

Poročilo članom Kluba Finančni center, 14. 1. 2021.  
Avtorja: mag. Barbara Špacapan Olenšek in mag. Samo Lubej

## TINA

Ali ***There Is No Alternative*** je kratica, ki smo jo zelo pogosto slišali v zadnjih mesecih med naložbenimi analitiki in komentatorji. Kratica namreč sporoča, da ***delniškim naložbam trenutno ni alternative***. ECB denar posoja po negativnih obrestnih merah, zato tudi banke ne morejo ponuditi opazne obrestne mere komitentom, že dve tretjini kakovostnih državnih obveznic pa prav tako prinaša negativni donos. Tako v klasičnem naložbenem spektru ne ostane druge alternative, kot delnice.

Zapisano v veliki meri drži v svetu klasičnih naložb, a si na srečo ***znamo poiskati tudi zanimive naložbe v naboru alternativnih***. V luči potencialno pozitivnega razpleta obeh glavnih vprašanj iz prejšnjega poročila (volitve v ZDA in Korona), si bodo vendarle tudi delnice zaslužile previdno in selektivno pozornost v letu 2021.

Poglejmo najprej, kaj se je zgodilo v zadnjem letu in se nato posvetimo razmisleku kako krmariti skozi 2021.

### **2020 – Leto, ko smo zadeli borzno dno.**

To je bilo leto ***polno izzivov, tako priložnosti, kot nevarnosti***. Kdor je imel kaj prostega kapitala, dovolj potrpežljivosti in razsodnosti, ter se je bil pripravljen vsaj malo ukvarjati s premetavanjem naložb, je z nekaj sreče lahko lepo zaslužil. In nekateri smo.

Sredi februarja lani smo zaslutili, da ***se dogaja nekaj velikega*** in se delno umaknili iz nekaterih delniških naložb. Nato je zgrmelo. Hitro in panično, kot ne pomnimo. Takrat se ni dalo več kaj dosti narediti, kot počakati in si ***vmes pripraviti načrt, infrastrukturo in sredstva za vstop*** v vse bolj očitno naložbeno priložnost v nastajanju - ***največjo korekcijo v zadnjih 12 letih***.

**21.3.2020** so praktično sinhrono v ZDA in EU napovedali ***izjemno velike finančne in druge spodbude*** za zaježitev in sanacijo pandemije, ki je takrat kazala obrise globalne katastrofe. V akcijo sta z obljubo in kmalu tudi z aktivnostmi stopili ***FED in ECB***, trge sta zasuli s stimulusi, ki so ***krepro presegli vse, kdaj koli prej videno***.

Z izkušnjo iz prejšnje krize, ko so se borzni trgi odzvali na obljubo »zdravila« – finančnih stimulacij v velikem obsegu s strani centralnih bank – so se enako odzvali tudi tokrat. Dejansko dno na ključnih borzah je bilo 23.3.2020 ali nekaj dni okoli tega datuma. In prav na ta datum smo se vam oglasili [s komentarjem in s pozivom](#) k povečanju uteži delniških naložb.

Sledil je hiter odboj, mi pa smo hiteli našim [SUPER Klub](#)-ovcem in članom [PROSPERITA Family Office](#) pri izvajanju že v naprej pripravljenih planov prilagoditve portfeljev.

Nekje od sredine aprila, ko smo na novo postavili pozicije, smo se nato ***dvigovali na plimi celotnega trga***. Šele jeseni smo nato delno zmanjšali utež delnic v nekaterih portfeljih, saj so zaradi velike rasti deleži delnic krepro presegli ciljne. Delno smo izvajali tudi ***rotacijo med sektorji***, predvsem umik iz tistih, ki jih je Korona kriza najbolj dvignila (info. tehnologija in zdravstvo) v tiste, ki si bodo opomogli šele po krizi (ciklične dobrine, energija, storitve, posebej turizem in transport).

Kot ključna izziva zaključka lanskega leta sta se izkazala seveda Korona in volitve v ZDA. **Ne eden in ne drugi problem še ni dokončno rešen**, a že dobro upanje na pozitiven razplet za obe težavi je dal ljudem in s tem borzam razloge za velik optimizem. Od izdatni likvidnosti, ki jo zagotavljajo centralne banke, so se tako borze v zadnjih dveh mesecih zavihtele na še nikoli prej videne rekorde.

## Makro pogled

### Razhod med teorijo in prakso

Vsi ekonomski učbeniki učijo, da so makroekonomske kategorije med seboj tako ali drugače povezane. A v letu 2020 smo podrli mnoge dolgoletne zakonitosti. Delniški trg se je namreč obnašal neodvisno od ekonomskih oziroma gospodarskih razmer ter kazalnikov. Pandemija je nanj imela popolnoma drugačen vpliv kot so nam kazali običajni makroekonomski kazalniki, ki so tokrat ponovno govorili o prihajajoči hudi svetovni recesiji. Videlo se je, da **tokratna korekcija ni imela vzroka v nezaupanju v bančni sistem in slabih naložbah v gospodarstvu, temveč je šlo za zunanji šok**. In če lahko nekoliko poljudno zaključimo, vendarle, tokrat so pri vlaganju zmagale izkušnje in ZKP<sup>1</sup> nad učbeniško znanostjo. Kdor je čakal na pozitivna znamenja pri makroekonomskih kazalnikih, je večino rasti zamudil.

Tako je leto 2020 zaznamovala izjemna makroekonomska negotovost, povezana s pandemijo, ob prehodu v novo leto pa ta negotovost nedvomno tudi ostaja. Kot kažejo različne analize, pa vseeno **optimizem prevladuje nad pesimizmom**. Pričakuje se namreč okrevanje svetovnega gospodarstva, ki sicer lahko traja nekaj let. Večja negotovost ostaja predvsem zaradi težko predvidljive časovnice precepljenosti in učinkovitosti z novimi cepivi ter posledičnega odpiranja gospodarstev. Slednje pomeni, da se lahko gospodarska aktivnost v letu 2021 precej razlikuje od trenutnih pričakovanj. **Ta nepredvidljivost je prisotna tudi pri mednarodnih analitskih hišah, ki pogosto spreminjajo svoje napovedi**. Tako je MDS v oktobru nekoliko znižal svoja pričakovanja glede svetovne gospodarske rasti v letu 2021 na 5,2 %, ter zvišal pričakovanja za gospodarsko krčenje na manj negativnih -4,4 % v letu 2020.

---

<sup>1</sup> Zdrava Kmečka Pamet

## TREND (1980-2025)

Annual percent change



Gibanje realnega BDP in napoved, Vir: [www.imf.org](http://www.imf.org)

In kaj botruje takšnemu optimizmu kljub zaprtju gospodarstev v letu 2020, ki se nadaljuje in ponekod celo stopnjuje tudi v začetku 2021? Obsežni restriktivni ukrepi v boju proti Koroni in izjemen obseg fiskalne pomoči so prihranke gospodinjestev v razvitih gospodarstvih povzpeli na rekordno visoke nivoje. Če se bodo razmere v prihodnjem letu **stabilizirale, se bo povpraševanje gospodinjestev razmahnilo**, kar bo seveda vplivalo na gospodarsko aktivnost. Tudi **centralne banke bodo nadaljevale s svojo ohlapno monetarno politiko**, ki s seboj prinaša tudi pričakovanja visokih nivojev presežne likvidnosti in **nizkih obrestnih mer**, kar bo skupaj s pričakovanimi fiskalnimi ukrepi poskrbelo za krepitev makroekonomskih pričakovanj v negotovih prvih mesecih letošnjega leta. Ob tem ne velja pozabiti, da se znajo pojaviti inflacijski pritiski in posledično krepitev pričakovanj glede dolgoročne rasti obrestnih mer.

Ne glede na pozitivne napovedi v 2021 pa bo **Kitajsko gospodarstvo verjetno** eno redkih oziroma celo **edino** večje svetovno gospodarstvo, ki je **v 2020 doživelo gospodarsko rast**. Zato gre Kitajski in njenemu hitremu okrevanju povpraševanja najverjetneje pripisati ta optimizem glede gospodarske aktivnosti ostalih svetovnih ekonomij, posebej surovinskih.

Če dodamo še trenutne ocene, da **bo večina prebivalstva do letošnje jeseni imunizirana** (cepljena proti Koroni), bo globalno gospodarstvo verjetno res doživelo hitro okrevanje. Velika podpora centralnih bank z zgodovinsko nizkimi obrestnimi merami ter obsežni fiskalni proti-Koronski stimulatívni paketi pomoči gospodarskim subjektom kot tudi prebivalstvu bodo v kombinaciji z odkritjem učinkovitih cepiv poskrbeli za **zelene številke gospodarske rasti**.

Že v letu 2020 so objave poslovnih rezultatov poskrbele za precejšnje presenečenje - v tretjem četrtletju so prihodki in dobički ameriških delniških družb resda za nekaj odstotkov upadli, vendar pa je **večina podjetij preseгла pričakovanja**. Ti podatki kažejo na to, kako **hitro je mogoča normalizacija poslovanja ob izboljšanju epidemioloških razmer**.

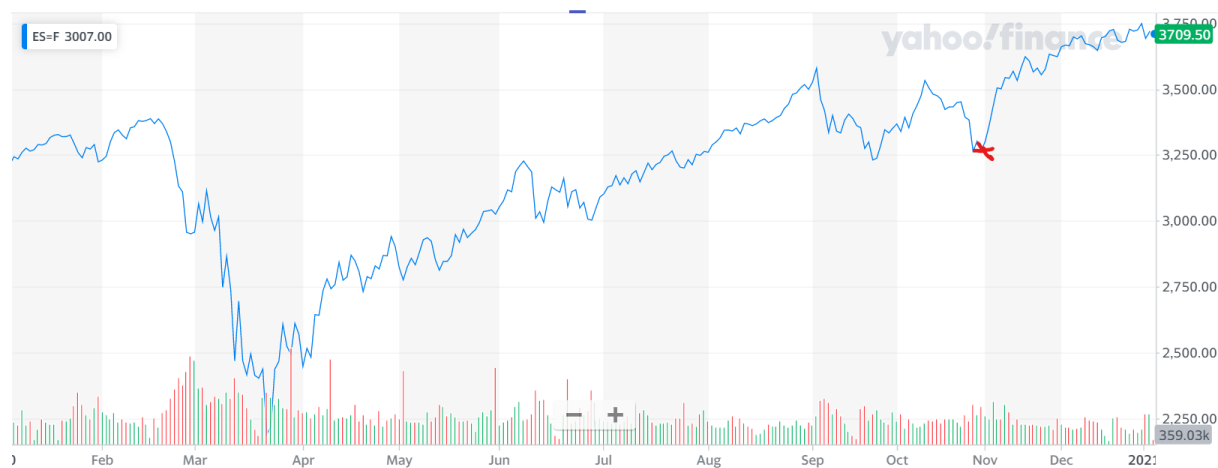
Finančni analitiki tako za letos pričakujejo vsesplošni padec podjetniških dobičkov, vendar nato v 2021 hitro rast zaradi močnega sinhronega gospodarskega okrevanja. Posebej to

velja od vključno drugega kvartala dalje. Obsežne monetarne in fiskalne spodbude pa so na dolgi rok težko brez posledic, saj državni dolg raste, vprašanje ostaja zmožnost odplačila visoke zadolženosti držav. **Ohlapna politika se ne more nadaljevati v nedogled.** Enkrat bo prispel tudi račun za popito pijačo. Ne glede na vse neznanke, okrevanje se zaradi vseh navedenih razlogov pričakuje hitreje kot bi to pisalo v ekonomskih učbenikih. Ker je na trgu poplava likvidnosti in pomankanje donosnih in varnih naložb, **ostajajo delniški trgi kljub visokim vrednotenjem še naprej zanimivi.** Zato je **previdni optimizem najboljši sinonim za potopnico letu 2021.**

## Delniški trgi

### ZDA

Sama slika je zelo zgovorna in označuje točko na 1.11. (označen z rdečim križcem), kjer se je zgodilo dno zadnjega popravka, ki se je začel tik za predhodnim vrhom, 1.9. Mnogi so, tudi na podlagi tehnične analize in podatkov o novem valu epidemije ocenili, da se začneja nova korekcija in se umaknili. A so se zmotili. Očitno pa je vendarle tudi, da smo leto, kljub vsemu, zvozili dobro. S&P 500 je leto končal 16% višje v USD, a je potrebno upoštevati 10,8% padec vrednosti USD proti €, tako je donos v € zgolj 5%.



Gibanje S&P 500 v 2020 v USD. Vir: [finance.yahoo.com](https://finance.yahoo.com)

**Ponovno se nahajamo na zgodovinskih najvišjih nivojih**, a tudi podpora je zgodovinsko visoka. Tako likvidnostna, kot tudi skozi zgoraj omenjano dejstvo, da mnogi regulirani vlagatelji nimajo kaj dosti izbire, kje iskati donose.

Tudi trenutna vrednotenja **P/E so ponekod ekstremno visoka**. Ponekod je tak pogled povsem upravičen in zahteva previdnost, ponekod pa zgolj odraža trenutno stanje, ki se bo z umiritvijo Korone in ponovnim zagonom nekaterih panog hitro in konkretno spremenil.

### Evropa

Tudi ta slika je že sama po sebi zelo zgovorna. Najprej, da, najpomembnejši evropski delniški indeks **DAX** je leto zaključil na nivoju, kot je bil najvišje pred začetkom Korona krize (19.2. in črna linija v zgornjem delu grafa). Po vsem hudem nihanju v 2020 je **letni premik zgolj 3,9%**. Evropa, ki plačuje še posebej visoko ceno zaradi Korone, pa je od začetka novembra (na grafu je označen rdeči križec), doživela silovit odboj na borzah, kar za 19,7%. **Odboj se je začel, ko je bil najavljen prihod prvega učinkovitega cepiva** že za konec leta 2020. Četudi zdravstveni in gospodarski strokovnjaki opozarjajo, da bodo verjetno prvi trije

meseci letošnjega leta z vidika zdravstva in gospodarstva najtežji v celotni Korona krizi, pa borza že gleda (običajnega) pol leta naprej.



Gibanje DAX v 2020 v €. Vir: investing.com

### Delnice globalno

Če skušamo povzeti glavne točke, za **svetovnimi delniškimi trgi je še eno uspešno leto**, ne glede na to, da se je odvijalo povsem drugače, kot bi si to prve dni lanskega leta predstavljali. Če opazujemo MSCI World indeks v €, je slika ponovno zelo zgovorna. Po obetavnem začetku leta, ko se je vse zdelo optimalno, se je zgodila **ena najhitrejših korekcij na borzah v zgodovini, ranga 35% v 33 dneh**. Nato pa od dna spet neverjeten odboj za 62%.

Vendarle pa ravno svetovni indeks, v primerjavi s S&P 500 in DAX pokaže, da so različne regije in gospodarstva šla skozi lansko leto zelo različno, kar se lepo vidi iz samih grafov.

Potrpežljivost, vztrajnost, mirnost, ZKP, odločnost, so bili aduti borznih vlagateljev. Lani še toliko bolj. Zanimivo se je tudi izkazalo, da mnogi **veliki upravljavci naložb, posebej investicijske banke in pokojninski skladi, niso znali, ali še boljše niso smeli izkoristiti priložnosti**, ki nam jih je dalo lansko leto. Tukaj mislimo predvsem na togo organizacijo in pravila ter sistem naložbenega odločanja, ki strogo temelji na naložbenih kazalnikih in kriterijih iz ekonomske teorije. Kdor se je vseh teh pravil lani držal, je zagotovo v veliki meri zamudil večino priložnosti, ki so se odprle in kmalu spet zaprle na borznih trgih lani. Kar nekaj pa se jih obeta še tudi letos in dalje, kot posledica dogajanja na borzah in v gospodarstvu zaradi Korone.



Gibanje naložbe 10.000€ v MSCI World ACC v 2020 v €. Vir: Ishers.com

## Kazalniki po regijah in sektorjih zelo različni

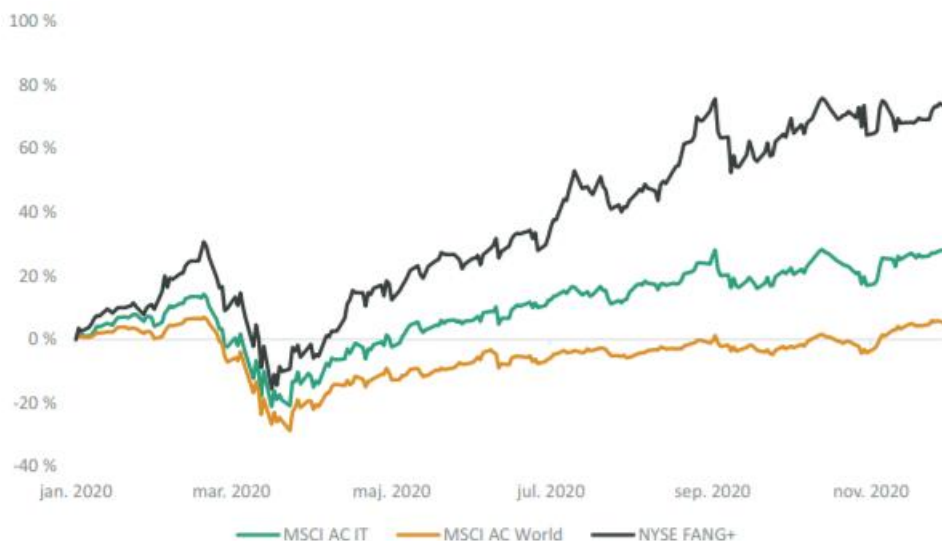
Analitiki ugotavljajo, kako **zelo različno se po krizi pobirajo različne regije, kot tudi sektorji**. Tukaj bi želeli pokazati, da so razlike res velike in narekujejo primeren pristop pri vlaganju tudi v 2021 in verjetno še dalje. V spodnjem grafu najprej pokažemo, kako velike so razlike v donosnosti po raznih regijah za 2020 in še bolj, kakšne so razlike v kazalnikih **P/E**. Tako v aktualnih, kot tudi napovedih za 2021. Posebej slednji se bodo po pričakovanjih **bistveno spremenili**, saj se bo po sprostitvi ukrepov in omejitev ponovno zagnala dejavnost v nekaterih panogah (posebej storitve, ki so vezane na osebni stik ali zbiranje, turizem, recimo) in bodo iz sedanjih izgubarjev postale (zelo verjetno) ponovno donosne. Če verjamemo napovedim, da bi se do poletja ali **najkasneje jeseni 2021 življenje v Evropi naj vsaj približno normaliziralo** zaradi imunizacije v kombinaciji z izvajanjem nekaterih varnostnih ukrepov, potem se **zdi ponoven zagon gospodarstva zelo verjeten**, saj se je nekaj podobnega zgodilo že lani poleti, ob nekoliko izboljšani Korona situaciji. Na tej osnovi so pripravljene tudi napovedi P/E za konec 2021 (predzadnji stolpec v tabeli spodaj), ki so sicer nekoliko povišani, a glede na dane (in napovedane) izhodiščne obrestne mere še daleč od pregetih.

Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2021	DIV Y
MSCI ACWI (globalni delniški indeks)	100 %	5 %	31 %	52 %	184 %	30,4	18,8	1,9 %
MSCI WORLD (razviti trgi)	85 %	5 %	33 %	52 %	205 %	32,1	19,8	1,9 %
MSCI EM (trgi v razvoju)	15 %	4 %	16 %	50 %	61 %	22,5	14,0	2,1 %
S&P 500 (ameriške delnice)	56 %	7 %	44 %	70 %	311 %	28,4	21,2	1,7 %
MSCI EUROPE (evropske delnice)	18 %	-5 %	9 %	17 %	100 %	48,9	16,7	2,5 %
TOPIX INDEX (japonske delnice)	7 %	2 %	13 %	30 %	122 %	30,3	16,1	2,1 %

Ključni podatki delniških indeksov po regijah

Vir: sekundarni vir [Naložbeni mozaik](#) str.: 41, Sava Infond

Če so razlike med regijami res velike, so **razlike med panogami še večje**. Ne bomo izgubljali besed, lansko dogajanje najbolje ponazori spodnji graf, ki primerja tri kategorije: Oranžno je indeks MSCI ACC World, ki prezentira svetovno povprečje, zeleno je MSCI informacijska tehnologija in črno NYSE FANG+, razširjeni indeks izbranih delnic ameriške tehnološke borze, kjer so glavne zvezde Facebook, Amazon, Netflix in Google (oz. Alphabet).



Gibanje različnih sektorjev v letu 2020 v €.

Vir: sekundarni vir [Naložbeni mozaik](#) str.: 39, Sava Infond

**Tehnologija** (posebej segmenta »delaj od doma« in »nakupuj od doma«) je lani res doživela **neverjetne preboje** tako v dejanskem poslovanju in dobičkonosnosti, kot tudi na borzi. Zato pa so nekatere druge panoge, kot so **energija, transport, turizem in še kaj, ostale precej zadaj**. A glede na zgoraj zapisano je pričakovati, da se bodo tudi te panoge ponovno prebudile s postopnim premagovanjem Korone in **ponudile še možnosti za lepe zasluge drznim** in pravočasnim investitorjem.

Kar lahko do neke mere že vidimo, je **rotacija naložb** iz tistih, ki so po Korona padcu najprej okrevale v tiste, ki okrevajo, oz. bodo okrevale z zamikom in dejansko zmago nad Korono.

Zaključimo lahko, da bo tudi 2021 na račun Korone prineslo še kar nekaj naložbenih priložnosti, ki pa jih bo treba pravočasno zaznati in izkoristiti. Tako bomo tudi v prihodnje **dajali prednost aktivno upravljanim naložbam** pred pasivnimi indeksnimi ETF skladi, saj slednji zgoraj opisanega sledenja in rotacij med regijami in sektorji ne morejo izvesti.

### Tudi obveznice na preizkušnji

Če v naših portfeljih obveznice omenjamo predvsem kot varne naložbe, je lansko leto tudi tukaj pokazalo, da je lahko to relativen pojem. Namreč, ko je postalo jasno, da se je svet znašel na robu pandemije in nihče ni vedel, kaj nas dejansko čaka, je prevladala panika in za kakšen teden pravilo »Cash is King«<sup>2</sup> in **tudi obveznice praktično vseh rangov** so doživele bolj ali manj **opazno korekcijo**. Upad vrednosti se je ustavil, ko so centralne banke napovedale ponovno odkupovanje obveznic in se tega tudi dejansko lotile v velikem obsegu na pragu poletja.

Vse zgoraj opisano tudi lepo odseva iz grafa sklada obveznic Generali Bond, ki je pogosta sestavina naših portfeljev. Mimogrede pa je bil prav ta tudi letos najbolje ocenjeni obvezniški sklad na slovenskem trgu, tako za 3 kot za 5 letno obdobje. Sklad je leto zaključil z 2,9% rastjo, kar je glede na razmere na dolžniških trgih zelo soliden rezultat.

<sup>2</sup> Gotovina je Kralj.



Gibanje VEP vzajemnega sklada obveznic Generali Bond v 2020 v €. Vir: <https://www.generali-investments.si/skladi/bond/>

**V letu 2020 sicer ne pričakujemo dvigovanja obrestnih mer s strani centralnih bank,** posebej ne ECB. Vendarle, kot že omenjeno v makro pregledu, pa se lahko proti koncu leta v primeru zelo pozitivnega razvoja v gospodarstvu zgodi, da se bodo začeli pritiski na zahtevano donosnost ponovno stopnjevati, kar se ne bo pozitivno odrazilo na donosu obvezniških skladov.

## Zlato

Po izdatni rasti vrednosti zlata 2019, se je le-ta nadaljevala tudi v leto 2020. **13% rast v €** je bila gnana najprej s strahom, nato pa z zaskrbljenostjo zaradi novih in novih tisoče milijard USD in €, ki sta jih dve glavni centralni banki sprostiti za blažjenje posledic Korone. Ker je podobna aktivnost predvidena tudi za 2021 in »do nadaljnjega« je **to tudi najboljša podpora za rast vrednosti zlata tudi v 2021**. Zato tudi vsaj okvirno ne bomo spreminjali priporočenega deleža te naložbe v portfeljih v izhodišču tega leta.



Gibanje vrednosti ene unče zlata v 2020 v €. Vir: <https://goldprice.org/spot-gold.html>



**Še bolje se je odrezalo srebro**, ki je lani v € zrastle za kar **38%** in s tem zmanjšalo razkorak v razmerju med srebrom in zlatom, ki se je za kratek čas gibal celo pri razmerju 1:125, kar je daleč izven zgodovinske normale, ki je bliže 1:60.

## Razmerje €/USD

Kot smo napovedali tokom letošnjega leta, se je tečajno razmerje med ključnima svetovnima valutama premaknilo v prid močnejšemu €. Letni premik je bil 10,1%, iz 1,1147 na 1,2271.

Za **gibanje v letu 2021** so si analitiki precej neenotni in bodimo pošteni, je ta naloga tokrat še posebej nevhvaležna, pa vendar je nekako kvorum, da bo tečaj konec leta okoli **1,25**.

## Negativne obrestne mere tudi za slovenske varčevalce – fizične osebe

ECB vztraja pri negativni obrestni meri za sredstva, ki jih banke ne uspejo plasirati na trg pri vrednosti -0,5% na leto. Po tem, ko so najprej v tujini banke začele ta strošek prenašati na komitente, najprej na pravne osebe, se je to zgodilo tudi v Sloveniji.

Nato so tuje banke začele zaračunavati negativne obrestne mere (ležarine, nadomestila, ali kakor koli temu komercialno rečejo) tudi za fizične osebe. V Sloveniji verjetno najbolj priljubljena **nemška spletna banka N26 je mejo spustila na 50.000€ po računu**. Kar je več, je obrestovano negativno. Podobno se bo to kmalu zgodilo tudi za fizične osebe v Sloveniji. NLB je kot prva [napovedala](#) negativne obrestne mere z začetkom aprila, najprej za zneske nad 250.000€, -0,04% mesečno, kar zneske blizu **-0,5% letno**, enako kot pri ECB. Kasneje bodo znesek nižali. Zelo verjetno bodo sledile tudi druge banke.

Odločitev je pričakovana in logična. Banke pri danem obsegu prihrankov, ki še vedno rastejo, ne morejo prevzemati tega bremena nase, saj preveč bremeni njihove poslovne rezultate.

Za razliko od večine vas, ki ste samoiniciativno poiskali z našo pomočjo primerno mesto za vaše prihranke, bodo tako k temu bolj ali manj prisiljeni mnogi lastniki tistih 22 milijard € prihrankov, ki se trenutno dolgočasijo na bančnih računih Slovencev.

## Naložbeno priporočilo

**V naslednje obdobje gledamo s previdnim optimizmom.** Verjamemo v potencial **delnic**, tudi če bi iz kakršnega koli razloga prišlo do **korekcije, bomo to videli kot vstopno priložnost**, saj je generalno okolje zelo podporno za ta naložbeni razred.

Kjer so na voljo še dodatna naložbena sredstva, predlagamo **postopoma povečati izpostavljenost**. Kjer smo kot naložben produkt uporabili indeksne ETF sklade, predlagamo izvedbo vsaj **delne rotacije** v ciklične naložbe in tudi panoge, ki se še niso pobrale, ter se vsaj delno **umakniti iz tehnologije**, ki najbolj izkazuje znake pregrevanja. V aktivno upravljanih vzajemnih skladih z dovolj široko geografsko in panožno strategijo bodo to za nas naredili upravitelji vzajemnih skladov.

Po večjem vstopu v delniške pozicije konec marca in aprila, po delnih prodajah le teh za uravnoteženje portfeljev jeseni ter rotacije sektorjev, kjer je bilo potrebno, **večjih premikov tako ne načrtujemo**. Držimo si nekaj likvidnih sredstev za morebitne izrazitejšje priložnosti, ki bi se lahko odprle tekom leta.