

Pogled na leto 2023 Finančni center, 24.1. 2023.
Avtorja: mag. Barbara Špacapan Olenšek in mag. Samo Lubej

2023 – leto konsolidacije in sprememb

Zadnja tri leta so pokazala, da je sicer zelo dobrodošlo izvesti temeljito makro ekonomsko analitiko in na sklepih pripraviti plan(e) v alternativah. Ta leta se je namreč samo v 2021 okvirno zgodil »glavni scenarij«, v letih 2020 in 2022 pa niti približno ne.

V takšnih primerih pride v poštev čuječnost in hitra odzivnost, ki zahteva v naprej pripravljene alternativne scenarije in nekaj poguma.

2023 se bo zapisalo v zgodovino kot eno najbolj neugodnih za borze, saj spada med 15 % najbolj negativnih let v zadnjih 100 letih. Če pogledamo glavne gradnike portfeljev, delnice so v povprečju upadle za 18 %, kakovostne obveznice pa v povprečju za 14 %. Za uspeh si štejemo, da nobeden od portfeljev v okviru naših aktivnih storitev ni padel za več kot 10 %, večina pa je zabeležila padce okoli polovice tega, kar je bilo povprečje trga.

V 2022 se je zgodilo nekaj nepričakovanih dogodkov, ki so temelj novim trendom za 2023 in še dlje. V nadaljevanju najprej potegnemo črto pod 2022 in nato pogledamo, kaj so glavni scenariji za novo leto in dalje.

2022 leto preobrata, leto za pozabo

Že v uvodnem poročilu **za 2022 smo izpostavili, da bi se lahko zgodil preobrat na trgih**, kjer bi zaradi povečane inflacije centralne banke začele z dvigi obrestnih mer in tako brzdale takrat še zmerno in »začasno« povečano inflacijo. Zato smo v začetku leta preverili naložbene načrte in po potrebi **re-balansirali portfelje in zmanjšali delež delnic, kjer je bil ta nad ciljnimi nivoji.** Že prva dva meseca sta postregla s korekcijo na delniškem trgu. 24. 2. pa smo doživeli presenečenje v Ukrajini in začeli so se divji premiki na kapitalskih trgih, kjer je vsak reševal svojo kožo kot je vedel in znal.

Logično je sledil dodatni upad delnic. Zaradi skoka cen energentov je šla v višave tudi inflacija, posledično pa so **centralne banke, tokrat še posebej ECB, takoj napovedale in začele najbolj hitre in radikalne dvige obrestnih mer v zgodovini** Fed in ECB. Žrtve so bili obvezniški trgi, kjer so se zaradi hitro rastočih zahtevanih donosnosti cenile obveznice posebej daljših ročnosti.

Tako so se hkrati znašle v padajočem trendu tako delnice kot obveznice, kar je izjemno redko in praktično **enkrat en dogodek takšne magnitude v zgodovini** borz. Videti sestavo portfeljev »fleksibilnih« skladov uglednih upraviteljev, ki so imeli tudi do 50 % naložb v denarju je precedens, a se je ob omejenih alternativah izkazalo kot smiselno.

Tako se je prvič, odkar svetujemo pri oblikovanju portfeljev zgodilo, da smo **odprodali praktično vse obvezniške pozicije.**

Tudi nekateri med vami ste se čudili, da imamo pri 10 % inflaciji v portfeljih **povečane obsege denarja** (denarnih skladov večinoma), **a ko pogledamo nazaj je to bila in delno še vedno je pravilna odločitev za minimaliziranje škode.**

Inflacija ostaja osrednja tematika tudi v letošnjem letu

Da, zgornji naslov je enak, kot v poročilu pred letom dni, a tokrat drži še bolj, kot leto dni nazaj. Zagotovo bomo letos in še nekaj let dalje zelo pozorno spremljali podatke o inflaciji, **saj se bodo predvsem po njej ravnale centralne banke** in temu primerno korigirale izhodiščne obrestne mere. Centralne banke so si namreč kot prioriteten cilj postavile spraviti inflacijo najprej pod kontrolo, nato pa na ciljne nivoje, to je okoli 2 % v EMU in okoli 3 % v ZDA.

V ZDA se bo to zelo verjetno zgodilo prej, saj so energetsko samooskrbni, v Evropi pa je trenutno **glavni vzrok visoke inflacije energija**.

Če se osredotočimo na **EMU, 2022** smo zaključili z okoli **10 % inflacijo**, približno takšno smo imeli **tudi v Sloveniji**. Za leto 2023 so razmere še precej negotove, odvisne od neobvladljivih spremenljivk, kot so mrzla ali topla zima, ruske (ne)dobave plina in še česa. Zato so tudi razponi **napovedi inflacije za 2023 od 3 do 7 %**. Za 2024 se že računa, da bomo v Evropi organizirali oskrbo s plinom in nafto iz ne-ruskih virov in bo s tem negotovost manjša. Četudi bo plin od drugod 2 do 4 krat dražji, pa bo vsaj preskrba bolj zanesljiva. Tako se inflacijske napovedi za **2024 gibljejo okoli 2 do 3 %**.

Regija	Rast BDP			Inflacija			Brezposelnost		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Svet	2,9 %	2,1 %	2,9 %	7,3 %	5,1 %	3,4 %			
ZDA	1,8 %	0,4 %	1,4 %	8,1 %	4,3 %	2,5 %	3,7 %	4,3 %	4,7 %
Evroobmočje	3,2 %	-0,1 %	1,5 %	8,5 %	6,0 %	2,1 %	6,8 %	7,1 %	7,1 %
Nemčija	1,7 %	-0,6 %	1,3 %	8,6 %	6,6 %	2,4 %	5,3 %	5,6 %	5,5 %
Francija	2,5 %	0,4 %	1,4 %	5,9 %	4,8 %	2,3 %	7,4 %	7,6 %	7,6 %
Španija	4,5 %	1,0 %	2,0 %	8,7 %	4,6 %	2,2 %	12,9 %	13,1 %	12,8 %
Italija	3,7 %	-0,1 %	1,1 %	8,4 %	6,1 %	2,0 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %
Japonska	1,5 %	1,2 %	1,1 %	2,4 %	1,6 %	1,0 %	2,6 %	2,5 %	2,4 %
Države v razvoju	3,1 %	4,1 %	4,4 %	6,4 %	5,6 %	4,2 %	5,1 %	5,0 %	4,9 %
Kitajska	3,2 %	4,9 %	4,9 %	2,2 %	2,3 %	2,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %

Podatki o BDP, inflaciji in brezposelnosti za ključna gospodarstva
Vir: Sekundarni vir Naložbeni mozaik, primarni vir Bloomberg

Glede na zgoraj zapisano tako pričakujemo **nadaljnje zaostrovanje denarne politike Fed in ECB**. Fed naj bi iz sedanjih 4,5 % obresti dvignil še za približno 0,5 do 0,75 % točke in vrh dosegel nekje sredi 2023. Proti koncu 2023 in v 2024 naj bi sledilo nižanje obrestnih mer. ECB naj bi iz sedanjih 2,5 % prav tako še dvigala obrestno mero, vendar je ciljni razpon bistveno širši in časovni horizont manj jasen kot v ZDA. Plafon naj bi dosegli pri 3 do 3,75 % sredi ali v drugi polovici 2023.

Seveda so odmiki od zgoraj napisanega možni in celo precej verjetni, posebej s časovnega vidika. **Zato bodo tudi naše akcije, ki jih bomo spodaj predvideli, izvajane časovnemu razvoju zgornjega scenarija primerno.**

Delnice

2021 smo prvo letno poročilo naslovili s TINA¹ in imeli smo prav. Če smo bili za lani že bolj previdni, pa sedaj lahko rečemo, da je **TINA zgodovina. Vsaj za povprečno družino in klasične institucionalne vlagatelje se vrača 60:40² portfelj.** Za tiste, ki pa s(m)o pripravljeni pogledati še kaj dlje, bodo alternativne naložbe igrale še večjo vlogo v portfelju.

Kot lahko vidite spodaj, so **globalni delniški trgi v 2022 zanihali do -23,4 %** v drugi dekadi oktobra in se nato nekoliko odbili. Padec je bil v USD še večji, saj se je dolar glede na večino ključnih valut lani okrepil. Glede na zgodovinsko rekordne nivoje iz konca leta 2022 in dogajanje po svetu, to samo po sebi ni presenečenje. Nekako logično je tudi, da so se delnice (ponovno) gibale zelo različno glede na geografsko lokacijo in panogo, kar so znali izkoristiti nekateri aktivni upravljavci naložb.



*Gibanje naložbe 10.000€ v MSCI World ACC v zadnjem letu v €.
Vir: Ishers.com*

Najbolj so trpele panoge, ki so v času korone delovale najboljše. To so komunikacije, in del tehnologije vezan posebej na [FAANG](#). Karte pa so se krepko premešale v energetskem sektorju, kjer so podjetja, ki niso vezana na energijo iz Rusije, dosegala nadpovprečno poslovanje in tudi dobičke. Podobno velja tudi za orožarsko panogo, s tem pa se seznam nadpovprečnih bolj ali manj zaključí.

Četudi so delnice 2022 zaključile z relativno ugodnimi vrednotenji (Recimo P/E = 18), smo jih že takrat opazovali skozi perspektivo sprememb. Najprej se je treba sprijazniti z dejstvom, da nas bo **višanje obrestnih mer v 2023 pripeljalo zelo verjetno do blage recesije**, vsaj v Evropi. Dalje, višji stroški energije, dela in tudi financiranja se bodo odrazili v **nižji dobičkonosnosti podjetij**, četudi ohranijo enak obseg poslovanja.

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

² 60 % delnic, 40 % obveznic.

V EUR	2021	2022*	10 let**	PE	PE 2023	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (globalni delniški indeks)	27,3 %	-6,2 %	11,2 %	16,4	15,0	2,3 %
MSCI WORLD (razviti trgi)	30,8 %	-5,6 %	12,1 %	17,5	15,5	2,2 %
MSCI EM (trgi v razvoju)	4,6 %	-10,5 %	4,5 %	10,9	11,5	3,2 %
MSCI US (ameriške delnice)	35,8 %	-6,0 %	15,2 %	20,2	17,6	1,6 %
MSCI EUROPE (evropske delnice)	25,1 %	-6,2 %	7,4 %	15,4	12,0	3,3 %
MSCI JAPAN (japonske delnice)	10,4 %	-8,7 %	8,6 %	14,3	12,5	2,6 %
MSCI CHINA (kitajske delnice)	-16,0 %	-18,1 %	4,8 %	10,5	10,3	2,6 %
MSCI Value	30,9 %	5,8 %	10,3 %	13,1	12,4	3,2 %
MSCI Growth	30,1 %	-16,8 %	13,5 %	27,5	21,5	1,0 %
Obvezniški trgi						
	2021	2022*	10 let**	YTM 2021	YTM**	
iBoxx € Overall Index	-2,9 %	-14,1 %	1,0 %	0,51	2,86	
iBoxx € Corporates Index	-1,1 %	-12,6 %	1,0 %	0,74	3,87	
iBoxx € Sovereigns Index	-3,4 %	-14,5 %	1,3 %	0,49	2,64	
Drugo						
	2021	2022*				
Nafta brent (sod) – cena v USD	77,8	85,4				
Zlato (unča) – cena v USD	1.829	1.769				
Bitcoin – cena v USD	46.334	17.105				
Tečaj EUR/USD	1,14	1,04				

Podatki o donosnosti in vrednotenju kapitalskih trgov v 2021 in 2022 ter napoved 2023
Vir: Sekundarni vir Naložbeni mozaik, primarni vir Bloomberg

V račun je treba vzeti tudi, da so se **donosnosti obveznic** vsaj v večini sveta (izjema je še vedno Japonska in delno EU) dvignile na nivoje, kjer **predstavljajo po dolgih letih ponovno zanimivo alternativo delnicam** vsem, tako družinam, kot institucionalnim vlagateljem, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice. Veliko pretakanje denarja iz denarnih rezerv in delno delnic se je že začelo v jeseni 2022 in se bo zelo verjetno nadaljevalo v 2023 ter doseglo vrh, ko bodo obrestne mere dosegle svoj vrh – to je predvidoma sredi leta.

Za 2023 lahko na delniškem trgu pričakujemo, da bodo vsaj v prvi polovici leta delnice še vedno pod pritiskom bremena vse višjih stroškov financiranja, energije in dela. Posebej slednje v EU in ZDA postaja vse bolj pereč problem, za katerega ni videti rešitve. Hkrati in prav zaradi navedenega pa bodo **stroški dela tudi na nekoliko daljši rok verjetno postali ključno gonilo inflacije**.

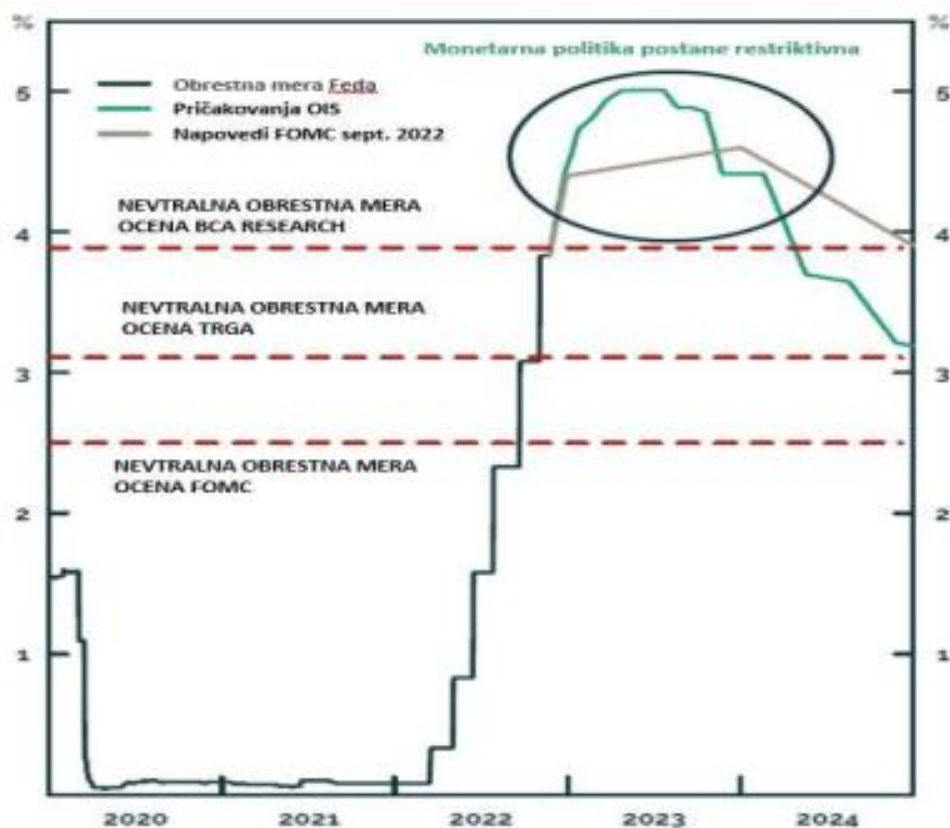
V danih razmerah se je že v letu 2022 izkazalo, da so se bolje odrezale delnice podjetij orientiranih v t. i. vrednostni (Value) pristop, kot podjetja orientirana v rast (Growth). Generalno po pričakovanjih analitikov naslednji cikel rasti ne bo temeljil toliko na tehnološkem sektorju kot prejšnji, ampak bo rast bolj enakomerno razpršena.

Geografsko gledano posebej za nas, ki merimo portfelje v Evrih, v 2023 po dolgem času ne bo imel prednosti **trg ZDA**, saj je le-ta **po več kazalnikih precenjen glede na Evropo in ostali svet**. Dodatno pričakujemo, da se bo s popuščanjem težav v energetiki in na drugih področjih **krepi tudi Evro**, posebej proti USD in delno tudi drugim valutam. Zato je za 2023 vsaj delno favoriziran delniški trg Evrope.

Obveznice

Z rastjo obrestnih mer se obveznice ponovno vračajo na prizorišče, od koder so v zadnjem obdobju skorajda izginile. Četudi je lani dogajanje zelo bolelo in bo morda še delno tudi letos, pa je to na daljši rok dobrodošlo, saj **se s tem razmere na finančnih trgih, posebej trgu financiranja, normalizirajo** in so tudi bolj predvidljive. Centralne banke pa bodo imele tudi več maneverskega prostora v prihodnje.

Pri obveznicah je korelacija med izhodiščno obrestno mero in donosnostjo ter premiki vrednosti še bolj direktna in izrazita kot pri delnicah. Zato je in tudi bo ključna **pozornost usmerjena k ravnanju centralnih bank**, oz. še bolj direktno, k inflaciji. Ugibanja glede tega so precej težka in odvisna od mnogih nepredvidljivih dejavnikov. A kot smo že zgoraj zapisali, obrestne mere bi lahko **dosegle svoj maksimum tega cikla nekje sredi leta in to bo tudi najboljši trenutek za nakup dolgoročnih obveznic**, saj smo po mnenju analitikov posebej v ZDA že presegli nevtralno, ali t. i. ravnovesno obrestno mero.



Obrestna mera pri Fed – zgodovinska in napoved. Monetarna politika postane restriktivna, ko preseže nevtralno obrestno mero

Vir: BCA Research in Sava Infond

Če smo se pri nekaterih vlagateljih že malenkostno **začeli premikati ponovno v obveznice** krajših ročnosti konec 2022, lahko napovemo, da se bo to verjetno nadaljevalo tudi v 2023. Bližje kot bomo vrhu obrestnega cikla, daljše ročnosti bomo izbirali. Oz. jih bodo za nas upravitelji obvezniških skladov, ki jih bomo izbrali.

Euro, USD, CHF in zlato

Zaradi vse nesreče, ki se je zgrnila lani nad Evropo je Evro v nasprotju z napovedmi krepko pokleknil in **prišel celo pod pariteto z USD** (glej tokrat bolj analitski graf spodaj). Kaj takega se je nazadnje zgodilo daljnega 2000 – 2002. Če ne bo kakšnih presenečenj, smo sedaj dejansko v točki večje precenjenosti USD ne samo proti Evru, ampak tudi drugim valutam. Ocena analitikov je, da bo v 2023 Evro pridobival in leto zaključil pri **tečaju okoli 1,10**. A so letos ocene analitikov precej bolj različne, kot leta poprej, zato drugačen razplet ne sme biti presenečenje.

Pričakovano gibanje USD je tudi argument za zmanjšanje uteži v USD nominiranih naložb povsod, kjer le-te niso zavarovane pred valutnim tveganjem.



Gibanje tečaja Euro/USD za obdobje od marca do konca 2022.

Vir: TradingView

Švicarski Frank se je spet izkazal kot varno prebivališče v času krize. Ne glede na to, da se Švica nahaja v Evropi, je prav tako **prvič v zgodovini (!) dosegel pariteto z Evrom** (30. 6. 2022) in dno pri 94,9 (29. 9. 2022) ter ostaja pod pariteto do danes. Tudi to govori o pritisku na Evro in kaže na njegovo trenutno (ne)moč. Hkrati pa izpostavlja tudi dejstvo, da so **evropska podjetja v dani situaciji v prednosti** pred tujo konkurenco, kar jim vsaj na tem področju daje nekaj več potenciala in upanja za uspešno poslovanje v 2023.



Tečaj EUR/CHF v letu 2022

Vir: finance.yahoo.com

Zlato je tudi eno od presenečenj, lahko bi rekli tudi **razočaranj lanskega leta**, saj je zgodovinsko gledano veljalo za zavetje pred inflacijo in kontra-pod delniškimi naložbami. A tokrat se je izneverilo. Spomladi je še nekako igralo svojo vlogo, ko je tudi doseglo svoj letni maksimum, a je leto končalo skoraj točno tam, kjer ga je začelo.



Gibanje vrednosti zlata v Evrih v letu 2022

Vir: goldprice.org

Analitiki razlog za gibanje zlata v 2022 pripisujejo zelo različnim razlogom. Od kripa, ki naj bi bil »novo zlato«, a se je izkazalo, da to zagotovo ni, do dejstva, da je večina sveta izven ZDA lepo služila že s tem, da je samo kupila USD in čakala.

Jeseni je vendarle postalo jasno, da **je (pre)moči USD za nekaj časa odklenkalo** in denarni tokovi so se počasi začeli **obračati proč od USD, tudi v smeri zlata**. Ali se bo trend zadnjih dveh mesecev 2022 nadaljeval letos, si analitiki niso enotni. V bistvu je tudi na tem področju toliko neenotnosti v napovedih, kot že dolgo ne.