

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 7.1.2022.

Avtorja: mag. Barbara Špacapan Olenšek in mag. Samo Lubej

Bo 2022 še eno naložbeno uspešno leto?

V začetku lanskega leta smo pisali, da nas ekonomski učbeniki učijo o nekakšni stalni oziroma ustaljeni medsebojni povezanosti makroekonomskih kategorij. **Že leto 2020 je podrlo marsikatero zapisano zakonitost, leto 2021 pa ni bilo nič drugačno.** Ne glede na vse nepredvidljivosti, strahove pred inflacijo in zastoje v dobavnih verigah so gospodarstva neumorno rasla, s tem pa tudi delniški trgi.

Ampak – tako ne more iti v nedogled. Račun za popito pijačo prej ko slej pride. Pojavljajo se nove različice koronavirusa, na katera so očitno gospodarstva postala precej neobčutljiva. Pa vendar – zakonitost glede nihanja gospodarske aktivnosti še vedno velja. Po **vsaki prosperiteti pride recesija in obratno.** Smo jo lani morda že doživeli, ampak nekoliko neopazno?

Bo prišla letos nova? Odpira se milijon vprašanj. Jasnega odgovora ni, lahko so le predvidevanja. Pa poglejmo, kakšna so.

Gospodarska rast bo izgubila zagon, a bo še vedno nadpovprečna

Konec lanskega leta so bile napovedi za rast svetovnega gospodarstva 5,2 %, za razvite ekonomije 3,9 % in za trge v razvoju 6 %. Leto 2021 je tako ob izjemno nizkih obrestnih merah in izdatni državni pomoči zaznamovalo močno gospodarsko okrevanje in po aktualnih **napovedih bomo leto 2021 zaključili z realno gospodarsko rastjo v višini 5,8 %.** Globalno gospodarstvo je tako več kot nadoknadilo »koronski« upad realnega BDP v višini 3,1 %.

Za leto 2022 pa kljub temu lahko zaradi nove različice koronavirusa in normalizacije gospodarskih razmer pričakujemo upočasnitev trenutno še vedno hitre gospodarske rasti na nivoje bližje normalnim ravnom: trenutni konsenz po podatkih Bloombergga napoveduje **4,4 % realno gospodarsko rast za svetovno gospodarstvo v letu 2022.**

BDP	2020	2021	2022
ZDA	-3,4%	5,5%	3,8%
Evro območje	-6,4%	3,2%	4,3%
Nemčija	-4,6%	2,8%	4,2%
Japonska	-4,6%	1,8%	3,2%
Trgi v razvoju	-0,6%	6,4%	5,0%
Kitajska	2,3%	8,0%	5,3%
Brazilijska	-3,9%	5,0%	1,1%

Realna rast BDP: Dejanska rast za 2020, ocena za 2021 in napoved za 2022

Vir: www.triglavskladi.si

Posebno pozornost pri tem žanje **Kitajsko gospodarstvo, ki se vidno upočasnjuje**, saj bi naj bila rast v 2022 morda celo nižja od 5 %, kar je najmanj v zadnjih 30-ih letih, če izvajamo leto 2020. Razlogi za ohlajanje so med drugim zapiranje lokalnega gospodarstva zaradi netolerance do covid-19 okužb, že dlje časa trajajoče težave v nepremičninskem sektorju, ki predstavlja skoraj 30 % rasti BDP, striktna državna regulacija ter nižanje deleža energetske najbolj potratnih industrij.

Globalno gospodarstvo bo torej lahko imelo še eno leto nadpovprečne rasti, a kot že rečeno, bo ta letos nižja kot lani. Tudi rast dobičkov podjetij se bo posledično umirila, bo pa ostala pozitivna. Poleg inflacijskih pritiskov bodo tudi dosedanje spodbude držav manjše, saj so gospodarstvu vedno manj potrebne. **Seznam tveganj se torej letos ni skrajšal, kvečjemu podaljšal.**

Kot je razvidno iz zgornje preglednice, bosta **gospodarstvi Nemčije (in EU na splošno) ter Japonske letos predvidoma rasti še hitreje kot lani**. Razlog so predvsem ozka grla v dobavah v letošnjem letu, ki naj bi bila počasi odpravljena. Samo za občutek, združenje nemških proizvajalcev avtomobilov je objavilo, da **bi lahko v 2021 izdelali in prodali še 10 milijonov več avtomobilov, če teh ozkih grl ne bi bilo.**

Inflacija ostaja osrednja tematika tudi v letošnjem letu

Večji gospodarski aktivnosti in motnjam v dobavnih verigah je sledila tudi rast cen pri proizvajalcih in cen potrošnih dobrin. Inflacija v ZDA je dosegla ravni, zaradi katerih so v Ameriški centralni banki prenehali z izrazom »prehodna inflacija« in napovedali hitrejši umik spodbujevalne monetarne politike. Inflacijski pritiski v evro območju pa so pretežno posledica motenj v ponudbi in manj potrošniške aktivnosti. **Zaradi tega je Evropska centralna banka nekoliko zadržana do dvigov obrestnih mer**, saj le-ti ne pomagajo odpravljati ozkih grl na strani ponudbe.

Rast cen življenjskih potrebščin v **ZDA se je tako v novembru lani povzpela na 6,8 % na letnem nivoju**, kar je najvišja vrednost v zadnjih 39. letih. Inflacija veleprodajnih cen na medletni ravni v ZDA pa je novembra dosegla 9,6 %, kar je najvišja vrednost sploh. **Inflacija v evrskem območju se je novembra povzpela na 4,9 %, kar je najvišja raven od uvedbe evra pred več kot dvajsetimi leti.** Posledično so sledila opozorila, da bodo pritiski na cene verjetno trajali dlje, kot je bilo pričakovano. Razlika v inflaciji oz. inflacijskih pritiskih med obema regijama izvira tudi iz stanja na trgu dela. Plače v ZDA rastejo precej hitreje kot v EU, poleg tega je v evro območju produktivnost dela pozitivna, medtem ko je v ZDA negativna.

Inflacija	2020	2021	2022
ZDA (PCE)	1,2%	5,3%	2,6%
Evro območje (CPI)	0,3%	2,6%	3,2%
Japonska (osnovna CPI)	-0,4%	0,0%	0,9%
Kitajska (CPI)	2,5%	1,1%	1,8%

Inflacija dejanska za 2020, ocena za 2021 in napoved za 2022

Vir: www.triglavskladi.si

Čeprav splošna inflacija znaša v ZDA 6,8 %, je jedrna (t.i. »core«) inflacija, ki ne upošteva cen hrane in energentov, vseeno nižja in je novembra znašala 4,9 %. Medtem ko bi se naj splošna inflacija po pričakovanjih kmalu umirila, bi lahko jedrna inflacija še dlje časa ostala na povišanih nivojih.

Povzetek mnenj analitikov nakazuje, da **se inflacija v prihodnjih mesecih naj ne bi več znatno povišala, sredi prihodnjega leta pa se bo začela postopoma nižati**. Razloge za znižanje inflacije najdemo predvsem v nižjih cenah surovin, posebej energentov, zmanjšanju cen polprevodnikov, zmanjšanju ozkih grl v dobavnih verigah in upočasnitvi gospodarske rasti.



Postopno umiranje pričakovanj glede dolgoročne inflacije v ZDA
Vir: www.nlbskladi.si

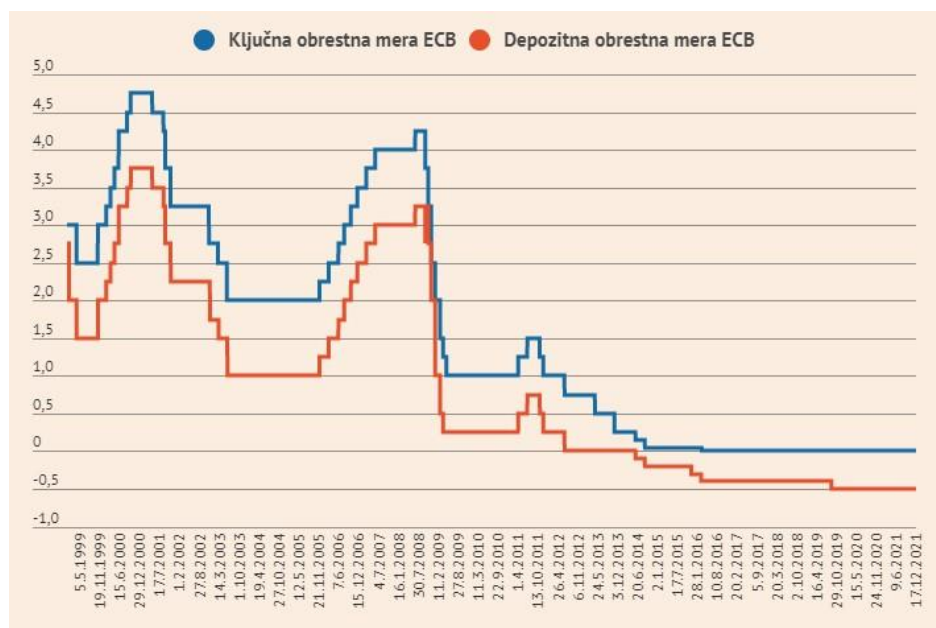
Grozi pa druga nevarnost: čeprav so politiki in številni vlagatelji zaskrbljeni zaradi trenutnih skokov cen, obstaja visoka verjetnost, da se bo prihodnje leto **strah pred inflacijo spremenil v deflacijski pritisk**. Že danes se namreč kaže, da je v nekaterih sektorjih ta prehodna inflacija bolj vztrajna kot je bilo sprva pričakovati. Možno je, da bodo težave v oskrbovalnih verigah trajale še eno ali dve leti, preden se bo večinoma normaliziralo. Še dlje pa bodo trajale težave, oz. pomanjkanje na trgu dela. To postaja na srednji in **dolgi rok ključni omejevalni faktor gospodarske rasti v razvitem svetu in posledično skozi pritisk na plače ključni faktor inflacije**. Tukaj centralne banke in vlade nimajo prav dosti orodij na voljo, vsaj enostavnih in hitro učinkovitih ne.

Kaj ostrejša denarna politika ECB pomeni za obrestne mere?

Kot povedano uvodoma glede ekonomskih zakonitosti - kadar centralne banke začnejo zaostrovati denarno politiko, še posebej z višanjem ključnih obrestnih mer, je načelno treba pričakovati zviševanje tržnih obrestnih mer, kar pelje v podražitev posojil za podjetja in gospodinjstva, pa tudi v podražitev državnega zadolževanja na eni strani, na drugi pa višjo donosnost bančnih vlog.

Medtem ko se pričakuje, da bosta ameriška in britanska centralna banka v letu 2022 obrestne mere zvišali, naj bi jih ECB pustila na rekordno nizkih ravneh. Če gre zaupati napovedim analitikom, **se obdobje nizkih obrestnih mer kljub inflacijskim pritiskom v zadnjem obdobju vsaj v EMU ne poslavlja**. Med sedmimi analitiki, ki so v bazi Bloomberg

objavili svoje napovedi za EURIBOR v zadnjem četrtletju leta 2023, vsi pričakujejo negativno medbančno referenčno mero še vsaj dve leti.



EMU: gibanje ključne evrske obrestne mere (v %) v obdobju 5. 5. 1999 do 17. 12. 2021.

Vir: www.finance.si

Delnice v letu 2021 odlično. Ali so res že precenjene?

Če pogledamo najprej nazaj in se spomnimo, da smo to poročilo pred letom dni naslovili s TINA¹, lahko danes že rečemo, da je **bil delnicam naklonjen pogled povsem opravičen**. Delnice so z vidika naložbenih razredov zagotovo zmagovalke preteklega leta, kar smo tudi v večini portfeljev uspešno izkoristili. Ključni delniški indeksi so zrastle za 20 – 30 %.

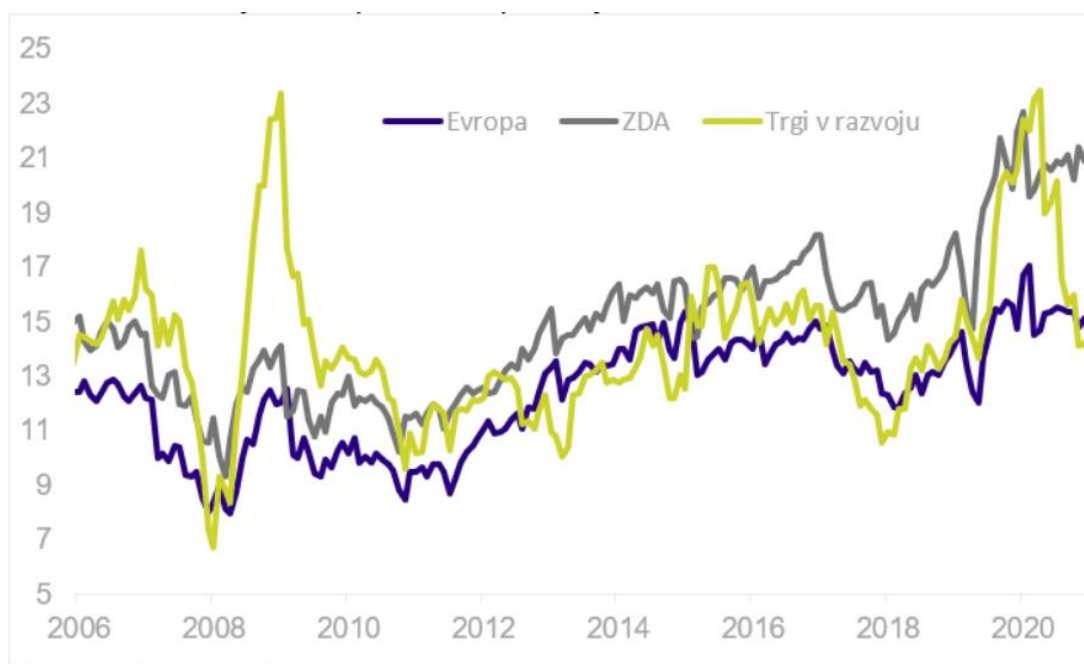
Kako pa kaže za letos? Kot se vidi v grafu MSCI World ACC spodaj je prirast vrednosti delniškega globalnega indeksa res zelo visok. Pričakovati dve zaporedni tako donosni leti bi bilo preveč. Zato nekateri analitiki (in tudi prodajalci alternativnih naložb) že opozarjajo na precenjenost delnic. Vendar, tukaj pridemo do ključnega vprašanja – ali so res precenjene?

¹ There Is No Alternative – kratica, ki je bila v uporabi leto dni nazaj v finančnem žargonu s sporočilom, da ni druge alternative, kot delnice.



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

Tečaji delnic, posebej v ZDA in do neke mere tudi v EU so lani res precej porasli. **A še bolj kot so porasli tečaji delnic, so porastle dobičkonosnosti večine podjetij.** Razmerje med donosom in ceno delnice se tako nahaja trenutno okoli vrednosti P/E = 18 za globalne delniške indekse, za ZDA okoli 20, za Evropo okoli 15 in trge v razvoju še malenkost nižje. Če to primerjamo z zgodovinskimi povprečji, to niso pretirane vrednosti. Posebej ne, če upoštevamo še nadaljnji obet pospešene gospodarske rasti. Na tem mestu se je tudi treba vprašati, kaj so druge naložbene alternative in kaj nudijo. Posebej za največje naložbene sisteme, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice in podobni, ki so precej ozko omejeni na klasične naložbene razrede in nimajo kaj dosti možnosti poseči po alternativah, je zaključek preprost: Nimajo kaj dosti izbirati, vsaj nekaj donosa bodo lahko ustvarili samo v delnicah.



Gibanje naložbe 10.000€ v MSCI World ACC v zadnjih dveh letih v €. Vir: Bloomberg, sekundarni vir: NLB skladi poročilo 30. 12. 2021.

Zato tudi mi **ostajamo zmerno optimistični glede delniških naložb, a se hkrati zavedamo povečevanja tveganj**, ki prihajajo s pričakovanim upočasnjevanjem gospodarske rasti v 2022.

Vendarle bomo vsaj izhodiščno ohranili izpostavljenost do tega naložbenega razreda na ciljnih nivojih ali celo malo višje. Analitiki bi dali nekaj **več poudarka delnicam izdajateljev iz EU**, tudi azijskim. Ali tudi Kitajskim, pa si analitiki niso enotni, saj se Kitajska spopada z več notranjimi gospodarskimi izzivi, že omenjenimi težavami na nepremičninskem trgu, kot tudi zavestnim omejevanjem podjetniške aktivnosti s strani partije.

Pri panogah gre premik v skladu z ekonomskim ciklom – torej več poudarka cikličnim panogam.

Ko delnice rastejo, obveznice padajo

To čisto osnovno makro ekonomsko pravilo je lani prišlo do izraza. A na srečo ne pretirano.

Skladi, katerih portfelj sestavljajo v Evro nominirane obveznice solidne bonitete in ne predolge ročnosti so lani naredili okoli 2 % negativnega donosa. **Ko je veselo na delniških trgih, seveda vsi hočejo tja**. Tudi zato so se na drugi strani bolje odrezale podjetniške obveznice in tudi t. i. High Yield obveznice, ki so prinesle do okoli 2 % donosa. Na nivoju kratkoročnih obveznic in denarnih skladov je bil donos negativen, med 0 in -0,5 %.

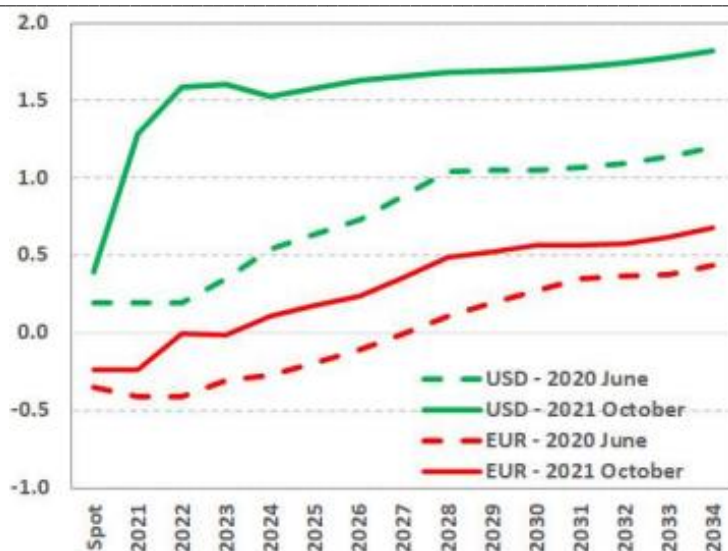
Če tudi tokrat kot mero pokažemo graf obvezniškega sklada Generali Bond, ni prav navdušujoča. Letni donos za 2021 je bil negativnih 1,18 %.



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

Če pogledamo v 2022 se vsaj na **Evro denarnem trgu in na trgu kratkoročnih obveznic ne obetajo spremembe**. ECB bo, kot napoveduje sama, obrestno mero obdržala na nivojih, kjer smo zaključili lansko leto. Bi pa lahko obrestno mero dvignila tudi ECB v letu 2023, če se bo gospodarstvo še naprej tako uspešno razvijalo.

Ker pa se v ZDA obetajo dvigi obrestnih mer, se bodo in se že zahtevane donosnosti dvigajo tudi v EMU. Kvorum analitikov je, da bomo prvi dvig obrestne mere v ZDA videli sredi leta, in nato do konca leta še dva, na 0,75 %.



Napovedi gibanja obrestnih mer za USD in Euro.
Vir: OTP Bank, tedensko poročilo, 20.12.2021.

Vendarle je treba poudariti, da se bosta obe ključni centralni banki dviga obrestnih mer lotili zelo previdno in zmerno. Kot je razvidno iz grafa zgoraj, so se od junija do oktobra pričakovanja glede dvigov obrestnih mer sicer zvišala. A vseeno **ostajamo na nivojih izredno nizkih obrestnih mer tudi na daljši rok**, vse tja do 2035.

Tako bodo obvezniške in denarne naložbe tudi na srednji in nekoliko daljši rok ostale pod pritiskom poceni denarja in ostajale na donosnostih okoli nule.

Euro / USD

Prvi govori o dvigu obrestnih mer v ZDA so se zgodili že zgodaj poleti in to so seveda takoj opazili igralci na valutnih trgih (glej graf spodaj). Tudi gospodarsko gledano je šlo ZDA bolje kot EU. Zato ne preseneča občuten **zdrs vrednosti Evra v primerjavi z USD na letnem nivoju za skoraj 10 %**.



Gibanje tečaja Euro/USD za 2021.
Vir: Finance.yahoo.com

Tokrat je to šlo v našo korist, a že za 2022 se napoveduje krepitev Evra in bomo del valutnega dobička izgubili.

FX pair	2020.Q2	2020.Q3	2020.Q4	2021.Q1	2021.Q2	2021.Q3	2021.Q4	2022.Q4	2023.Q4	2024.Q4
EURUSD	1.09	1.18	1.19	1.21	1.21	1.18	1.14	1.17	1.18	1.21
EURGBP	0.89	0.91	0.90	0.88	0.86	0.85	0.84	0.84	0.84	0.85
EURCHF	1.06	1.08	1.08	1.08	1.10	1.08	1.06	1.10	1.12	1.09
USDJPY	107.0	106.0	104.0	104.0	109.0	111.5	114.0	115.0	115.0	108.5

*Ključni valutni pari – dejansko realizirano in napovedi od Q4 2022 in dalje
Vir: OTP Bank in Bloomberg*

Bitcoin – še vedno vroča žemljica?

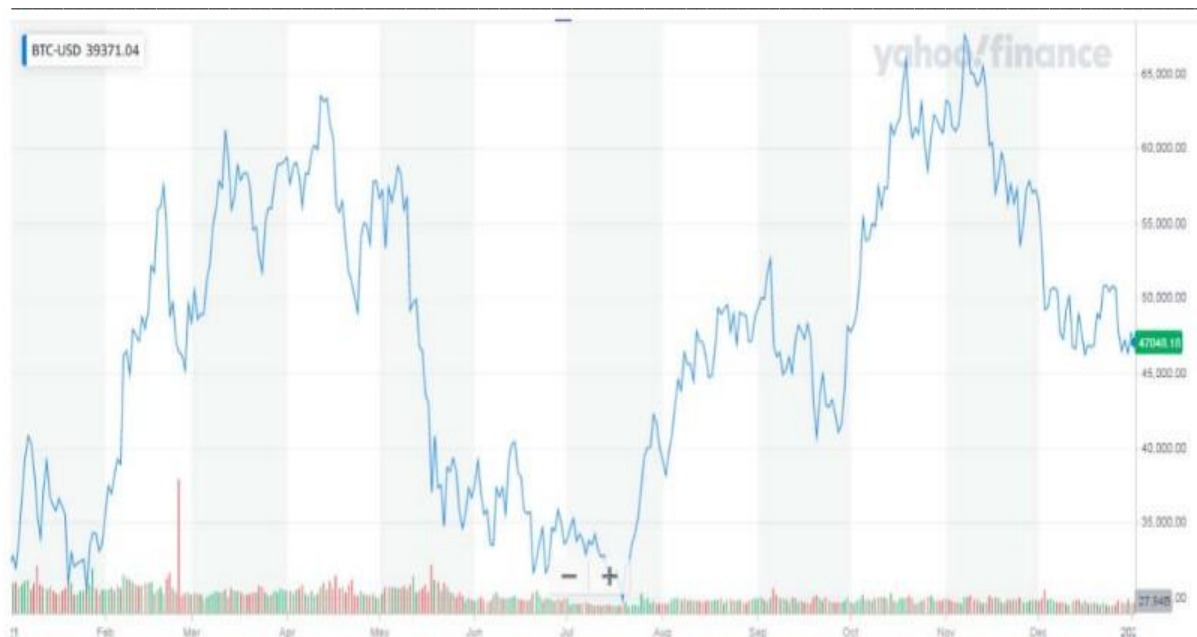
Bitcoin je leto 2021 zaključil pri 46.040,46 USD. Medtem ko je od novembrskega vrha upadel za 33 %, je v letu 2021 porasel za 54 %. Odličen zaslužek, a vendar - kaj pa njegova volatilitnost²? Koliko te volatilitnosti je še potrebno, da bodo vlagatelji imeli dovolj in izstopili iz špekulativnega »vlakca smrti«? **Volatilitnost namreč znaša povprečno slabih 5 % dnevno**, zato se sprašujemo, kdaj bo vlagateljem dovolj? In če ne drugega, kakšen ima to vpliv na psiho posameznega vlagatelja? V PROSPERITA Family Office vendarle čutimo željo nekaterih vlagateljev, da bi sedli na ta »vlakec smrti« in tudi ne zanikamo, da je prihodnost kripto tehnologij svetla, ne samo z vidika naložbenih priložnosti, ampak aplikacije te tehnologije na mnogih področjih.

Pridružujemo se [mnenju Damjana Merlaka](#), Slovenca, ki je (po znanih podatkih) s kripto valutami zaslužil največ in nekaterih analitikov, ki ocenjujejo, da je **divja špekulativna faza investiranja v kripto valute z golim namenom zaslužka verjetno v večji meri že za nami**.

Podobno kot je veljalo za spletno tehnologijo po letu 2000, pričakujemo, da **sledi več faz očiščenja trga in tehnologije**, preden bo ta našla svoje realno uporabno mesto tako v finančni industriji, kot drugod. Tudi tukaj bodo zmagovalci in poraženci, a na daljši rok se bo kripto svet pospešeno razvijal in s tem nudil tudi možnosti za zaslužke.

Trenutno ocenjujemo, da je volatilitnost prevelika, regulacija trga premajhna in ponudba produktov, ki bi to tveganje razpršili ali nihajnost omejili, (pre)majhna. Jo pa budno spremljamo.

² Uporablja se tudi izraz nihajnost.



*Gibanje vrednosti Bitcoin v USD v letu 2021
Vir: The Weber Global Opportunities Report*

Kako dalje?

Za izhodišče: Ne moremo mimo dejstva, da je bilo eno ključnih presenečenj 2021 vsaj na prvi pogled visoka **inflacija - v Sloveniji 4,9 %** na letni ravni. Ob izostanku resnih težav z vidika Korone in močnih spodbudah, je gospodarstvo delalo na maksimumu, kolikor je lahko. Podobni pogoji ostajajo tudi dalje, zato UMAR pričakuje **za letos 3,8 % inflacijo**, 2023 pa že blizu 2 % na leto. Stati v denarju tako pomeni zanesljivo in opazno izgubo. Ali kratko: **Treba je vlagati.**

Dalje, pred nami je **ponovno leto polno izzivov**. Ključno, kar moramo imeti v zavesti je, da je za nami leto, oz. več njih, ko smo želi lepe donose. Zato ne sme biti presenečenje, če letos ne bo tako donosno kot lani.

A vendarle **gledamo v 2022 z zmernim optimizmom** in čuječnostjo, da bomo izkoristili potenciale, ki na trgu še vedno so.

Pri vseh vlagateljih, posebej tistih, ki vlagajo preko naložbenih podjetij bomo **nadaljevali diverzifikacijo portfeljev** s poudarkom na naložbah, ki so neodvisne od delnic.