

Dvomesечно poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 10. 5. 2022
Avtorji: mag. Barbara Špacapan Olenšek, Neja Kokot in mag. Samo Lubej

TEMA NAMESTO INFLACIJE STAGFLACIJA

Že pred vojno v Ukrajini so obete za gospodarsko rast zniževali predvsem strah pred naraščajočo inflacijo, težave v oskrbovalni verigi ter strah pred čezmernim ukrepanjem centralnih bank zaradi nadzora nad inflacijo. Vojna v Ukrajini traja že več kot dva meseca, **ocenjevanje ekonomskih posledic pa postaja vse manj zanesljivo in negotovo.**

Izzivi v globalnih dobavnih verigah skupaj z rastjo cen surovin in energije so najpomembnejši generator inflacije, ki bo očitno višja in dolgotrajnejša od pričakovanj. Na drugi strani obe težavi skupaj z geopolitičnimi trenji precej zavirata gospodarsko rast. Zato je stagflacija beseda, ki se jo ponovno vse bolj pogosto omenja. Čeprav so definicije stagflacije različne, v osnovi to pomeni **upočasnjeno gospodarsko rast ob visoki inflaciji.**

Strah pred stagflacijo se že odraža na številnih indikatorjih, ki merijo razpoloženje, tako potrošniško kot tudi podjetniško. Indeksi so trenutno sicer še vedno na ravneh, ki ne predstavljajo krčenja gospodarske aktivnosti, skrbi pa trend, ki nakazuje upad. Zato se v zadnjem času v analitičnih člankih in razpravah vse pogosteje pojavlja beseda recesija, pri čemer vedno več pomembnejših mednarodnih finančnih institucij znižuje svoje napovedi svetovne gospodarske rasti. Nadaljevanje trenda naraščajočih cen vhodnih materialov sedaj tudi zaradi Ukrajinske vojne pomeni dodaten pritisk na marže podjetij, zato se znižujejo napovedi rasti dobičkov za letošnje leto. Kako dolgo in v kolikšni meri bodo zniževanja napovedanih rasti, pa je odvisno predvsem od dolžine trajanja konflikta. Dlje kot bo trajal, hujše bodo posledice.

Zaradi tega ekonomisti opozarjajo, da nova realnost, na katero se mora pripraviti več razvitih in novo nastajajočih gospodarstev, pomeni visoko inflacijo in upočasnevanje gospodarske rasti. Oblasti se stagflacije še posebej bojijo - za politiko in centralne banke je stagflacija posebno nezaželena, **saj skoraj ne dopušča ukrepov, ki ne bi poleg zelenih učinkov za seboj potegnili tudi negativne posledice.**

Čeprav je izredno ohlapna monetarna politika centralnih bank in drugih oblik denarnih pomoči prebivalstvu in podjetjem med pandemijo opazno pospeševala povpraševanje, med ekonomisti prevladuje ocena, da je **svetovni inflacijski pospešek zagnala šele kombinacija z omejitvami pri ponudbi in sicer zaradi večletne ohromitve naložb** v energetske in transportne zmogljivosti, proizvodnih zastojev in trganja dobavnih poti, ki so se razmahnili med pandemijo in se še ne umirjajo. Od marca pa so razmere dodatno zaostrele vojna v Ukrajini, posledične sankcije in podražitve energentov in drugih surovin, dobavnim ohromitvam pa so se pridružili še strogi protikoronski ukrepi na Kitajskem. Ob tem se nadaljuje trend de-globalizacije, tudi kopičenja zalog surovin in drugih ključnih virov.

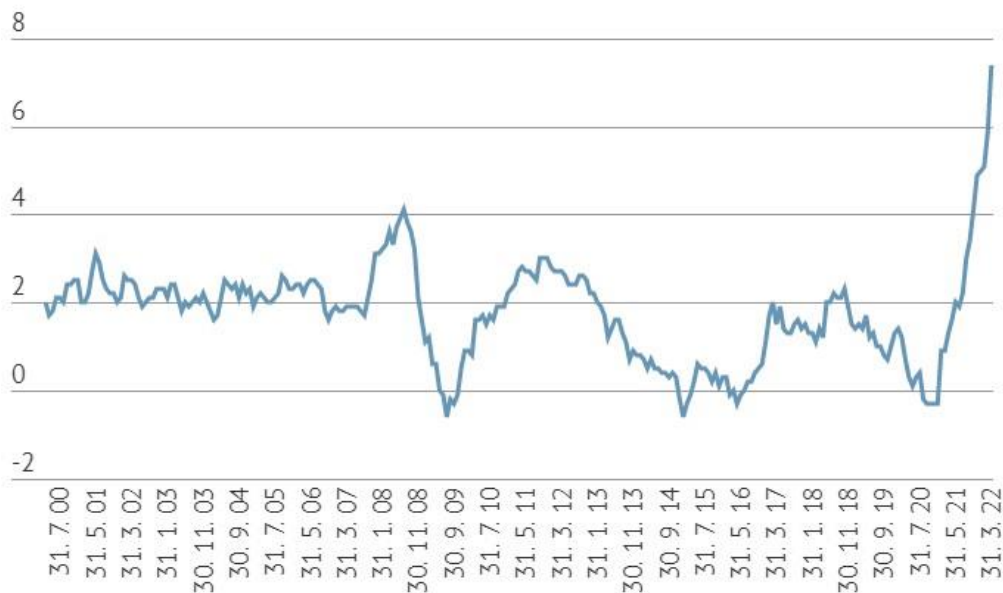
Če smo bili pri napovedi »prehodne« inflacije precej enotni, pa so napovedi glede stagflacije različne: v Evropi je predsednica ECB Christine Lagarde izjavila, da trenutno ni znamenj, da bi Evropi grozila stagflacija. Te naj ne bi napovedovale ne glavne projekcije ne robni scenariji, ki jih proučujejo. Vendar pa je ta hip veliko negotovosti - veliko je odvisno od učinkovitosti in obsega sankcij v rusko-ukrajinski vojni, drugih ukrepov in od siceršnjega razvoja vojne. Na drugi strani ameriška makroekonomistka Lyn Alden pričakuje, da nas čaka

več let nihanja med inflacijo z rastjo in inflacijo z recesijo, torej stagflacijo. Složni so le v napovedih, da nas čaka še nekaj let gospodarske rasti, a na nižjih nivojih, kar pa je tudi razumljivo.

Višje cene občuti že prav vsak

Skoraj ni potrošnika, ki v zadnjih mesecih ne bi opazil, da so se njegovi izdatki za osnovne potrošne dobrine začeli vidno povečevati. Dražijo se nafta, plin, elektrika, hrana, industrijske kovine in še bi lahko naštevali.

Kot že omenjeno, je največji šok na trgu energentov povzročila vojna v Ukrajini, vendar so se cenovni pritiski pojavili že pred tem zaradi zagona gospodarstva ob koncu pandemije ter zgodovinsko obsežnih monetarnih stimulacij, ki so spodbudile močno povpraševanje. Stopnja inflacije (vse na letnih nivojih) v ZDA namreč znaša že 8,5 %, v evro območju pa se je povzpela na 7,5 %. **Na območju držav OECD se je marca inflacija povzpela na 8,8 %.** Povečanje na letnem nivoju je res visoko: februarja je inflacija znašala 7,8 odstotka, v istem obdobju lani pa 2,4 odstotka. Gre za največjo rast cen po oktobru leta 1988. Ob zgodovinsko visokem pomanjkanju delovne sile in eni najnižjih stopenj brezposelnosti tako v ZDA, kot evro območju, gospodarstva ne potrebujejo več spodbud v obliki nižjih obrestnih mer. FED je tako v mesecu marcu sprožil restriktivno monetarno politiko in zategnil pas, saj je dvignil ključno obrestno mero za 0,25 %, v začetku maja pa še za dodatne pol odstotne točke. Pričakuje se, da bo do konca leta še vsaj 6-7 podobnih dvigov na (za enkrat) ciljne nivoje okoli 3 %. **Obdobje nizkih obrestnih mer se tako v ZDA zaključuje, podobno pa velja tudi za Evropo**, čeprav so pri nas predvideni koraki manj intenzivni.



Graf: Inflacija v evrskem območju v odstotkih na medletni ravni

Vir: www.manager.finance.si

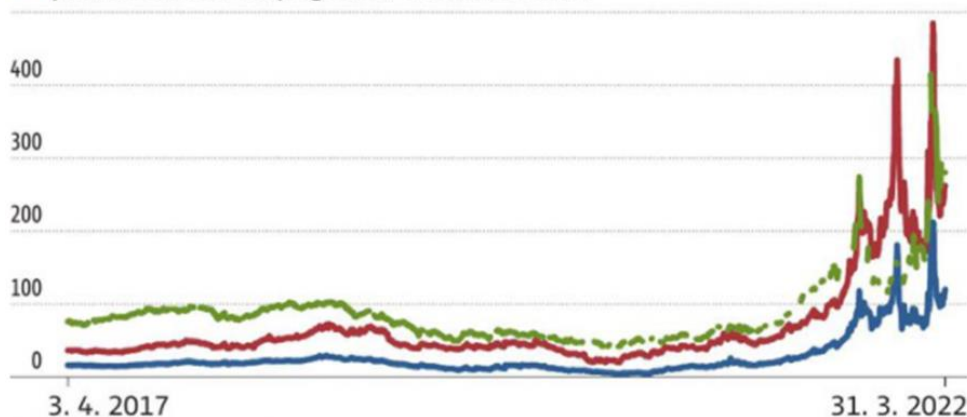
Prva dva tedna ruske invazije smo bili priča rekordnemu skoku cen surovin. Cena nafte Brent je dosegla zgodovinski vrh pri 132 USD za sodček, poletele so tudi cene drugih surovin. V drugi polovici marca se je nato cena nafte znižala na približno 104 USD za sodček, umirile pa so se tudi cene drugih surovin. Čeprav bi bila umiritev cen nafte in surovin dober obet za oživitev gospodarske rasti, je sedaj le-to še precej nemogoče napovedati, saj je negotovosti

na surovinskih trgih še preveč. Cene bodo tako rasle do ravni, ko se bo poraba surovin in energentov zaradi druginje tako zmanjšala, da se bo vzpostavilo novo ravnovesje.

Plin, premog in elektrika

primerjava cen

- evropski premog, 6.000 kcal, v dolarjih za tona
- elektrika, enomesečna pogodba, v evrih za MWh
- plin, enomesečna pogodba, v evrih za MWh



Primerjava cen plina, premoga in elektrike
Vir: www.triglavskladi.si

Delniški trgi močno volatilni

Delniški trgi imajo za seboj **najslabše četrletje po začetku pandemije**, kar pa glede na vse dogodke niti ni tako presenetljivo. Čeprav se je leto pričelo precej optimistično, je z vojno v Ukrajini, ki je povzročila humanitarno krizo, občutno višje cene energije, surovin in hrane, trge zajel pesimizem, ki je nekoliko izpuhtel šele v marcu. Počasi se je vrnil optimizem, kljub manj opaznemu šoku v obliki preobrata politike centralnih bank, na čelu z ameriško, v boju z rekordno visoko inflacijo. No, optimizem ni trajal dolgo, v prvem tednu maja smo že pričali dodatni korekciji na delniških trgih.

Indeks	Sprememba od 1. 1. 2022 - 29. 4. 2022
Svet - MSCI World*	-6,63 %
ZDA - S&P 500*	-6,43 %
Evropa - DJ STOXX 600*	-7,67 %
Japonska - Topix*	-10,14 %
Trgi v razvoju - MSCI Emerging markets*	-5,72 %

* vključujoč bruto dividende, preračunano v EUR

Ključni svetovni indeksi in njihov premik v prvih štirih mesecih leta 2022

Vir: Bloomberg

Globalne delnice so tako kljub močnim nihajem v prvih treh mesecih izgubile le tri odstotke. Dosti je k temu pomagal tudi upad vrednosti Evra. **Tradicionalno varen naložbeni razred obveznic je v okolju rastočih obrestnih mer doživel enega največjih padcev v svoji zgodovini.**

Žal pa je v aprilu objava poslovnih rezultatov ter večja volatilitnost trgov kot posledica objav nekaterih pomembnih makroekonomskih podatkov, kot tudi napete geopolitične situacije in pričakovanj pred nadaljnjim višanjem obrestnih mer centralnih bank na trgih poskrbela, da so bili kumulativno indeksi v prvih štirih mesecih letošnjega leta v rdečem.

Tehnološki sektor na udaru - Amazon prvič z izgubo po sedmih letih

Zadnji teden aprila sta bili glavni temi poročanje četrtnih rezultatov največjih svetovnih podjetij ter stanje in obeti o upočasnjevanju globalnega gospodarstva. Čeprav so bili poslovni rezultati na splošno dobri, so **nekatera podjetja poskrbela za veliko razočaranje**. Za primer lahko vzamemo Amazon in Google, ki veljata za dober indikator stanja v katerem se nahaja ekonomija, saj rezultati obeh precej temeljijo na splošnem vzdušju in porabi potrošnikov. Ker imata obe podjetji ogromno tržno kapitalizacijo, predstavljata močno utež v najbolj spremljanih borznih indeksih, ki so zaradi njih zabeležili rdeče številke. Amazon je tako prvo četrtnje zabeležil prvo izgubo po sedmih letih, njegove delnice pa so v enem dnevu izgubile kar 14 % vrednosti. Precej manj so se pocenile delnice Appla, katerega prihodki in dobiček sta zopet rušila rekorde, a rast se je v primerjavi s preteklimi četrtnji umirila. Vsi ti giganti so ob tem **opozorili na težave v prihodnjih mesecih**, saj jih skrbi predvsem zaradi strogih epidemioloških ukrepov otežena proizvodnja na Kitajskem.

Čeprav je vojna že pustila precej močne posledice na gospodarsko aktivnost EU, so bili bolj optimistični rezultati nekaterih največjih evropskih podjetij, ki so v prvem četrtnju večinoma poslovala bolje od pričakovanj in to je ublažilo padce na evropskih delniških trgih v zadnjem obdobju.

Kitajska ohranja tveganost a tudi pomembnost

Industrijska dejavnost na Kitajskem je v marcu izkazala največji padec po dveh letih, k temu pa so pripomogli predvsem strogi omejitveni ukrepi po izbruhih koronavirusa v nekaterih delih kitajske države. Kitajska vlada je na upad ekonomske aktivnosti odgovorila z dodatnimi gospodarskimi stimulacijami, kar je opogumilo vlagatelje v kitajski delniški trg, ki je v marcu nekoliko porasel. Kljub temu kitajska obravnava izbruhov koronavirusa in nadaljevanje njene **politike ničelne stopnje tolerance do covid-a z zapiranjem celotnih mest** in regij še naprej ustvarja logistično ozko grlo, ki se zdaj počasi seli v Evropo.

Tudi zaradi Ukrajinske vojne se geopolitične napetosti krepijo. Nesoglasja med Rusijo in Zahodom se krepijo že nekaj let in sedaj potencirajo z močnimi gospodarskimi sankcijami. Vendarle osrednja točka še vedno ostajata Kitajska in njen odnos z ZDA.

Spremembe v skladih RWB

V tokratnih poročilih smo zajeli tudi spremembe vrednotenja skladov RWB, ki se zgodijo na vsakega pol leta. Največja je pri RWB Secondary V, ki se je povečal za 29 % in RWB India III, ki je vrednost TVPI povečal za 24 %. Ostale spremembe so manjše, a kar je najbolj važno, pri vrednosti TVPI tokrat vse v pozitivno smer. Kar se tiče vrednosti R-TVPI, je še največja in edina bistvena sprememba prav tako pri skladu RWB India III, kjer znaša sprememba v pozitivno smer 18 %. Več pa v spodnji tabeli.

Private Equity	NAV	Stanje na 31.12.2021		Stanje na 30.6.2021		Razlika TVPI	Razlika R-TVPI
		TVPI	R-TVPI	TVPI	R-TVPI		
RWB Secondary 4	0,94	1,36		1,25		0,11	0,00
RWB International 3 (Global market III)	1,07	1,58	2,02	1,46	2,02	0,12	0,00
RWB International 4 (Global market IV)	0,73	1,06	1,67	0,99	1,70	0,07	-0,03
RWB Secondary 3	0,82	1,52		1,45		0,07	0,00
RWB India 3	1,07	1,84	1,84	1,60	1,66	0,24	0,18
RWB China 3	1,22	1,43	1,85	1,32	1,85	0,11	0,00
RWB International 5 (Global Market V)	0,89	1,20	1,66	1,10	1,69	0,10	-0,03
RWB Secondary 5	1,62	1,62		1,33		0,29	0,00
RWB Asia I	1,30	1,62	1,62	1,46	1,58	0,16	0,04

Spremembe vrednotenja skladov RWB

Vir: <https://www.rwb-ag.de/portfolioreporting/>

Kako naprej?

Vojna, inflacija in višje obrestne mere nedvomno predstavljajo težje okolje za globalno gospodarstvo in finančne trge. Inflacija postaja osrednja tema med vlagatelji in varčevalci, saj je investiranje v takem okolju na kratek rok lahko zelo negotovo. **Rast obresti v prihodnosti je neizogibna**, čeprav bo njena dinamika v ameriškem in evropskem gospodarstvu različna. Vojna in s tem povezane logistične težave ter visoke cene energentov in surovin vodijo v recesijo, zato imajo centralne banke precej manj manevrskega prostora kot v preteklosti. Cene energentov in surovin bodo zagotovo ostale na višjih nivojih kot so bile pred letom dni. Na drugi strani donosi na bankah ostajajo negativni, pa tudi obveznice še vedno ne ponujajo praktično nikakršnega donosa. Denar pa dodatno še nezadržno nažira inflacija.

Potem, ko smo v začetku leta prevetrili vse portfelje in v nekaterih tudi zmanjšali izpostavljenost do delnic in tudi obveznic, se sedaj ne glede na inflacijo **kaže smotrno počakati vsaj delno v varnejših pozicijah (predvsem denar), saj vse ostalo, kar kotira na borzah, izgublja vrednost.**

Kot naložbeni razred, ki ga velja izpostaviti v danih razmerah, in ga nekateri še nimate, ali imate zelo malo v svojih portfeljih, vidimo v danem trenutku **zlato**.