



## Strategi v zadregi

8. november 2023, leto XV, št. 5



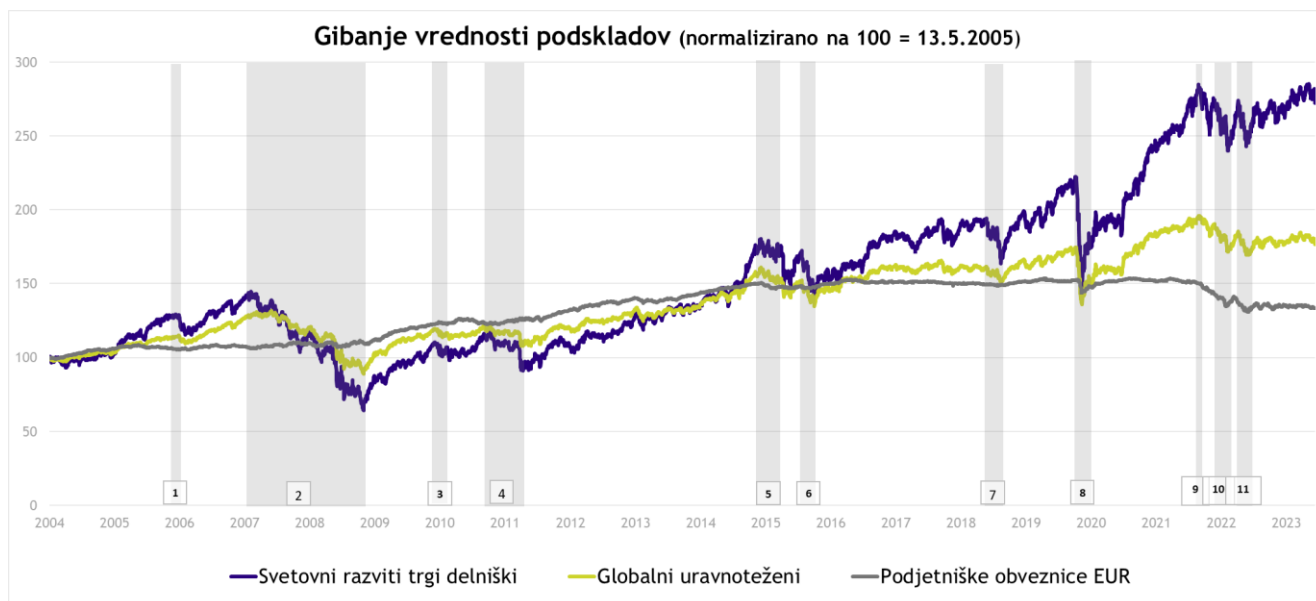
NLB Skladi, d.o.o.

Rok Potočnik, CFA

Višji upravitelj premoženja

## Pretekle korekcije in razlogi za njih

Človeški um slabe stvari rad pozablja in zato smo pripravili pregled vseh pomembnejših korekcij na finančnih trgih, ki so se odrazile tudi v gibanju naših podskladov. Izbrali smo 3 podsklade, ki so v naši ponudbi od začetka poslovanja družbe. Z namenom analize tako delniških kot tudi obvezniških naložb smo izbrali delniški sklad (SVET - Svetovni razviti trgi delniški), mešani sklad (GU - Globalni uravnoteženi) in obvezniški sklad (OBV - Podjetniške obveznice EUR). Učbeniška definicija korekcije je, da tečaju upadejo vsaj za 10 odstotkov. Tej definiciji smo sledili pri pripravi analize in se osredotočili na dogodke, ki so znižali vrednosti enote premoženja podsklada SVET za vsaj 10 %.



1	Hitri dvigi obrestnih mer
2	Pok nepremičninskega balona
3	Bonitetna ocena Grčije znižana v »junk« in evropska dolžniška kriza (1.del)
4	Evropska dolžniška kriza (2.del)
5	Grška dolžniška kriza in pok kitajskega delniškega balona
6	Padec nafte pod 30 dolarjev za sod in nadaljevanje ohlajanja Kitajske
7	Trgovinska vojna in višanje obrestnih mer
8	Pandemija virusa Covid-19
9	Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (1.del)
10	Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (2.del)
11	Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (3.del)



- 5. 5. 2006 do 13. 6. 2006: *Hitri dvigi obrestnih mer***  
SVET: -10,6 %, GU: -4,4 %, OBV: +0,8 %  
Na povečanje inflacijskih pritiskov so centralne banke odgovorile z dvigi obrestnih mer. V obdobju od 2004 do junija 2006 je FED 16x dvignil obrestno mero in ECB 3x. Investitorji so se zbal, da to ne bo dovolj za ukrotitev inflacije in cene delnic so v kratkem obdobju izgubile desetino svoje vrednosti. Najbolj so bili na udaru trgi v razvoju, ki so pred korekcijo beležili nadpovprečne rasti.
- 15. 6. 2007 do 9. 3. 2009: *Pok nepremičninskega balona***  
SVET: -55,5 %, GU: -31,1 %, OBV: +3,7 %  
V obdobju pred svetovno finančno krizo so cene ameriških stanovanjskih nepremičnin pridobivale od 10 do 15 % na letni ravni. Vse ugodnejši kreditni pogoji in prepričanja ljudi v nadaljnjo rast vrednosti nepremičnin so bili glavni razlogi, da so se posojiljemalci s slabšo kreditno ustreznostjo odločali za najem kreditov s spremenljivimi obrestnimi merami. Krizo so zaznamovali predvsem novi kompleksnejši izvedeni finančni produkti. Septembra 2008 je propadla ena večjih bank Lehman Brothers in nepremičninski balon je počil. Hišica iz kart se je sesula in strah pred morebitnim propadom finančnega sistema se je preselil po celem svetu. Cene delnic so se v povprečju razpolovile, vlagatelji pa so pobegnili v varne obveznice kar je vodilo v pozitivno donosnost obveznic, tako da je vrednost točke premoženja našega obvezniškega sklada v tem obdobju celo nekoliko pridobila.
- 15. 4. 2010 do 5. 7. 2010: *Bonitetna ocena Grčije znižana v »junk« in evropska dolžniška kriza (1.del)***  
SVET: -11,2 %, GU: -5,6 %, OBV: +0,7 %  
Strah pred težavami v visoko zadolženi Grčiji je sprožil množičen umik denarja iz njihovih bank. Država je konec aprila pri agenciji Standard and Poor's izgubila investicijsko bonitetno oceno. Vlagatelji Grkom niso bili več pripravljeni refinancirati dolgov in 23. 4. 2010 je bila država primorana za finančno pomoč zaprositi Mednarodni denarni sklad in ostale države v območju evra. ECB je maja 2010 vzpostavila program, po katerem lahko ECB in nacionalne centralne banke kupujejo dolžniške vrednostne papirje in s tem začasno stabilizirala razmere. SVET je izgubil okoli desetino vrednosti, OBV pa je po zaslugi varnih podjetniških obveznic ponovno zabeležil rast.
- 16. 2. 2011 do 19. 8. 2011: *Evropska dolžniška kriza (2.del)***  
SVET: -22,6 %, GU: -10,9 %, OBV: +2,5 %  
Velike gospodarske težave v perifernih državah Evrope so imele za posledico težave z odplačevanjem in refinanciranjem dolgov. Kriza se je razširila tudi v osrednje države Evrope, saj so bile nemške, francoske in druge banke lastnice obveznic prezadolženih držav in potencialni odpisi teh obveznic bi lahko pomembno vplivali na kapitalsko ustreznost največjih evropskih bank. Razlog za velik razkorak v makroekonomskih neravnovesjih med osrednjimi in perifernimi državami je bil tudi v nepopolnem sistemu skupne valute evro, saj se države, ki jih je kriza najbolj prizadela, niso mogle zateči k devalvaciji lastne valute. EU poleg tega tudi ni imela vzpostavljenih mehanizmov reševanja takšnih kriz. Pomanjkljivosti v evropski monetarni in fiskalni politiki so pod vprašaj postavile prihodnost skupne valute. Ob že visoki zadolženosti držav in visoki ceni zadolževanja so le-te imele tudi omejen manevrski prostor za sanacijo bank, ki so ob visokem obsegu slabih posojil potrebovale dokapitalizacijo. Tudi v tem obdobju povečane negotovosti so podjetniške obveznice z visoko bonitetno oceno predstavljale varno zatočišče za vlagatelje.
- 15. 4. 2015 do 29. 9. 2015: *Grška dolžniška kriza in pok kitajskega delniškega balona***  
SVET: -17,3 %, GU: -12,6 %, OBV: -2,5 %  
Težave v Grčiji se kar niso hotele končati. Pogajanja med njihovo vlado in posojilodajalci so zašla v slepo ulico, saj Grki niso želeli sprejeti precej bolečih reform v zameno za refinanciranje grškega dolga. Verjetnost odhoda Grčije iz evrskega območja se je v tistem času povečevala. Za dodatne razprodaje pa so poskrbele kitajske delnice. Po pretirani enoletni rasti, ko je indeks šanghajske borze pridobil okoli 150 %, je sledila boleča realnost: pretekli donosi so bili previsoki, delnice precenjene in v kombinaciji z ohlajanjem kitajske gospodarske rasti je bil upad neizbežen. Posledično so se sesedle tudi cene surovin, saj je bila Kitajska ena glavnih



svetovnih porabnic in uvoznic. Cena nafte je upadla pod 50 dolarjev za sod, čeprav je bila še leto prej nad 100 dolarji za sod. Obveznice so se nekoliko pocenile, delno zaradi nekoliko zvišanih inflacijskih pričakovanj, delno pa zaradi ekonomskih težav v južni Evropi.

6. **1. 12. 2015 do 11. 2. 2016: Padec nafte pod 30 dolarjev za sod in nadaljevanje ohlajanja Kitajske**  
SVET: -20,6 %, GU: -11,5 %, OBV: -0,6 %  
Države članice OPEC-a se niso dogovorile o znižanju količine načrpane nafte, saj so želele z ohranjanjem nizke cene iz trga izriniti ameriško konkurenco, ki je imela višjo proizvodnjo ceno. Cena nafte je posledično nadaljevala z upadi. Za sod je bilo potrebno odšteti manj kot 30 dolarjev, kar je bila najnižja cena po letu 2003. K pesimizmu so dodatno pripomogle razmere na Kitajskem, saj so investitorji z zaskrbljenostjo opazovali nižanje njihove gospodarske rasti in poskus transformacije v bolj storitveno ekonomijo. Cene obvezniških naložb se niso bistveno spremenile in so ponovno predstavljale ščit pred upadi na delniških trgih.
7. **3. 10. 2018 do 24. 12. 2018: Trgovinska vojna in višanje obrestnih mer**  
SVET: -15,8 %, GU: -7,3 %, OBV: -0,3 %  
Trgovinska vojna in splošno nezaupanje med ZDA in Kitajsko je prineslo dodatne tarife na izvoz nekaterih kitajskih izdelkov. V ZDA so se ob najnižji brezposelnosti v zadnjih desetletjih začeli pojavljati inflacijski pritiski, in rast cen je poleti dosegla skoraj 3 %. Fed je bil primoran zviševati obrestne mere. Posledično se je napoved prihodnje gospodarske rasti in dobičkov znižala, čemur so se prilagodile tudi cene delnic. Cena nafte se je sesedla za več kot 40 %, močno so se zvišali tudi kreditni pribitki za obveznice nižjih bonitetnih ocen, varne obveznice v skladu OBV pa so ohranile svojo vrednost. V tem obdobju smo se soočali tudi z možnostjo nenadzorovanega odhoda Britancev iz EU.
8. **17. 2. 2020 do 23. 3. 2020: Pandemija virusa Covid-19**  
SVET: -34,8 %, GU: -22,2 %, OBV: -5,1 %  
Svetovne finančne trge je pandemija koronavirusa povsem presenetila. Omejitve gibanja, delno delujoče ekonomije in vsesplošen strah so vodili v kaos na borzah. Z izjemo peščice najbolj varnih državnih obveznic so cene praktično vseh delnic in obveznic močno izgubljale. Tečajji bančnih in naftnih delnic so se v povprečju prepolovili. Cena nafte je prvič v zgodovini zašla v negativno območje – poraba je bila tako nizka, zaloge pa polne, da je prodajalec nafte plačal kupcu, samo da se je znebil »odvečnega« blaga. Dodatno sta Rusija in Savdska Arabija zvišali količino načrpane nafte. Upad cen finančnih instrumentov pa je bil po zaslugi izdatnih spodbud centralnih bank in vlad eden najkrajših v zgodovini. Izjemna likvidnost, s katero so trge podpirale centralne banke, je na trge vrnila optimizem. Rast, ki je sledila, je bila skoraj brez primere v zgodovini.
9. **4. 1. 2022 do 8. 3. 2022: Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (1.del)**  
SVET: -11,7 %, GU: -7,0 %, OBV: -3,1 %  
Tiskanje denarja v kombinaciji s težavami v dobavnih verigah, ki je vplivalo na zmožnost proizvodnje dobrin, je vodilo v rast cen, ki je bila vsak mesec višja in bolj problematična. Ameriška inflacija je presegla 7 %, evropska pa 5 %. Centralne banke so počasi spoznavale, da bo inflacija trajnejša od pričakovanj, zato so centralni bankirji pričeli z napovedmi o bodočih dvigih obrestnih mer, kar je znižalo cene obveznic. Situacija se je še dodatno zaostрила konec februarja, ko je ruska vojska nepričakovano vstopila v Ukrajino. Cene energentov so poskočile, cene večine delnic pa upadle.
10. **29. 3. 2022 do 17. 6. 2022: Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (2.del)**  
SVET: -13,0 %, GU: -9,6 %, OBV: -6,4%  
Podatki o podivjani inflaciji so si sledili eden za drugim in centralne banke so v ospredje potisnile umiritev rasti cen s pomočjo vse bolj zaostrene monetarne politike, četudi na račun nižje prihodnje gospodarske rasti oziroma celo recesije. Ameriška inflacija je presegla 9 %, evropska pa 8 %. Fed je hitel z dvigovanjem obrestne mere, ECB je napovedala dvige v prihodnosti in cene obveznic so nadalje upadale. Po zaslugi visokih presežnih prihrankov (kot posledica vladnih pomoči zaradi pandemije in nizkega trošenja) privarčevanih v preteklih dveh letih in nadaljevanja izdatnega državnega trošenja, je gospodarska rast ostala visoka,



brezposelnost pa izjemno nizka. Zahodni svet je vzpostavil gospodarske sankcije proti Rusiji, za Evropo pa je bilo najbolj boleče vprašanje kako nadomestiti ruski plin. Cena nafte se je približala 130 dolarjem za sod.

#### 11. 16. 8. 2022 do 30. 9. 2022: **Visoka inflacija, napoved višjih obrestnih mer in rusko-ukrajinski konflikt (3.del)**

SVET: -11,3 %, GU: -8,7 %, OBV: -5,8 %

Po dvomesečnem izboljšanju razpoloženja se je na borzo ponovno vrnil pesimizem. Vzroki za zaskrbljenost so bili enaki kot celotno leto: bistveno previsoka inflacija, ki je v Evropi preseгла 10 %, močni dvigi obrestnih mer in nadaljevanje vojne. K upadom delniških naložb so znatno prispevale tudi cene evropskega plina in elektrike, ki so poskočile na nepredstavljljive vrednosti. Vlagatelji so se iz delniških naložb umikali tudi po zaslugi povišanih političnih napetosti med ZDA in Kitajsko. Pod še posebej močnim prodajnim pritiskom so bile kitajske naložbe, saj je Kitajska bila svoj neskončni boj proti pandemiji. Ameriške tehnološke delnice (indeks NASDAQ) so v slabem letu dni izgubile več kot tretjino svoje vrednosti. Tudi za obveznice je bilo to leto eno najslabših v zgodovini, saj je prišlo do rekordno hitrega dviga obrestnih mer, kot posledica povišane inflacije.

### Zaključek

Iz zgornjega grafa in razlag korekcij lahko ugotovimo da krize niso prav redek pojav, vseeno pa so obdobja z naraščajočimi cenami finančnih instrumentov znatno daljša od obdobj popravkov. Ne samo daljša, tudi rasti v optimističnih obdobjih so višje, kot upadi v pesimističnih obdobjih. Ob morebitnih slabih časih si lahko pogledamo zgornji graf, kjer vidimo, da se je vsaka kriza slej kot prej končala, kar je vodilo v nadaljevanje rasti cen naložb. Opis preteklih dogodkov nas tudi opominja, da se večina problemov, ki v določenem trenutku povzročajo upade na trgih, skozi čas razreši in da so korekcije del investiranja. Iz grafa ravno tako vidimo, da so delniške naložbe na daljši rok precej bolj donosne od obvezniških, toda na račun višjih kratkoročnih nihanj. Z izjemo zadnjega inflacijskega šoka so se obveznice vedno izkazale za izrazito dober ščit pred krizami in ob trenutni višji ravni obrestnih mer je smiselno, da predstavljajo del portfelja varčevalca s povprečnim odnosom do tveganja. Žal je dejstvo, da se bomo tudi v prihodnosti prav gotovo še srečevali s takimi in drugačnimi krizami, vendar pametni varčevalec tako okolje izkoristi sebi v prid – v težkih časih dodatno dokupi naložbe po nižjih cenah in si s tem zviša pričakovano prihodnjo donosnost. Velja pa tudi omeniti da sta ekonomija in finančni svet izjemno kompleksna, kjer je prihodnost težko predvideti. Analize ravno zato dokazujejo, da navadno najboljše donose ustvari varčevalec, ki je konstantno investiran in ne poskuša s prodajami »zadeti« borznega vrha oziroma z nakupi borznega dna. Tovrstno tempiranje se običajno odrazi v napačnih odločitvah, zamujenih rasteh in vodi v realizacijo podpovprečnih donosov.

Opozorilo: »Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 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, investicijske raziskave po 19. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 77/2018 s spremembami in dopolnitvami, v nadaljevanju: ZTFI-1) oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu 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 ali za izvajanje investicijskih raziskav in finančnih analiz ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s posli s finančnimi instrumenti, saj 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 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. 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 izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. To je tržno sporočilo. Pred sprejemom katere koli končne naložbene odločitve glejte Prospekt krovnega sklada NLB Skladi z vključenimi pravili upravljanja in dokumente s ključnimi informacijami za posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi, ki so vlagateljem v slovenskem jeziku brezplačno dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih (poslovalnice NLB d.d.) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Popolne informacije o tveganjih so navedene v Prospektu krovnega sklada NLB Skladi z vključenimi pravili upravljanja in dokumentih s ključnimi informacijami za posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi. Pretekla uspešnost ne napoveduje prihodnjih donosov. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno