodarstva. Hkrati bi to **v času zunanjega šoka pokazalo solidarnost** manj prizadetih in bolj stabilnih držav, kar bi vodilo v večjo povezanost evrskih držav. Vendar bolj fiskalno zdrave članice evroobmočja (Nemčija, Finska, Nizozemska in Avstrija) »zaenkrat« ne želijo neposredno jamčiti za italijanski ali grški javni dolg. Posledično so se v medijih pričela pojavljati mnenja, da bi brez korona obveznic lahko v skrajnem primeru prišlo do razpada evroobmočja. Da je to v primeru nesolidarnosti med članicami evrosistema možen scenarij, je izjavil celo francoski predsednik Macron.

Vendar tukaj gre po našem mnenju predvsem za kazanje mišic. **Javna skrivnost** je, da je z vsako politično ali gospodarsko krizo v Evropi v zadnjem desetletju postalo evroobmočje bolj povezano, saj ima **Evropska komisija čedalje večjo moč, strošek morebitnega razpada** pa se z vsemi nekonvencionalnimi ukrepi ECB v zadnjih nekaj letih za vse države **povečuje**. Nemčija ima prek tamkajšnje centralne banke danes skoraj 1.000 milijard evrov presežka v okviru ECB, kar pomeni, da bi lahko morebiten razpad evroobmočja v kombinaciji z nevrtačilom dolga držav s primanjkljajem predstavljal znaten udarec za največje evropsko gospodarstvo. Nemčija, Avstrija, Finska, Nizozemska in Luksemburg tako že danes »posredno« prek ECB na nek način posojajo Grčiji, Portugalski, Italiji in Španiji.

Evropska komisija je v boju proti trenutni recesiji začasno močno razrahljala omejitve glede višine deficita, pri čemer bo pomemben del bremena pri financiranju finančno šibkejših držav prevzela ECB tudi z **novim programom odkupov obveznic (PEPP)**. Ta program bo za razliko od preteklih imel manj omejitev glede deleža nakupov obveznic bolj ranljivih držav. Marsikdo je sicer upravičeno zaskrbljen glede obdobja po koronavirusu, ko bo zadolženost Italije, Španije in Grčije še višja, vendar bo takrat **strošek morebitnega razpada** evroobmočja zaradi PEPP programa **precej višji**. V primerjavi z ZDA bo **vsaj še stoletje** verjetno izgledalo, da evroobmočje ne more dolgoročno obstati, saj gre nenazadnje za različne narode z relativno bistveno nižjo stopnjo interne migracije. Po drugi strani pa države evroobmočja **neko obliko skupnosti potrebujejo**, če želijo imeti večji geopolitični vpliv. Ob vsem omenjenem kljub očitnim težavam **razpad evroobmočja ni tako samoumeven, kot se na prvo žogo zdi**. Morebitno znižanje premije za tveganje iz tega naslova pa bi pozitivno vplivalo na tečaje evropskih delnic.



5. Z elektrifikacijo voznega parka in korona krizo prihaja zaton naftne panoge

Če je bilo na cestah še leta 2014 manj kot 1 milijon električnih vozil, je bilo leta 2018 takšnih vozil že več kot 5 milijonov. K rasti prodaje takšnih vozil so močno pripomogle države s subvencijami, saj želijo zmanjšati onesnaževanje, posebno zmanjšanje trdih delcev v zraku v velikih mestih. K trendu okoljske ozaveščenosti je v zadnjem desetletju pripomogla tudi rast družbeno odgovornega investiranja, kjer negativno vpliva na priliv kapitala v energetske panoge. Kot da to še ni dovolj, je za dodatne črne oblake nad naftno industrijo poskrbel koronavirus. Cestni promet, ki predstavlja približno 50 % svetovne porabe nafte, se je namreč s karantenami čez noč v znatni meri zaustavil. Podobno se je zgodilo tudi z letalskim prometom. Ob močnem upadu povpraševanja in polno zapolnjenih skladišč je cena za sodček zahodnoteksaške nafte (majska terminska pogodba) upadla na -40 dolarjev, **energetske družbe pa z upadom cene nafte negativno izstopajo po donosnosti v zadnjih nekaj letih.**

S tehnološkim prebojem pri baterijah in električnih vozilih sicer pričakujemo nadaljevanje hitre rasti trga električnih vozil. Kljub temu bo rast števila vozil na notranje izgorevanje v naslednjih 10 letih za skoraj 2 krat preseglo rast števila električnih vozil. Še višjo rast povpraševanja po nafti lahko ob rasti dohodkov pričakujemo iz naslova potovanj. Kljub vsemu bo povpraševanje po nafti v naslednjih letih zgoj malenkost zraslo, saj se bo učinkovitost pri porabi goriv še dodatno izboljšala. Vse omenjeno kaže, da bosta **nafta in plin še dolgo časa najpomembnejša vira energije**. Pri ponudbi nafte pa **ob nizkih cenah pričakujemo zmanjšanje načrpanih količin**, saj je pri teh cenah veliko podjetij nedobičkonosnih, kar pomeni manj investicij in propad finančno bolj šibkih igralcev. Hkrati imajo države OPEC+ proračune uravnotežene pri precej višjih cenah in bodo že na srednji rok morale bodisi prek koordiniranega znižanja načrpanih količin vplivati na višje cene črnega zlata bodisi znižati državne izdatke, kar pa je v teh državah zaradi kupovanja političnega miru še mnogo težje storiti.

Ob vsem povedanem **pričakujemo višje cene nafte**, ki bi se po naših pričakovanjih lahko že do prihodnjega leta dvignila nad 50 dolarjev za sodček. To bo **pozitivno za dobičke energetskih družb**, ki imajo danes tudi **zgodovinsko nizka vrednotenja**. Za povrh bodo največjo koristi pri morebitnih stečajih finančno bolj šibkih družb imeli ravno veliki igralci, ki imajo največjo utež v benchmarku.

Zaključek

Zgoraj je predstavljenih zgolj nekaj tem, o katerih v družbi NLB Skladi razmišljamo pri naših naložbenih priporočilih. Danes smo tako še vedno mnenja, da je **za dolgoročne vlagatelje smiselna nadpovprečna izpostavljenost delniškimi naložbam**. Kljub vsemu, 12. marca smo precej povečali agresivnost na naših portfeljih in napovedali s tistih nivojev 20,5 % rast delniških tečajev do konca leta, kar je bila v času takratne panike izjemno optimistična napoved. Po 16 % rasti delniških tečajev smo 28. aprila ocenili, da je **možnosti za pozitivna presenečenja manj**, zato smo takrat **znižali agresivnost naših priporočil na nivoje iz konca lanskega leta**. Izjema sta podsklada NLB Skladi – Naravni viri delniški in NLB Skladi – Finance delniški, kjer ohranjamo agresivnost priporočil. Velja omeniti, da smo precej razpravljali o perspektivi Evrope in morebitnem znižanju priporočila za to regijo v korist ZDA, vendar se za spremembo (zaenkrat) nismo odločili.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 77/18 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu 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. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.