

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 10.1.2018  
Avtor: mag. Samo Lubej

## Več nihajnosti v 2018?

Dejstvo je, da že od leta marca 2009 na razvitih **trgih nismo zabeležili uradnega medvedjega trenda** (korekcije vsaj -20%). Hkrati pa je tudi dejstvo, da se **svetovna ekonomija** že dolgo ni počutila tako **živo in ambiciozno**, kot ob vstopu v 2018.

Kljub gospodarski rasti in še vedno relativno cenenu denarju pa je z naložbenega vidika na mestu vprašanje, **kaj je še dovolj poceni, da bi bilo smiselno kupiti?**

Delniški indeksi (z izjemo Japonske) so pozitivno presenetili in postavljajo **nove rekorde iz dneva v dan**. Obveznice se držijo blizu zgodovinsko najvišjih cen, hkrati pa se vse bolj resno spogledujejo z napovedmi sicer zelo počasnih in previdnih rasti obrestnim mer. Kakorkoli **bodo obrestne mere rastle**, te vsaj v prvi fazi ne pomenijo nič dobrega za vlagatelje v obveznice.

**Analitiki** tako ob še podaljšanih pričakovanjih o nizki donosnosti na fiksnih donosih (obveznicah) **spet dajejo prednost delnicam**, saj vsaj v EU ob hitro rastočem izvozu dobički podjetij rastejo in opravičujejo nadaljnjo rast vrednosti delnic.

Preden se spustimo v napovedi za 2018, je prav pogledati, kaj smo napovedali za 2017 in kaj je to leto dejansko pustilo za sabo.

### 2017- leto lagodne plovbe

**Četudi na začetku ni izgledalo tako, se je leto 2017 izkazalo kot relativno mirno** in zato tudi pozitivno. Največji strahovi glede nacionalizmov in separatističnih idej se niso zgodili, Angleži so ostali osamljeni v svoji odločitvi, ki jo vsaj gospodarstvo že krepko obžaluje.

# The Domino Defect



Vir: Financial Times, 2017.

## ZDA v 2017

Lani tak čas smo izpostavili dve ključni vprašanji in nanju hipotetično odgovorili:

1. Ali smo dejansko v **ZDA doživeli dno tokratnega demografskega cikla**, ki se je začel 2006 – 2007?

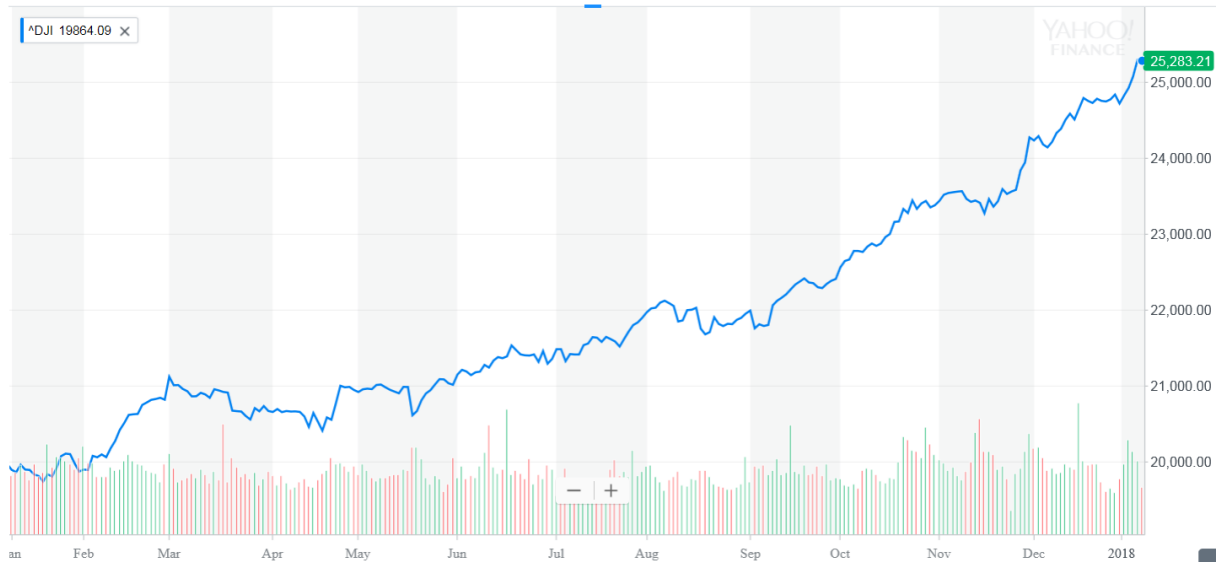
Lani smo previdno postavili hipotezo, da bi lahko bili. Kolikor lahko presodimo iz sedanjega stanja, **smo ocenili pravilno**. Vendarle pa velja poudariti, da še vedno ne moremo s polno gotovostjo trditi, da smo dejansko čez dno. Res je, da gospodarstvo ZDA raste in kaže znake moči, a ne moremo in ne smem spregledati opozoril. Najprej, gospodarska rast 2,5% v 2017 (enaka je napoved za 2018) je pripeljala do točke, kjer je **brezposelnost padla na vsega 4,1%**, kar je že krepko pod ciljnim nivojem (5%).

2. Ali smo v **ZDA doživeli tudi dejanski obrat gospodarske in s tem tudi naložbene politike**?

Inflacija je iz novembrskih (FED-ovih ciljnih) 2%, poskočila na decembrskih **2,2%** letno in s tem potrjuje pritiske, ki jih nakazujejo podatki trga dela: **Praktično dela vsakdo, ki je za to sposoben in želi delati**. FED je v 2017 tri krat dvignil obrestno mero za 25 bazičnih točk (0,25%) in je trenutno na nivoju 1,25 – 1,5%. Pričakovati je, da bodo z dvigavanjem obrestnih mer nadaljevali v 2018 in s tem brzdali inflacijo in gospodarstvo pred pregrevanjem.

## Delnice

Ob izostanku negativnih dogodkov smo bili posebej v **zadnji tretjini leta deležni izrazito ugodnih gospodarskih** razmer in s tem delniških rasti do novih rekordov.

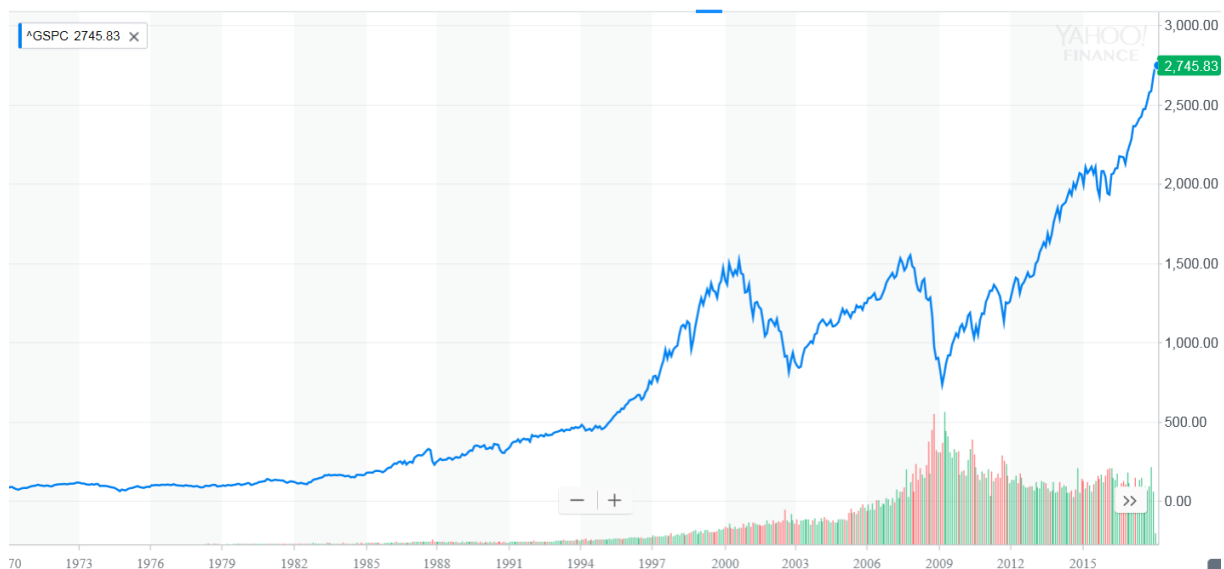


Premik DJIA v letu 2017.

Vir: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Indeks DJIA je tako samo lani porastel za kar 26,7% v USD, če preračunamo v Evre pa je bil porast dobrih 12%.

In če smo že lani tak čas opozarjali, da gredo **vrednosti delnic in pripadajočih indeksov v nebo** in postajajo nevarno previsoke, bo ob pogledu na naslednji graf vsakomur jasno, da **se je ta skrb za leto 2018 samo še povečala**.

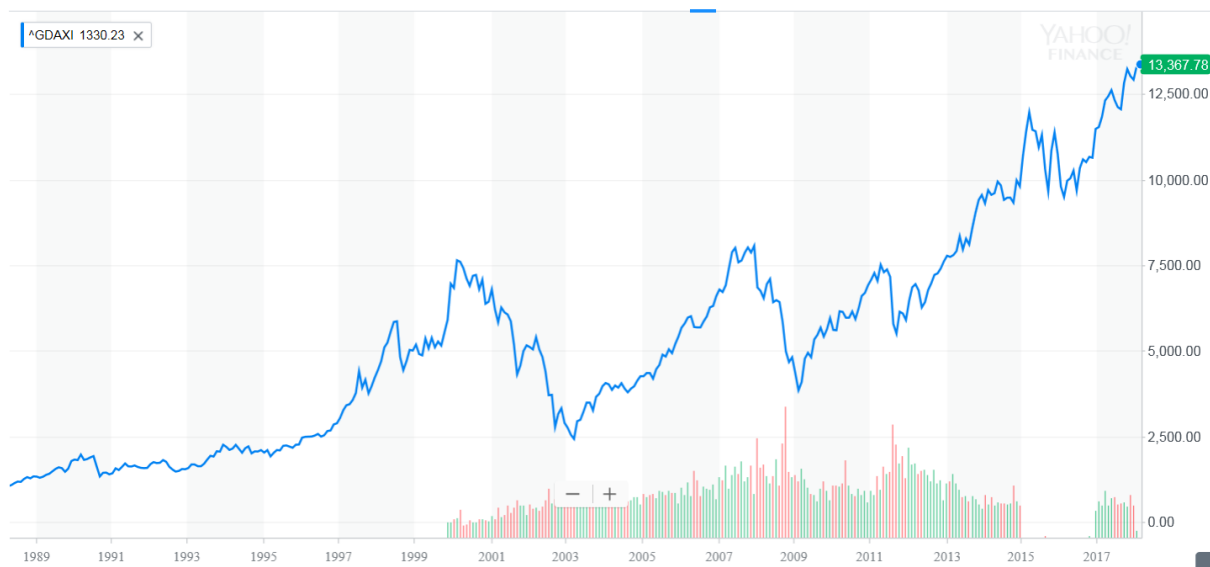


Premik S&P 500 v obdobju 1/1970 – 12/2017.

Vir: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Kljub logaritemski skali je razločno vidno, kako močno je porasel najpomembnejši indeks v ZDA. Krepko smo presegli vrhove iz leta 2000, ki so bili ponovljeni 2007 in so sedaj preseženi za kakšnih 70%.

Posebej v drugi polovici leta, ko so se za EU in gospodarstvo ugodno iztekle praktično vse volitve in so **gospodarski rezultati presegali napovedi**, smo doživeli tudi v EU visoke skoke indeksov. DAX je tako lani pridobil 14,8%, čeprav še septembra ni niti približno tako kazalo.



Premik DAX v obdobju 1/1988 – 12/2017.

Vir: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

## Valute

V razmerju EUR/USD smo ravno pred letom dni v naše preglede vnesli najnižje menjalno razmerje in takrat povzeli analitike, da v letu 2017 ni pričakovati večjih premikov v tečaju. To napoved so delno zamajale aktivnost v ZDA, kjer so republikanci z vsemi sredstvi, tudi davčno reformo, štartali na razvrednotenje USD in tudi **trikratno zvišanje obrestne mere** ni pomagalo. Na drugi strani Atlantika pa je Draghi jasno najavil, da bo ECB v drugi polovici 2017 začela **opuščati ultra sproščeno** denarno politiko in jo tudi je. **Umiritev političnih strasti in odlično gospodarsko okrevanje so tako Evru dvignile ceno.**

Tako se je **v letu dni Evro okrepil za 14,89% proti USD**. Tudi v primerjavi s surovinskimi valutami se je Evro okrepil in sicer za 6,94% proti AUD, 7,62% proti NOK in za 5,25% proti AUD. Očitno je, da se dvig cen surovin in energentov dogaja s precejšnjim zamikom glede na prejšnje gospodarske cikle in je učinek krepitve surovinsko-energetskih valut vsaj do Evra (do USD pa ne) manjši, kot je krepitev Evra zaradi močnega izvoza. To spoznanje zahteva ukrepanje. Pri nekaterih smo delno že odprodali naložbe v teh valutah, pri nekaterih pa še bomo.

## Energija in surovine

**Kljub napovedim analitikov o rasti cen energentov, se to generalno v lanskem letu ni zgodilo.** Cene delnic podjetij so v energijskem sektorju dosegle dno nekje v začetku jeseni, proti kocu leta pa so se vseeno odzvale na pospešeno gospodarsko rast in rast cene energentov. **Očitno smo bili z nakupi prehitri...**

Komentarji izpostavljajo dejstvo, da se je energetska panoga v zadnjih 10 letih krepko preoblikovala. Američani pri sedanjih cenah proizvedejo dovolj nafte za svoje potrebe, plin izvažajo v velikih količinah. Generalno se je potrošnja v razvitem svetu obdržala na nivojih izpred 10 let, oz. celo stagnira. Ključni porabniki postajajo države v razvoju.

## Plemenite kovine

Generalno gledano so **se plemenite kovine v USD premalnile relativno malo.** Zlato in s tem tudi naša najpogostejša naložba GLD je porasla za 12% v USD. **Zaradi valutnega premika, ki je bil večji od rasti Evra so se v Evru plemenite kovine pocenile.**



Premik GLD v letu 2017.

Vir: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Podobno je ETF sklad GDX, ki pokriva sektor zlatokopov lani v USD pridobil 6,39% v Evru je torej izgubil 8,5%.

Glede na razmere na trgu tak rezultata tudi ne sme biti presenečenje. Vlagatelji se seveda ozirajo po trenutno vročih naložbah, vemo pa, da so **plemenite kovine tiste zvezde, ki najbolj zasijejo v kriznih časih.**



Premik zlata za zadnjih 17 let (USD).

Vir: [www.charts.kitco.com](http://www.charts.kitco.com)

Zlato je svoj zgodovinski vrh doseglo septembra 2011, nato doživelo resno korekcijo za 75% do decembra 2015 in od takrat mu vrednost (v USD) raste. Generalno gledano **lahko rečemo, da so plemenite kovine trenutno verjetno ena najbolj podvrednotenih naložbenih razredov.**

### Pogled na 2018

Kot izhodišče se ponuja zaključna mislem mnogih analitikov, da **v danem trenutku na naložbenih trgi ni nič (več) poceni.** Z njimi bi se lahko v veliki meri strinjali, a na trditev moramo pogledati z vidika trenutnih razmer in oportunističnih možnosti. Gledano tradicionalno, so vrednotenja, posebej na osnovi zgodovinskih povprečji kazalnikov (P/E recimo) ušla že krepoko previsoko, posebej v ZDA. A ko jih primerjamo z alternativami, vidimo, **da so ob rastočih dobičkih zaradi izjemno visoke gospodarske rasti še vedno vsaj previdno zanimiva.**

Izpostaviti je potrebno, da je po dolgih letih, ko so med letom analitske hiše, centralne banke, IMF in še kdo konstanto popravljali gospodarske napovedi navzdo, bilo lani prvič, da se je zgodilo obratno. Napovedana **svetovna gospodarska rast** je bila pri IMF za letos najprej 3,3%, nato 3,4, in kot kaže bo dejaska rast še najbližje **3,6%. Napoved za 2018 so zato postavili na 3,7%.**

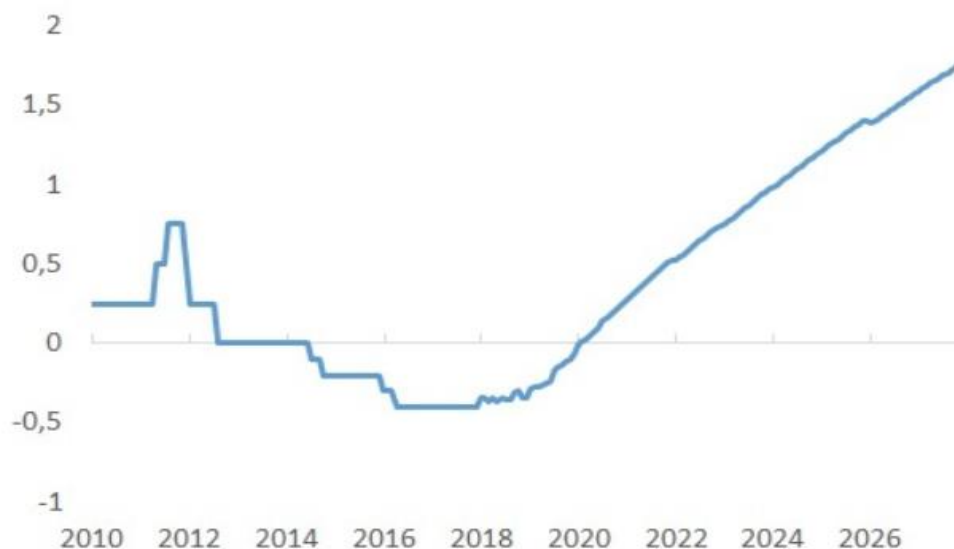
Kot smo že povedali prej, bodo ZDA rasle za 2,5% in EU 2,3%. Povejmo še, da je bila za lani še spomladi napoved za EU 1,7%, dejansko pa smo leto zaključili z 2,2% rastjo.

### Centralne banke

**Pričakovati je nadaljevanje trenda rastočih obrestnih mer,** s čemer naj bi postavili varovalo pred pregrevanjem gospodarstva in preveliki inflaciji. To velja predvsem za ZDA. Analitiki pričakujejo v povprečju ponovno tri dvige pri **FED po 25 bazičnih točk, torej konec leta na nivoju 2 – 2,25%.**

ECB je nekoliko bolj zadržana, znižala je program odkupa obveznic za polovico in najavila njegovo ukinitvev konec 2018. **O dvigu obrestnih mer v EU vsaj za letos še**

**ni bilo govora**, čeprav vsaj simboličen dvih proti koncu leta ne bi smel biti presenečenje, če se bodo nadaljevali odlični gospodarski rezultati in bo porastla tudi inflacija.



Depozitna obrestna mera ECB in napoved (v %)  
Vir: Bloomberg

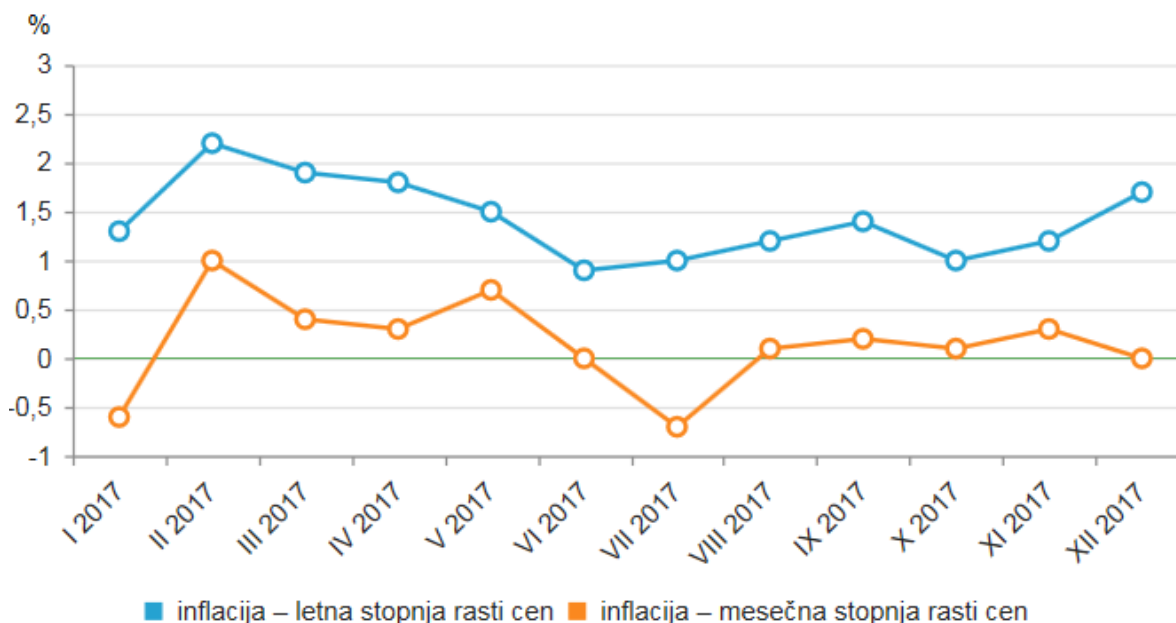
V **EMU smo imeli lani tako 1,5% inflacijo**, za naslednje leto lahko pričakujemo višjo.



Inflacija v EMU in pogled v 2018.  
Vir: EUROSTAT

Letna inflacija se je obrnila navzgor tudi v **Sloveniji** konec lanskega leta in se ustavila pri **1,7%**. Napovedi pa, ob rekordno nizki brezposelnosti, še vedno močni gospodarski rasti seveda kažejo še višje.





Inflacija v Sloveniji za 2017.  
Vir: Vir Slovenski statistični urad

O inflaciji v EU in ZDA se je [podrobneje razpisal](#) tudi analitik Tadej Kotnik za Finance.

## Delnice v 2018

Kljub vsemu povedanemu o precenjenosti, oz. morebitnem potencialu delnic se večina analitikov nagiba k **običajni (ciljni) izpostavljenosti** ali celo nekoliko povečani izpostavljenosti temu naložbenemu razredu. Vsi pa se strinjajo, **da tako umirjene in enostmerne rasti v 2018 ni več za pričakovati**, oz. je verjetnost zelo majhna. Zato **priporočajo uporabo naložbenih oblik, kjer bo možno aktivno prilagajanje razmeram na trgu**, kot zapiše tudi analitik KD Skladov, Primož Cencelj. To so ali skladi s fleksibilno naložbeno politiko, ali direktni nakupi delnic ali ETF skladov s precej ozko nastavljenimi Stop Loss naročili.

**Prednost se geografsko daje EU** (predvsem obrobim deželam) in trgov v razvoju, manj ZDA, tako zaradi izredne dosedanje donosnosti, kot tudi izpostavljenosti USD, za katerega se še vedno pričakuje, da bo vsaj rahlo izgubljal proti Evru.

Sektorsko se izpostavlja finance in tehnologijo, nekateri tudi surovine in energijo, ki naj bi končno doživele svetlejše dni.

## Obveznice

Obveznicam, posebej dolgoročnim, **dokončno zmanjkuje prostora**. Posebej neugodna je situacija za obveznice nominirane v USD, ki so dodatno izpostavljene še neugodnemu valutnemu trendu.



Nekateri analitiki vidijo še **nekaj potenciala pri podjetniških in t.i. High Yield** obveznicah. A tudi pri slednjih je nujna previdnost, saj bi ob primeru nastanka nestabilnosti v gospodarstvu lahko trpele tudi te.

### **Plemenite kovine**

Napovedi glede plemenitih kovin nihajo nekje **med stagnacijo in skromno rastjo**. A se analitiki strinjajo glede tega, da **njihov čas ponovno pride ob naslenji korekciji**.

V naših portfeljih tako ne bomo spreminjali izpostavljenosti do plemenitih kovin, saj so tudi sedaj prisotne predvsem v konservativnejših portfeljih. Če se bodo razmere na trgu bistveno spremenile v negativni smeri, pa bomo povečali njihov delež v portfeljih.

### **Alternativne naložbe**

V nasljenem letu se lahko nadejamo kar nekaj izplačil iz naslova alternativnih naložb, ki praktično vse dobro poslujejo. Po nekaj zadržanih izplačilih v letošnjem letu s strani nemških ponudnikov (zaradi spremembe zakonodaje, ki bo za nemške vlagatelje sedaj ugodnejša), bo tudi to razlog za več izplačil.

Čeprav se je tudi na trg alternativnih naložb v zadnjih letih zlilo ogromno svežega kapitala, pa je vendarle tudi **v tem letu pričakovati nekaj novosti**, ki jih bomo sproti predstavili zainteresiranim.

### **Black Swan Event**

Kaj bi lahko bili morebitni dogodki, ki bi lahko zmotili idijo na borzah in v gospodarstvu. Naštejmo jih nekaj:

- **Severna Koreja** je že dolgo na tapeti, konec 2017 so na pobudo ZDA in pristankom Kitajske in Rusije v Združenih Narodih potrdili do sedaj najstrožje ukrepe, ki vsebujejo embargo na uvoz energentov. Dovoljen je uvoz zgolj cca. 25% normalnih potreb nafte in derivatov, kar naj bi S. Korejo v 3 – 4 mesecih spravilo na kolena. Takšno energetska »izsuševanje« se lahko smatra kot **izčrpavanje pred dokončnim obračunom**.
- **Trump-ove** zgodbe in zgodbice, kjer se lahko mimogrede zgodi, da bo njegova oblast resno omajana. Če s tem kombiniramo letošnje elekcije v oba doma senata, bi lahko bil najbolj neugoden scenarij izguba večine v obeh.
- **EU** – Čeprav izgleda gospodarska slika idilično kot že dolgo ne, se sestavljanje vlade v Nemčiji vleče in zna se zgoditi, da bodo potrebne nove volitve. Dogajanje v Španiji, Grška zgodba, Poljska nova zakonodaja, ki je v neskladju z evropsko...

Finance so pripravile tudi [koledar](#) pomembnih dogodkov s komentarji.

### **Naložbeno priporočilo**

V zadnjih dveh mesecih smo naridli **nekaj premikov v smislu selitve iz USD v Evro in tudi EU delnice**. Z nekaterimi vlagatelji smo izkoristili tudi prodajni pritisk na domači in hrvaški borzi.

**Nadaljevali bomo s selitvijo sredstev iz drugih valut v Evro** in zmerno in preišljeno in skali še zanimive naložbene priložnosti na delniških trgih Evrope in tudi na razvijajoči se trgih. Ker vendar, [strinjati se moramo](#) tudi z analitikom Lokarjem, **ugodne gospodarske razmere nas ne smejo preslepiti**, saj so vsaj delno že vračunane v tečaje. Posebej pri bolj konservativnih portfeljih bomo pobrali del dobičkov in v bolj umirjenih naložbah čakali novih proložnosti.

V letošnjem letu **se bo izteklo kar nekaj obvezniških naložb**, ki jih vsaj po sedanjih izgledih **ne bomo obnovili**. Sredstva bomo vsaj začasno držali v denarju, ali pa jih razporedili v alternativne naložbe.

Generalno gledano **se bomo skušali peljati s pozitivnim tokom**, ki je zajel delniške trge, hkrati pa **moramo imeti pripravljene scenarije za primer, ko se bo trend obrnil**.

Do **konca februarja je potrebno oddati tudi davčne napovedi za 2017**. Kjer imamo takšen dogovor, vam bomo pravočasno pripravili predloge za oddajo napoved, ostali pa na to obveznost nikar ne pozabite.