

Dvomesечно poročilo članom SUPER Kluba Finančni center, 10. 3. 2022

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

Vojna!

Čeprav so nekateri analitiki in poznavalci geopolitike opozarjali tudi na to skrajno možnost, **so ji racionalno gledano pripisovali majhno verjetnost**. Posebej ne tako frontalni, kruti in brezobzirni vojni, kot smo ji trenutno priča v Ukrajini.

Po dveh tednih vojne je očitno, da bo to **dolgotrajna, kruta in umazana vojna, kjer ne bo zmagovalca**, bo pa cela vrsta poražencev. Ob ljudeh in gospodarstvih Ukrajine in Rusije v skupino gospodarskih poražencev spada Evropa, ki je z energetske odvisnosti od Rusije in z drugimi sankcijami potisnjena v kot. Zmagovalke so predvsem ZDA, ki bodo izvažale svoje orožje, energijo (plin) in hrano ter Kitajska, kamor se že intenzivno preusmerja tok Ruskih energentov in drugih surovin.

Da so se na dogajanje burno odzvale borze, ni presenečenje. Ta trenutek se vsa svetovna analitika ukvarja z vprašanjem, kakšne bodo gospodarske posledice dogajanja v Ukrajini. Enostavnega in jasnega odgovora ni. Seveda je vse skupaj odvisno od srditosti in trajanja dogajanja, kot tudi morebitne širitve spopadov izven Ukrajine. Trenutno mnenje analitikov je, da **dogajanje samo po sebi razen za Evropo ne bi smelo imeti opaznejših gospodarskih posledic**, opazen pa je že sedaj novi pritisk na enotnost EU. Ruski odkriti in splošen napad na Ukrajino pa pomeni resen geopolitičen precedens, ki dokončno pokoplje nekatera razmerja in pravila v svetu, ki so veljala vse od druge svetovne vojne.

Zelo očitno je, da je **strah prevladujoči dejavnik na naložbenih trgih tega trenutka**. Zato se ta trenutek nima smisla preveč ukvarjati z makro ekonomsko analitiko, čeprav so zadnji podatki vzpodbudni. V nadaljevanju se tej temi res na kratko posvetimo, dalje pregledamo dogajanje na naložbenih trgih za zadnja dva meseca in se posvetimo razmisleku, **kako na dano situacijo pogledati kot na priložnost**.

Poslovanje podjetij in gospodarske napovedi še vedno optimistične

Dva meseca nazaj je bila glavna grožnja kapitalskim trgom predvsem vedno višja inflacija in posledično negotovost glede dinamike zaostrovanja monetarne politike, pa je očitno v februarju **pozornost prevzela rusko-ukrajinska vojna**. Ta ni vnesla le novo negotovost na kapitalske trge, ampak tudi močno potisnila cene energentov navzgor. Že dejstvo, da se nahajamo v gospodarski post-covidni prosperiteti, se je odražalo v vedno višjih cenah energentov, ki vedno bolj pesti prebivalstvo, pa tudi gospodarstvo. Priznanje dveh novih republik znotraj ukrajinskega ozemlja s strani uradne Moskve in nato še vojaški napad na samostojno državo sta **zelo hitro dvignila ceno nafte nad 120 dolarjev za sod**. Žal pa trenutna situacija ne koristi nobeni strani. Evropi, kot glavni porabnici ruskih energetskih zalog, se to odraža v še višjih cenah energentov in s tem ustvarja dodatne pritiske na inflacijo.

Žal borznih trgov niso mogle v pozitivnem vzdušju ohraniti niti objave poslovnih rezultatov podjetij za leto 2021, ki ne kažejo potrebe po zaskrbljenosti, nasprotno, vlivajo določen optimizem za prihodnost. **Recesije namreč še ni na vidiku**. Tudi gospodarske napovedi za svetovno gospodarstvo so še vedno dobre. Nekoliko so bile znižane napovedi gospodarske

rasti za evro območje v 2022, navzgor pa popravljene napovedi za inflacijo. Evropska komisija po novem napoveduje, da bo inflacija v območju EU letos znašala 3,5 % ter se nato prihodnje leto stabilizirala blizu ciljnih 2 %.

Zaradi inflacijskih pritiskov in rasti energentov tako skoraj nihče več ne dvomi, da bo Fed že marca dvignil obrestno mero. **Napovedi glede števila in moči dvigov obrestne mere pa se spreminjajo iz tedna v teden.** Do kam bo FED šel z dvigi, bo odvisno od makroekonomskih podatkov, ki trenutno kažejo mešano sliko. Indeks razpoloženja potrošnikov v ZDA je februarja upadel za več kot 8 % z januarske vrednosti in dosegel najnižjo vrednost od oktobra 2011 ter presenetil analitike, ki niso pričakovali sprememb. Na drugi strani pa je prodaja na drobno v ZDA januarja narasla za 3,8 % in preseгла pričakovanja analitikov, ki so pričakovali le 2,1 % rast. Stopnja brezposelnosti je tam upadla na vsega 3,8 %. Pomanjkanje delovne sile dviguje plače in te so se zaradi vedno boljše epidemiološke slike hitro prezrcalile v potrošnjo gospodinjstev, ki predstavlja skoraj 70 % BDP v ZDA ter posledično močno vpliva na njegovo rast.

Inflacija znova rekordno

Inflacija še kar buri duhove in jih očitno še nekaj časa bo. Pričakovana inflacija za januar v ZDA je bila 7,3 %, dejansko objavljena pa je bila še nekoliko višja, 7,5 % in tako **predstavlja najvišjo rast po letu 1982.** Reakcija trga je bila pričakovano negativna, donos 10 letne državne obveznice je presegel dva odstotka, pričakovanja pa so tudi za višjo ključno obrestno mero, ki bi julija letos že lahko znašala en odstotek. To seveda pomeni nove reakcije v gospodarstvu: dvig ključne obrestne mere pomeni višje stroške zadolževanja ter nato upad porabe potrošnikov, kar na nivoju splošnega gospodarstva privede do upada presežnega povpraševanja kot gonilno silo gospodarske rasti. **A ključen krivec za povišano inflacijo je v zadnjem obdobju na ponudbeni strani,** predvsem zaradi logističnih težav, kjer pa se le nakazuje na umirjanje situacije. Dobavni roki se počasi izboljšujejo in stroški transporta umirjajo, torej se ozka grla dobavnih poti postopoma odpravljajo. Problem ostajajo visoke cene energije, kjer rešitev žal še ni na obzoru oziroma je rusko-ukrajinska kriza to rešitev le še oddaljila. Scenarij dolgoročnega konflikta bo namreč povzročil dodatne inflacijske pritiske. Rusija in Ukrajina sta namreč pomembni izvoznici surovin, energentov ter hrane, zato bi kakršnekoli motnje v oskrbovalni verigi kot višjo inflacijo čutila številna zahodna gospodarstva.



Inflacija v ZDA
Vir: www.nlbskladi.si

Po drugi strani **pa je v letošnjem letu objektivno pričakovati pritisk na zniževanje inflacije**, saj države umikajo stimulative ukrepe, s katerimi so zadnji dve leti zajezile posledice pandemije, dobavne verige po svetu se normalizirajo, motenj v proizvodnji je vedno manj, produktivnost pa bo zaradi robotizacije in digitalizacije na splošno vedno večja.

Nekoliko več težav z inflacijo je v Evropi, kjer se le-ta sicer niža, ampak je **višina inflacije med posameznimi državami precej raznolika**, kar dodatno otežuje delo Evropski centralni banki. Dodatno se tukaj tehta med tem, ali je inflacija posledica višjih cen energije in še vedno prisotnih zastojev v dobavah, ali dejanskega visokega povpraševanja. Tudi v ECB je že zaznati željo po zaostrovanju monetarne politike v primeru nadaljevanja inflacije na povišanih ravneh. Verjetno bo tudi **ECB v letošnjem letu opustila program odkupov obveznic**, kar bo tudi njej odpiralo prostor za dvigovanje obrestne mere, čeprav tega v tem letu še ni pričakovati.

Premiki iz likvidnostne ekspanzije v krčenje likvidnosti z zaostrovanjem zelo ohlapne in radodarne monetarne in fiskalne politike nikoli niso enostavni in hočeš-nočeš povzročajo povečanje negotovosti in stresa na zelo občutljivih finančnih trgih, tako delniških, kot obvezniških.

Delnice

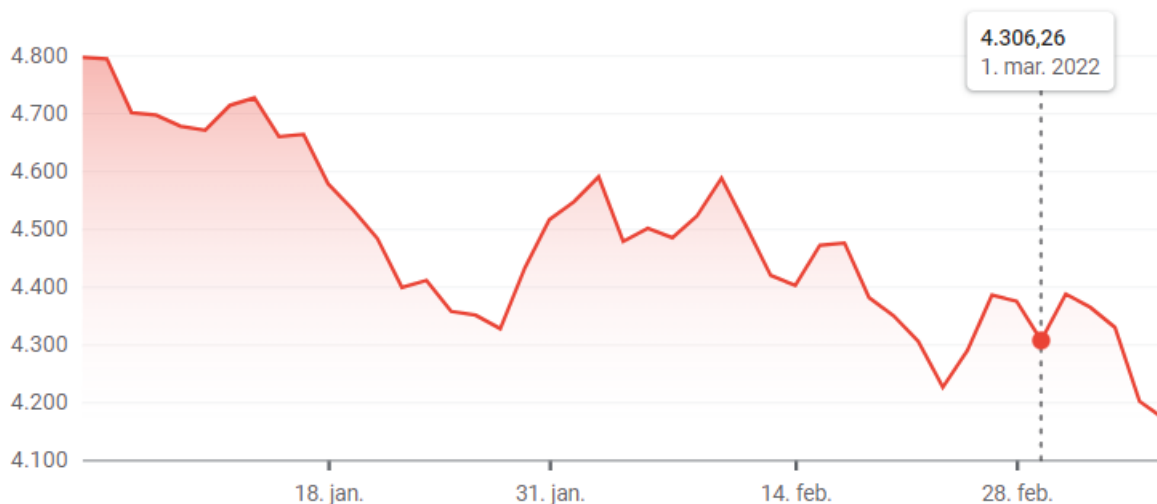
Leto se je začelo s učbeniškim primerom po-novoletne razprodaje, ki je bila po odličnem letu na borzah pričakovana. Kmalu za tem je udaril Omikron z visoko prenosljivostjo in povzročil novo paniko. Države so ponovno, že x-tič hitele s protikoronskimi ukrepi, kar za gospodarstvo seveda ni dobro. Oboje je trge pripravilo do popravkov ranga 5 do 10 %, skratka nič kritičnega. **Resen popravek pa je prinesla** vsaj za večino nepričakovana **vojna v Ukrajini**, ki je trge potegnila v spiralo korekcije, paničnega bega v varnost, tehnološke delnice pa že tudi v območje medveda.

Tako je globalni delniški indeks MSCI World (ACC) v Evrih zabeležil 9 % korekcijo v prvih dveh mesecih 2022.



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

Negativne **posledice v ZDA so manjše kot v Evropi**, a vseeno večje kot v povprečju sveta. Vodilni indeks v ZDA S&P 500 je tako v enakem opazovanem obdobju izgubil 11,31 %, od začetka leta do 7. 3. pa je padec 13,05 %.



Gibanje vrednosti indeksa S&P 500 v letu 2022 do 7. 3.

Vir: [google.com/finance](https://www.google.com/finance)

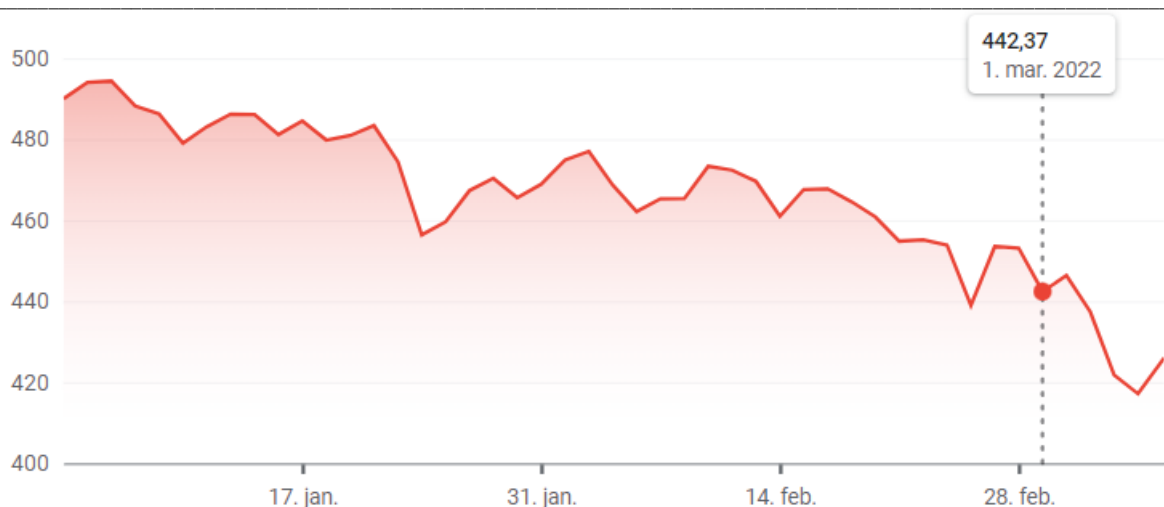
Ker je v zadnjih letih tudi **največ porastel**, je ameriški tehnološki indeks Nasdaq Composite tudi **največ izgubil**. Padec v prvih dveh mesecih je bil 17,00 %, do 7. 3. pa je korekcija znašala 19,18 % ali tik nad mejo prestopa v območje medveda.



Gibanje vrednosti indeksa Nasdaq Composite v letu 2022 do 7. 3.

Vir: [google.com/finance](https://www.google.com/finance)

Če smo še dva meseca nazaj zapisali, da analitiki dajejo rahlo prednost evropskim delnicam v letu 2022, se je situacija obrnila na glavo. Prav evropske delnice so najbolj na udaru zaradi vojne in njenih posledic. Tako tokrat za mero v Evropi vzamemo bolj splošen delniški indeks STOXX Europe 600, ki je v prvih dveh mesecih izgubil 10,86 % vrednosti glede na začetek leta. **Situacija je še nekoliko slabša za Nemški DAX**, ki je izgubil v istem obdobju 15,21 %, saj je Nemčija od vseh EU držav najbolj odvisna od ruskega plina.



Gibanje vrednosti indeksa STOXX Europe 600 v letu 2022 do 7. 3.
Vir: [google.com/finance](https://www.google.com/finance)

Krka padla za 30 %

Ocena analitikov je, da je tržni **delež Ruskega in Ukrajinskega trga v celotni prodaji Krke okoli 30 %**. Sorazmerno temu je ta delnica tudi izgubila na vrednosti v prvih dneh konflikta. Za tistih nekaj »domoljubov« med našimi strankami, ki imate večji delež delnic Krke v portfelju, kot bi bilo strokovno smiselno (do 7 %), je bil to kar močan udarec.



Gibanje vrednosti delnice Krke za zadnjih 6 mesecev, do 9. 3. 2022
Vir: [ljse.si](https://www.ljse.si)

Krka sicer miri delničarje, da imajo rezervne scenarije in trge, a vendar bo vsaj za čas trajanja konflikta to resneje vplivalo na poslovanje in s tem tudi na vrednost delnice.

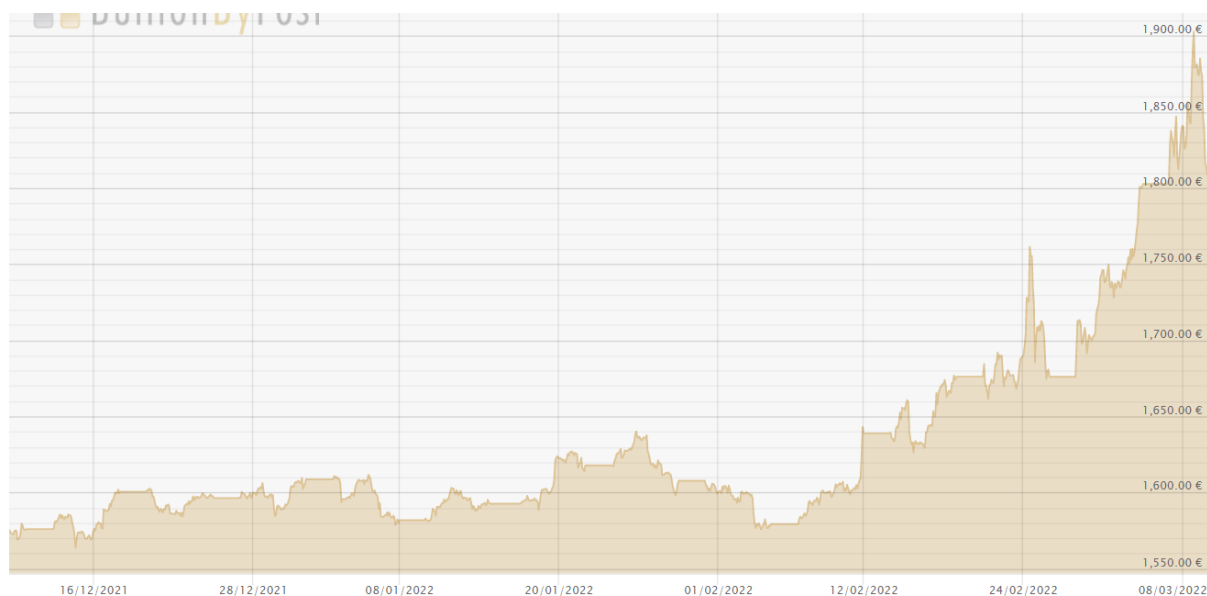
Ali če povemo drugače, po sedanjih informacijah in vedenju je delnica Krke na nivojih pod 90, posebej pa pod 85 € lahko tudi dobra dolgoročna naložba.

Obveznice

V prejšnjem poročilu smo zapisali naslov: »Ko delnice rastejo, obveznice padajo«. In to vsaj načeloma drži, kot bi moralo načeloma držati tudi obratno. A tokrat ni tako. **Kljub temu, da imamo opazen upad na delniških trgih, se hkrati dogaja tudi rast obrestnih mer**, predvsem zaradi napovedi FED, da bo z marcem ne glede na razmere le-te začel dvigati. Ker je USD še vedno ključna svetovna valuta, se ta rast zahtevane donosnosti čuti po vsem svetu, tudi v Euro območju, četudi ECB še vedno vztraja, da vsaj do konca leta 2022 ne bo dvignila obrestnih mer. Tako lahko opazujemo, kako se je padanje vrednosti obveznic in skladov obveznic v letošnjem letu še pospešilo. Če ne bo presenečenj, se bo trend nadaljeval. Zato smo se iz večine še obstoječih obvezniških naložb v februarju umaknili.

Zlato na rekorde

Spet po scenariju iz šolskih učbenikov naložbenih financ se je na dogajanje odzvalo zlato, kot tipično zatočišče za neugodne čase, ali kot tudi radi rečemo »kontrarna« naložba. 8. 3. je cena zlata **prvič v zgodovini presegla 2.000 USD za unčo**, v Evrih pa je dosegla na isti dan najvišjo vrednost 1.902 €.



Gibanje cene ene unče zlata v zadnjih treh mesecih v €.

Vir: bullionbypost.com

Equinox

V naših poročilih že omenjena družba Equinox je 31. 1. 2022 začela kotirati na Ljubljanski borzi. Razpoložljivi podatki o naložbeni nepremičninski družbi so dobri, vrednotenja in **kazalniki so privlačni**, posebej, če je cena delnice na borzi pod 40 €.

Edini resni pomislek, ki ga imamo, da ne moremo dati splošnega priporočila za nakup te naložbe je njena **zelo skromna likvidnost**. Tako v času od 1. do 8. 3. z njenimi delnicam sploh ni bilo sklenjenega posla.

Vendarle, če bi si kdo želel popestriti svoj portfelj s to naložbo iz razreda nepremičnin, predlagamo, da se individualno pogovorimo.

Kako dalje?

Že drugič v samo dveh letih se je potrdilo, da bo naložbenik dobil udarec od tam, od koder ga ne pričakuje. Zato se je ponovno potrdilo zlato pravilo, da moramo v vsakem trenutku biti pripravljeni na karkoli in imeti na zalogi **dovolj razpršenih sredstev v naložbeno nepovezanih razredih**. Le tako lahko zmanjšamo nihajnost portfelja, kot tudi izkoristimo nihaje in začasno pod-vrednotenje naložbenih razredov, ki so se našli pod pritiskom.

Tokratni udarec smo pričakali ravno po preverbi portfeljev in struktur po naložbenih razredih, kar je dobrodošlo. Z nekaterimi, ki imate še prosta sredstva za naložbe, ali večjo izpostavljenost ne-delniškim naložbam, smo že **pripravili akcijske plane, kako bomo izkoristili nihaj v več korakih**, podobno kot pri Koroni.

Ključna razlika glede na dogajanje okoli Korone je ta, da smo imeli dve leti nazaj opravka z boleznijo, katere (časovni) potek in posledice smo lahko vsaj približno ocenili. Tokrat pa imamo opravka z **iracionalnim izpadom diktatorja**, ki je nepredvidljiv in ima na voljo tudi jedrsko orožje.

Zato bo treba v naslednjih dneh, tednih in verjetno tudi mesecih **potrpežljivo** prenašati šokantne in krute novice z vojnega območja, mirno prenašati nihajnost borz in v vsem skupaj iskati priložnosti.

Naložbeno priporočilo

Generalnega naložbenega priporočila tokrat ne bomo podali.

Individualno pa bomo – glede na stanje portfelja vsakega med vami – potegnili določene poteze, ki se bodo v večini portfeljev odrazile z dodatnim povečanjem delniških pozicij in, posledično, kjer še nismo, prednostno zmanjšanjem pozicij v obveznicah in tudi denarju.