



Strategiji v zadregi

25. avgust 2022, leto XIV, št. 5



NLB Skladi, d.o.o.

Matej Mazi

Vodja upraviteljev

Kaj se dogaja z obveznicami?

Obveznice so v zadnjih desetletjih vlagateljem predstavljale večinoma donosno in od delnic manj tvegano naložbeno kategorijo. Situaciji z izjemno visoko inflacijo in posledično visokimi obrestnimi merami je od začetka 80. let prejšnjega stoletja sledilo obdobje konstantnega upadanja obrestnih mer ter nižanje inflacije kot posledica demografskih sprememb v zahodnem svetu, globalizacije in razvoja informacijske tehnologije, kar je izredno blagodejno vplivalo na donosnost obveznic. Stabilnost in donosnost obveznic potrjujejo tudi podatki o preteklih letnih donosnostih. Tako so na primer ameriške podjetniške obveznice investicijskega razreda¹ v povprečju od leta 1980 do leta 2021 v samo štirih letih zabeležile negativno nominalno donosnost, najnižjo leta 1994, ko so v povprečju izgubile 2,9 % svoje vrednosti, medtem ko je povprečna letna nominalna donosnost znašala 7,48 %, merjeno v ameriških dolarjih. V Evropi so v povprečju podjetniške obveznice investicijskega razreda² od leta 1999 do leta 2021 dosegle negativno donosnost le v petih letih, najnižjo donosnost (-3,76 %) so dosegle leta 2008, povprečna letna nominalna donosnost pa je znašala 4,10 %, merjeno v evrih.

Večletni bikovski trend na obvezniškem trgu je bil prekinjen sredi lanskega leta, ko je znaten del državnih obveznic in varnih podjetniških obveznic, z izjemo dolgoročnih obveznic, kotiral pri negativnih zahtevanih stopnjah donosnosti, inflacija pa je postopoma začela naraščati. Za še bolj neprijetne razmere za vlagatelje je poskrbela povezava med gibanjem tečajev obveznic in delnic, ki je postala pozitivna. Obveznice tako niso več nudile varnega zatočišča za vlagatelje v času pretresov na delniških trgih. V letošnjem letu trenutno beležimo visoke negativne donosnosti obveznic – v ZDA so podjetniške obveznice investicijskega razreda v povprečju nominalno izgubile 10,17 % svoje vrednosti, merjeno v ameriških dolarjih, v Evropi pa 11,60 %, merjeno v evrih (do 24. 8. 2022).

Zakaj obveznice letos niso (bile) varno pribežališče?

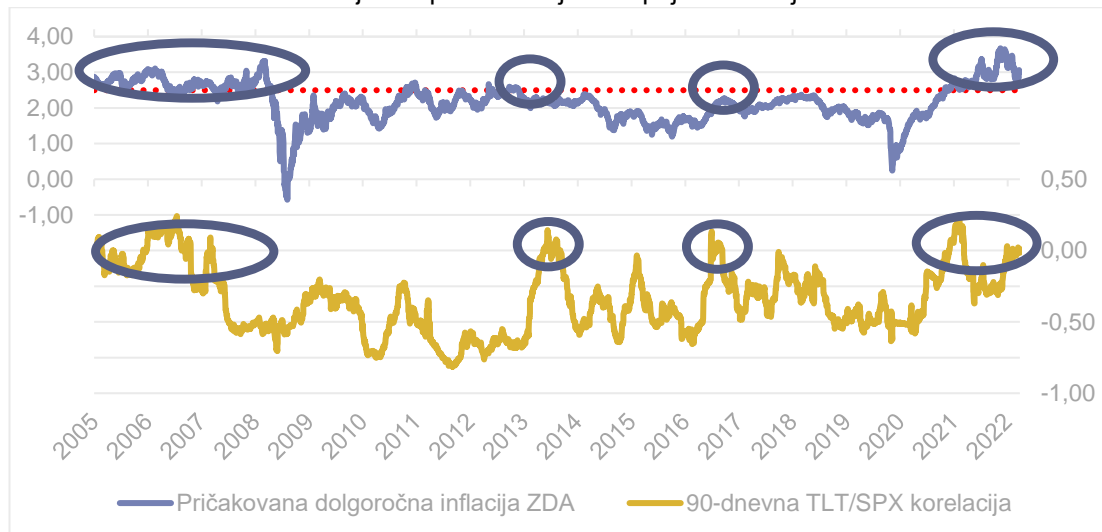
Povezava med gibanjem tečajev delnic in obveznic je večino časa negativna. To pomeni, da so v času pretresov na delniških trgih obveznice pogosto varno in donosno zatočišče. V letu 2008, ko se je v ZDA začela finančna kriza in so vlagatelji v ameriške delnice v povprečju dosegli močno negativno donosnost (-37 %, merjeno v ameriških dolarjih), so vlagatelji v ameriške podjetniške obveznice v povprečju dosegli 5,2 % nominalno letno donosnost, merjeno v ameriških dolarjih. Zakaj torej tudi v prvi polovici letošnjega leta obveznice vlagateljem niso nudile varnega zatočišča pred padci na delniških trgih? Znatni razlog za pozitivno povezavo med donosnostjo delnic in obveznic je zagotovo višja inflacija oziroma rast dolgoročnih inflacijskih pričakovanj v EU in ZDA. Slika 1 prikazuje povezavo med dolgoročnimi inflacijskimi pričakovanji v ZDA in povezavo med donosnostjo dolgoročnih ameriških državnih obveznic (merjeno z indeksom skladom dolgoročnih ameriških državnih obveznic TLT) in donosnostjo ameriškega delniškega indeksa S&P 500. Zgodovinsko gledano se ob inflacijskih pričakovanjih v višini 2,5 % ali višje, stopnja povezanosti pogosto približa ali celo pomakne v pozitivno območje (Slika 1). Torej, ko v opisanem obdobju delnice dosežejo pozitivno donosnost, jo dosežejo tudi obveznice in obratno. Zaradi pozitivne povezanosti torej obveznice ne nudijo varnega pribežališča za vlagatelje v času pretresov na delniških trgih.

V zadnjem letu so, med drugim zaradi prekinjenih dobavnih poti, večletnih preskromnih vlaganj v dodatna črpališča nafte, nizke brezposelnosti in vojne v Ukrajini, ob hkrati rekordno ohlapnih denarnih politikah pomembnejših centralnih bank, dolgoročna inflacijska pričakovanja znatno porasla. Posledično so se centralne banke znašle pred dilemo: ali z ohlapno denarno politiko še naprej spodbujati gospodarsko rast in pustiti inflaciji, da se po koncu ponudbenih šokov zniža sama, ali pa z zategovanjem denarne politike žrtvovati gospodarsko rast in znižati inflacijo?

¹ Merjeno z gibanjem vrednosti obvezniškega indeksa Bloomberg US Aggregate Total Return Unhedged USD

² Merjeno z gibanjem vrednosti obvezniškega indeksa Bloomberg EUR Aggregate Total Return index Value Unhedged EUR

Slika 1: Povezava med inflacijskimi pričakovanji in stopnjo korelacije med donosnostmi obveznic in delnic



Vir: Bloomberg, 23.8.2022

Ameriška centralna banka (Fed) se je po začetnem oklevanju, ko je bila na stališču, da bodo inflacijski pritiski izrazito prehodne narave, odločila za drugo možnost, nekoliko manj odločno je z dvigi obrestne mere sledila tudi Evropska centralna banka (ECB). V okolju visoke in trdovratnejše inflacije, kot je sprva kazalo ter v okolju rastočih obrestnih mer, so tako prevladali dejavniki, ki negativno vplivajo tako na donosnost obvezniških kot tudi delniških naložb.

Bo inflacija še naprej razlog za negativno donosnost obveznic?

Slika 2: Spremembe cen energentov, industrijskih surovin in hrane

	Sprememba od najvišjih vrednosti v zadnjih 2 letih (v %)
Nafta WTI	-24,22%
Plin (ZDA)	-1,42%
Aluminij	-37,18%
Baker	-25,03%
Gold	-14,85%
Silver	-35,33%
Železova ruda	-44,72%
Nikelj	-55,03%
Jeklo	-32,67%
Kava	-10,45%
Koruza	-19,34%
Bombaž	-26,43%
Soja	-11,43%
Sladkor	-12,39%
Pšenica	-45,08%

Vir: Bloomberg, 23.8.2022

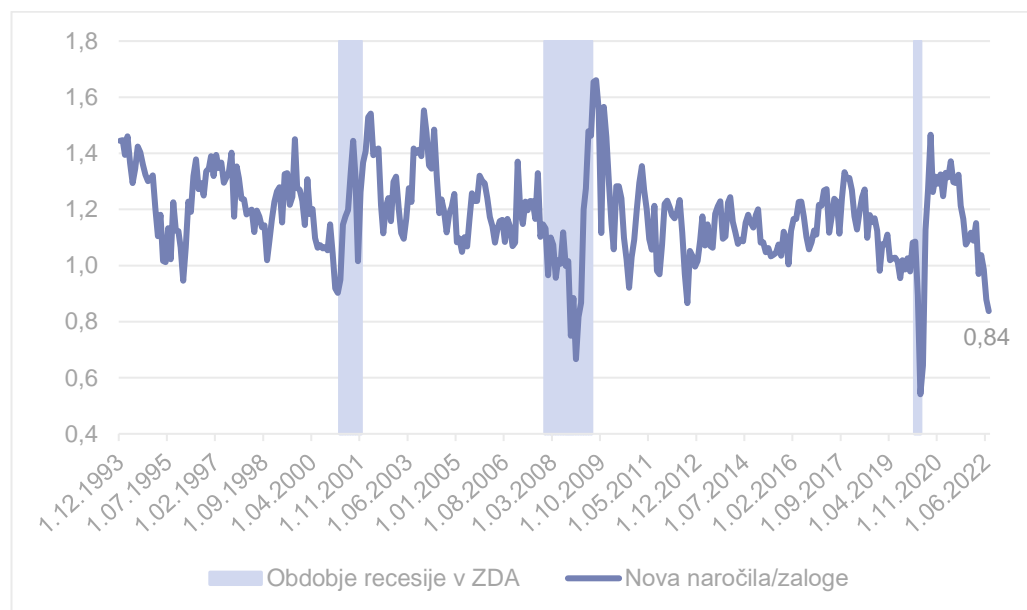
Vzroki za inflacijo na ponudbeni strani postopoma izginjajo. Cene energentov (z izjemo cene plina v Evropi – v Nemčiji je cena v letošnjem letu porasla za 284 %), industrijskih surovin in hrane so se že občutno znižale, nekatere celo pod nivoje, ki so jih dosegali pred vojno v Ukrajini. Prekinjene dobavne poti se znova vzpostavljajo, zaloge polprevodnikov naraščajo, rastejo pa tudi zaloge polproizvodov in končnih dobrin. Vzroki za inflacijo na strani povpraševanja, ki se kažejo v še vedno nizki brezposelnosti in rastočih plačah, sicer še vztrajajo, a se tudi tukaj kažejo prvi znaki popuščanja. Glavno tveganje za inflacijo v Evropi danes predstavljajo rastoče plače, višje cene plina in elektrike ter prenos rastočih plač in cen energentov na proizvode. Odločenost centralnih bank, da z zategovanjem denarne politike znižajo agregatno povpraševanje, je že obrodilo prve sadove. Tako denimo število zahtevkov za nadomestilo za brezposelnost v ZDA rahlo narašča od letošnje pomladi, poleg tega pa slabše razpoloženi potrošniki zaradi nižje potrošnje vplivajo na naraščanje zalog proizvodov. V odsotnosti novih zapiranj gospodarstev zaradi virusa Covid-19 in zaostrovanja geopolitičnih tveganj je torej vse manj razlogov, da bi visoka inflacija vztrajala tudi v prihodnjem letu.

Kaj bodo storile centralne banke?

Kljub očitnim znakom, da inflacijski pritiski popuščajo, pa dejanska inflacija upada prepočasi, da bi centralne banke prenehale dvigovati obrestne mere. Trg danes pričakuje, da bosta v letošnjem letu Fed in ECB še trikrat dvignila referenčni obrestni meri. Po trenutnih pričakovanjih bo Fed do konca letošnjega leta dosegel končno raven referenčne obrestne mere med 3,25 % in 3,5 %, ECB pa 1,25 % (trenutno 0 %). Predsednik Fed-a je v zadnji izjavi

za javnost dejal, da je z dvigom referenčne obrestne mere na raven med 2,25 % in 2,5 % Fed že dosegel naravno stopnjo³ referenčne obrestne mere, kar pomeni, da bodo prihodnji dvigi obrestne mere referenčno obrestno mero odločno premaknili v restriktivno območje, torej na raven, ki bo še dodatno znižala gospodarsko aktivnost. Že danes makroekonomski podatki, ki kažejo pričakovano prihodnjo aktivnost ameriškega gospodarstva, nakazujejo opazen upad aktivnosti. Razmerje med novimi naročili in zalogami je doseglo raven, ki je, zgodovinsko gledano, značilna za obdobja, ko ameriško gospodarstvo zdrsne v recesijo. Že res, da imajo na današnji obseg naročil in raven zalog pomemben vpliv prekinjene dobavne poti, a kljub temu ne moremo pričakovati opaznega izboljšanja gospodarske rasti v ZDA.

Slika 3: Razmerje med novimi naročili in zalogami v ZDA



Vir: Bloomberg, 23.8.2022

Upočasnjevanje ameriške gospodarske rasti nakazuje tudi obrestna krivulja. Razlika med zahtevanima stopnjama donosnosti 10-letne in 2-letne ameriške državne obveznice je negativna in v času pisanja prispevka znaša -24 bazičnih točk, kar je najnižja vrednost kazalnika po letu 2000. Velja poudariti, da je od leta 1976 do danes vrednost kazalnika zgolj šestkrat dosegla negativne vrednosti in prav v vseh primerih je v ZDA sledila gospodarska recesija.

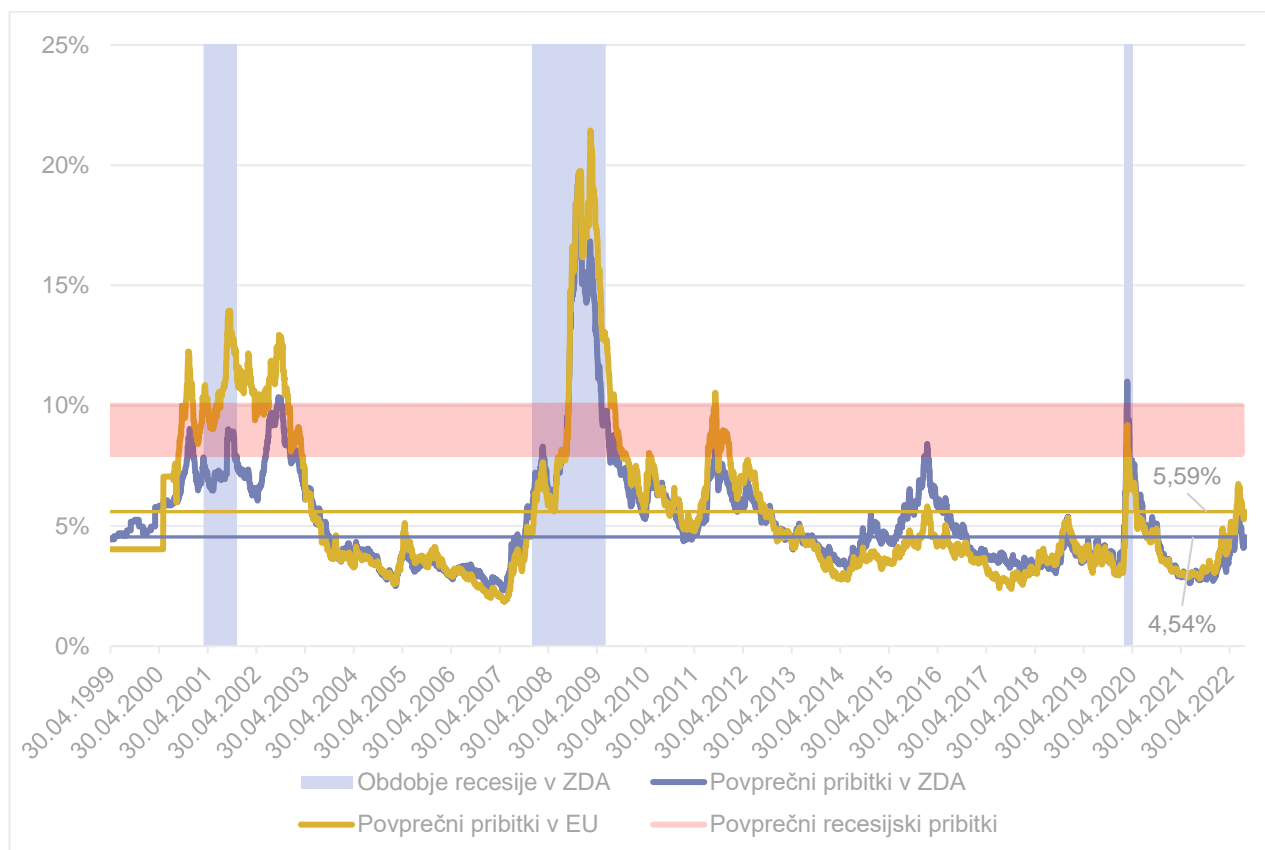
Je danes že čas za obveznice?

Poenostavljeno lahko rečemo, da je donosnost državnih obveznic gospodarsko močnih držav odvisna predvsem od gibanja obrestnih mer v posamezni državi, medtem ko na donosnost podjetniških obveznic poleg gibanja obrestnih mer vpliva še kreditno tveganje. Danes med gospodarsko močnimi državami velja izpostaviti ZDA in Nemčijo. V obeh državah so se zaradi zgoraj opisanih dejavnikov obrestne mere znatno povešale, in sicer do 3 odstotne točke na kratkem delu krivulje v ZDA in do 1,5 odstotne točke na večinskem delu obrestne krivulje v Nemčiji. Že res, da so nominalne zahtevane stopnje donosnosti obveznic še vedno znatno nižje od inflacije v obeh državah, a upočasnjevanje gospodarske rasti, nadaljevanje geopolitičnih konfliktov in nižanje inflacije praviloma pozitivno vplivajo na donosnost državnih obveznic, še posebej dolgoročnih.

Kako donosne bodo podjetniške obveznice pa je odvisno tudi od kreditnih pribitkov, torej od dodatne zahtevane stopnje donosnosti, ki jo vlagatelji zahtevajo za sprejemanje kreditnega tveganja podjetniških obveznic. Kreditni pribitki v Evropi se v investicijskem in špekulativnem razredu že približujejo nivojem podcenjenosti, saj so bili v zadnjih 22 letih kar v 84 % oziroma 74 % obdobjih nižji od današnjih pribitkov. Medtem se kreditni pribitki v ZDA v investicijskem in špekulativnem razredu gibljejo okrog povprečnih nivojev v zadnjih 22 letih.

³ Naravna stopnja obrestne mere je raven obrestne mere, ki še vedno spodbuja gospodarsko rast, toda v višini, ki ne povzroča pregrevanja gospodarstva.

Slika 4: Kreditni pribitki špekulativnih obveznic v ZDA in Evropi



Vir: Bloomberg, 23.8.2022

Glede na odločenost centralnih bank o ukrepanju za zaježitev inflacije ter upoštevanje negativen naklon obrestne krivulje v ZDA in vse slabše vrednosti nekaterih drugih vodilnih indikatorjev (število novih zahtevkov za brezposelnost, razmerje med novimi naročili in zalogami) lahko pričakujemo, da se bodo razmere v realnem sektorju zaostrovale, kreditni pribitki podjetniških obveznic pa bi lahko posledično še nekoliko porasli. Upoštevanje dinamiko gospodarske rasti in nivoja kreditnih pribitkov lahko sklenemo, da danes še ni čas za nadpovprečno izpostavljenost do obveznic. Pričakujemo pa, da bodo v prihodnjih mesecih državne in varnejše podjetniške obveznice donosnejše od obveznic špekulativnega razreda. Stabilnejše razmere na obvezniškem trgu pa lahko pričakujemo, ko bodo signali glede nižje prihodnje inflacije bolj zanesljivi, obrisi globalne gospodarske rasti v prihodnjem letu pa jasnejši.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, 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). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. 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 katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obeščanju 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 kapitalnih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.