

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 8.11.2021.
Avtorji: mag. Barbara Špacapan Olenšek, Neja Kokot in mag. Samo Lubej

Umirjanje gospodarske rasti in dobavne motnje čuti prav vsak

Skorajda ga ni več potrošnika, ki ne bi motenj v dobavnih verigah občutil tudi na lastni koži. **Neverjetna ozka grla na strani ponudbe** so posledica zaprtja tovarn med pandemijo, pomanjkanja posameznih komponent in ustrezne delovne sile, ozkih grl v logistiki pa tudi neugodnega vremena. Vse bolj kaže, da se je dinamika rasti preusmerila iz neverjetne eksplozivne faze v ciklično konjunktorno upočasnitev oziroma t. i. mid-cycle slowdown. To običajno odseva v kasnejših nižjih donosih na delniških trgih, ki pa so bili letos nadpovprečni.

Indeks	Donosnost letos (do 29.10.2021)
Svet - MSCI World	27,01%
ZDA - S&P 500	31,42%
Evropa - DJ STOXX 600	22,11%
Japonska - Topix	8,97%
Trgi v razvoju - MSCI Emerging markets	5,94%

Opomba: vključujoč bruto dividende, preračunano v EUR

Donosnost izbranih delniških indeksov v letošnjem letu

Vir: Bloomberg in www.nlbskladi.si

Pravkar objavljeni makroekonomski podatki so tako nakazali na upočasnjevanje gospodarske rasti v ZDA, kjer se je le-ta s +6,7 % v drugem četrtletju znižala na +2,0 % v tretjem četrtletju. To sicer ni prestrašilo vlagateljev, saj pričakujejo, da **bo nižja gospodarska rast v prihodnjih mesecih nekoliko znižala inflacijske pritiske**, kar bi lahko privedlo do počasnejše rasti obrestnih mer v prihodnjem letu. V evro območju je sicer gospodarska rast po prvih ocenah v tretjem četrtletju na letni ravni znašala +2,2 %, kar je malenkost več kot v drugem četrtletju. Predvsem sta se dobro odrezala francosko in Italijansko gospodarstvo.

Kljub vsem težavam, ki se jih zdi vedno več, pa so rezultati poslovanja gospodarskih družb v zadnjem tednu večinoma pozitivno presenečali, še posebej v Evropi ter v panogah energije, financ, oskrbe, materialov pa tudi zdravstva in industrije. Vse našete težave še zaenkrat niso prišle do živega niti tehnološkim podjetjem.

Ali inflacija izgublja predpono »prehodna«?

Inflacija ostaja v središču pozornosti, saj se o njeni višini zdaj več ne sprašujejo le v centralnih bankah in borzah, **ampak tudi že v skoraj vsakem gospodinjstvu**. Visoka inflacija izhaja iz dokaj nizkih izhodiščnih cen ob lanskem zaprtju gospodarstva, ozkih grl v

proizvodnji zaradi pomanjkanja določenih surovin ter neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem.



Cene življenjskih potrebščin, oktober 2021

Vir: <https://www.umar.gov.si/>

V ZDA je tako inflacija brez upoštevanja cen energentov in hrane v oktobru na letni ravni znašala 3,6%. Tudi inflacija v evro območju je po prvih ocenah v oktobru na letni ravni znašala +4,1%, **kar je največ v zadnjih 13 letih**. V primeru, da se v izračunu ne upošteva cen hrane in energentov, pa je inflacija znašala 2,1%.

V centralnih bankah še vedno prevladuje ocena, da je sedanji skok prehodni in da se bo že v letu 2022 umiril. Predsednica ECB Christine Lagarde je sicer poudarila, da bi visoka inflacija lahko vztrajala dlje časa od prvotnih pričakovanj in ocenila, **da bi se inflacija lahko znižala pod 2 % do konca leta 2023**. Ocena namreč izhaja iz pričakovanj, da se bo rast cen energentov in surovin umirila, prav tako gospodarska rast, poleg tega se bodo sprostile tudi dobavne poti, ki so trenutno močno omejene.

Čeprav se še vedno pričakuje zaostrovanje likvidnostne politike FED in ECB, pa je uveljavljeno tudi prepričanje, da obrestnih mer brez posledic na že tako upočasnjeno pokoronsko okrevanje pretirano ne moreta dvigniti. Situacija ostaja zelo kompleksna in **zdrs v stagflacijo¹ ni izključen**.

Osrednjo tematiko predstavljajo cene energije

Zaradi dobre kondicije gospodarstev, neugodnih vremenskih razmer in motenj oskrbe so cene energije neverjetno zrasle. Še lani aprila je cena nafte padla v negativno območje, trenutno pa ima sodček borzno ceno več kot 80 dolarjev. Cene plina v Evropi in Veliki Britaniji so kar trikrat višje kot marca letos, v ZDA pa se je cena plina podvojila. Vzrok za tolikšen porast so predvsem **neskladja med povpraševanjem po energiji zaradi odpiranja gospodarstva in omejeno ponudbo**.

¹ Hkratne stagnacije gospodarstva in inflacije.

K nenavadnem stanju na trgu cen surovin pa je vsekakor **pripomoglo tudi vreme**. Zaradi hladne zime na severni polobli so se močno zmanjšale državne zaloge plina, pomanjkanje vetra pa je vplivalo na proizvodnjo evropskih vetrnih elektrarn. V Severni Aziji je vroče poletje poskrbelo za večje povpraševanje po elektriki, poplave na Kitajskem in v Indoneziji pa so ohromile proizvodnjo premoga. Tudi suša v Braziliji je zmanjšala proizvodnjo hidroelektrarn.

A trenutno je svetovno gospodarstvo v kondiciji in položaju, da takšni energetske šoki ne bodo imeli tako velik vpliv kot so ga lahko imeli v preteklosti. Poleg tega terminske pogodbe na borzi kažejo, da se bodo cene energentov v prihodnjih četrletjih znižale, kar **bo prej ali slej pripeljalo do ravnovesja na trgu energentov**.

Kitajska se ne reši težav, ki se znajo kmalu odraziti v svetovni ekonomiji

Na trgih v razvoju je še vedno v ospredju Kitajska, kjer se slabe novice kar vrstijo. Težavam in reševanju nepremičninskega podjetja **Evergrande** so sledile težave z dobavo električne energije in posledično ustavljanje dela tovarn v več industrijsko pomembnih provincah. Tudi težave nepremičninskega trga se še vedno nadaljujejo. **Gospodarska rast se upočasnjuje** in zaenkrat jo ohranjajo storitve, a najnovejše lokalne omejitve lahko poskrbijo, da bo Kitajska morda zdrsnila v tehnično recesijo. Goldman Sachs je tako že nakazal znižanje letošnje gospodarske rasti za Kitajsko iz 8,2 na 7,8 %, manjšo rast pa napovedujejo tudi druge bonitetne in investicijske hiše. Energetska kriza v drugem največjem svetovnem gospodarstvu in v največjem svetovnem proizvajalcu se lahko hitro pozna na globalnem trgu.

Delnice v korekcijo in odboj

Tečaje za prejšnje poročilo smo zajeli na 1.9., ravno na vrhovih pred **septembrsko korekcijo**. **Ta je bila izzvana s težavami na Kitajskem**, predvsem z dogajanjem okoli že zgoraj omenjenega nepremičninskega giganta Evergrande, ki je grozil s kolapsom. Kitajske oblasti so dolgo čakale, preden so stopile v akcijo in na koncu preprečile, da bi se velikan sesul sam vase in za seboj potegnil še koga – verjetno cel nepremičninski trg ter še kaj.

Vse skupaj je zgledalo zelo nevarno. Vse tja do prvih dni oktobra smo gledali korekcijo in čakali, ali bomo dobili kakšno dobro vstopno priložnost za nakupe delnic. A je tokrat nismo dočakali. Najnižja točka korekcije je bila za večino indeksov razvitega sveta okoli 5 % od vrha, kar je (pre)malo za korekcijski vstop. Danes pa smo v veliki večini na ali že nad vrhovi izpred dveh mesecev. Izjema so Kitajske in nekatere **azijske delnice**, kjer se nemir še ni polegel, oz. se srečujejo tudi z drugimi resnimi izzivi. K večinoma pozitivnim premikom portfeljev je tokrat pripomogel tudi šibkejši Evro, ki je v zadnjih dveh mesecih proti USD izgubil 6,21 %.

Na spodnjem grafu globalnega delniškega indeksa se opisana korekcija lepo vidi v zgornjem desnem vogalu.



Gibanje naložbe 10.000€ v MSCI World ACC v zadnjih dveh letih v €.
Vir: Ishers.com

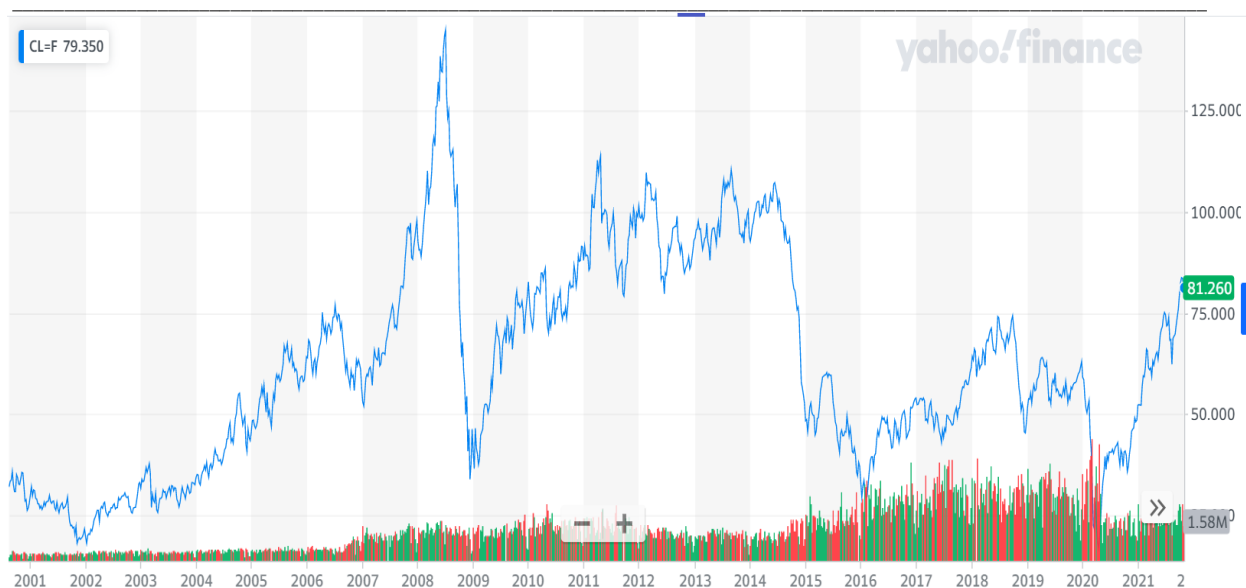
Cene energije – ali res ni dovolj plina in nafte?

Najprej razčistimo porabo. Analitiki so ocenili, da smo oktobra 2021 globalno gledano porabili približno **80% količin nafte, kot smo je porabili oktobra 2019**. Tako gledano z vidika proizvodnih kapacitet seveda **ne drži, da nafte ne bi mogli proizvesti dovolj**. Žal na ceno energentov vpliva še cela vrsta drugih dejavnikov, ne samo cena in razpoložljivost na viru. Tako je OPEC videl priložnost in strnil vrste, ter vztraja pri relativno nizkih količinah, za katere se nato drenjajo kupci in si zvišujejo ceno. Dejstvo pa je tudi, da drugi, manjši proizvajalci nafte, pa tudi ZDA in Kanada, ne morejo v tako kratkem času zagnati svojih zmogljivosti na višje obrate, da bi nadomestili relativno pomanjkanje na trgu.

Svoje dodajo še (posebej pri plinu) špekulanti, ki izkoriščajo dejstvo, da so se naročila zamikala, oz. se niso pravi čas naročale dovolj velike količine, saj nihče ni vedel, kakšna bo dejanska poraba to jesen in zimo. Vsaj za razvito Evropo je **glavni krivec 300 in več odstotne podražitve plina Rusija**, ki je stanje brez kompromisno izkoristila, omejila ali ustavila dobave preko Ukrajine in s tem izsiljuje manjkajoča dovoljenja za zagon direktnega plinovoda Severni tok II. Tečejo mrzlična pogajanja, problem bo dosegel svoj vrh v prvem kvartalu 2022, ko bo Evropa izpraznila svoje zaloge plina.

Naslednji dejavnik je vsaj v Sloveniji tudi **država, ki je v času nizke cene surove nafte navila trošarine, sedaj pa jih ne niža**. Tako je cena nafte na svetovnih trgih sicer visoka, a še vedno nižja kot recimo v obdobju 2011 - 2014, da vrha v letu 2008 ne omenjamo. Na črpalkah pa so cene za dizelsko gorivo vsaj v Sloveniji na zgodovinskih rekordih.

Vendarle, pričakujemo lahko **umirjanje cen s pomladjo 2022** in dalje. A dejstvo je, da bodo cene na srednji rok vendarle ostale na nekoliko povišanih nivojih, v skladu s pričakovanji glede gospodarske aktivnosti, pa tudi potrebe države, da napolni proračunsko luknjo, ki jo je naredila Korona.



Gibanje cene surove nafte v USD za zadnjih 20 let.
Vir: finance.yahoo.com

Zahtevane donosnosti se vendarle višajo

V zadnjih 10 dneh sta obe ključni centralni banki (**Fed in ECB**) na svojih zasedanjih potrdili stališče, da **do nadaljnega ne dvigneta obrestnih mer**, je pa vsaj Fed napovedal nižanje odkupa obveznic na prostem trgu (t. i. »tapering«), čeprav mnogi komentatorji opozarjajo na možne zelo [kompleksne posledice](#).

V EMU je tako od 10 letnih državnih obveznic v negativnem območju donosa samo še Nemška z -0,13%. Cene obstoječih obveznic padajo, s tem pa tudi vrednosti enot posebej klasičnih obvezniških skladov.

V primeru nadaljevanja dobrih gospodarskih rezultatov je pričakovati tudi **nadaljevanje stagniranja obvezniških tečajev**. S pojavom kakršnih koli težav v ekonomiji, pa seveda ponoven padec zahtevanih donosnosti in porast vrednosti obveznic.



Eno letno gibanje VEP Generali Bond v €.
Vir: Generali Investments

Preimenovanje skladov Sava Infond

Pri **večini podskladov se spremembe dotikajo samo imen**. Ta so sedaj poslovenjena, saj so na tak način sklade približali slovenskemu trgu, s tem pa tudi opredelili naložbeno politiko sklada s slovenskim imenom. Pri šestih podskladih pa so racionalizirali poslovanje in povečali učinkovitost upravljanja portfeljev podskladov. Delniški sklad **Infond BRIC** se preimenuje v Infond Trgi v razvoju, pri naložbeni politiki pa je razlika ta, da se iz regijske omejitve na določene trge v razvoju, razširi na vse trge v razvoju. Naslednji sklad s spremembo naložbene politike je Infond Frontier, ki se preimenuje v Infond Kitajska. Ta je bil omejen na trge v razvoju, zdaj pa se omeji na pod regijo širše Kitajske (Kitajska, Tajvan, Hong Kong). Sprememba je tudi pri Infond Energy, ki se je preimenoval v Infond Surovine in Energija. Tukaj gre za spremembo, kjer se sektorju energetike doda še sektor surovin in predelovalne industrije. Podsklad Infond Consumer se preimenuje v Infond Megatrendi, razlika pri naložbeni politiki je ta, da sklad ni več sektorsko omejen na osnovne in trajne potrošne dobrine, ampak na globalne razvite trge, s ciljem nalagati v delnice družb s storitvami in produkti megatrendov. Infond Technology se preimenuje v Infond Tehnologija, kjer se iz omejitev samo na informacijsko tehnologijo, sklad razširi na sorodne panoge trajnih potrošnih dobrin in komunikacijskih storitev. Zadnji pri katerem so se zgodile spremembe naložbene politike je Infond Družbeno odgovorni, kjer spremembe imena ni, je pa sprememba naložbene politike ta, da najmanj 80 % sredstev predstavljajo naložbe v delnice družb, ki spodbujajo okoljske in socialne značilnosti po ESG kategorizaciji. **Kar je ključno in se tiče skupnih tveganj za vlagatelje, se ta pri podskladih ne spremeni.**

Skladi zasebnega kapitala RWB

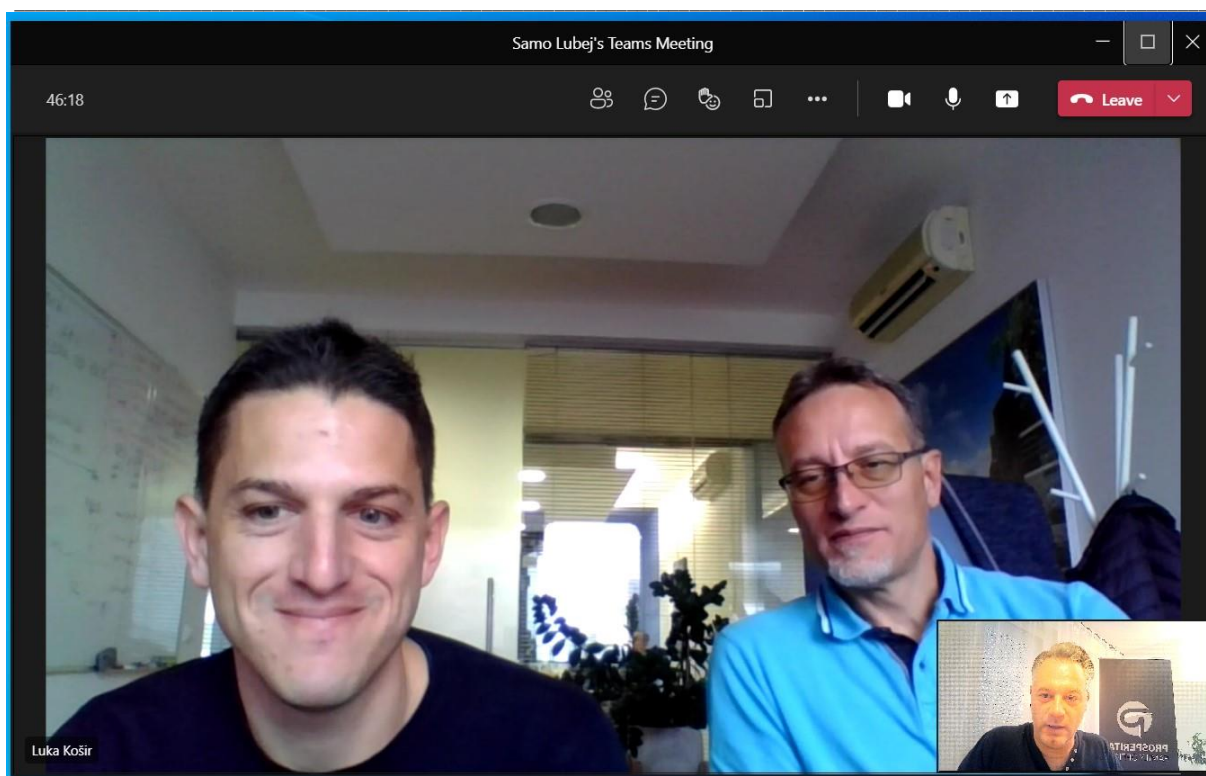
Po lanskem bolj ali manj letu stagniranja so septembra pri tej družbi objavili rezultate poslovanja njihovih skladov za prvo polletje letos in **večinoma pozitivno presenetili**. Posebej zgodnji vlagatelji, ki so z naložbami v te produkte začeli sedem in več let nazaj, se tako lahko veselijo lepih porastov vrednosti naložb, kot tudi cele serije izplačil donosov iz skladov starejših generacij.

Borza terjatev napovedala nadgradnjo sistema

Mnogi med vami ste vlagatelji na Borzi terjatev tako direktno preko njihove spletne platforme in preko vaših podjetij, drugi preko podjetja BT naložbe, kot tudi preko njihovega alternativnega sklada, zato ta komentar pišemo kar v skupno poročilo.

Glede težav z likvidnostjo in prevare, ki se je zgodila v lanskem letu, smo ob [pregledu stanja naložb naših skupnih vlagateljev z vodstvom](#) Borze terjatev z veseljem ugotovili, **da so vsi vlagatelji**, ki svojih naložb v obdobju od 1.3.2020 do sedaj niso opazno zmanjšali ali omejevali, z vrednostjo svojih naložb **vsaj na nivoju izpred Korone**.

Dalje na Borzi terjatev ob nekaj drugih izboljšavah sistema za sredino novembra **napovedujejo novo funkcionalnost sistema**, ki bo uporabnikom spletne platforme omogočal tudi sprotno spremljanje njihovih naložb po morebitnih slabitvah zaradi terjatev, ki so v zamudi ali v postopkih izterjave. Ali povedano drugače, v vsakem trenutku bodo vlagatelji lahko videli realno stanje oz. vrednost svojih naložb, kar bo v veliko pomoč tudi pri knjiženju teh pozicij v naložbenih podjetjih.



*Video pogovor z vodstvom Borze terjatev, 28.10.2021. Z leve: Luka Košir, vodja trženja, Janez Klobčar, predsednik uprave in Samo Lubej.
Vir: Lasten zajem slike*

Smo res dolžni v osmih dneh prijaviti vsak nakup delnic v tujini?

Tema sicer ni nova, a je nedavno prišla tudi v medije. Ker se tiče tudi mnogih med nami, ki smo preko borznih računov tujih posrednikov ali kako drugače kupovali deleže podjetij v tujini, je prav, da temo izpostavimo.

Gre namreč za kresanje mnenj tudi znotraj FURS, ki je podal različnim zaprositeljem različne razlage glede te teme. Izpostavljeni sta tako objavi v [Mojih financah](#) in [bloga](#) nekdanje urednice Mojih financ, Marje Milič, ki se postavljata na različne pozicije na podlagi pridobljenih različnih razlag s strani FURS.

Neugodna situacija, kjer pa predlagamo, **da se nekoliko počaka**, da se mnenja poenotijo in bomo nato ukrepali, če in kot bo potrebno.

Kako dalje?

Pred nami je zelo kompleksna situacija. Gospodarstvo se na nekaterih mestih že pregreva, na drugih se še sploh ni zagnalo na nivoje izpred Korone.

Tako politika in centralni bankirji bolj ali manj spretno tehtajo med škodo, ki jo dela inflacija ter odrekanjem nadaljnjih spodbud za še vedno ne optimalno delujoče gospodarstvo.

Čeprav je za nami zelo dobro leto, si hitrih rešitev aktualnih težav ne moremo obetati. Obsedeno stanje, ki se zdi prav neverjetno, bo pri marsikateri kategoriji izdelkov in storitev **trajalo precej dlje, kot bi si želeli**. Dodatno pomanjkanje nekaterih surovin in energije, ki poganja posebej cene energentov v nebo, ter vedno nove težave na Kitajskem lahko privedejo do tega, da bomo doživeli predčasno upočasnitev sredi konjunktornega cikla rasti.

Upamo lahko, da vsaj na rok nekaj mesecev kakšnih večjih presenečenj ne bo. Do konca leta sta še dva meseca, podjetja lovijo letne plane, pred nami je tudi t. i. »New Year Run«.

Naložbeno priporočilo

Generalno so pričakovanja glede gospodarske in borzne aktivnosti še vedno pozitivna, zato večjih sprememb v portfeljih v naslednjem ciklu ne planiramo.