

Dvomesečno poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 6. 3. 2023.

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

## Mešani signali

Ob pomanjkanju slabih vesti in ob re-investiranju sredstev, ki so jih posebej vlagatelji v ZDA presenetljivo dosti odprodali konec lanskega leta (zaradi uveljavljanja davčnih olajšav), se je **2023 začelo precej pogumno**. A se je zalet vsaj na borzah **do sredine februarja že nekoliko obrnil**.

Gospodarstva dajejo **mešane signale**. Posebej kapitalsko intenzivne panoge (**gradbeništvo** recimo) **kažejo znake ustavljanja** in grozijo s kakšno večjo korekcijo. A generalno gledano je **večina podjetij ponovno presenetila z dobrimi poslovnimi rezultati** za zadnji kvartal 2022, zaposlenost v ZDA in EU pa vztraja na zgodovinskih maksimumih.

Posledično se **inflacija sicer ohlaja, a ne tako hitro kot bi si želeli**, oz. smo pričakovali. Fed je sicer februarso zvišanje zreducirala na zgolj 0,25 %, **ECB pa je ostala pri 0,5 % zvišanju**, kar je obvezniške trge znova obrnilo navzdol. Obe banki napovedujeta nadaljnja zviševanja »dokler bo potrebno«.

Posledično se investitorji sedaj predvsem ukvarjajo z ugibanjem, kako hitro oz. počasi bo upadala inflacija in kako dolgo bodo centralne banke še dvigale obrestne mere. Tako razdeljenih napovedi in različnih scenarijev s strani analitikov že dolgo nismo videli.

### Inflacija nižja, a manj od pričakovanj



Gibanje Jedrne inflacije v ZDA (oranžno) in EMU (belo) na daljši rok

Vir: Triglav skladi

**Ključni kazalniki** predvsem jedrne **inflacije** so se tako v ZDA kot v EU **znižali, a manj, kot so analitiki pričakovali**. Ali raje recimo, upali, da se bodo znižali.

Zaradi tega se pričakovanja, kdaj se bo inflacija znižala, zamikajo, s tem pa tudi pričakovanja, kdaj bodo centralne banke nehale z dvigi obrestnih mer, oz. kdaj se bodo obrnile k zniževanju. Trenutna ocena trga je, da bodo ZDA dosegle najvišje obrestne mere tega cikla zviševanj na rang 5,25 % letos poleti, **EMU pa 3,5 do 3,75 %** proti koncu 2023.

(Še) **višje obrestne mere za še dlje časa gospodarstvu niso po godu**. Vse bolj očitno pa je tudi to, kar smo nakazali že v prejšnjem poročilu: izvor inflacije se premika od prvotnega post – koronskega primanjkljaja v ponudbi, nato preko energetskega šoka zaradi ukrajinske vojne, sedaj na bolj trd oreh - **pomanjkanje delovne sile**.



Gibanje cen megavatne ure plina (bela) in elektrike (modra) na trgu EU v €. Vir: Bloomberg

Za slednje ni ne hitre in ne enostavne rešitve. Problem je posebej pereč v »stari« Evropi, kjer je demografska slika izrazito neugodna, uvoz delovne sile od drugod pa zelo kočljiva politična in etična tema.

ECB in tudi Fed ne ostane drugega, kot da bodo gospodarstvo **z višanjem obrestnih mer** in drugimi ukrepi **prisilile na iskanje skupnega imenovalca z inflacijo** na nivoju razpoložljive delovne sile, ki je trenutno na voljo. Posledice pa so že vidne, saj se vlaganja v nadaljnjo avtomatizacijo in informatizacijo ter drugi ukrepi za zmanjšanje angažmaja žive delovne sile premikajo v ospredje in delajo konkurenco ukrepom za t. i. zeleni prehod.

## Delnice

Že hiter pogled na spodnji graf očitno pove, da smo se po ekscesih v 2020 in 2021 vsaj približno **vrnili na linijo trenda zadnjih 10 let** in še dlje. Do tu bi se analitiki verjetno večinoma strinjali. A vprašanje je, **ali je takšen trend še vzdržan**, po tem, ko so se razmere **financiranja bistveno spremenile (beri, podražile)**? In smo spet nazaj pri temi, ki smo jo obravnavali zgoraj – ali bo inflacija ostala višja dlje časa, ali pa jo bomo vendarle ukrotili in se bodo s tem lahko tudi pogoji financiranja vsaj nekoliko omilili?

Odgovora ne poznamo, čas bo pokazal pot. Do takrat ostajamo bolj ali manj na nevtralnih nivojih izpostavljenosti do delnic.



Gibanje naložbe 10.000€ v MSCI World ACC v zadnjih 10 letih v €. Vir: Ishers.com

V medijih se, ob borbi drugih argumentov, posveča precej pozornosti tehnični analizi, ki je tokrat izpostavila t. i. **zlati križ**<sup>1</sup>.



Gibanje S&P 500, 50 dnevne (vijola), 100 dnevne (zeleno) in 200 dnevne (belo) povprečja Vir: Bloomberg, sekundarni vir: Triglav skladi

Sicer v naši praksi ne stavimo kaj dosti na ta pristop, a očitno je, da igra pomembno vlogo pri odločanju mnogih igralcev na naložbenem trgu. Razlage, ki jih analitiki izpeljejo iz tega, gredo v smeri, da **smo dejansko dno tega borznega cikla videli v začetku oktobra lani** in če ne bo kakšnih negativnih presenečenj, nas čaka (sicer ne mirna) pot navzgor.

<sup>1</sup> V finančni analitiki točka, kjer kratkoročnejši trend (50 dnevno povprečje) od spodaj navzgor prebije linijo dolgoročnejšega (200 dnevno povprečje) in predstavlja signal, da se bo pozitivni trend nadaljeval.

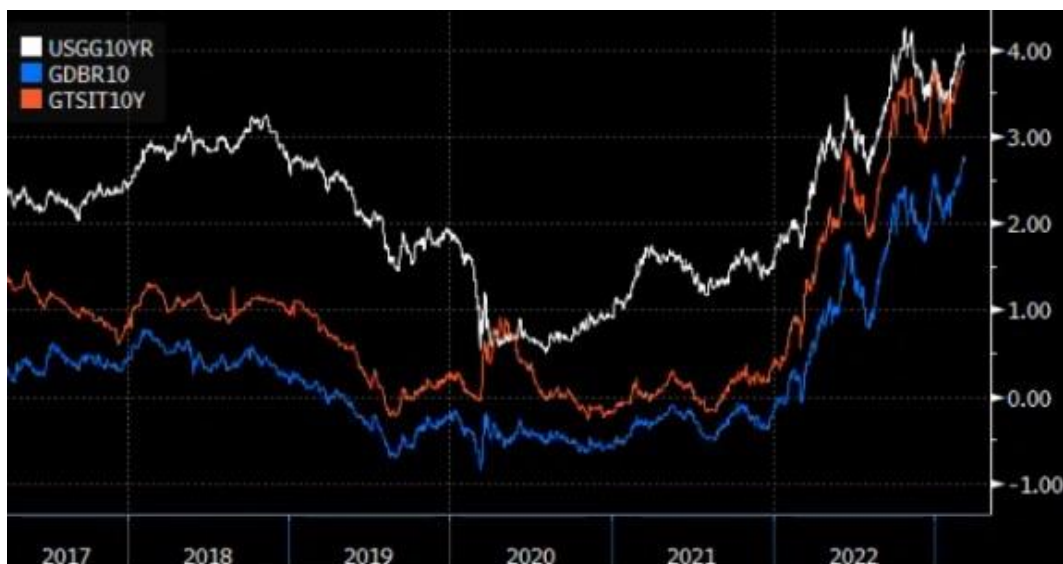
## Obveznice

Glede na zgoraj zapisano ni presenečenje, da zahtevani **donosi obveznic ponovno postavljajo srednjeročne vrhove**, čeprav smo še zelo daleč od tega, kjer smo bili pred 2008 in še prej.



Gibanje donosnosti 10 letnih obveznic Nemčije (t. i. Bund) za obdobje 1. 2. 1970 do 1. 3. 2023.  
Vir: investing.com

Bistvenih razlik vsaj v smeri gibanja med EMU in ZDA ter Slovenijo ni, upošteva seveda nekaj mesečnih zamik v EMU in Sloveniji, glede na ZDA.



Gibanje donosnosti 10 letnih obveznic ZDA (belo), Slovenije (rdeče) in Nemčije (modro)  
Vir: Bloomberg, sekundarni vir: Triglav skladi

Kot že nakazano pri temi inflacije, **pričakujemo še nadaljnjo rast zahtevanih donosnosti zaradi rasti obrestnih mer**. V ZDA nekaj manj, v EMU nekaj več in dlje oziroma kasneje. A vendar se tempo zviševanja obrestnih mer umirja, zahtevane donosnosti so bistveno višje, kot pred letom dni, zato se **vsaj večjih padcev pri krajše in srednje ročnih obveznicah ne nadejamo**. Naložbeno gledano smo, oz. delno še bomo premaknili prosta sredstva

---

postopoma iz denarnih skladov in drugih oblik denarja najprej v kratko in srednje ročne obveznice, kasneje pa tudi v dolgoročne.

## **Kako dalje?**

***Bistvenih sprememb glede na tukaj zapisano stališče pred dvema mesecema ni.***

Nadaljevali bomo selitev sredstev iz denarja v krajše in srednje ročne obveznice. Pri tistih, kjer je delež delnic pod ciljnim, pa se bomo skušali približati ciljni razporeditvi z dokupi.

Kjer je za to možnost, bomo dali še večjo utež na produkte, ki so neodvisni od gibanja na borzah.