

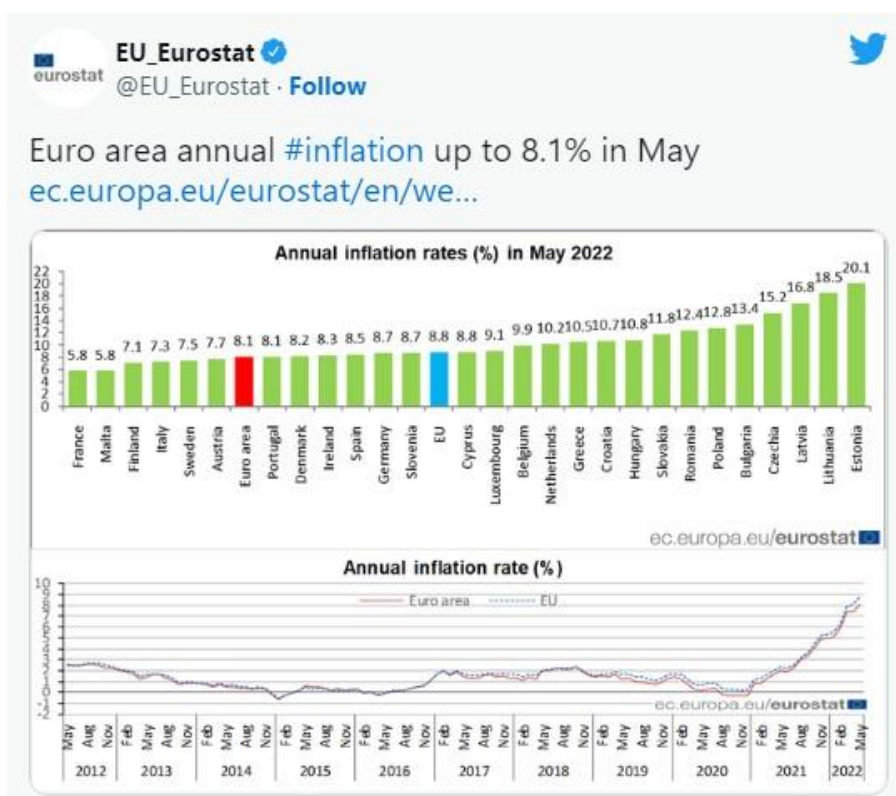
Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 7. 7. 2022
 Avtorji: mag. Barbara Špacapan Olenšek, mag. Samo Lubej

CENTRALNE BANKE STOPILE NA ZAVORO

Za Fed je tudi ECB jasno povedala, da je **inflacija ključni in prednostni problem** ter jo bodo ustavili tudi za ceno negativnega vpliva na gospodarstvo.

Medtem inflacija še kar buri duhove. Potem ko se je le-ta v ZDA v aprilu nekoliko umirila, je v maju ponovno poskočila na 8,6 % na letni ravni. Ponovni skok je bil posledica višjih stroškov energije, hrane in rabljenih vozil. Tako **je inflacija najvišja po letu 1981 in že močno vpliva na razpoloženje potrošnika**. Že sama cena goriva je onkraj luže najvišja v zadnjih 14 letih in se je v zadnjem letu dvignila iz treh ameriških dolarjev na več kot 5 dolarjev za galono. Takšen porast je posledica uvedenih sankcij zaradi Rusko-Ukrajinske vojne ter višjega povpraševanja po energiji zaradi ponovnega odprtja gospodarstva po pandemiji. Zaradi višje inflacije in posledično nižjega sentimenta potrošnika je nižje tudi povpraševanje v nepremičninskem sektorju, saj je zanimanje za hipotekarna posojila v ZDA najnižje po letu 2001.

Tudi v Evropi ni nič boljše: evrska medletna inflacija je v maju znašala 8,1 %, kar je 0,7 % več kot aprila. **V EU je bila medletna inflacija maja 8,8-odstotna**. Najnižje medletne stopnje inflacije so imele Francija, Malta (obe 5,8 %) in Finska (7,1 %), najvišje pa v Estoniji (20,1 %), Litvi (18,5 %) in Latviji (16,8 %). To so skoraj nepredstavljljive številke.



Evrška medletna inflacija

Vir: www.finance.si

Gospodarsko politični položaj v svetu se torej slabša in trgi so v negativnem trendu. Centralne banke kot najpomembnejši igralec v trenutni situaciji so seveda obrnile ploščo in močno zaostrejejo denarno politiko. Fed je v boju zoper naraščajočo inflacijo zvišal ključno obrestno mero za dodatnih 0,75 % na med 1,5 do 1,75 %. **Gre za največje zvišanje ključne obrestne mere po novembru 1994.** Cilj tega višanja je ohraniti kupno moč potrošnika. ECB nekoliko zaostaja, a tudi ta napoveduje prvi dvig za 0,25 % na julijskem zasedanju in nato septembra predvidoma še eno zvišanje. Tako bo obrestna mera **prvič po juniju 2014 izšla iz negativnega območja.** Julijsko zvišanje bo prvi dvig katerekoli od glavnih obrestnih mer ECB po juliju 2011.

Analitiki pričakujejo, da se bo obrestna mera v ZDA dvignila na 3,4 %, torej nad dolgoročno pričakovano obrestno mero, ki znaša 2,5 %. Višje so tudi napovedi za prihodnji dve leti in sicer na 3,8 % v 2023 in 3,4 % v 2024. Ob tem so nižje napovedi za rast BDP in sicer za leto 2022 na 1,7 % ter višje napovedi jedrne inflacije in stopnje brezposelnosti na 4,3 in 3,7 %. **Cilj FEDa je spraviti inflacijo s sedanjih 8,6 % proti normalnim ravnam** - dobrima 2 % v letu 2023 oziroma 2024, ob tem pa ohraniti trg dela še vedno dovolj robusten, s čim manjšim vplivom na stopnjo zaposlenosti. Tako bi z jesenjo končno lahko bile **ukinjene negativne obresti na sredstva pri bankah.** DBS je že najavila [ukinitev ležarin](#) s 1. 8. 2022.

Trenutna visoka inflacija, ki se je izkazala za trdovratnejšo, kot je bilo sprva pričakovano, vsekakor ne bo večna in se bo verjetno že v naslednjih dvanajstih mesecih znižala tudi, če cene surovin in energentov ostanejo na sedanjih visokih ravneh. Njeno znižanje bo odvisno od jakosti učinkov v drugi rundi, torej kako visoko bodo zaradi naraščajočih cen porasle plače. V primeru znižanja lahko računamo tudi na deflacijo. V tem scenariju bo pritisk na višanje obrestnih mer manjši, kar bi sprostilo monetarne napetosti na obvezniških trgih, pognalo delniške trge in ekonomijo.

Obveznice z rekordnim padcem cen in naraščajočo zahtevano donosnostjo

V soju trenutnih razmer so imeli krizni sestanek tudi v Evropski centralni banki. **Zahtevane donosnosti obveznic perifernih evropskih držav so namreč zrasle nevarno visoko**, tudi nad 4 % (italijanska). Namen sestanka je bil razviti novo orodje za umiritev rasti zahtevanih donosnosti. Kratkoročno so s tem nekoliko pomirili pregret evropski obvezniški trg, za dolgoročno umiritev pa bodo potrebni konkretniji ukrepi.

Pri evropskih obveznicah, ki so od vrha v povprečju **padle za več kot 15 %**, kar je rekord za evropske obvezniške trge, je v obrestnih pričakovanjih za naslednje leto vračunana že skoraj za 3 % višja obrestna mera, kot je trenutno. To zna biti ob pričakovanjih ohlajanja evropskega gospodarstva velik zalogaj, saj so se zaradi rasti meddržavnih kreditnih pribitkov donosnosti obveznic bolj zadolženih držav kot sta Italija in Grčija povzpele že čez težko vzdržne 4 %.

Zahtevani donos na 10-letne italijanske obveznice



Zahtevani donos na 10-letne italijanske obveznice

Vir: www.finance.si

Nekoč najbolj zastopana obvezniška pozicija v naših portfeljih (sedaj je samo še kje za vzorec), Generali Bond, je tako v zadnjem letu izgubil 10,2 %, letos pa 9,8 %. To so daleč največji padci v 25 letni zgodovini tega sklada.



Graf: Generali Bond – gibanje vrednosti za zadnje leto do 6. 7. 2022.

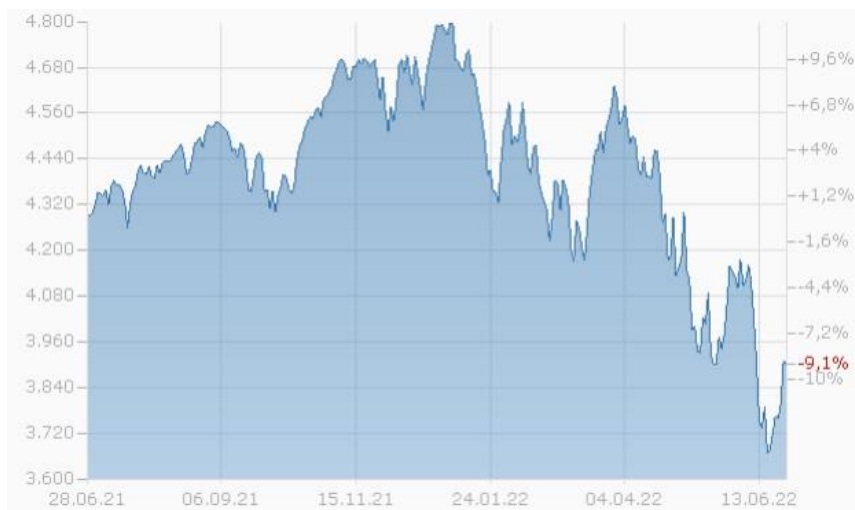
Vir: www.generali-investments.si

Če zaključimo, po rekordno slabi prvi polovici leta za obveznice pričakujemo v drugi polovici leta **postopno stabilizacijo obrestnega tveganja** oz. njegovo zmanjšanje ob hkratnem umirjanju ekonomske aktivnosti in s tem tudi dolgoročnih inflacijskih pričakovanj.

Medved se je dobro razbohotil po delniških trgih

Delniški indeks petsto največjih ameriških podjetij S&P 500 je v sredini junija tudi uradno vstopil v medvedji trend – od začetka letošnjega leta oziroma januarskega vrha **je upadel za več kot 20 %** v USD. Junijske razprodaje na delniškem trgu namreč niso izpustile nobenega

naložbenega razreda ali sektorja, saj so rdeče številke beležila tudi tradicionalna varna pristanišča kapitala - zlato ali v letošnjem letu zmagovalec po donosnosti – energetski sektor.



Graf: gibanje indeksa S&P 500 v zadnjem letu do 27.6.2022

Vir: www.finanzen.at

Razlog za padce je bila objava inflacije v ZDA, ki se še vedno ne umirja in s tem povečana pričakovanja, da **bo Fed še ostreje zarezal v ohlapno monetarno politiko**, kar negativno vpliva predvsem na visoko vrednotena tehnološka podjetja.

Makroekonomski podatki konec junija v ZDA pa so nato pokazali, da se gospodarska rast ohlaja, zato so se spet povečala pričakovanja, da bi se naj inflacija zaradi tega začela umirjati. Vlagatelji zato pričakujejo, da bo Fed nekoliko zmanjšal restrikcije monetarne politike, kar je v drugi polovici junija nato pognalo delniške indekse navzgor.

Indeks	Sprememba od 31.12.2021-1.7.2022 v €
Svet - MSCI World*	-12,27 %
ZDA - S&P 500*	-11,46 %
Evropa - DJ STOXX 600*	-14,57 %
Japonska - Topix*	-13,03 %
Trgi v razvoju - MSCI Emerging markets*	-10,37 %

* vključujoč bruto dividende, preračunano v €. Delniški indeksi
Vir: www.triglavskladi.si

Verjetnost recesije narašča

Po tem, ko so še majski podatki indeksa PMI v evro območju kazali na kar trpežno gospodarsko rast, se je le-ta v proizvodnih dejavnostih junija spustil na najnižjo raven v 22 mesecih. **Močno je upadel tudi indeks razpoloženja potrošnikov.**

Gospodarska rast v Evropi se torej ob visoki inflaciji hitro ohlaja in vse bolj kaže, da se **bo recesiji v prihajajočih četrletjih težko izogniti**. Jakost udarca na evropsko gospodarstvo bo zelo odvisen od razvoja energetske krize. Sankcije proti Rusiji na področju energetike

namreč še ne dosegajo svojega namena, saj Rusija izpad prodaje energentov na zahodnem trgu uspešno nadomešča s povečano prodajo predvsem na Kitajsko in v Indijo. Prav tako nas lahko **vedno bolj skrbi zemeljski plin**: dobave v Evropo po plinovodih iz Rusije ostajajo zelo okrnjene. Če se evropska skladišča plina do konca poletja ne bodo napolnila, nam grozi še en občuten skok cen oziroma celo pomanjkanje plina jeseni in pozimi.

Vse to v evro območju povečuje verjetnost recesije. **Aktivnost evropskih podjetij je po podatkih S&P Global padla na 16-mesečno dno**, potem ko se je zmanjšala tako proizvodnja kot število novih naročil, podjetja pa se soočajo z visoko inflacijo, nizkim povpraševanjem in politično nestabilnostjo.

Surovine se umirjajo, a cena nafte ostaja pomemben dejavnik inflacije

Ohlajanje gospodarske rasti in strah pred recesijo sta v zadnjem obdobju povzročila tudi **občuten padec cen nekaterih surovin**, ki so v zadnjem letu in pol imele prevladujoč vpliv na inflacijo. Borzne cene bakra in drugih industrijskih kovin so od vrha, doseženega pred nekaj meseci, upadle za približno četrtnino, cene lesa pa so se celo več kot prepolovile. Nekoliko so v zadnjem času upadle tudi cene nafte, čeprav so še vedno visoke. Nafta ostaja pomemben faktor za samo inflacijo preko cen naftnih derivatov, zato bo ta tudi imela zelo pomembno vlogo pri razvoju prihodnje inflacije in posledično ukrepov centralnih bank. Dlje, ko bo cena nafte rasla, počasneje se bomo poslovili od visoke inflacije in bolj bodo centralne banke vztrajale pri svojem boju z inflacijo.



Graf: Gibanje tečaja nafte brent v zadnjih desetih letih

Vir: www.finance.si

Prva slovenska nepremičninska družba Equinox – zanimiva kot naložba?

V naših poročilih smo že omenjali prvo nepremičninsko družbo v Sloveniji – Equinox, ki ima v portfelju nepremičnine v centru Ljubljane. Po tem, ko delnica že nekaj časa kotira na ljubljanski borzi, smo jo vzeli pod drobnogled. Portfelj sklada sicer ni zelo razpršen (8 nepremičnin), vendar imajo le-te centralno lokacijo in so zato precej zanimive za nepremičninski trg. V juniju so 3 hotele od 4ih oddali v dolgoročni najem (20 let +), kar v prihodnosti pomeni stabilen denarni tok. V letu 2023 družbi zapade precej glavnice prejetih

kreditov, zato je njihov fokus trenutno usmerjen tudi na refinanciranje dolga in upamo da jim bo uspelo. Cena delnice na borzi je 48€, dobiček na delnico pa 0,26, kar na pomeni, da vrednotenje družbe na podlagi dobičkov ni ugodno (tudi če upoštevamo kazalnik FFO, ki je za takšne družbe običajen – 0,62, je P/E 75), znaša pa neto vrednost sredstev na delnico 58,2€, kar je več kot znaša cena delnice. Omeniti je potrebno nizko likvidnost delnice, kar pa za ljubljansko borzo niti ni tako presenetljivo. Skupni promet z delnico je namreč od začetka kotacije konec januarja letos znašal le slabih 1,5 mio EUR. Če upoštevamo perspektivnost naložbenega portfelja družbe, bi lahko delnica predstavljala dobro investicijsko odločitev, vendar v manjšem obsegu.

Zaradi zgoraj opisanih pomanjkljivosti (posebej glede likvidnosti) in tveganj, **splošnega priporočila za nakup ne bomo podali.**

Več informacij o prvem nepremičninskem skladu v Sloveniji Equinox najdete na www.equinox.si.

Vlagatelji soočeni s težkim izzivom, kako dosegati realne pozitivne donose

Dvigovanje obrestnih pričakovanj in posledično obrestnih mer, ki smo jim priča tudi že pri ponudbah kreditov s strani komercialnih bank, velja za običajen proces centralnih bank, s katerim skušajo preko upočasnitve kreditne aktivnosti upočasniti prekomerno gospodarsko rast in posledično inflacijo. Takšna obdobja **običajno spremlja podpovprečna ali negativna rast kapitalskih trgov**, saj se z višjimi obrestnimi pričakovanji po eni strani znižajo vrednotenja naložb, po drugi strani pa so lahko nižja tudi pričakovanja o rasti dobičkov podjetij zaradi višjega stroška financiranja.

Na drugi strani tudi na prihranke še vedno vpliva naraščajoča inflacija. V takem okolju, kjer se predvideva močna upočasnitev gospodarske rasti in verjetnost stagflacije, je investiranje zelo težavno. Zato je letošnje leto zelo težko za vlagatelje, sploh če so se razvadili nadpovprečnih donosov v bližnji preteklosti. Obrestne mere bančnih depozitov so bile negativne, zato so se tudi novi vlagatelji opogumili in vložili v druge oblike investicij. Ne glede na slab začetek leta je zgodovina dokazala, da **ima gospodarstvo vedno vzpone in padce** in po vsakem padcu so se finančni trgi pobrali in dodatno presegli ravni pred krizami.

V današnjih časih, kjer so donosi zelo nizki ali celo negativni, je potreba po uravnoteženem portfelju največja od zadnje krize dalje. Če so do sedaj depoziti in denarni skladi prinašali negativne donose, z rastjo obrestnih mer pričakujemo, da se bo to stanje do konca leta popravilo. Tudi obveznice po rekordnih nižanjih cen že izkazujejo višje donose. Po doseženih padcih delnic na borzah je sedaj **v njihovih cenah že verjetno vračunana določena ohladitev gospodarstva**. Če se bo ta dejansko uresničila in se približala povprečni rasti BDP, je verjetno takšen scenarij po približno 20-odstotnem padcu delniškega indeksa od lanskega vrha že vštet v sedanjih nivojih delnic.

Kako naprej?

Pri večini vlagateljev, kjer smo bili polno investirani, smo takoj po novem letu že izvedli znižanje deležev naložb v delnice, nekoliko kasneje tudi v obveznice. Tako so sedaj **denarne pozicije pri veliki večini vlagateljev opazno povečane. Menimo, da je takšno stanje glede na dane razmere, ko padajo vrednosti tako delnicam, kot obveznicam, najmanj slaba rešitev**. Ne najboljša, ampak najmanj slaba zato, ker tudi takšna postavitev ne more slediti razvrednotenju denarja, ki ga povzroča inflacija.

Pred nami je poletje, nato pa zelo verjetno **razburljiva jesen in še bolj razburljiva zima**. Vse skupaj bomo opazovali bolj s strani in iskali priložnosti za ponovno ali novo angažiranje sredstev, ki so sedaj pretežno v denarju.

Povedano drugače, ta trenutek je treba ohraniti mirno kri in počakati, da se pregrete razmere, ki jih sedaj gasijo in hladijo centralne banke umirijo na nekih novih, nižjih nivojih. Kje to je, ne ve nihče. Zato bomo potrpežljivo čakali in iskali znake novega zagona in takrat pozicije dopolnili, oz. postavili na novo.