

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 9.1.2019.  
Avtor: mag. Samo Lubej

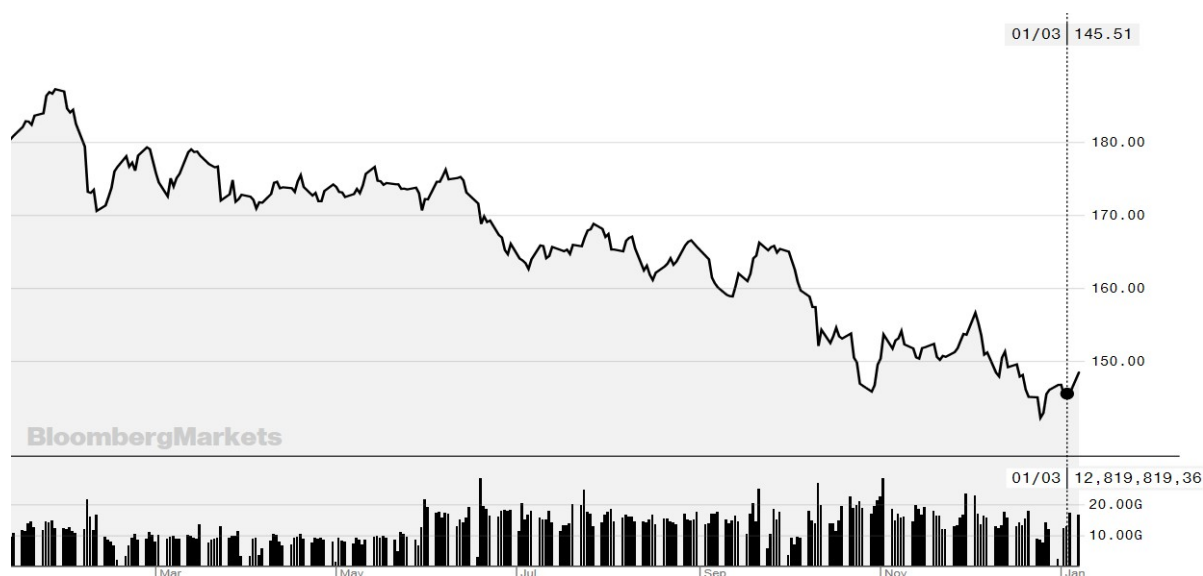
## Ko medved pozimi ne spi

**Ni bilo potrebno prav dosti.** Nekaj nespametnih izjav politikov, nekoliko **slabši gospodarski rezultati** in že smo se strmo peljali navzdol. Posebej decembra, ko smo vajeni rasti. Le trije od zadnjih 24 decembrov so bili negativni, še najbolj seveda zadnji. Tako so se lani v zadnjih tednih stvari obrnile na glavo.

**Ne moremo reči, da je bilo nepričakovano ali neupravičeno.** Zato je tudi **večina portfeljev dogajanje prenesla dobro ali vsaj solidno, saj smo se na popravke pripravljali** že več kot leto dni.

### Ko padajo domine

Če se ozremo čez lansko leto, so se **težave v bistvu najprej začele v Aziji** in trgih v razvoju, kjer si indeksi sploh niso več opomogli **po januarski korekciji**. Razloge lahko iščemo v vse močnejšem USD, trgovinski vojni, repatriaciji denarja v ZDA. Gotovo tudi v »zrelem«  
gospodarskem ter borznem ciklu, saj so morale tamkajšnje banke slediti FED in dvigati obrestne mere. **Rezultat je tako 19,8% padec indeksa MSCI Asia Pacific AC v USD**, v Evru pa še več, **v medvedji teritorij**.



Gibanje MSCI Asia Pacific ACM USD. Časovno obdobje 2.1.2018 – 3.1.2019.

Vir: [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)

**Naslednja žrtev** je bila **Evropa**, ki nikakor ne more brez takšnih ali drugačnih notranjih kriz ali izzivov, ki konstantno **držijo delnice podcenjene**. V lanskem letu so to bile težave okoli Brexita, Italija s svojo vlado in proračunskim primanjkljajem, Francoske vstaje, Deutsche Bank, odhajajoča kanclerka Merklova in še bi lahko naštevali. Kot je razvidno iz spodnjega grafa, če so se **evropski trgi** še nekako držali do sredine leta, so povsem popustili v jesenskem kvartalu in **zaključili za 13% v minusu**.



Gibanje MSCI Europe v Evrih. Časovno obdobje 2.1.2018 – 2.1.2019.

Vir: [www.msci.com](http://www.msci.com)

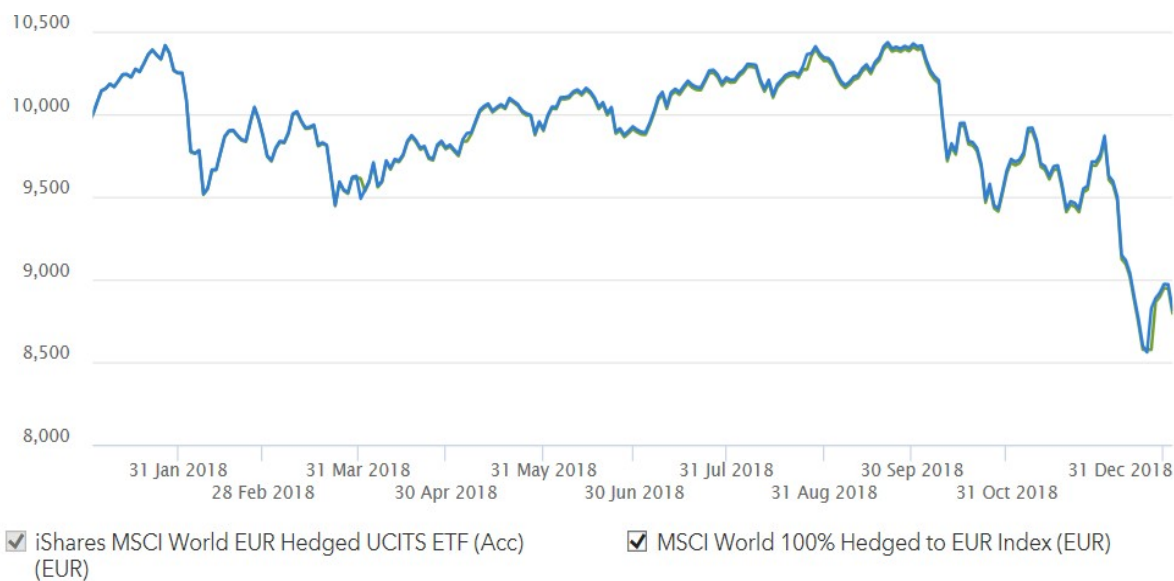
**Najdlje in najbolj čvrsto so se držale borze v ZDA**, kjer je gospodarska lokomotiva delala s polno paro. Dosegli so recimo **najnižji nivo brezposelnosti v zadnjih 24 letih**. V naših portfeljih se je to še dodatno poznalo skozi krepitev USD. Ameriški indeks **DJIA je tako še oktobra nekaj dni zapored postavljaj zgodovinske rekorde**, potem pa do Božiča **padel za 18,7% v USD**. V času našega opazovanega **letnega obdobja je DJIA padel za 9,4% v USD**.



Gibanje DJIA v USD. Časovno obdobje 7.1.2018 – 7.1.2019.

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

Če pogledamo še na globalni indeks, delniški **MSCI World**, smo lahko tokrat veseli, da je glavna valuta USD. Indeks je merjeno v Evru v začetku **oktobra še enkrat potrdil vrhove iz začetka leta**, potem pa je šlo samo še navzdol. Posebej decembra, ko je tal pod nogami zmanjkalo tudi delnicam v ZDA, ki imajo v tem indeksu seveda največjo utež.



Gibanje MSCI World €. Časovno obdobje 2.1.2018 – 2.1.2019.

Vir: [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)

**Zaključimo lahko, da so svetovni delniški trgi v povprečju v letu 2018 izgubili merjeno v Evru dobrih 10%.**

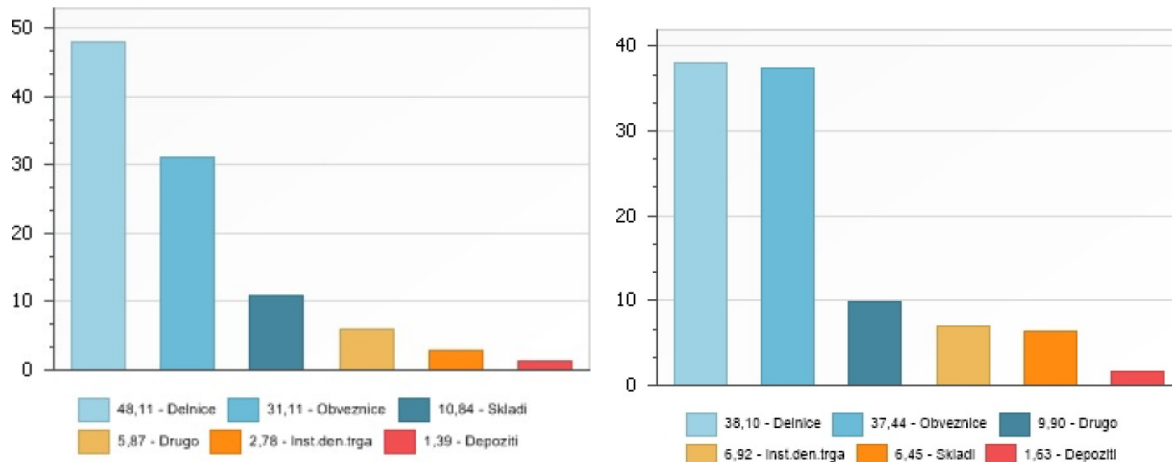
### Leto za aktivno upravljanje

Če pustimo indekse ključnih svetovnih trgov ob strani in se spustimo bolj na operativne in lokalne nivoje, je bilo kar nekaj »eksotičnih«  
trgov in delnic, ki so v letu 2018 naredili lepe donose. Tako recimo večina balkanskih **borz, makedonska celo več kot 30%**. Vmes so se našle tudi delnice, ki so ponudile enkratne, a zelo visoke donose. Tako smo »stavili«  
na **Gorenje d. d.** pri večini s prestopi v sklade, ki so imeli v svojih portfeljih tja do 10% te delnice, pri nekaterih smo (do)kupili nekaj teh delnic pred prevzemom. Skupaj z ostalimi blagodejnimi učinki, ki jih je prevzem Gorenja d. d. prinesel na borzo v Ljubljani, smo v par tednih naredili v skladih 4-6% donos, pri delnici Gorenje d. d. pa se je cena skoraj podvojila ob prevzemu.

Izpostaviti velja tudi **Krko d. d.**, pogosto zastopano v naših portfeljih, ki je v zadnjem opazovanem obdobju (**2.11.2018 – 2.1.2019**), ko je vse grmelo navzdol, naredila **6,7%** donosa. Cena delnice se na letnem nivoju skorajda ni premaknila, seveda pa je tudi lani razveselila **5% dividenda**.

**Leto 2018** je bilo z **vidika izbire primernih naložb kar zahtevno**. Potrebno je bilo **veliko premeščanja med različnimi trgi in sektorji**. Zagotovo je bil pomemben pravočasni premik **iz cikličnih v ne ciklične ali celo proti ciklične delnice**. Na koncu pa tudi umik iz delnic v denar in še kaj drugega.

In tukaj **pride do izraza aktivno upravljanje**. Poglejmo na primeru. Če je bilo recimo v pogostem »gradniku«  
naših portfeljev, KD-jevem fleksibilnem vzajemnem skladu Galileo še leto poprej v portfelju **59% delnic** (delnice + skladi), je bilo stanje leto dni **kasneje 44,5%**. Skoraj 15% manj delnic torej in tudi te so bile bolj defenzivne, kot pa letno dni nazaj. Za dobrih 6% se je povečal delež obveznic, najbolj pa pozicija denarja (depoziti in instrumenti denarnega trga), kar je razumljivo.



KD Galileo, struktura portfelja po vstah naložb, 12/2017 in 12/2018.

Vir: KD Skladi – mesečna poročila

Ko teče vse po maslu, kot recimo 2017 in aktivno upravljani skladi praviloma ne dosegajo ali presegajo svojih primerjalnih indeksov, se lahko vprašamo, ali so takšne naložbe smiselne? Ko pride leto, kot 2018, je odgovor zagotovo na dlani.

Sicer so tudi portfelji SUPER Klubov-cev in strank PROSPERITA Family Office **leto končali v rahlem minusu**, a ker smo portfelje prilagodili pravočasno, so to bili **bistveno manjši** nihaji navzdol v primerjavi s trgom oz. primerjalnimi indeksi. Tako smo brez večjih prask in z bolj ali manj pripravljenimi portfelji vstopili v novo, kot kaže ponovno dokaj dinamično naložbeno leto.

### Naša napoved za 2018 – Ali smo zadeli?

V prvem poročilu SUPER Klubu v letu 2018 smo leto nazaj postavili kot naslovno temo **»Več nihajnosti v 2018?«** in se strinjali z večino analitikov, da tako umirjeno in enosmerno, kot je bilo 2017 in še kakšno leto prej, 2018 zelo verjetno ne bo. **Predvideli smo dinamične razmere**, v katerih se bomo v lov za donosi podali z bolj prilagodljivimi in/ali borzno neodvisnimi produkti.

Z napovedjo smo zadeli. Kar se portfeljev tiče, pa **smo nadaljevali preoblikovanja v smeri bolj defenzivnih, prilagodljivih in borzno neodvisnih naložb**, s čemer smo začeli že v 2016 in 2017, sedaj lahko rečemo, da nekoliko prehitro.

### Pogled v 2019

Z veliko mero gotovosti lahko sedaj zapišemo, da **smo najvišje stopnje gospodarske rasti v tem, že zelo starem gospodarskem ciklu videli v 2017**. Podatki za 2018 so že nižji, napovedi za 2019 in dalje so še nižje. A še vedno smo, tako globalno, kot po vseh ključnih regijah v **fazi gospodarske rasti**, čeprav vsaj za nekatera območja ne sme presenetiti vsaj t. i. »tehnična« recesija.

### Evropska unija

Tako je recimo z za nekaj **desetink negativno gospodarsko rastjo v 3. kvartalu presenetila Nemčija**. Razlogi naj bi bili pri težavah avtomobilske industrije z doseganjem novega okoljevarstvenega standarda (Euro 6c), kar naj bi v zadnjem kvartalu popravili. A če bo tudi zadnji kvartal gospodarska rast negativna, so formalni pogoji za recesijo izpolnjeni. Če tudi bo vzročna in dejansko »tehnična«, bodo jo mediji pograbili in domine bodo padale - vsi bodo trošili manj ...

Generalno se za **Evropsko unijo** računa, da je **2018 zaključila z 1,5% gospodarsko rastjo**, v **letu 2019** pa se pričakuje **1,4%** gospodarska rast, četudi se temni oblaki težav nikakor nočejo raziti, ob tem pa tudi ECB počasi a očitno odločno zapira pipico poceni denarja. Že tako **ugodnejše vrednotene evropske delnice** pa po decembrskem padcu tečajev po mnenju mnogih analitikov že **predstavljajo nakupno priložnost**. Seveda ob podmeni, da se bodo Brexit in nekatere druge ključno problematične zgodbe Evrope ugodno zaključile.

V kakšen stanju je Evropa kot politična tvorba pokaže tudi dejstvo, da se ZDA in Kitajska glede pogojev trgovanja dogovarjata na visokem, oz. najvišjem političnem nivoju, za Evropo pa so na pogajanja šli šefi največjih avtomobilskih koncernov.

**Združeno Kraljestvo** tokrat še komentiramo pod naslovom EU, čeprav se zadnji marec 2019 zelo hitro bliža. Dejansko je ta ekonomija v največji nemilosti od vseh, ocene analitikov kažejo, da je **odločitev za Brexit že do sedaj odnesla 3,2% BDP na otoku**. Če se bodo politiki vendarle strinjali in podprli sedanji dogovor o izhodu, potem bodo dodatne posledice relativno majhne. Če pa bodo zavrnili pripravljene sporazum, potem se znajdemo v področju, za katerega ni razdelanih scenarijev in bodo posledice seveda najbolj boleče.

Zadnje dni je zaslediti tudi vse več izjav, da **sporazum o razdružitvi v parlamentu nima večinske podpore** in zato naj bi Britanci zaprosili za **odlog datuma izstopa**. S tem se agonija samo podaljšuje, saj je EU dala jasno vedeti, da je to najbolje, kar lahko Britanci dobijo.

#### ZDA in Kitajska

**Z razlogom ju tokrat obravnavamo skupaj**, saj sta se ti dve velesili zapletli v **dvoboj za strateško globalno prevlado**, kjer smo dejansko vsi ostali samo kolateralne žrtve.



Vir: [www.chinamatters.com](http://www.chinamatters.com)

Trenutno sta **ključni dve bojišči**: **Trgovinska** vojna in **tehnološka** vojna.

Pri prvi sedaj že **veljajo 10% carine** na uvoz blaga iz Kitajske v ZDA, v nasprotno smer so carine prav tako v veljavi. Poudariti je treba, da že posledice sedanjega stanja **škodijo gospodarstvom obeh držav**, kot posledično tudi celega sveta, a si s sedanjim stanjem ZDA zagotavljajo vsaj kratkoročno prednost. Predsednika obeh velesil sta se dogovorila, da bodo do konca marca 2019 skušali **skleniti dogovor**, s katerim bi se dogovorili, kako bodo trgovali v prihodnje, saj se zavedajo, da **uvedba 25% carin s 1.4.2019** s strani ZDA in podobnih proti ukrepov s strani Kitajske pomeni zelo boleče posledice za vse.



Drugi del se bje na tehnološkem področju, kjer sta glavna akterja **kitajski Huawei** in sicer manj izpostavljen, a očitno **ameriški Apple**. Po tem, ko je Huawei lani izrinil Apple iz mesta drugega največjega izdelovalca pametnih telefonov in si prvič zagotovil z modelom P20 Pro tudi slavo tehnološko najbolj dovršenega pametnega telefona na svetu, se Apple spopada s stagnacijo prodaje in upadom dobička. **Kitajci so v letu 2017 prijavi in registrirali dvakrat več inovacij in patentov kot Američani**. Očitno je, da tudi na tem področju dohitevajo in prehitujejo dosedanje vodilne sile. Seveda pa bi jih **Američani pri tem radi ovirali**, kolikor je možno. Pri tem uporabljajo tudi dvomljive metode, kot so recimo aretacije vodilnih ljudi Huawei-a zaradi domnevnega posredovanja visokih tehnologij Iranu, ki je pod embargom.

**IMF** je takoj pohitel z izračunom, da bi **»totalna«** **trgovinska vojna** (25% carine) pomenila za okoli **1% manjšo rast BDP za Kitajsko, za ZDA pa so ocene od 0,3 do 0,5%**. To so velike številke in bi seveda pustile opazne posledice tudi na borzah.

Analitiki so mnenja, da si **Trump v tem trenutku ne more privoščiti zaostrovanja trgovinskih vojn**, saj bi se mu to vrnilo kot bumerang v padcu gospodarske rasti doma, da ne omenimo recesije kakšno leto kasneje, ko bodo na sporedu ponovno predsedniške volitve (novembra 2020). Čeprav se pri Trumpu nikoli ne ve, a vendarle bi bilo razumno pričakovati, da bodo v dani situaciji sklenili dogovor s Kitajci in tako omogočili čim manj stresen razplet situacije. Vsaj za nekaj časa.

Ob vsaj približno razumnem ravnanju politikov in podporni drži centralnih bank tako za **ZDA** pričakujemo **v 2019 še vedno krepko gospodarsko rast, 2,3%**, po tem, ko je bila 2018 3%. Za naprej pa bo borba z zasukom navzdol še težja.

**Na Kitajskem je bila gospodarska rast v 2018 okoli 6,5%, za 2019** se napovedi gibljejo okoli **6,3%** in v naslednjih letih še kakšno desetinko manj. Kitajsko gospodarstvo se iz izrazito izvozne ekonomije počasi preusmerja v zadovoljevanje potreb ogromnega lastnega trga, ki je z leti hitre gospodarske rasti razvil tudi lastno kupno moč.

## Obveznice

**Centralne banke po vsem svetu dvigujejo obrestne mere**. Tudi (končno) v EU se obrestne mere za dana posojila in zahtevane donosnosti že dvigajo, pri čemer lahko sklepamo, da je to delno posledica razmer na trgih, delno pa napovedi ECB, da bo denar dražji.

Praktično vsi **analitiki se strinjajo**, da bo v takšnih razmerah posebej vlagateljem v Evrih **težko karkoli zaslužiti z obveznicami**. Najtežje z obveznicami daljše ročnosti in (naj)višjih bonitet, nekaj upanja je za t. i. High Yield obveznice v primeru dobrega razpleta okoliščin, čeprav si tudi tukaj analitiki niso enotni.

## Centralne banke

**FED je v letu 2018** izpolnila napovedi in dejansko **štiri krat dvignila** obrestno mero za 25 bazičnih točk (0,25%) **na 2,5%**. Napovedi so **za 2019** bolj umirjene, pričakuje se **dva dviga** in s tem bi prišli na 3%. Malo bolj drzni analitiki nato v 2020 vidijo še en ali dva dviga (torej do največ 3,5%), kar bi bil tudi najvišji nivo za tokratni cikel dviganja obrestnih mer.

**ECB** je dejansko zaključila s svojim QE programom s 1.1.2019, za **jesen 2019 pa se pričakuje prvi simbolični dvig obrestnih mer**. Dvignili naj bi obrestno mero, po kateri sistemske banke deponirajo sredstva čez noč pri ECB iz -0,4 na -0,3 ali -0,2%. Simboličen dvig, a z jasnim sporočilom. To naj bi bilo tudi zadnje dejanje trenutnega guvernerja ECB Draghija, ki se počasi poslavlja od mandata na tej funkciji.

## Valute

**Evro/USD** razmerje se je iz začetka leta pri 1,2023 premaknilo na 1,1387, kar pomeni, da je **USD pridobil 5,5%** nasproti Evru. Za leto 2019 so **napovedi precej različne**, a se gibljejo okoli razmerja **1,15 (+/- 0,05%)**. Posebej v drugi polovici leta bi lahko Evro (in druge valute) proti USD pridobile moč. Navala v ameriške delnice je verjetno konec, obveznice so ponovno vsaj delno zanimive, a ne preveč za vlagatelje katerih valuta je Evro. Evru se končno obeta dviganje obrestnim mer, pomagalo bi tudi čim prejšnje razreševanje tveganih točk, ki smo jih že našli. **USD bo močnejši v primeru**, da se iz kakršnega koli razloga **začne kriza** in se bo iskalo varno parkirišče sredstev.

## Zlato

Je posebej v zadnjih dveh mesecih **ponovno odigralo vlogo blažilca kriz**, oz. t. i. »kontrarne« naložbe. Bolj, kot so delnice grmele navzdol, bolj je rastle vrednost zlata. Tako je zlato v zadnjem opazovanem obdobju dveh mesecev prišlo iz 1240 na 1296 USD, kar pomeni **porast vrednosti za 4,52%**.



Gibanje vrednosti zlata v USD za zadnje tri mesece (do 8.1.2019).

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

Ponovimo lahko zaključek iz prejšnje številke tega poročila, da je zlato verjetno ena redkih naložbenih možnosti, ki so trenutno podcenjene, posebej glede na zadnje dogajanje na trgih.

## Naložbeno priporočilo

**Naložbene razmere** v letu 2018 in za naprej so se **kreepko spremenile**, zato je za tiste, ki imate do naložbenih ciljev 5 let ali manj morda čas za temeljit razmislek o prilagoditvi naložbene politike v bolj defenzivno smer.

V zadnjih dveh mesecih so nas razmere prisilile, da smo pri nekaterih vlagateljih na **hitro odreagirali in še dodatno razbremenili delniške naložbe**, delno so za to poskrbela stop loss naročila, delno upravitelji fleksibilnih produktov.

Sedaj so portfelji **rahlo do zmerno pod – uteženi kar se delnic tiče in močno pod – uteženi kar se obveznic tiče**. Verjetno je, da sta in bosta oba naložbena razreda pod pritiskom tokom letošnjega leta.

Če se je kdo dva meseca nazaj še čudil predlogu, da se **del sredstev do nadaljnjega pusti v obliki nerazporejenega denarja**, bo, upam da, sedaj več razumevanja za to. Včasih je enostavno bolje tako.

Nadaljevali bomo s plasmajem prostih sredstev ali iz delnic in obveznic sproščenih sredstev **v borzno neodvisne naložbe**. Tovrstnih produktov je vse več, v naših portfeljih jih je trenutno do 15 do 45%.

Posebej za bolj konservativne vlagatelje in tiste, ki še nimate **plemenitih kovin** v portfeljih predlagamo razmislek **o dodatku ali povečanju te pozicije** v naložbenih portfeljih.

Pred nami je leto, dve, morda tri, v katerih bo **potrebo nekoliko več potrpljenja**, vztrajnosti in odločnosti. Ko nas bodo naložbeni trgi preizkušali na eni strani in nam dali zato tudi priložnosti na drugi strani. Kot že kdaj prej, bomo iz dogajanja izšli bogatejši. Nekateri zgolj za izkušnjo, drugi za izkušnjo in še kaj.

„Delniški trg je orodje za prenos denarja  
od nepotrpežljivih ljudi do potrpežljivih“

- Buffett

#### **Opozorilo**

**Do konca februarja** je potrebno **oddati tudi davčne napovedi za 2018**. Kjer imamo takšen dogovor, vam bomo pravočasno pripravili predloge za oddajo napovedi, ostali pa na to obveznost nikar ne pozabite.