

Dvomesечно poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 9.11. 2022

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

Centralne banke brez kompromisno nad inflacijo

Inflacija, recesija in monetarna politika so še vedno glavne teme, ki jih spremljamo vlagatelji in ki še vedno polnijo dnevne novice. Centralne banke, ki so ob lanskem očitnem pregrevanju gospodarstev nekoliko zaspale, so se čez noč prebudile in poskušajo rešiti kar se še rešiti da. Očitno je, da bodo tudi **za ceno svetovne gospodarske recesije** nadaljevale z močnim zategovanjem denarne politike in dvigovanjem obrestnih mer.

Čeprav kombinacija visoke in naraščajoče inflacije z relativno visoko in rastočo verjetnostjo pojava globalne recesije puščata posledice na finančnih trgih, je v prvih dneh oktobra na finančne trge po mračnem septembru znova nekoliko posijalo sonce. Še boljše je bilo v evro-območju, saj smo bili zaradi **izjemne rasti ameriškega dolarja** nekoliko zaščiteni pred bolečimi padci na delniških trgih. Žal pa delniški trgi v nadaljevanju oktobra niso uspeli nadaljevati trenda iz začetka meseca. Razpoloženje vlagateljev so pokvarili nepričakovano visoka inflacija, porast števila primerov Covid-19 na Kitajskem in posledično zapiranje gospodarstva ter odločitev ameriške vlade, da zaostri izvoz polprevodnikov na Kitajsko, kar je pripomoglo predvsem k znižanju tečajev delnic podjetij, ki so proizvajalci ali glavni uporabniki čipov.

Letošnje leto tako – vsaj zaenkrat - res ni bilo prijazno do naložbenikov. Po drugi svetovni vojni so jo trgi do konca septembra odnesli slabše samo še v letih 1974 in 2002, medletna nihanja delnic pa so bila višja samo v letih 2020 zaradi pandemije, leta 2009 zaradi splošne finančne krize in leta 2002 zaradi zloma tehnoloških delnic. Če bi **gledali le statistiko, dosednji padec kaže, da se počasi približujemo dnu**. Kljub dejstvu, da nas verjetno čaka še vsaj pol leta pretežno slabih novic iz gospodarstva z več odstotnimi padci dobičkov podjetij, se marsikdo sprašuje, če so pred nami že nakupne priložnosti. Pretekla gibanja namreč kažejo, da znašajo prvo leto po okrevanju trgov povprečni pričakovani donosi delnic kar 25 %, v dveh letih pa celo 40 %.

	skupna donosnost (v %)	povprečna letna donosnost (v %)
mar. 1974–mar. 1984	100,0	7,17
feb. 1982–feb. 1994	447,2	18,53
okt. 1987–okt. 1997	464,1	18,88
okt. 1990–okt. 2000	480,0	19,20
apr. 2001–apr. 2011	46,2	3,87
jul. 2008–jul. 2018	185,7	11,07
mar. 1974–sep. 2022	10.913,8	10,16

Donosi delniškega indeksa S&P 500 v 10-letnem obdobju po tem, ko je indeks izgubil 20 odstotkov vrednosti. Pri donosnostih so upoštevane tudi dividende.

Sekundarni vir: Delo, primarni vir: Triglav Skladi

Ne glede na ugodna vrednotenja podjetij ter močne padce na delniških trgih so le-ti še vedno preplavljeni z negotovostjo, ki jo povzroča predvsem trdovratna inflacija in morda višje obrestne mere v prihodnosti, kot smo jih pričakovali. Previdnost torej ni odveč.

Obveznice postajajo privlačne, vendar je potrebno še počakati

Da so trgi letos zelo nervozni, se odraža tudi skozi povečano nihajnost tako na delniških kot tudi na obvezniških trgih. Letošnja situacija je izredna tudi v zgodovinskem pogledu, saj se še praktično ni zgodilo, da bi **padec beležili tako delniški kot tudi obvezniški trgi hkrati**. Ob tveganju energetske krize in inflacije tudi dvigi obrestnih mer in omejevanje odkupov obveznic s strani centralnih bank prispevajo k povečani nihajnosti trgov.

Nihale so torej tudi obveznice - na primer, zahtevana donosnost 10-letne nemške državne obveznice je letos junija narasla do 1,7 %, se do konca avgusta spustila na 0,8 % in septembra dosegla letošnji vrh pri 2,25 %. Zahtevana donosnost referenčne 10-letne ameriške državne obveznice je nato v oktobru prvič po letu 2008 **preseгла vrednost 4 %**. Nominalni donosi obveznic torej po dolgih letih zelo nizkih, pogosto celo negativnih obrestnih mer postajajo privlačnejši. Ali je nakup obveznic dobra naložba, bo v veliki meri odvisno od gibanja inflacije - če se le ta ne bo znižala, bo realna donosnost državnih obveznic ostala negativna in s tem manj privlačna za vlagatelje. Zaradi obrestne občutljivosti še posebno velja previdnost pri obveznicah daljše ročnosti ter pri izdajateljih s slabšo bonitetno oceno.

Da se nekaj vendarle dogaja, se najprej vidi na naložbah s fiksnimi donosi najkrajše ročnosti – torej depozitih, denarnih skladih. Tako so že ukinjene ležarine in že najdemo banke, ki nudijo pozitivne obresti na depozite, tako so tudi nekateri denarni skladi končno začeli prinašati pozitivne donose, čeprav z nekaj mesečnim zamikom.



Gibanje VEP Triglav denarnega sklada (Triglav Money Market EUR) za zadnje leto. Dno je bilo verjetno doseženo 26. 9. 2022. Vir: Triglav Skladi

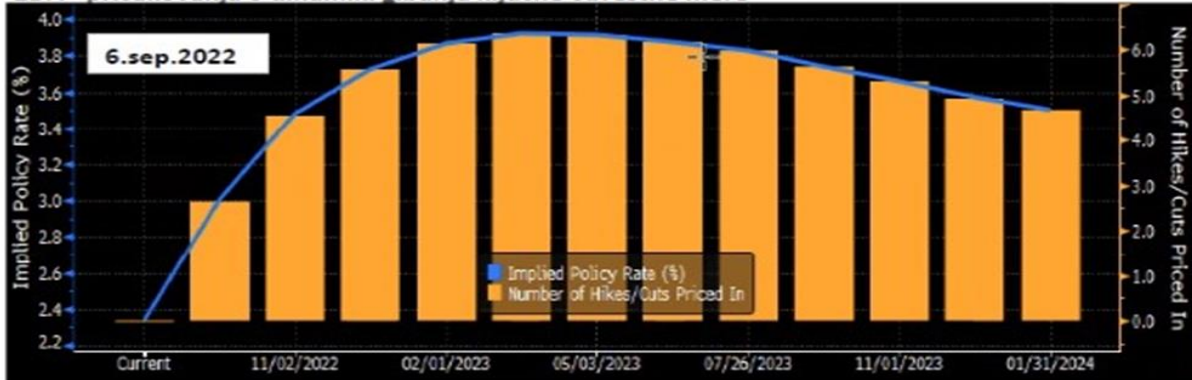
Napovedi se spreminjajo – do kam lahko obrestne mere resnično grejo?

Stanje na naložbenih trgih je torej pod vplivom inflacije in dejstva, da sta se Fed in ECB prioritarno namenila ukrotiti inflacijo, pa četudi to pomeni zmanjšanje gospodarske aktivnosti in recesijo, oz. stagflacijo (stagniranje gospodarstva s hkratno inflacijo).

Kot že omenjeno, rastoče obrestne mere negativno vplivajo na trg obveznic, pa tudi delniški trgi čutijo pritisk zaradi vse dražjega financiranja. Videti je, da se prej polno investirani vlagatelji umikajo v denar in druge naložbe, ter tudi upajo na vstop v klasične naložbe pod ugodnejšimi pogoji, posebej kar se obveznic tiče.

Spodnji grafi so zelo zgovorni: **v ZDA se pričakuje najvišje ključne obrestne mere okoli konca marca naslednje leto**, nato bodo po pričakovanjih že nekoliko upadle. V EU bo trajalo nekoliko dlje, da se bo dosegel vrh, a vendar bi naj večino dvigov videli prav tako do konca marca 2023. Na mestu je pripomniti, da so to grafi, izrisani na podlagi pričakovanj, ki jih odseva termimska borza.

ZDA - pričakovanja o dinamiki gibanja ključne obrestne mere



EVRO SKUPINA - pričakovanja o dinamiki gibanja ključne obrestne mere



Oba grafa: Sekundarni vir: Triglav Skladi, primarni vir: Bloomberg

Navedeno pomeni, da bomo do takrat vsaj pri srednje in dolgoročnih obveznicah (torej večini) verjetno videvali padce njihovih vrednosti, saj je obvezniški trg v veliki meri hladno – matematično določljiv.

Za **delniški trg pa je težje napovedovati**, saj se praviloma spremembe smeri gibanja cen delnic zgodijo **dva do tri kvartale preden se nek pričakovan gospodarski dogodek dejansko zgodi**.

Makro podatki mešano, a podjetja še vedno zadovoljivo

Makroekonomski podatki niso kaj prida vzpodbudni, saj imamo še naprej okolje **visoke inflacije, ki je proti pričakovanjem bistveno bolj trdovratna od prvotnih ocen**. Fed se je tukaj precej zmotil. Oba segmenta - trg dela in inflacija - mu dajeta močno podlago, da v svojem delovanju ostaja neomajen pri monetarnem zaostrovanju.

Inflacija v ZDA tako še vedno ostaja visoka. Septemrska inflacija je na letni ravni znašala 8,2 %, medtem ko je osnovna inflacija brez upoštevanja volatilnih kategorij, kot so energenti in hrana, znašala 6,6 %, **kar je nova najvišja vrednost v štirih desetletjih**. Zapisnik s septembrskega zasedanja ameriške centralne banke (Fed) kaže na zaskrbljenost zaradi vztrajanja visoke inflacije. Fed je poudaril, da namerava še naprej zviševati obrestne mere in to kljub bolečini, ki bi jo lahko povzročila, čeprav se že pojavljajo namigi, da nekateri ameriški centralni bankirji **razmišljajo o zaviranju tempa višanja obrestnih mer**. Pričakujejo, da bodo višji stroški zadolževanja upočasnili gospodarsko aktivnost z omejevanjem porabe, zaposlovanja in naložb, kar naj bi oslabilo inflacijske pritiske. Pozornost vlagateljev je zdaj usmerjena k novembrskemu zasedanju, na katerem se ponovno pričakuje dvig obrestne mere za 0,75 odstotne točke ali celo več.

Tudi evro-območje ostaja v krempljih visoke inflacije, ki je v septembru dosegla okroglih 10 odstotkov. Kljub ohlajanju evropskega gospodarstva se pričakuje, da bo ECB naslednjič spet dvignila referenčno obrestno mero za med 0,5 in 0,75 odstotne točke ter tako sledila Fed-u.

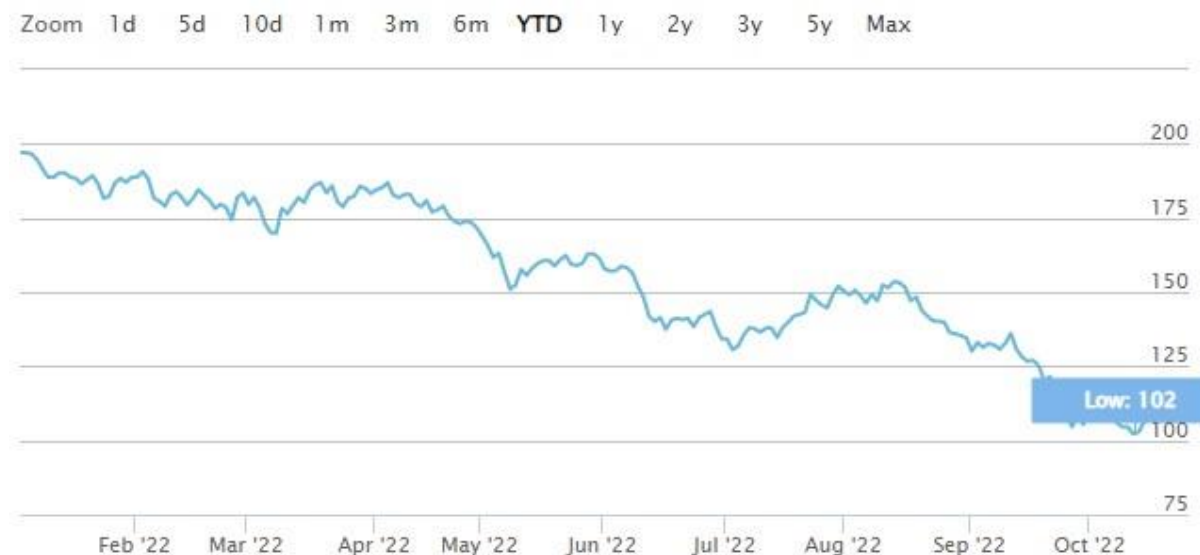
Pričelo se je tudi obdobje objav poslovanja za tretje četrtletje, ki bo pokazalo dejansko stanje gospodarstva, še bolj pomembne pa bodo morebitne ocene poslovanja podjetij do konca leta. Verjetno bo pritisk na marže zaradi inflacije vhodnih materialov in surovin v prihodnje popuščal, z izjemo stroškov energentov in dela, ki jih je zelo težko napovedati. **Poslabšanje poslovanja podjetij zaradi nižjega povpraševanja je verjetno nemogoče zaobiti**, vendar napovedi pravijo, da bo ta učinek bolj kratkoročen.

Previdno z nepremičninskim sektorjem

Boj Fed-a z inflacijo skozi višanje obrestne mere ima negativne posledice, ki se že zelo čutijo v nepremičninskem sektorju. Obrestna mera za 30 letna nepremičninska posojila je v ZDA **najvišja v zadnjih 20 letih**. Posledično je število transakcij na nepremičninskem trgu že močno upadlo, kar pa bo negativno vplivalo na gospodarsko rast.

Po strmi rasti nepremičnin v prvi polovici leta, so namreč cene po EU in ZDA že začele padati. Na Kitajskem cene že dlje časa padajo, prav tako v Braziliji. Zaradi trenutnega trenda je mogoče pričakovati, da bodo cene v letu 2023 doživele nadaljnji, lahko tudi opazen padec.

Ohlajanje nepremičninskega trga se pozna tudi na borzi: Indeks nepremičnin STOXX Europe 600 Real Estate, ki spremlja tečaje delnic največjih podjetij iz nepremičninskega sektorja v Evropi, se je **od začetka leta znižal za 42 odstotkov**.



Gibanje indeksa nepremičnin STOXX Europe 600 Real Estate v letu 2022

Vir: <https://www.stoxx.com/>

Tudi na Kitajskem se je slabo razpoloženje na nepremičninskem trgu nadaljevalo, kar kaže na to, da bi oživitev nepremičninskega trga v državi lahko trajala veliko dlje, kot so predvidevali vladni politiki. **Prodaja stanovanj je v prvih osmih mesecih leta padla za približno 30 %**, cene pa so se v primerjavi z letom prej znižale za 2,1 %, največ v zadnjih sedmih letih. Padci cen pa so povezani z razpoloženjem kupcev nepremičnin, med katerimi je kar nekaj takšnih, ki bojkotirajo plačila hipotekarnih posojil, saj menijo, da morajo gradbinci najprej zaključiti zamujene projekte, nato pa nadaljujejo z odplačili posojil.

Nepremičninski sektor naj bo tako na opazovanju, saj je precej občutljiv tako na gospodarsko rast kot tudi višje obrestne mere.

Kako dalje?

»Never Fight The Fed« (Ne nasprotuj centralni banki – Fed!) Ali povedano drugače: **Dokler bodo ključne centralne banke še dalje odločene višati obrestne mere, je bolje »stati ob strani« in opazovati.**

Tako trenutno ni kakšne bistvene spremembe k sedanjosti postavitvi portfeljev. Ponekod, kjer je denar še na bančni računih in depozitih, ga bomo vsaj delno in postopoma preselili na kratkoročne denarne plasmaje, t. j. denarne sklade, in sklade kratkoročnih obveznic.

Morda bomo deležni tudi t. i. »**New Years Run-a**«, ki bi lahko do konca leta nekoliko dvignil delniške tečaje. A četudi se bo to zgodilo, se bomo v naslednjem letu kmalu spet vrnil k vrednostim, ki jih bodo narekovali makroekonomski podatki.