

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 7. 9. 2022

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

## BORZNI RALLY POSKRBEL ZA NERVOZNE, A DONOSNE POČITNICE

Letošnje poletje je bila sila nenavadno, saj nam borzni trgi niso pustili v miru uživati počitnic. Po precej rdeči pomladi na borznem parketu, je kljub suši le-ta v poletju nenavadno hitro **ozelenel**. Priča smo bili več odstotni rasti tečajev praktično vseh delnic, še posebej tehnoloških, ki so do poletja tudi največ izgubile.

Glavni razlog borznega razcveta pa ni bil v solidnih poslovnih rezultatih podjetij, ampak bolj v oceni finančnih trgov, da smo dosegli vrh strahu pred inflacijo ter da bodo bodoči ukrepi centralnih bank glede prihodnjega gibanja obrestnih mer manj agresivni, kot se je pričakovalo še tik pred poletjem. **Inflacijska pričakovanja so se pričela umirjati**, kar kažejo tudi ocene analitikov, ki so precej znižali svoje napovedi: pričakovana inflacija v ZDA bi naj naslednje leto upadla s šestih odstotkov na 3,2 %, pri čemer dolgoročno pričakovanja ostajajo pod 2,5 % na leto, torej ciljno ali vzdržno inflacijo. Vendar pa je v zadnjem tednu avgusta **Fed nakazal bolj omejevalno denarno politiko**, kot so jo pričakovali finančni trgi in spet smo se znašli v korekciji.

### Poslovni rezultati glede na razmere ostajajo zelo solidni

Podjetjem (in potrošnikom) višanje obresti zaenkrat ne pride do živnega, kar nakazuje njihova prilagodljivost na vse možne scenarije v trenutno precej zahtevnem makroekonomskem okolju. Sezona objav poslovnih rezultatov za drugo četrtletje se namreč počasi izteka in čeprav je **ameriško gospodarstvo zabeležilo drugo zaporedno četrtletje negativne rasti BDP**, so ameriška podjetja iz indeksa S&P 500 povečala dobičke kar za 6,7 %. Tudi pričakovanja za letošnje in prihodnje leto ostajajo optimistična, saj analitiki pričakujejo rast dobičkov podjetij v višini 8-9 %. Delniški trgi so se razveselili informacije, da so največja podjetja - tudi tehnološka - presegla (sicer nizka) pričakovanja vlagateljev in vsaj za nekaj časa **upočasnila grožnjo nižjih dobičkov, ki naj bi jih prinesla recesija**.

### Inflacija in cene surovin se umirjajo, a pritiski na rast plač rastejo

Cene surovin so se v letošnjem letu končno pričele umirjati, čeprav se potrošnikom to ravno ne zdi. Tako je cena nafte v zadnjih dveh mesecih upadla za približno 25 % in cena žita za približno 40 %. Tudi **cene drugih industrijskih surovin so zabeležile močne padce**. Na trgu je čutiti, da se težave oskrbovalnih verig, ki so zadnji dve leti predstavljale velik problem za svetovna gospodarstva, počasi zmanjšujejo. Tudi cene prevoza ladijskih zabojnikov so od vrha upadle za skoraj 40 %, zaloge pri ameriških trgovcih pa so rekordno visoke. Umirjanje cen vidimo tudi na trgu nepremičnin, kar se bo verjetno z zamikom poznalo na inflaciji. Le-to tako poganjajo le še **težave v pomanjkanju kadra na trgu dela, ki se kaže v visoki rasti plač** – le-ta je v juniju letos v ZDA znašala kar 6,7 %, v EU pa tudi cene energentov, posebej plina in elektrike. Da bodo centralne banke popustile pri svoji načrtani agresivni monetarni politiki za zniževanje inflacije bo potreben premik tudi na trgu dela, v EU pa tudi **rešitev oskrbe z energijo**.

	Sprememba od najvišjih vrednosti v zadnjih 2 letih (v %)
Nafta WTI	-24,22%
Plin (ZDA)	-1,42%
Aluminij	-37,18%
Baker	-25,03%
Gold	-14,85%
Silver	-35,33%
Železova ruda	-44,72%
Nikelj	-55,03%
Jeklo	-32,67%
Kava	-10,45%
Koruza	-19,34%
Bombaž	-26,43%
Soja	-11,43%
Sladkor	-12,39%
Pšenica	-45,08%

Spremembe cen energentov, industrijskih surovin in hrane od najvišjih vrednosti v zadnjih 2 letih  
Vir: [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si), Bloomberg 23.8.2022

## Kitajska daleč od svojih ciljev

Spodbudne novice o padanju cen surovin v zadnjem času so v veliki meri povezane tudi s kitajskim gospodarskim ohlajanjem. Kitajski uvoz ključnih surovin se namreč v zadnjem obdobju sooča z velikimi težavami, kar se že odraža na padanju cen nafte, premoga, železove rude in bakra. Razmere so zaostrene zlasti v proizvodnem sektorju, kjer se beleži celo krčenje. Nadaljuje se tudi **ohlajanje kitajskega nepremičninskega trga**, saj so že junija na Kitajskem zabeležili tako upad števila transakcij z novimi nepremičninami kot tudi upad njihovih cen. Ogenj so prilili še kreditojemalci, ki so začeli bojkotirati odplačevanje kreditov, še posebej za nedokončane projekte. To lahko na daljši rok pomeni veliko grožnjo tako za stabilnost bank kot za vzdržnost še nedokončanih nepremičninskih projektov na Kitajskem.

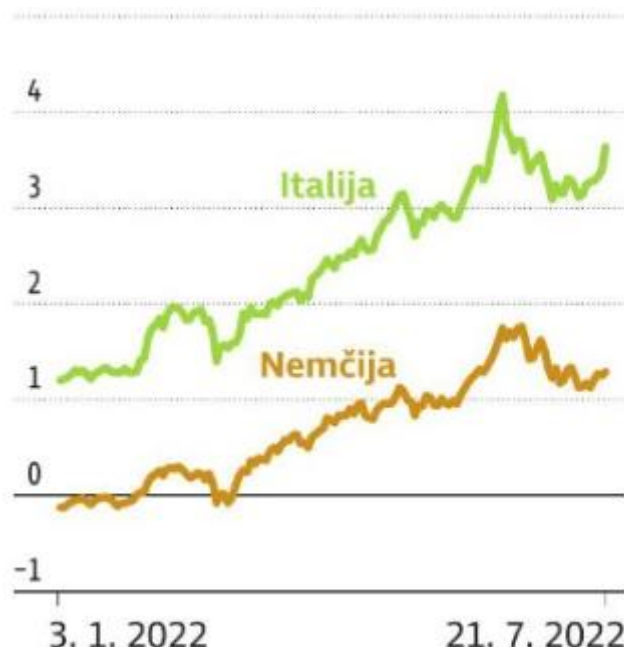
Kot odgovor na nastalo situacijo so se pri Kitajski centralni banki na hitro odločili za še eno znižanje ključne obrestne mere. Kitajske oblasti želijo s sproščanjem denarne politike spodbuditi potrošnjo in oživiti gospodarstvo, a ti ukrepi zaenkrat še niso obrodili sadov. Posledično je Mednarodni denarni sklad sredi polletja znižal letošnjo gospodarsko napoved za Kitajsko za kar 1,1 odstotne točke na 3,3 %, **kar bi bila njena najpočasnejša rast v zadnjih 40 letih**, če ne upoštevamo obdobja v času pandemije COVID-19.

## Obveznice naredile nepričakovan obrat

Praksa in teorija učita, da je povezava med gibanjem tečajev delnic in obveznic večino časa negativna. To pomeni, da predstavljajo v času pretresov na delniških trgih obveznice načeloma varno in donosno zatočišče. A letos se ta teorija v praksi ni izkazala - v prvi

polovici letošnjega leta obveznice vlagateljem niso nudile varnega zatočišča pred padci na delniških trgih. Znatno razlog za **pozitivno povezavo med donosnostjo delnic in obveznic** je bila najverjetneje višja inflacija oziroma **rast dolgoročnih inflacijskih pričakovanj** v največjih svetovnih gospodarstvih.

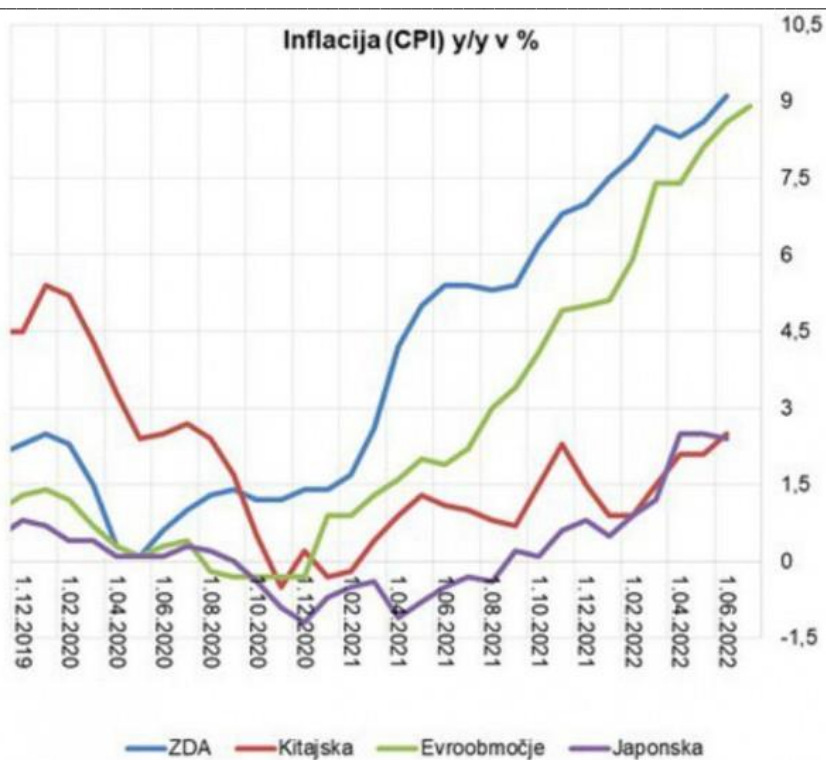
Mesec julij je nato spet postregel z zanimivimi dogodki in ponovno dokazal, da je letošnje leto na vseh trgih izredno nepredvidljivo. **Hitra rast zahtevanih donosov obveznic** od začetka leta, ki jo je poganjala visoka inflacija in zaostrena monetarna politika, torej pričakovani dvigi obrestnih mer s strani centralnih bank, **se ni le ustavila, ampak celo obrnila** za nekaj tednov. Tako je npr. zahtevana donosnost 10-letne nemške obveznice od začetka leta iz -0,1 % junija narasla na 1,76 %, ob koncu julija pa padla na 0,76 %. Po mnenju analitikov je bila glavni krivec v spremembi pričakovanj vlagateljev večja verjetnost recesije in posledično povečano povpraševanje po državnih obveznicah, ki bi naj bile bolj varne. A sledil je naslednji obrat sredi avgusta in zahtevane donosnosti so se ponovno obrnile navzgor.



Donosnost nemških in italijanskih 10-letnih obveznic v odstotkih  
Vir: [www.triglavskladi.si](http://www.triglavskladi.si)

## Inflacija še vedno divja, a pričakovanja se umirjajo

Številke so še vedno visoke. Tako je na primer inflacija v **Veliki Britaniji julija prvič po letu 1982 presegla 10 %**, realne plače upoštevajoč inflacijo pa so se na letni ravni znižale za 3 %, kar je najhitrejši tovrsten padec v zadnjih 20 letih. Tudi na [evropskih tleh inflacija](#) zaenkrat ne kaže znakov umirjanja, saj se je v avgustu povzpela na rekordno raven 9,1 % na letni ravni.



Gibanje inflacije v odstotkih  
Vir: [www.triglavskladi.si](http://www.triglavskladi.si)

Trenutna visoka inflacija v EU ne izvira iz neravnovesij na strani povpraševanja oziroma pregrevanja gospodarstev, temveč je težava na strani ponudbe. Te težave so najprej povzročile motnje v preskrbovalnih verigah zaradi pandemije, nadaljevala pa jih je vojna v Ukrajini in sankcije proti Rusiji. Zato prihajajo očitki s strani nekaterih ekonomistov, da ukrepi centralnih bank v boju z inflacijo niso primerni.

Potrebno pa je poudariti, da **vzroki za inflacijo na ponudbeni strani postopoma izginjajo**. Cene energentov (z izjemo cene plina in elektrike), industrijskih surovin in hrane so se že občutno znižale, nekatere so celo nižje kot pred vojno v Ukrajini. Motnje v dobavnih poteh izginjajo, zaloge naraščajo. Vzroki za inflacijo na strani povpraševanja - nizka brezposelnost in rastoče plače - sicer še vztrajajo, a se tudi tukaj kažejo prvi znaki popuščanja. Tako glavno tveganje za inflacijo še vedno predstavljajo rastoče plače, višje cene plina in elektrike ter prenos teh učinkov na končne proizvode. **Zategovanje denarne politike centralnih bank že niha agregatno povpraševanje** in že kaže učinke na inflacijo.

Kljub očitnim znakom, da inflacijski pritiski popuščajo, pa dejanska inflacija upada prepočasi, da bi centralne banke lahko že prenehale dvigovati obrestne mere. Trg danes pričakuje, da **bosta v letošnjem letu Fed in ECB še trikrat dvignila referenčni obrestni meri**. Po trenutnih pričakovanjih bo Fed do konca letošnjega leta dosegel končno raven referenčne obrestne mere med 3,25 % in 3,5 %, ECB pa 1,25 %.

Čeprav strah, da bo dvigovanje obrestnih mer povzročilo recesijo, ostaja, pa je močan trg dela (predvsem v ZDA) glavni razlog za prepričanost analitikov, da se gospodarstva negativnim učinkom restriktivne monetarne politike lahko zoperstavijo. Ali imajo prav?

## Ali bo recesija, oziroma kako močna bo?

Znakov, da se svetovno gospodarstvo ohlaja, ni mogoče zgrešiti. O tem se v medijih ne govori kaj dosti, a dejstvo je, da že imamo tehnično recesijo **v ZDA, kjer je BDP upadel v dveh zaporednih četrletjih**. BDP je v prvem četrletju upadel za 1,6 %, v drugem pa za dodatnih 0,9 %.

Po učbeniški definiciji recesija sicer pomeni zmanjševanje gospodarske aktivnosti dva kvartala zapored, ki se kaže v padanju vseh kategorij gospodarstva - proizvodnje, zaposlenosti, prihodkov in prodaje. Vendar podrobnejši pogled kaže, da v prvem polletju tehnične recesije v ZDA, kljub vidnim znakom umirjanja, ni prišlo do značilnega statističnega upada v nobeni od teh ključnih kategorij.

Ne glede na to pa ostaja dejstvo, da **gre za izrazito zahtevno okolje za sprejemanje optimalnih monetarnih ukrepov**, predvsem za Fed in ECB. Agresivnejši pristop zaostrovanja finančnih pogojev bi ohlajanje gospodarstev lahko pospešil in morda privedel do recesije, milejši pa morda ne bi uspel zaježiti inflacijskih pritiskov. Potrebna je torej previdnost in natančno doziranje. Ukrepi centralnih bank so v prvi vrsti usmerjeni v umirjanje potrošnje, ki je ključna sestavina BDP. Da se ohlajanje odvija relativno hitro, pritrjujejo tudi mednarodne institucije, ki so letos že večkrat znižale pričakovanja in napovedi, tako za letošnje kot tudi prihodnje leto. Sočasno povečujejo verjetnosti soočenja z recesijo. Kakor koli, za nekatere države lahko recesija nastopi prej, za druge kasneje.

## Potreba po uravnoveženosti naložb

Kljub znakom, da inflacija ne bo več takšen problem, ostajajo tveganja dokaj visoka. Poleg težav na trgu dela in vojne v Ukrajini je **dodatno geopolitično žarišče postal Tajvan in možen resnejši konflikt med Kitajsko in ZDA**, ki je že nekaj časa kot tempirana bomba. Posledice takšnih dogodkov bi bile za globalno gospodarstvo lahko mnogo hujše od posledic vojne v Ukrajini in pandemije.

Čeprav **pričakovanja za recesijo ostajajo**, se krepijo mnenja, da ta ne bo dolgoročna, globoka in pretirano boleča za vlagatelje na delniških trgih. Resnega strahu pred izgubo delovnih mest namreč ni, saj podjetja iščejo kadre, ker je povpraševanje po njihovih storitvah in proizvodih še vedno dovolj močno. Zato se pričakuje, da se bo rast prihodkov in dobičkov največjih borznih podjetij nadaljevala. Čeprav trenutno rezultatom podjetij ne kaže slabo, ostaja tveganje, da lahko centralne banke zelo hitro tudi obrnejo smer, še posebej če zdrsnemo v recesijo in se inflacija začne umirjati. Prihodnji meseci tako prinašajo že znane izzive morebitne recesije in visoke inflacije, vključno z geopolitičnimi napetostmi, zato je potreba po previdnosti (beri nekaj več likvidnosti) in uravnoveženosti naložb velika.

## Kako dalje?

Z vidika naložbenega pristopa **k zapisanemu pred dvema mesecema nimamo kaj dosti dodati**. Tako delnice kot obveznice so že celo leto v trendu upadanja in ne bo presenečenje, če bo tako tudi do konca leta ali celo do konca zime. Edina majhna sprememba je pri denarju, kjer banke ena za drugo opuščajo negativno obrestno mero, oz. ležarine.





---

**Denarna sredstva ohranjamo nad povprečjem**, oz. ciljno ravno in čakamo na znamenja novih naložbenih priložnosti.

V zadnjih dveh mesecih smo opravili nekaj **nakupov plemenitih kovin**, kjer so bili deleži teh v portfeljih nižji od ciljnih deležev (praviloma med 5 in 10 %), pri nekaterih pa bomo takšne nakupe izvedli ob naslednjih sprostitvah likvidnosti.