

POGLED 2021

SVET PO PANDEMIJI



Naložbeni**mozaik**

December 2020

Naložbeni**mozaik**

VSEBINA

UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Aleš Šoba, CFA,
vodja upravljanja delniških naložb,
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

ČLANA:

mag. **Jure Dubravica**,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 74 68, jure.dubravica@infond.si

mag. **Barbara Gačnik**,
namestnica direktorja sektorja naložb,
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

AVTORJI ČLANKOV

Aleš Šoba, CFA,
vodja upravljanja delniških naložb,
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

mag. **Jure Dubravica**,
direktor sektorja upravljanja naložb,
02/229 74 68, jure.dubravica@infond.si

mag. **Barbara Gačnik**,
namestnica direktorja sektorja naložb,
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

mag. **Rene Redžič**,
vodja upravljanja naložb s fiksnim donosom,
02/229 74 59, rene.redzic@infond.si

Uroš Selič,
upravljavalec – analitik,
02/229 74 48, uros.selic@infond.si

Damjan Kovačič,
upravljavalec – analitik,
02/229 74 50, damjan.kovacic@infond.si

Aleš Grbič,
upravljavalec – analitik,
02/229 74 52, ales.grbic@infond.si

3 Predgovor

5 Gospodarski pogled: cepivo bo prineslo močno okrevanje

6 - ZDA

17 - Evropa

23 - Kitajska

32 Finančni trgi: bik se bo nadaljeval

32 - Delniški trgi

43 - Obvezniški trgi

55 - Priporočila

56 Cunami ESG prihaja: ni več poti nazaj

63 Svet po covidu-19

69 Desetletje transformacije

76 Kazalniki in referenčni grafi

Letnik IX - 12/2020

Predgovor

Leto 2020 bo šlo v zgodovino kot eno najbolj nenavadnih. Dogodki, ki smo jih doživeli, imajo le malo vzporednic v zgodovini. Pandemija, največja gospodarska recesija, negativna cena nafte, najhitrejši upad in tudi vzpon delnic ... zaznamujejo obdobje, ki si ga bomo nedvomno zapomnili.

Krenili smo zmerno optimistično. Čeprav je gospodarski cikel že kazal znamenja utrujenosti, sta glavni tveganji v obliki trgovinske vojne med ZDA in Kitajsko ter brexita počasi tonili v pozabo. Obetali smo si normalno leto, ki bo vrhunec doživelo z ameriškimi predsedniškimi volitvami.

Ta scenarij smo morali dokaj hitro vreči v koš. Novice iz Kitajske, da imajo opravka z novo obliko obolenja dihal, je (vsaj na začetku) vnesla le rahel nemir. Izkušnje s preteklimi takšnimi epizodami (SARS) so nas usmerile v oceno, da gre le za manjšo oviro za globalno gospodarstvo in kapitalske

trge. A tokrat je bilo drugače. Novi koronavirus se je hitro razširil po svetu in sredi marca je bila razglašena pandemija. Večji del sveta se je znašel v določeni obliki karantene z namenom, da se zajezi širjenje virusa, ki povzroča bolezen covid-19. Globalno gospodarstvo je doživelo šok in recesijo, kakršne nismo videli vse od druge svetovne vojne. Pozabljena španska gripa iz leta 1918 je znova postala aktualna. Vsi smo postali dežurni epidemiologi.

Delnice so doživele najhitrejši upad v zgodovini. Svet se je znašel v še večji luknji kot pred desetletjem (finančna kriza). Prihodnost je postala temačna. Da bi preprečile najhujše, so centralne banke in nacionalne vlade priskočile na pomoč kot še nikoli prej. V enem mesecu so uvedle več ukrepov kot prej v vsej finančni krizi. Depresija je bila preprečena in delniški trgi so se močno odbili. Predvsem tehnološke delnice in delnice podobnih podjetij, ki so

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalskih trgih

	2019	2020*	10 let**	PE	PE 2021	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (Globalni delniški indeks)	29,9 %	4,9 %	11,0 %	30,4	18,8	1,9 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	31,0 %	5,0 %	11,8 %	32,1	19,8	1,9 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	21,2 %	3,8 %	4,9 %	22,6	14,0	2,1 %
S&P 500 (Ameriške delnice)	34,1 %	7,1 %	15,2 %	28,4	21,2	1,7 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	26,8 %	-5,1 %	7,2 %	48,9	16,7	2,5 %
TOPIX INDEX (Japonske delnice)	22,2 %	2,1 %	8,3 %	30,3	16,1	2,1 %
MSCI Value	25,2 %	-9,6 %	9,0 %	24,7	14,6	3,1 %
MSCI Growth	36,8 %	20,1 %	14,4 %	43,5	28,7	0,9 %
Obvezniški trgi						
iBoxx € Overall Index	6,0 %	3,9 %	4,2 %			
iBoxx € Corporates Index	6,3 %	2,6 %	3,9 %			
iBoxx € Sovereigns Index	6,7 %	4,9 %	4,6 %			
Preostalo						
Nafta brent (sodček) – cena v USD	62,4	47,6				
Zlato (unča) – cena v USD	1.464	1.777				
Tečaj EUR/USD	1,10	1,19				

Opombe: donosi vključujejo dividende; merjeno v EUR

* 2020 je do 30. 11. 2020; ** 10 let je obdobje od 30. 11. 2010 do 30. 11. 2020 (donosi so anualizirani).

Vir: Bloomberg 2020

postale zmagovalke novega okolja. Delo od doma, spremljanje videovsebin iz naslanjača, dostava hrane in spletno nakupovanje so postali naša stalnica. Podjetja iz sektorjev, kjer je potrebna fizična interakcija, pa so potonila. Razlika med sektorji je v letu 2020 največja v zadnjih 20 letih. Pandemija je izklesala izrazite zmagovalce in poražence.

Vendar bi za popolno okrevanje gospodarstev potrebovali učinkovito cepivo, to pa je bilo po ocenah strokovnjakov še leta oddaljeno. A je znanost znova presegla svoje meje in novembra smo dobili novice o kar treh izjemno učinkovitih cepivih. Decembra smo že začeli cepljenje za imunizacijo prebivalstva. Končno smo zagledali luč na koncu predora. Delniški trgi so (vsaj v dolarjih) dosegli nove najvišje vrhove. Kombinacija zgodovinsko nizkih obrestnih mer in možnosti močnega okrevanja globalnega gospodarstva je popolno okolje za tvegane naložbe.

November je prinesel tudi dolgo (ampak res dolgo) pričakovano rotacijo med delnicami. Value delnice (to so tiste z nizkimi vrednotenji) so začele presegati donosnost growth delnic (to so tiste z veliko rastjo prihodkov in dobičkov), ki so dominirale v zadnjih 10 letih. Podobno se je zgodilo znotraj sektorjev. Ciklični so presegli donosnost defenzivnih.

Vlagatelji se zdaj upravičeno sprašujejo, ali nismo šli z evforijo predaleč. Pravkar smo sredi drugega vala pandemije, v katerem bo določeno število podjetij propadlo. Prav tako se brezposelnost prebivalstva ne bo kar takoj vrnila na ravni izpred krize. Mogoče je sentiment vlagateljev v tem trenutku pretiran. A če pogledamo naprej, smo prepričani, da se bo rast delnic nadaljevala.

Močno gospodarsko okrevanje (zaradi učinkovitega cepiva), velika rast dobičkov podjetij ter podpora centralnih bank in držav pretehtajo nad negativnim dejavniki, kot so povišana vrednotenja vseh naložbenih razredov (predvsem obveznic).

Delnice ostajajo prva izbira za novo leto in najverjetneje za naslednje desetletje. Obveznice vlagateljem enostavno ne ponujajo dovolj. Bi pa lahko po dolgi prevladi tehnoloških delnic (growth) prišlo do preobrata v smeri value delnic. Če ne zdaj, kdaj potem? Ampak pri tem ne bi pretiravali, mnogo strukturnih dejavnikov gre v prid growth delnic (digitalna transformacija, ESG), tako da je možno vse.

Upamo, da bomo z našim razmišljanjem vsaj malo pripomogli k sprejemanju dobrih odločitev pri upravljanju premoženja v letu 2021. Mogoče pa se ponovi zgodovina in tako kot po španski gripi doživimo svojo verzijo The Roaring Twenties.¹

Ostanite zdravi.

Gospodarski pogled: cepivo bo prineslo močno okrevanje

Glavni pečat dogajanju v letu 2020 je na gospodarskem področju pustil virus, ki povzroča bolezen covid-19. Ko smo sredi januarja izvedeli za novo obliko obolenja dihal, ki se je pojavilo na Kitajskem, si nobeden ni predstavljal, da bo čez dobra dva meseca dober del sveta v takšni ali drugačni obliki karantene in da bo globalno gospodarstvo sredi globoke recesije, kakršne ne pomnimo vse od konca druge svetovne vojne.

Vprašanja so šla v smeri, kakšno bo gospodarsko okrevanje. Ali bo v obliki črke V, U ali L. Kasneje smo dodali še K in kljukico. Dokaj hitro smo dobili odgovor, da k sreči ne bo nove depresije (L). Odziv centralnih bank in vlad je bil izjemno hiter in agresiven, v slogu »whatever it takes«. Fed in ECB sta stabilizirala finančni sistem. Fed je denimo začel podpirati segmente, ki jih v preteklosti ni (podjetniške obveznice). ECB je po začetni nespretni komunikaciji dala jasno podporo najbolj prizadetim državam, kot je Italija. Še bolj pomembni pa so bili ukrepi nacionalnih vlad, ki so šli v smeri podpore tako podjetjem kot gospodinjstvom. Glede na izvor krize se niso obremenjevale, da bodo proračunski primanjkljaji večji od 10 % BDP. Prav tako smo hitro ugotovili, da tudi okrevanje v obliki črke V ne bo možno, dokler ne bo na razpolago učinkovito cepivo. Medtem ko so ukrepi

oblasti preprečili črn scenarij, je bila za pozitiven razplet potrebna pomoč znanosti. Glede na pretekle izkušnje, koliko časa vzame razvoj cepiv, je bilo po pričakovanjih pred nami še kar nekaj let, preden bi se globalno gospodarstvo vrnilo v tirnice iz leta 2019. Tako smo ostali pri črki U.

A konec leta 2020 kaže, da bo gospodarsko okrevanje vseeno hitreje od napovedi. V novembru 2020 smo dobili nepričakovane dobre novice o razvoju cepiv. Kar trije kandidati so se izkazali za izredno učinkovite. Kljub določenim logističnim in drugim pomislekom se je cepljenje že začelo in po ocenah bo večina razvitega sveta precepljena do jeseni 2021, kar omogoča močnejše gospodarsko okrevanje, predvsem v drugi polovici leta 2021. Vendarle pa cepivo ni prišlo dovolj hitro, da bi preprečilo novo upočasnitev to zimo v Evropi in ZDA, kjer nam v nasprotju s Kitajsko in nekaterimi azijskimi državami virusa ni uspelo spraviti pod nadzor. Ti regiji bosta potrebovali še nekaj četrletij za vrnitev v normalne tirnice. Dolgoročno pa menimo, da v nasprotju s prejšnjo krizo glavna zapuščina aktualne krize ne bo manjša gospodarska rast, temveč sprememba same strukture globalnega gospodarstva. Določene spremembe so dobile pospešek in ne bo več vrnitve nazaj.

Gospodarsko okrevanje bo po zaslugi cepiv močnejše od pričakovanj.

Preglednica 2: Ključni gospodarski podatki

Regija	Rast BDP			Inflacija			Brezposelnost		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Svet	-3,9 %	5,2 %	3,8 %	2,2 %	2,7 %	2,8 %			
ZDA	-3,6 %	3,8 %	3,0 %	1,2 %	1,9 %	2,0 %	8,2 %	6,3 %	5,0 %
Evroobmočje	-7,4 %	4,6 %	3,5 %	0,3 %	0,9 %	1,2 %	8,0 %	9,0 %	8,3 %
Nemčija	-5,6 %	4,0 %	3,2 %	0,4 %	1,3 %	1,4 %	6,0 %	6,2 %	5,8 %
Francija	-9,3 %	6,1 %	3,7 %	0,5 %	0,8 %	1,2 %	8,2 %	9,8 %	8,8 %
Španija	-11,6 %	6,2 %	4,7 %	-0,3 %	0,6 %	1,1 %	15,9 %	17,6 %	16,5 %
Italija	-9,0 %	5,5 %	3,1 %	-0,2 %	0,4 %	0,9 %	9,4 %	11,3 %	10,5 %
Japonska	-5,3 %	2,6 %	1,8 %	0,0 %	0,1 %	0,5 %	2,9 %	3,1 %	2,9 %
Države v razvoju	-0,8 %	5,0 %	5,1 %	3,4 %	3,4 %	3,5 %	5,6 %	5,2 %	5,0 %
Kitajska	2,0 %	8,2 %	5,0 %	2,7 %	1,8 %	2,4 %	3,8 %	3,6 %	3,7 %

Vir: Bloomberg 2020; napovedi analitikov



mag. Barbara Gačnik

Zima v znamenju
porasta okužb

ZDA

Ob koncu leta smo dobili kombinacijo pozitivnih novic: razplet ameriških predsedniških volitev in cepivo proti

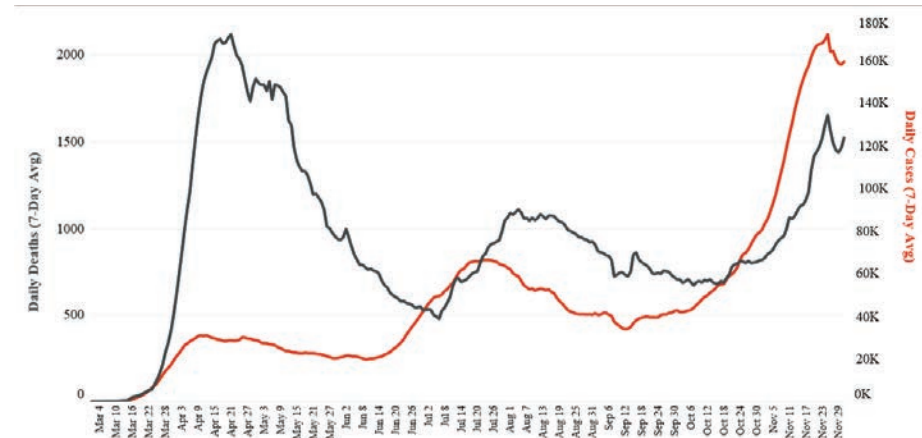
covidu-19. To je sprožilo dodaten optimizem, da bo gospodarsko okrevanje v letu 2021 nad pričakovanji.

Pandemija

V prvem valu pandemije je zapiranje sprožilo največjo recesijo v moderni dobi. Večina gospodarstev si je po njem hitro opomogla, jeseni pa je sledil nov val z novimi zapiranjimi. Politični odločevalci so nenehno soočeni s »trilemo«, kako najti pravo ravnovesje med ekonomijo, javnim zdravjem in osebno svobodo. Prav to krhko razmerje bo ključno za ekonomsko in družbeno okolje v letu 2021. Kdaj se bomo vrnili v novo normalo, bo odvisno od poteka cepljenja prebivalstva z novim cepivom proti covidu-19 in njegove učinkovitosti.

ZDA so ob koncu leta v tretjem valu pandemije. V začetku decembra je bilo v ZDA okuženih več kot 13,7 milijona ljudi, umrlo jih je več kot 270.000. Smrtnost ob okužbi z virusom je 1,9-odstotna. Ameriški center za preprečevanje in nadzor bolezni ocenjuje, da je ta manjša, in sicer 0,7-odstotna. Njihova raziskava podatkov iz septembra je pokazala, da je na vsakega s testom odkritega okuženega 1,5 neodkritega primera.

Slika 1: Potrjeno število okuženih in število smrti v ZDA (sedemdnevno povprečje)



Vir: The Covid Tracking Project, 1. 12. 2020

Stopnja smrtnosti je nižja kot v prvem valu in zaradi tega je popolno zaprtje gospodarstva manj verjetno. Dober obet, da se ponovnemu drastičnemu upad BDP in dvojni recesiji morda lahko izognemo.

oddahnili. Sedemdnevno povprečje števila novo okuženih je pri 160.000 okužbah še vedno zelo veliko, narašča tudi število hospitaliziranih, poleg tega se virus SARS-CoV-2 v hladnejšem obdobju leta hitreje širi.

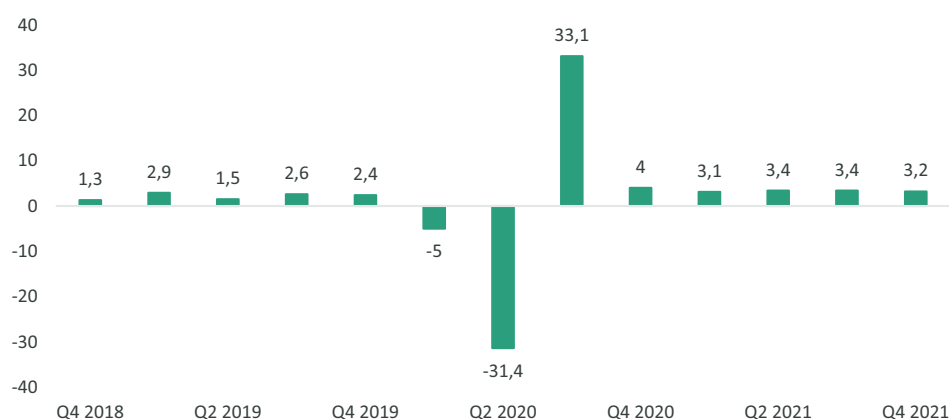
Število novih okužb se je spustilo nižje, kljub vsemu pa je še prezgodaj za to, da bi si

Vpliv zunanjega šoka na ekonomijo

V ZDA so ukrepi omejevanja v rokah posameznih zveznih držav in regij, te pa trenutno še niso napovedale zapiranja v celoti. Na BDP pa ne vpliva samo zaprtje gospodarstva; ko število okužb narašča, se ljudje običajno začnemo vesti precej samozaščitno in se v veliki meri izoliramo. Po naglem odboju v tretjem četrtnem letu je v

naslednjih četrtnem letih pričakovati normalizacijo rasti. Po napovedih Bloomberga naj bi v četrtem četrtnem letu 2020 rast BDP znašala 4 %, v prvem četrtnem letu 2021 pa 3,1 %. Poslabšanje epidemiološke slike bi odgovorne spodbudilo k ponovnim omejevalnim ukrepom, kar pa bi ogrozilo napovedano rast.

Slika 2: Četrtna rast BDP v ZDA, anualizirana (v %)



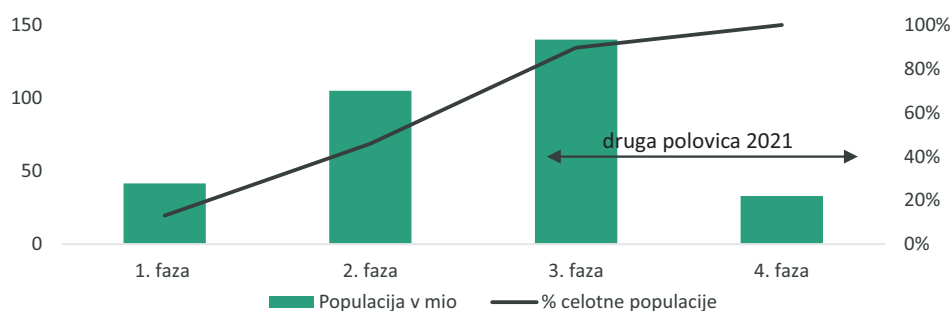
Po odboju normalizacija rasti BDP

Vir: Bloomberg 2020

Za gospodarstvo je spodbuda cepivo, ki je bilo razvito v izjemno kratkem času. Lani v tem obdobju smo prejeli prve novice o okužbah v Vuhanu, leto kasneje imamo učinkovito cepivo. Cepivi Pfizerja in BioNTecha ter Moderne sta kar 95-odstotno učinkoviti, cepivo AstraZeneca in Oxforda nekoliko manj (70-odstotno), nas navdajajo z

optimizmom. Poleg že znanih rezultatov je v zadnji fazi testiranja še več kandidatov in po prvih ocenah bi lahko do konca leta 2021 globalno precepili 1,5 milijarde ljudi. Pričakuje se, da bo do januarja 2021 ameriška FDA odobrila vsaj eno cepivo, ki bi ji nato sledila nagla imunizacija prebivalstva v ZDA.

Slika 3: Potek imunizacije v ZDA



Vir: Goldman Sachs 2020

Okrevanje je pogojeno z uspešnostjo imunizacije prebivalstva

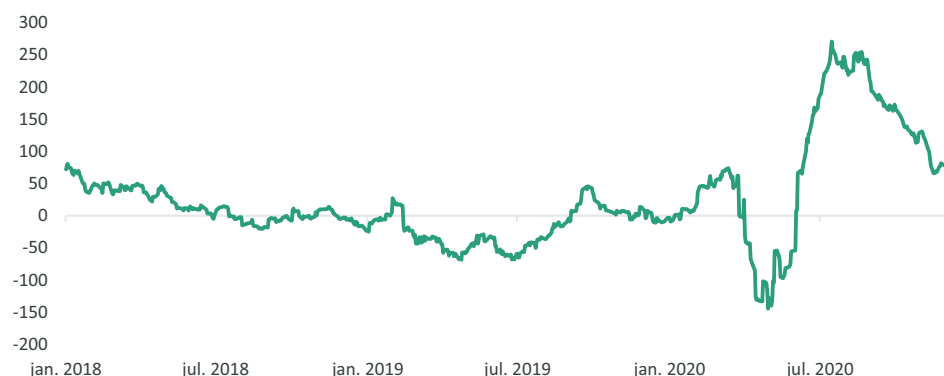
Prve razpoložljive odmerke bi v prvi fazi prejeli zdravstveni in drugi ključni delavci, ostareli in bolniki s pridruženimi boleznimi. Spomladi oziroma zgodaj poleti bi precepili večji del populacije, zato je pričakovati naglo rast ekonomske aktivnosti, predvsem v sektorjih, ki jih je pandemija najmočneje prizadela (potovanja, hotelske in druge nastanitvene dejavnosti ter restavracije). Odpiranje bo spodbudilo zaposlovanje, potrošniški in podjetniški sentiment in agregatno povpraševanje. Omenjeno bo imelo blagodejen vpliv na kapitalske investicije in rast dobičkov.

Pot do imunizacije prebivalstva pa ne bo brez ovir. Najprej je tu izziv distribucije cepiva, saj Pfizerjevo cepivo zahteva

hrambo pri nizkih temperaturah (–70 stopinj Celzija). Metoda mRNA je bila pri razvoju cepiva uporabljena prvič, zato dolgoročni učinki niso znani, kar lahko mnogo ljudi odvrne od cepljenja. Gallupova raziskava iz novembra je pokazala, da bi se cepilo le 58 % Američanov. Ne nazadnje pa lahko virus mutira, kot smo videli na primeru danskih kun, in postavi učinkovitost cepiva pod vprašaj.

Z zamikom imunizacije prebivalstva se lahko zaprtje delov gospodarstva zavleče tudi v leto 2021. ZDA niso imune za ponovna posamična zapiranja zveznih držav v tretjem valu. Indeks gospodarskih presenečenj strmo upada, kar nakazuje, da ekonomski podatki ne izpolnjujejo pričakovanj.

Slika 4: Citijev indeks gospodarskih presenečenj



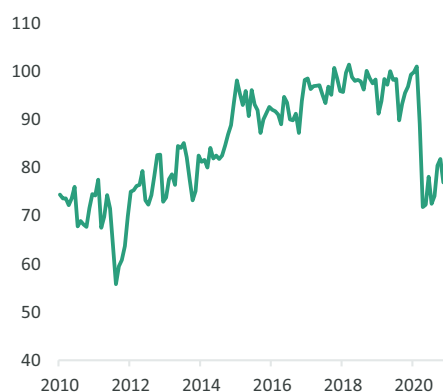
Vir: Bloomberg 2020

Kljub grožnjam in upočasnjevanju rasti BDP velikega krčenja ne pričakujemo. Razlogov za optimizem je več kot za pesimizem. Cepivo nam bo omogočilo postopno vrnitev v normalno življenje, potrošniki so v dobri kondiciji, njihova neto vrednost premoženja je v drugem četrtletju poskočila, zadolženost je manjša, kot je bila med globalno finančno krizo, prihranki veliki ... vse omenjeno bo v prihodnje podpiralo

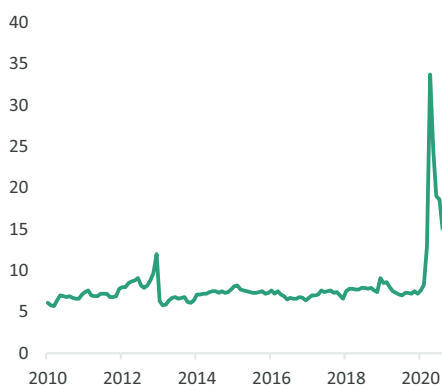
potrošnjo, še posebej ob zniževanju brezposelnosti.

To poletje so prihranki gospodinjstev močno poskočili zaradi transferjev iz fiskalnega paketa CARES Act, pandemija oziroma zaprtje pa je prineslo manjšo porabo. Nakopičena sredstva bodo botrovala večji rasti potrošnje v prihodnje.

Slika 5: Sentiment potrošnika (v točkah)



Slika 6: Delež prihrankov gospodinjstev v razpoložljivih dohodkih (v %)



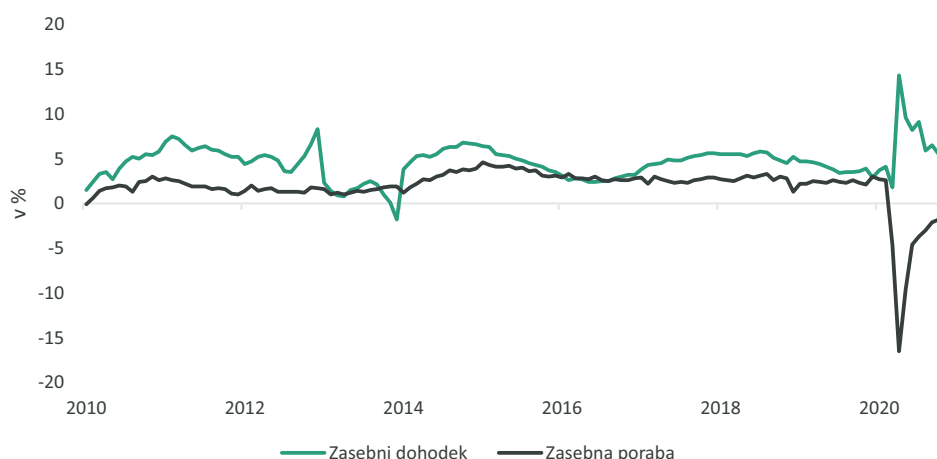
Vir: Bloomberg 2020

Razpoloženje potrošnikov je pod vplivom naraščajočega števila okužb v ZDA in pričakovane manjšega prihodka gospodinjstev zaradi izteka nadomestil za brezposelnost. Slabši sentiment tako lahko vodi v manjšo potrošnjo tudi v zadnjem četrtletju letošnjega leta, obenem pa prav slabša potrošnja lahko spodbudi kongres, da se čim prej dogovori o novem paketu stimulacij.

Razprava o fiskalnem paketu v kongresu se sicer nadaljuje. Ameriški minister za finance Mnuchin je predlagal nenavadno specifičen paket v obsegu 916 milijard dolarjev. Rast ameriškega gospodarstva se bo v zadnjem četrtletju umirila, fiskalni paket z nadomestili za brezposelnost pa bi utegnil sprožiti porabo prihrankov gospodinjstev.

Paket stimulacij je spodbuda za bodočo potrošnjo

Slika 5: Sentiment potrošnika (v točkah)



Vir: Bloomberg 2020

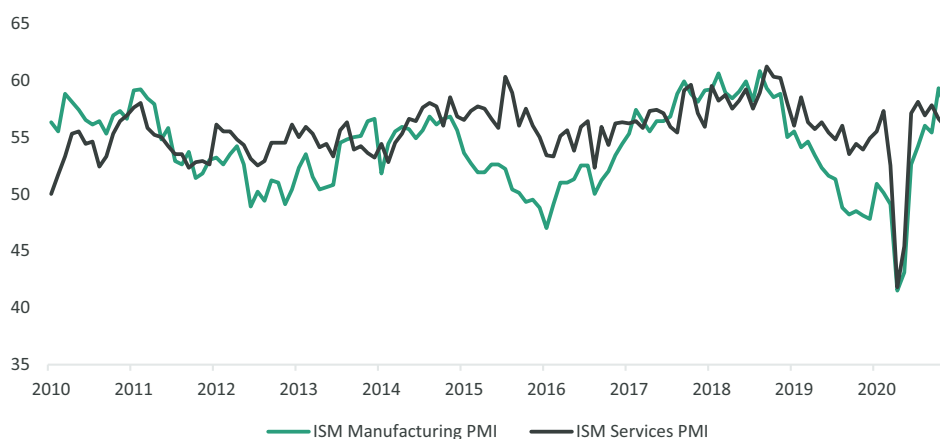
Oba indeksa nabavnih menedžerjev, proizvodni in storitveni, kažeta odpornost, vendar sta konec novembra oba dosegla nižje vrednosti kot mesec prej. Naraščajoče število okužb s SARS-CoV-2 je ponovno začelo vplivati na pogoje poslovanja. Menedžerji opažajo upočasnjevanje aktivnosti, omejujejo jih lokalni in regionalni ukrepi, zbolevalo zaposleni ... Za zdaj okrevanje ni ogroženo, saj so ZDA v

primerjavi z državami po Evropi precej zadržane pri uvajanju omejevalnih ukrepov, kar pa se jim na dolgi rok lahko tudi maščuje. Če se epidemiološka slika poslabša, se bodo pritiski na proizvodni in storitveni sektor nadaljevali.

Ne glede na kratkoročne težave v prihodnjih dveh letih pričakujemo nadpovprečno rast BDP v ZDA.

Slika 8: Indeks nabavnih menedžerjev

Indeksa nabavnih menedžerjev relativno odporna na pandemijo



Vir: Bloomberg 2020

Preglednica 3: Napovedi OECD za ZDA

Napovedi OECD za ZDA na letni ravni	2018	2019	2020	2021	2022
BDP	3,0 %	2,2 %	-3,7 %	3,2 %	3,5 %
Jedrna inflacija (PCE)	2,0 %	1,7 %	1,4 %	1,4 %	1,7 %
Stopnja brezposelnosti	3,9 %	3,7 %	8,1 %	6,4 %	5,6 %
Državni dolg	106,6 %	108,4 %	128,0 %	134,2 %	136,3 %
Zasebna potrošnja	2,7 %	2,4 %	-4,0 %	3,4 %	3,6 %
Državna potrošnja	1,5 %	1,8 %	0,6 %	1,2 %	2,8 %
Bruto fiksne investicije	4,8 %	2,3 %	-1,7 %	3,5 %	4,0 %
Izvoz	3,0 %	-0,1 %	-13,8 %	3,7 %	4,4 %
Uvoz	4,1 %	1,1 %	-10,7 %	6,5 %	5,1 %

Vir: OECD Economic Outlook, december 2020

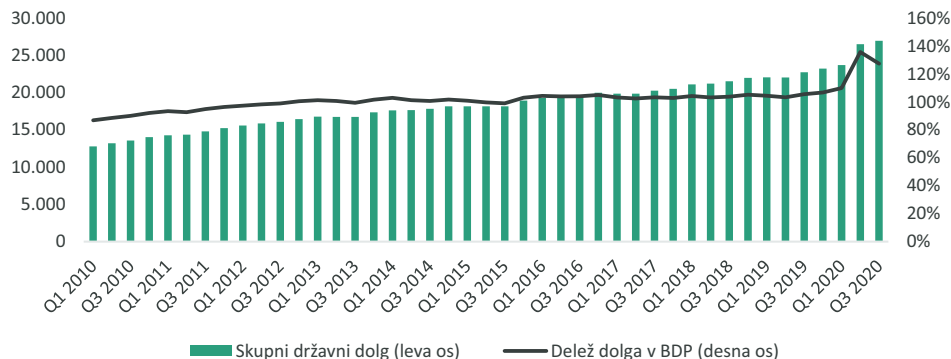
Monetarna in fiskalna politika bosta delovali v tandemu

Učinkovita fiskalna politika na kratek rok spodbudi povpraševanje in s tem omili posledice recesije, na dolgi rok pa povečuje potencialno rast. Kolikšen bo ta učinek, je odvisno od fiskalnega multiplikatorja oziroma od tega, koliko prinese vsak dolar državne investicije. Fiskalni multiplikatorji so običajno večji v državah z nizkimi davčnimi stopnjami, nizkimi mejnimi nagnjenostmi k varčevanju in nizkimi mejnimi nagnjenostmi k uvozu. Teoretično so multiplikatorji porabe večji od multiplikatorjev znižanja davkov, ker vsa neposredna državna poraba pomeni BDP, medtem ko se del denarja, ki je bil sprva zagotovljen z znižanjem davkov, preusmeri v prihranke in uvoz. Na splošno so fiskalni multiplikatorji najmočnejši, kadar je gospodarstvo precej ohlapno, saj bi

dodatno povpraševanje v gospodarstvu s polno zaposlenostjo – vsaj v teoriji – dvignilo obrestne mere in s tem izrinilo zasebne naložbene izdatke. Za ZDA je pričakovati relativno velik fiskalni multiplikator.

Izjemno obsežni fiskalni ukrepi, največji v povojnem obdobju, so razlog, da je državni dolg v BDP zrasel na visoke ravni. Skupni dolg ZDA je konec tretjega četrtertletja znašal 26.945 milijard dolarjev, kar je dobrih 127 % BDP. Skupni zasebni dolg je poskočil na 260 % BDP, rekordno velik je nefinančni dolg, ki presega 300 % BDP. Na razmerje dolg/BDP je vplivalo dvoje: imenovallec – BDP je kolapsiral, nefinančni dolg pa vsebuje nenadno povečanje državnega deficita.

Slika 9: Javni dolg (v mrd in delež v BDP)



Vir: Bloomberg 2020, lastni izračuni

Obsežni fiskalni ukrepi
botrujejo visoki rasti dolga

Kdaj postane situacija nevzdržna? Ekonomska teorija že desetletja uči, da dolg, ki presega 90 % BDP, vodi v upočasnevanje rasti. Izkušnje po letu 2010 pa kažejo, da se lahko zadolženost poveča tudi prek te meje in je kljub temu še vzdržna. Resnični omejevalni dejavnik verjetno ni raven dolga, temveč raven servisiranja dolga. Če ostanejo obrestne mere in inflacija zelo nizke, potem lahko vlade očitno povečajo

zadolževanje brez večjih posledic. Kadar pa višje obrestne mere povzročijo, da stroški obresti poberejo pomemben del državnega proračuna in stisnejo druga področja porabe, to opazijo tako davkoplačevalci kot vlagatelji.

Zmanjševanje dolga je možno na dva načina, s povečanjem varčevanja ali rastjo BDP. Prva opcija je težje izvedljiva, saj povečanje

varčevanja deluje deflacijsko, vodi pa lahko tudi v dvig realnih obrestnih mer. Poleg tega je politično nepopularno, saj je večina dolga v rokah privatnega sektorja. V teh razmerah se bodo državni odločevalci morali sprijazniti z deficitom na višjih ravneh kot običajno. Bolj realno je pričakovati, da bosta fiskalna in monetarna politika delovali v

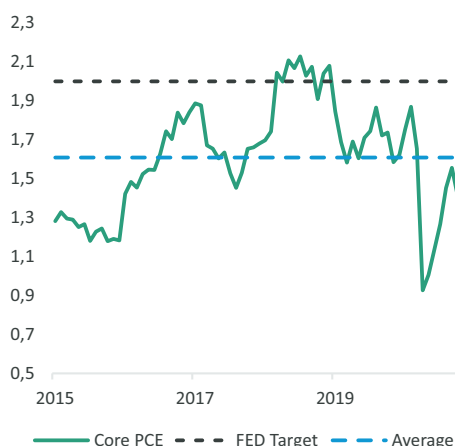
tandemu ter z dvigom inflacije zmanjšali dolg. Moderna monetarna teorija (MMT) uči, da dokler država izdaja dolg v lastni valuti, lahko centralna banka s tiskanjem denarja pokriva ta dolg. Edina ovira je stopnja inflacije, ki mora biti še družbeno vzdržna.

Odpiranje gospodarstva in inflacija

Pandemija je sprožila močan pritisk na cene v posameznih panogah, kot so letalski prevozi, turistične namestitve, oblačila in gorivo. Cene v nekaterih drugih kategorijah, kot so rabljena vozila, hrana, nekatere osnovne potrebščine, so sicer višje, vendar ne dovolj, da inflacija ne bi bila nižja. Konec oktobra je jedrna inflacija (core PCE) v ZDA

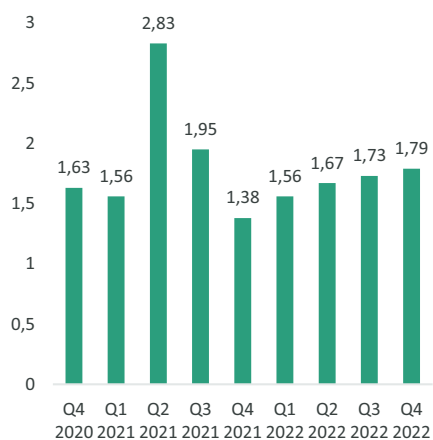
znašala 1,4 %, precej pod ciljem ameriške centralne banke. Z odprtjem gospodarstva bodo cene v sektorjih, ki so bili prizadeti, kratkoročno poskočile. Pričakujemo lahko, da bo v drugem četrtletju 2021 jedrna inflacija poskočila prek 2,5 %, vendar se bo do konca leta 2021 vrnila na ravni pod 2 %.

Slika 10: Gibanje jedrne inflacije (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Slika 11: Pričakovana inflacija v ZDA (v %)



Vir: OECD Economic Outlook, december 2020

Na višino inflacije bodo vplivale tudi regulacija in demografske spremembe. Od Bidnove administracije lahko pričakujemo več regulacije, ki bo vplivala na ponudbeno stran ekonomije. Regulacija omejuje konkurenco, ščiti delavce in zvišuje stroške poslovanja. Na drugi strani bo staranje populacije dvignilo povpraševanje, saj se s starostjo povečujejo izdatki za zdravstvo. Zato bomo verjetno priča upočasneni rasti

ponudbe glede na rast povpraševanja prebivalstva. Po definiciji je ta proces inflacijski. Ali to pomeni, da se vračamo v šestdeseta? Izkušnje iz poznih šestdesetih so izjemno poučne. V začetku razcveta je bila stopnja inflacije pod nadzorom in se je nahajala med 0,7 in 1,2 %. Nato se je leta 1966 začela dvigati, do leta 1970 pa se je že povzpela na 6,1%.

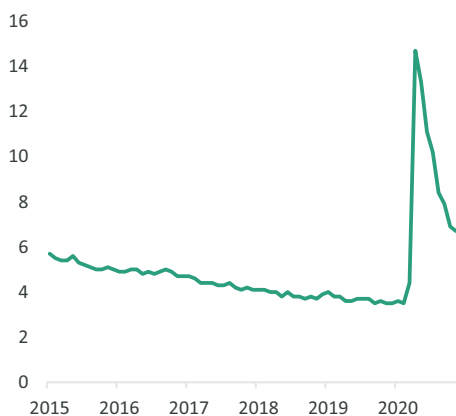
Hitrejša rast inflacije oziroma nenaden dvig inflacijskih pričakovanj je grožnja za finančne trge. Višja inflacija bi sprožila ukrepanje Fed in dvignila krivuljo pričakovanih donosov. Visoko vrednotene delnice bi slabo prenesle tak pritisk.

Tveganje obstaja, vendar je na kratek rok majhno, saj sta proizvodna vrzel in stopnja brezposelnosti še vedno na relativno visoki ravni in bosta ostali tudi v letu 2021. Inflacija kljub temu lahko v začetku leta 2021 kratkoročno poskoči. V drugem četrtletju

bosta tako osrednji CPI kot osnovna inflacija PCE vključevala močan osnovni učinek, ko bodo v medletne primerjave zajete izjemno depresivne številke, ki so posledica recesije. S programom cepljenja je pričakovati tudi ponovno odprtje storitvenega sektorja in s tem inflacijo cen storitev, podobno kot smo to videli poleti v proizvodnem sektorju. Začetni vzpon bo hitro pojenjal, saj v indeksu levji delež zavzemajo stroški nastanitve, ti pa so pod pritiskom zaradi visoke brezposelnosti.

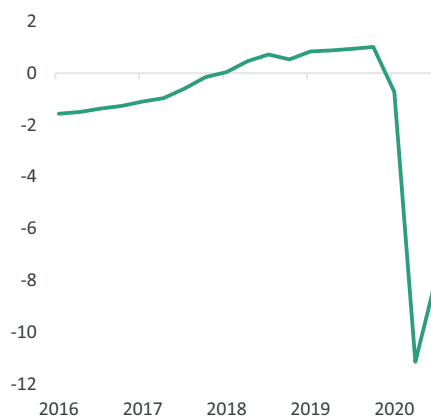
Inflacija - pričakovan
kratkoročen dvig, vendar
pod 2 % do konca leta

Slika 12: Stopnja brezposelnosti (v %)



Vir: Bloomberg 2020

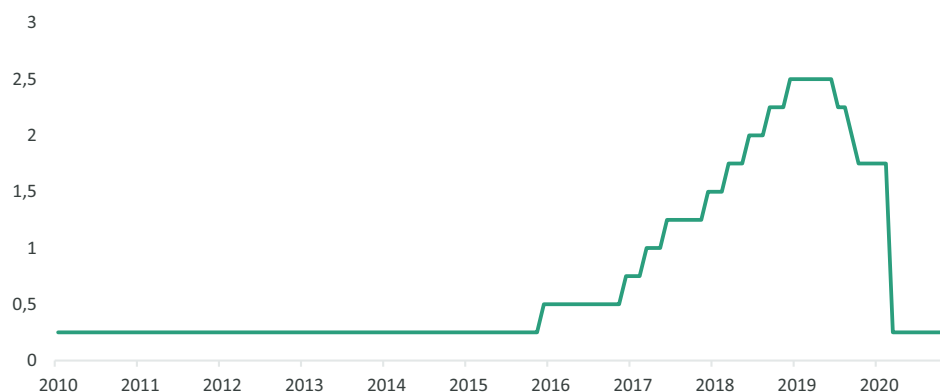
Slika 13: Proizvodna vrzel



Da bi se izognil prehitremu ukrepanju, je Fed v septembru sprejel cilj dvo odstotne povprečne inflacije, s katerim želi dvigniti inflacijska pričakovanja in znižati realne obrestne mere. Oboje pozitivno vpliva na oživitve ekonomske rasti. Fed bo tako dopustil začasni dvig inflacije prek 2 % – v tem trenutku jih bolj skrbi, da bi ukrepali prehitro kot pa prepozno. Trg tako pričakuje, da se stopnja inflacije lahko povzpne na raven med 2,3 % in 2,5 %, da bi na dolgi rok povprečje znašalo 2 %. Cilj povprečne inflacije je dobronameren, vendar lahko

sproži dolgoročen inflacijski trend. Gibanje inflacije ni linearno. Ko se začne dvigati, jo je zelo težko nadzorovati. V drugi polovici desetletja bi se lahko inflacija v povprečju gibala med 3 in 5 %.

Slika 14: Gibanje ključne obrestne mere v ZDA (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Za dolgotrajno rast inflacije potrebujemo oživitev trga dela. Mednarodni denarni sklad je oktobra napovedal, da se bo večina ekonomij k polni zaposlenosti vrnila šele leta 2025. Cepivo bo nedvomno pozitivno vplivalo na zaposlenost, verjetnost, da bo stopnja brezposelnosti ostala na višjih ravneh, pa je velika, zato v naslednjih treh letih najbrž ne bomo pričali pregrevanju gospodarstva.

Tudi inflacija bo še pridušena, zato je pričakovati, da bo monetarna politika še naprej podpirna. Prve dvige centralne obrestne mere je pričakovati po letu 2025, ko naj bi ZDA po pričakovanjih dosegle polno zaposlenost in ko naj bi inflacija vzdržala na ravni okrog 2 %. Od tam dalje pa do konca desetletja bi lahko videli več postopnih dvigov obrestne mere, vse do meje 2 do 2,5 %. Do tja je še daleč, zato je tveganje za spremembo pričakovanj temu ustrezno veliko.

Ameriške volitve – ZDA še nikoli tako razdeljene

Za zmago na predsedniških volitvah v ZDA potrebuje kandidat vsaj 270 glasov elektorjev ne glede na število glasov volivcev in volivk. Biden jih je osvojil 306, Trump pa 232, demokrat je ob tem osvojil tudi več kot šest milijonov glasov volivcev več kot trenutni republikanski predsednik. Elektorji se bodo sešli 6. januarja 2021 in formalizirali izid volitev, Biden pa bo kot 46. predsednik prisegel 20. januarja.

Ameriški kongres še naprej ostaja razdeljen. Tako imenovani modri val se ni materializiral, kar je dobra novica za trge, saj sta dvig davkov in zaostritev regulacije malo verjetna, nasprotno pa bo to vplivalo tudi na

višino paketa stimulatívnih ukrepov in infrastrukturne investicije. Treba bo sicer počakati do 5. januarja, ko bodo v ameriški državi Georgia v drugem krogu glasovali za dve mesti v senatu. Republikanci imajo do zdaj v senatu zagotovljenih 48 glasov, medtem ko jih imajo demokrati 46. Četudi demokratom uspe pridobiti obe mesti, ki sta na voljo, bo senat še vedno razdeljen. Odloča en glas – glas podpredsednice ZDA. V predstavnikiškem domu so večino ohranili demokrati, 222 sedežev, a so pričakovali boljši volilni izid. Republikanski kandidati so jim namreč odvzeli 10 mest in jih imajo zdaj 207. V tako razdeljenem kongresu je malo verjetno, da bi demokratom uspelo prodreti

Demokratska prevlada še mogoča, vendar malo verjetna

s progresivnimi politikami. Z vidika trgov je republikanski scenarij manj refencijski, a bolj verjeten, medtem ko je demokratični scenarij bolj refencijski, a manj verjeten.

Odhajajoči predsednik Trump stežka, a vendarle počasi priznava svoj poraz, medtem pa novoizvoljeni predsednik Biden sestavlja najbolj »ženski« kabineto doslej. Poleg Kamale Harris, ki je prva podpredsednica v zgodovini ZDA, bo Janet Yellen prva finančna ministrica. Neera Tanden je prva ženska na položaju šefa urada za proračun, Cecilia Rouse pa je prva temnopolta predsednica sveta gospodarskih svetovalcev Bele hiše. Trge je še posebej razveselilo imenovanje Janet Yellen, saj naj bi nekdanja predsednica ameriške centralne banke Federal Reserve obetala boljše povezovanje monetarne in fiskalne politike.

Bidnovih prvih 100 dni mandata bo osredotočenih na sprejetje širokega svežnja gospodarske pomoči in izvršilnih ukrepov, namenjenih spodbujanju njegovih prednostnih nalog. Njegove prednostne naloge so boj s pandemijo covid-19, gospodarsko okrevanje in reševanje rasne neenakosti. Z Bidnom na čelu je bolj kot kadarkoli prej verjetno, da se bodo ZDA zavezale zeleni agendi in spodbujale trajnostna načela. O tem priča tudi njegova zaveza, da bodo ZDA ponovno pristopile k pariškemu sporazumu. »New Green Deal« verjetno ne bo tako obsežen, kot je napovedoval, prav tako bo težko ponovno uveljavil Dodd-Frankov zakon v finančni industriji. Podobno se bo zavlekla regulacija tehnoloških velikanov, saj gre za kompleksno dejavnost.

Geopolitika

Glavni geopolitični temi v letih 2020 in 2021 sta polarizacija ZDA in vzpon Kitajske. Polarizacija ZDA se je začela v osemdesetih z upadom moči skupnega sovražnika, Sovjetske zveze. K rasti usmerjene politike so povečale vrzel v bogastvu, niz političnih, vojaških, gospodarskih in finančnih šokov v 21. stoletju pa je v Trumpovi administraciji polarizacijo pripeljal do vrha.

Polarizacija povečuje negotovost glede prihodnje fiskalne in zunanje politike ZDA, in to v času, ko Kitajska širi svoj globalni vpliv. Peking si konstantno prizadeva za tehnološko prevlado, močno pa se tudi trudi širiti svoj vpliv v celotni azijski regiji.

Ameriška polarizacija in kitajski nacionalizem sta nevarna kombinacija. Kitajska se vse bolj boji omejevalne politike ZDA in v

tem obdobju sprejema nov petletni načrt, ki bo temeljil na pospeševanju gospodarske samozadostnosti in tehnološke prevlade. ZDA v Kitajski vidijo prvovrstnega tekmeca in skupnega sovražnika naroda. Ameriško-kitajsko strateško rivalstvo se bo nadaljevalo, zlasti na tehnološkem področju. Nenehno se premikamo k bolj bipolarnemu tehnološkemu svetu, ločenemu na omenjeni državi.

Ironija je, da sta državi med seboj prepleteni z mnogimi povezavami. Obseg trgovine med njima znaša več kot 500 milijard dolarjev. Kitajska ima v lasti prek 1.000 milijard dolarjev ameriškega dolga. Pomembna ameriška podjetja so odvisna od izdelave ali prodaje svojih izdelkov na Kitajskem. Proizvodnja Applevega iPhonea je odvisna od dobavnih verig na jugu Kitajske,

Tajvanska ožina – možno
stopnjevanje napetosti

prav tako je na Kitajskem več restavracij Kentucky Fried Chicken, kot jih je doma, v ZDA.

Največje geopolitično tveganje leta 2021 »leži« v Tajvanski ožini. Če bo Kitajska prepričana, da Biden vztraja pri politiki omejevanja in tehnološki blokadi, potem bo vse bolj agresivna zaradi naraščajočega tajvanskega pro-osamosvojitvenega razpoloženja. Četrta kriza Tajvanske ožine je še vedno mogoča in bi imela negativen vpliv na trge. Bidnov prvi cilj je zagotovo umiritev napetosti s Kitajsko.

Bidnova stališča do trgovinskega spora s Kitajsko so sicer podobna Trumpovim, vendar lahko pričakujemo precej bolj uglajeno in spravljivo retoriko. Kot je dejal v intervjuju za New York Times, v prvi fazi ne namerava umakniti tarif na uvoženo kitajsko blago. Dejal je, da bo najprej preučil trenutni dogovor med ZDA in Kitajsko, nato pa se povezal z zaveznicami ZDA po Evropi in Aziji, da bi oblikovali skupno strategijo. Kitajska takšne koalicije zagotovo ne bo sprejela z odprtimi rokami. To je skrb zbujačoča situacija, nastaja spirala, kjer namesto angažiranega sodelovanja in konstruktivne gradnje odnosa gledamo merjenje moči in strateško rivalstvo med državama.

Evropa

Evropsko gospodarstvo je v letu 2020 doživelo gospodarski šok, kakršnega ni bilo vse od druge svetovne vojne. Pandemija

covida-19 ni prizanesla stari celini; četudi nas čaka še dolga zima, pa lahko vidimo luč na koncu predora v obliki delujočih cepiv.

Recesija kot že dolgo ne

Močan upad gospodarske aktivnosti v letošnjem letu lahko pripišemo ukrepom za zajezitev širjenja virusa, predvsem v pomladnih mesecih. Seveda bodo ostale dileme, ali so bili tako drastični ukrepi potrebni, ampak dejstvo je, da smo spomladi bolj ali manj ustavili vse nenujne aktivnosti, kar je povzročilo upad gospodarske aktivnosti za približno 25 % (marec in april). Države so bile na pandemijo popolnoma nepripravljene. V paniki smo zaprli podjetja, trgovine, javni promet, šole. Gradbišča so samevala in tudi podjetja, ki bi lahko nemoteno delovala, so imela težave,

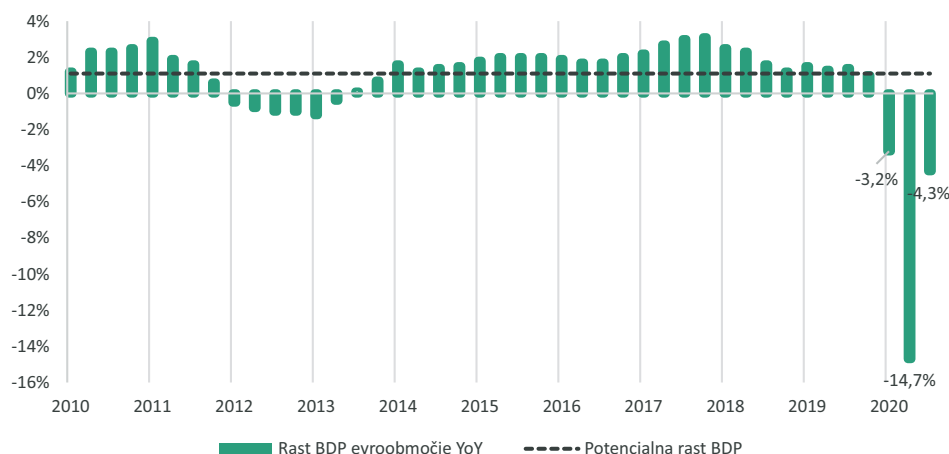
saj so se dobavne verige pretrgale, kar je vplivalo na njihov proizvodni proces.

Največji del teh ukrepov se je zgodil v drugem četrtletju 2020, v katerem je bil BDP manjši za skoraj 15 % v primerjavi z istim obdobjem 2019. Poletje smo preživeli dokaj normalno, kar se je pokazalo v tem, da je bil BDP le 4 % manjši kot pred krizo. A če smo poleti (mogoče naivno) pričakovali, da bo drugi val v jesenskih in zimskih mesecih blažji, smo se ušteli, saj je ta udaril mnogo bolj agresivno.



Aleš Šoba
CFA

Slika 15: Gibanje BDP na evroobmočju



Vir: Bloomberg 2020

Ne glede na to se je večina držav iz prvega vala nekaj naučila in so bili ukrepi v drugem valu manj drakonski. Francija, ki je bila epicenter drugega vala, je denimo pustila šole odprte in je uspešno sploščila krivuljo okužb. Italija in Španija sta ubrali bolj regionalne pristope. Tudi Nemčija je tokrat izbrala bolj

blag pristop. Tak odziv ima za posledico, da bo upad gospodarske aktivnosti mnogo manjši kot spomladi. Francoska centralna banka ugotavlja, da so gospodarske aktivnosti v novembru upadle le za 11 %, medtem ko je aprila upad znašal 31%.

Evropsko gospodarstvo doživelo gospodarski šok, kakršnega ni bilo od druge svetovne vojne

Glede končne bilance epidemije je že zdaj jasno, da se je Azija z njo spopadla bolje kot Evropa in tudi ZDA. Morda ni naključje, da je kriza covid-19 znova bolj udarila zahodne države kot pa azijske. Podobno je bilo pred dobrimi 10 leti ob finančni krizi. Mnogi vidijo napako v pristopu evropskih držav, ki so v nekem trenutku gospodarstvo povsem ustavile, v naslednjem vse sprostile (poletje)

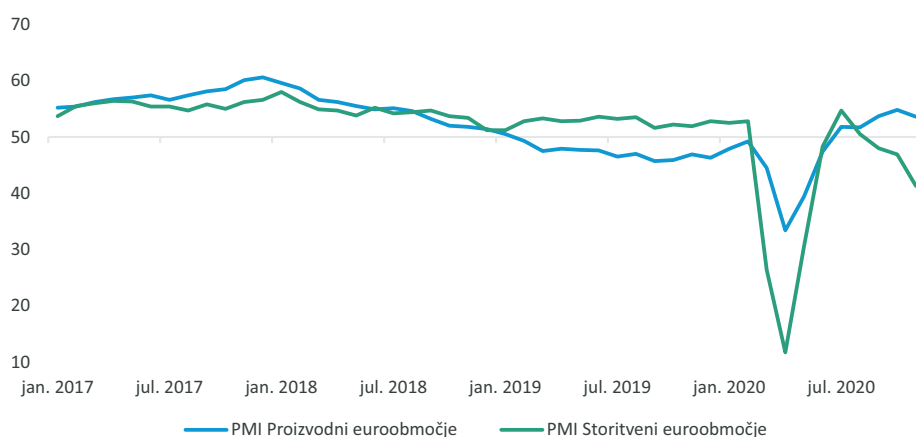
in nato znova uvedle stroge ukrepe. Tako se postavlja vprašanje, ali bi bil drugi val manj usoden, če bi poleti ohranili večjo disciplino. Drugi vidijo težavo v tem, da je svoboda posameznika na zahodu bolj pomembna kot drugje. Ne glede na različne odzive in uspešnost držav po svetu se moramo sprijazniti s tem, kjer smo danes. K sreči prihaja na pomoč znanost.

Cepivo na vidiku

Kljub zadnjim podatkom, da smo v Evropi uspešni pri zaježitvi drugega vala, pa popolnega okrevanja gospodarstva to zimo ne moremo pričakovati. Predvsem storitveni sektor, kjer je potrebna interakcija med ljudmi, pomeni pa tri četrtine gospodarstva

na evroobmočju, ima pred seboj še kar nekaj težavnih mesecev. Temu pritrjuje indeks nabavnih menedžerjev (PMI), v katerem je storitvena komponenta pod 50 točkami in znova kaže na krčenje tega dela gospodarstva.

Slika 16: Tokrat je problematičen storitveni sektor: PMI na evroobmočju



Vir: Bloomberg 2020

Popolno okrevanje je možno le z učinkovitim cepivom, novice na tem področju so izjemno spodbudne. Kot kaže, ga bomo v Evropi imeli na razpolago že konec decembra (Pfizer/BioNTech, Moderna, AstraZeneca). EU in Velika Britanija sta si zagotovili dva odmerka na prebivalca od proizvajalcev vodilnih kandidatov (prej

omenjenih in drugih zahodnih podjetij). Kot se ocenjuje, bo večina evropskega prebivalstva imunizirana do sredine leta 2021. Obstaja velika verjetnost, da bosta naslednja jesen in zima že normalni. Velika Britanija je tako kot prva država odobrila cepivo (Pfizer/BioNTech) za nujno uporabo in namerava začeti cepljenje 7. decembra.

Najprej bodo cepili najbolj ranljive skupine (domovi za ostarele). Seveda obstajajo določeni logistični problemi in tudi vprašanje, ali se bodo ljudje pripravili cepiti. Mogoče so ankete tukaj malo preveč pesimistične. Če bo kot pogoj za nemoteno potovanje zahtevano potrdilo o cepljenju,

menimo, da bo potem delež ljudi, ki se bo pripravljen cepiti, mnogo večji. Poleg tega je ključno, da se cepijo najbolj ranljive skupine. Smrtnost virusa z leti sicer močno upade. Ne glede na vse te pomisleke smo na začetku konca pandemije.

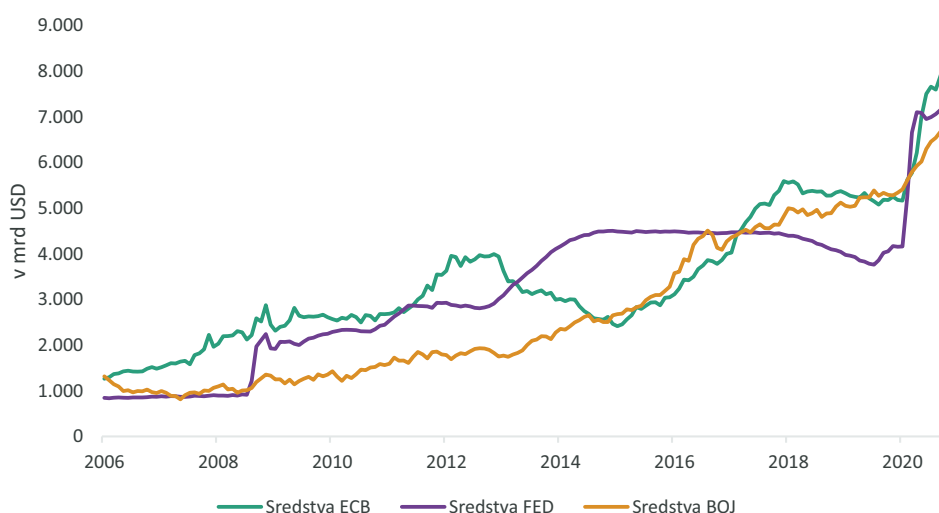
Brez cepiva ne bo
popolnega gospodarskega
okrevanja

Nadaljnja podpora ECB in držav bo ključna

Poleg pozitivnih novic o cepivih je bila nedvomno pozitivna plat dogajanja ob epidemiji tudi izjemna podpora Evropske centralne banke in držav EU. Brez intervencije ECB in vlad spomladi bi bila recesija še mnogo globlja. ECB je preprečila finančno krizo, tako so lahko banke nemoteno kreditirale naprej, podjetja pa so lahko normalno prišla do financiranja. Ukrepi ECB so šli v smeri ponovnih odkupov vrednostnih papirjev, ki ostajajo glavni instrument centralnih bank. ECB je tako uvedla PEPP (Pandemic Emergency

Purchase Programme), ki ga je na decembrskem srečanju povečala na 1.850 milijard evrov in ga podaljšala do marca 2022. Ohranila je rekordno nizke obrestne mere in bankam olajšala (boljši pogoji, nižji kriteriji za zavarovanja) kreditiranje prebivalstva in podjetij (TLTRO). Poleg tega je obljubila, da bodo ti ukrepi z nami še dolgo časa. Glede na gibanje inflacije, ki nikakor ne pride do ciljne ravni, ki znaša 2 %, je smiselno pričakovati, da vsaj naslednjih nekaj let višje obrestne mere niso na programu.

Slika 17: Centralne banke in višina sredstev

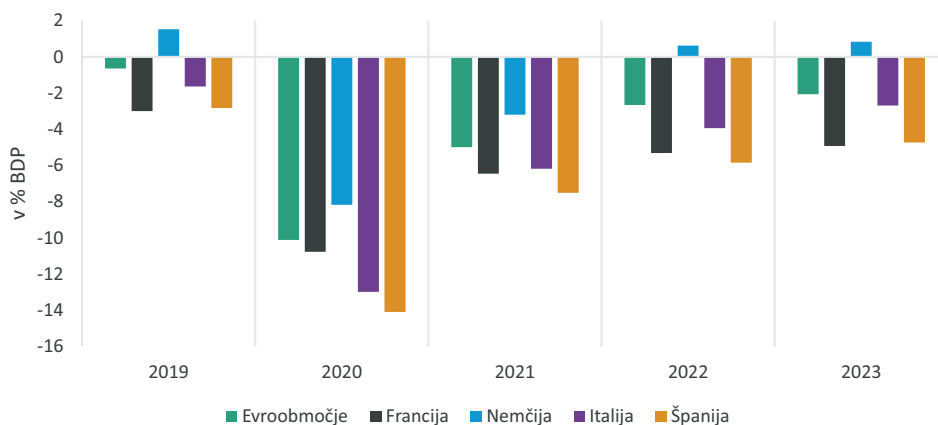


Vir: Bloomberg 2020

Vendar samo podpora centralne banke v spopadu s to krizo ne bi bila dovolj. Ključen je bil odziv nacionalnih vlad, ki so v primerjavi z evropsko dolžniško krizo nastopile izjemno agresivno. Medtem ko smo takrat naredili bistveno napako in so evropske države varčevale, namesto da bi pomagale podjetjem in prebivalstvu, je bilo tokrat drugače. Celo Nemčija, velika zagovornica varčevanja, je odločno ukrepala. Vlade so tako povečale izdatke (subvencioniranje krajšega delovnega časa, pomoč brezposelnim, drugi socialni transferji), se odpovedale določenim dohodkom (davki, socialni prispevki) in omogočile zamik pri odplačevanju dolgov. Posledica so seveda veliki proračunski primanjkljaji, ki pa, gledano dolgoročno, vseeno omogočajo močnejše gospodarstvo v prihodnjih letih.

Pristop Evrope v gospodarstvu je bil v nasprotju s pristopom ZDA tak, da je zaščitil delovna mesta (in tudi dohodke), medtem ko so ZDA zaščitile podjetja in dohodke gospodinjstev. Evropa je hotela ohraniti delovna mesta, kar ji je tudi uspelo, saj se je brezposelnost le malenkost povišala. V primerjavi s finančno krizo je (vsaj za zdaj) zrasla le minimalno in znaša 8,3 %. Na sredini leta 2013, na vrhuncu evropske dolžniške krize, je znašala 12 %. ZDA so na drugi strani pustile podjetjem, da odpustijo svoje zaposlene, kar je privedlo do hitrega povišanja stopnje brezposelnosti in nato tudi do hitrega znižanja. Kateri pristop je pravi, bo pokazal čas. Američani s tem pristopom stavijo na hitrejše prilagajanje gospodarstva novim izzivom. Odpuščeni zaposleni si navadno poiščejo delo v drugem sektorju.

Slika 18: Proračunski primanjkljaji evroobmočja in izbranih držav v obdobju 2019–2023 (v deležu BDP)

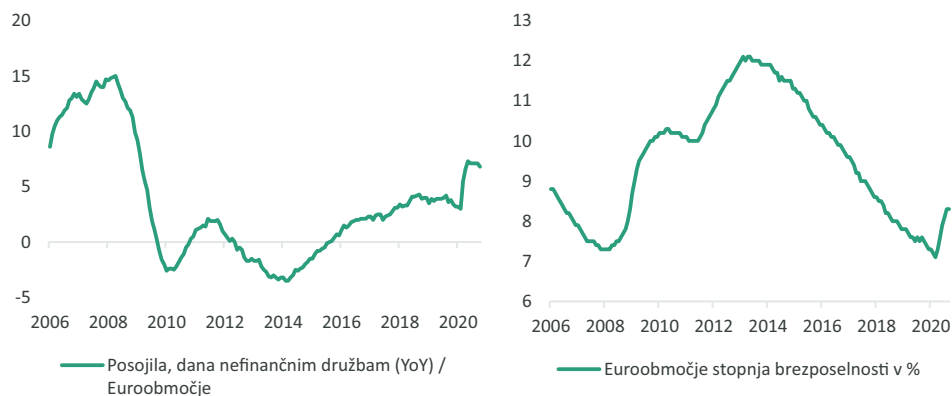


Vir: MDS 2020

Ključno je, da bo podpora potrebna, dokler ne bo možno popolno odprtje gospodarstev in bomo lahko počeli vse, kakor smo pred pandemijo. Največja napaka bi bila, da bi jo podjetjem prehitro odtegnili (na primer subvencioniranje plač zaposlenih) in tako povzročili nepotreben propad podjetij ter povišano brezposelnost, kar bi imelo

dolgoročne posledice za evropsko gospodarstvo. Glede na to, da vidimo luč na koncu predora, bi bila to velika politična napaka. Izkušnja iz poletnih mesecev kaže, da se potrošnja gospodinjstev hitro lahko vrne, kar daje optimizem, da lahko drugo leto pričakujemo močno okrevanje.

Slika 19: Banke so nadaljevale kreditiranje, brezposelnost se ni bistveno povišala



Največja napaka bi bila, da bi podjetjem prehitro odtegnili podporo

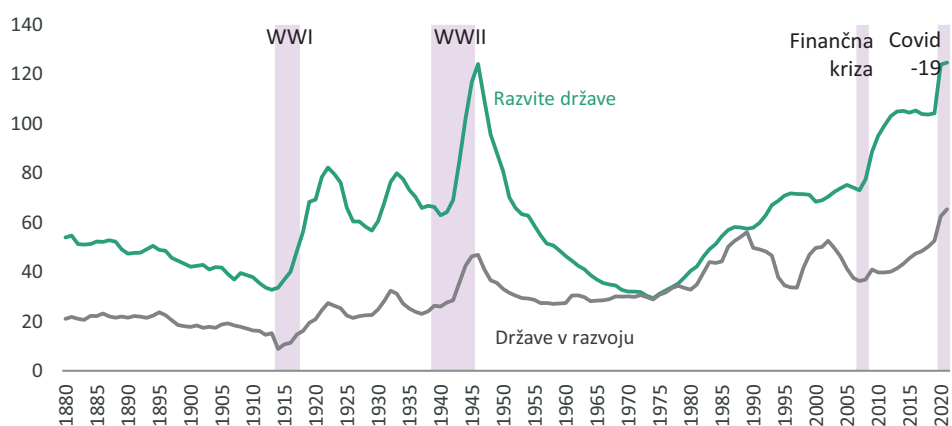
Vir: Bloomberg 2020

Evropa močnejša po krizi?

Eno izmed ključnih vprašanj je, ali bo Evropa izkoristila to krizo in bomo iz nje izstopili močnejši. V tem pogledu smo lahko delno optimistični. Nacionalne vlade so v tem boju s svojimi ukrepi močno presegle tisto, kar so počele med finančno in dolžniško krizo. Veliki proračunski primanjkljaji danes niso težava (in to je pravilno), kakor tudi ne

povečan dolg, ki bo zapuščina tega boja. Moramo se zavedati, da je servisiranje dolga zaradi nizkih obrestnih mer neproblematično. Italija bo denimo za servisiranje dolga danes, ko bo presegla 160 % dolga v svojem BDP, namenila enak delež BDP, kot ga je leta 1970, ko je dolg znašal le 40 % BDP.

Slika 20: Javni dolg razvitih držav in držav v razvoju (v deležu BDP)



Vir: MDS 2020

Sklad za okrevanje predstavlja pomemben korak za močnejšo Evropo

Poleg tega je na obzorju sklad za okrevanje, imenovan Naslednja generacija EU, v znesku 750 milijard evrov. Gre za prelomen dogodek, saj bo vir tega instrumenta skupno zadolževanje EU na finančnih trgih (skupna izdaja obveznic). Mišljeno je, da bo 390 milijard evrov v obliki nepovratnih sredstev in 360 milijard v obliki posojil. Seveda ostaja v zvezi s tem skladom veliko vprašanj, recimo kako hitro bo postal

operativen in kako bodo vlade porabile ta sredstva. Po oceni ECB bo v letu 2021 dodeljenih le 10 % vseh sredstev, večina pa med letoma 2022 in 2024. Koliko bo prejela posamezna država, bo odvisno od več dejavnikov, kot so upad BDP in trendi na področju brezposelnosti. Analitiki ocenjujejo, da je to pravi korak k še večji integraciji Evrope.

Za leto 2021 tako pričakujemo:

- Prišlo bo cepivo in posledično se bodo vse omejitve med drugim četrtoletjem odpravile. Je pa cepivo prišlo prepozno, da bi preprečili upad gospodarske aktivnosti v zadnjem četrtoletju 2020.
- Bomo pa zato imeli dokaj močno okrevanje v letu 2021. Analitiki (vir Bloomberg) predvidevajo za leto 2021 4,6-odstotno, za leto 2022 pa 3,5-odstotno rast.
- Inflacija vsaj še nekaj let ne bo težava, tako da pričakujemo, da bo ECB ohranila nizke obrestne mere in preostale ukrepe.

Kitajska

Za nami je precej nenavadno leto. Na njegovem začetku smo si težko predstavljali, da lahko virus tako ohromi celotno globalno gospodarstvo. Čeprav se je človeštvo v svoji zgodovini že srečevalo z različnimi boleznimi, so pandemije takšnih razsežnosti redke. Prva se je konec leta 2019 z izbruhom okužb srečala Kitajska. Prvi so spraznili ulice, uvedli stroge karantene, a se je kljub temu virus v zelo kratkem času iz

Kitajske prenesel na ves svet. Ukrepi karanten so se vrstili tudi v drugih državah in v pomladnih mesecih je globalno gospodarstvo praktično obstalo. Hitre reakcije centralnih bank in držav po svetu so preprečile popolno sesutje svetovnega gospodarstva. Kljub novim valom okužb, ki so sledili, se prav zaradi te hitre reakcije danes lahko pogovarjamo o pričakovanem okrevanju gospodarstva.



mag. Jure Dubravica

Okrevanje gospodarstva v obliki črke V

Izmed vseh držav na svetu je prav Kitajska presenetila s hitrostjo in intenzivnostjo okrevanja. Prvi so se srečali z izbruhom in prvi so virus »spravili pod nadzor« (FIFO – first-in first-out). MDS je v oktobrskem poročilu za Kitajsko že predvidel pozitivno gospodarsko rast v letu 2020 v višini 1,9 % (ocene drugih institucij gredo do 2,2 %), kar je v danih okoliščinah izjemno, pa čeprav je to najnižja številka zadnjih štirih desetletij. So edino veliko gospodarstvo, kjer se v letu 2020 pričakuje rast. Skupna ocenjena rast v letih 2020 in 2021 bo predvidoma okrog 10 %.

Normalizacija aktivnosti je potekala hitreje od pričakovanj in hitreje kot drugod po svetu. Karantene so začeli sproščati v aprilu, pred drugimi državami, in s pomočjo javnih investicij spodbudili domačo gospodarsko aktivnost, ki je pripeljala do pozitivne rasti že v drugem četrtletju leta. Mednarodna trgovina je oživela v juniju in Kitajska je pri tem imela pomembno vlogo. Izvoz je okrevljal hitreje kot drugje, posebej je izstopalo povpraševanje po medicinski opremi in izdelkih za »preživljanje časa doma« (delo od doma, karantene in podobno).

Hitre reakcije centralnih bank in držav po svetu so preprečile popolno sesutje svetovnega gospodarstva.

Preglednica 4: Rast kitajskega BDP in inflacija (v %)

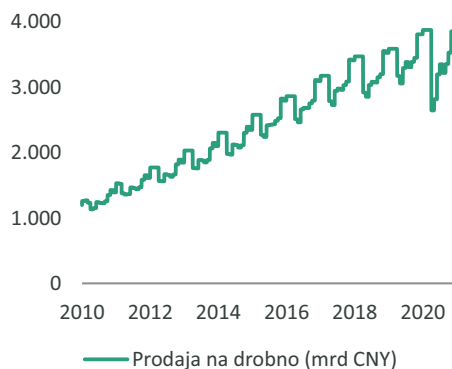
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BDP	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	1,9	8,2
Inflacija	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,6	2,1	2,9	2,9	2,7

Vir: MDS 2020

Okrevanje gospodarstva se je začelo v industrijskem sektorju, z zamikom je sledilo okrevanje potrošnika. Po strmem upadu prodaje na drobno in rasti stopnje

brezposelnosti je v kratkem sledil odboj. Potrošnik se je vrnil in dodatno spodbudil domače gospodarstvo.

Slika 21: Prodaja na drobno (v mrd CNY)



Slika 22: Indeks zaupanja potrošnikov



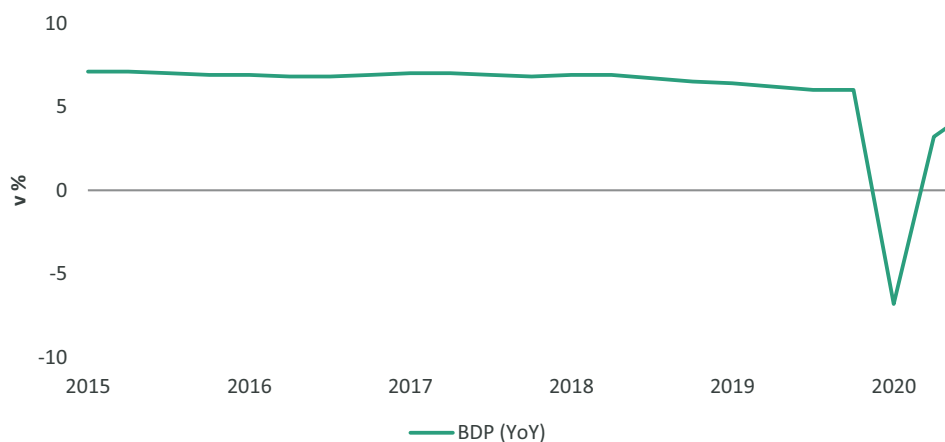
Vir: Bloomberg 2020

Kitajska je edino veliko gospodarstvo, za katero se v letu 2020 pričakuje rast.

Napovedi za leto 2021 tako ostajajo spodbudne. MDS denimo ohranja visoko napoved o 8,2-odstotni rasti gospodarstva tudi za leto 2021, kar bo največ po letu 2011. Večina ključnih kazalnikov, kot so proiz-

vodnja, izvoz, investicije, se še naprej pospešeno vzpenja, tako da bo rast v prvi polovici leta večja kot v preostanku leta, ko se pričakuje umirjanje.

Slika 23: Rast BDP Kitajske na letni ravni (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Okrevanje je tako močno, da se pojavljajo vprašanja o smiselnosti nadaljevanja stimulatивnih politik, ki so v stiski reševale gospodarstvo. V letu 2021 zato pričakujemo postopno zmanjšanje spodbud monetarne in fiskalne politike v smeri normalizacije stanja. Večjih posegov kitajskih oblasti v tej smeri za zdaj sicer še ni zaznati. Celo nasprotno, v novembru je

kitajska centralna banka dodatno povečala likvidnost v finančnem sistemu z namenom podpore trgu ob nepričakovanih dogodkih – nekaj podjetij je sporočilo upnikom, da niso zmožna poravnati svojega dolga (angl. default). Takšna praksa je bila v preteklosti na Kitajskem redka, sploh pri državnih podjetjih. Ocenjuje se, da v trenutnem okolju, ko je svetovno gospodarstvo še

šibko, ne bo agresivnega zategovanja stimulatивnih politik. V procesu normalizacije se bo gospodarska rast začela umirjati in postopoma približevati dolgoročnemu trendu. Za Kitajsko je to trend postopnega upočasnevanja gospodarske rasti. Upravljanje gospodarstva v smeri normalizacije s postopnim ustavljanjem stimulatивnih politik bo tako eden izmed ključnih izzivov kitajskih oblasti v letu 2021. Pomemben

vpliv bo poleg lastnega trga imel še razvoj okrevanja globalnega gospodarstva. Glede na to, da smo imeli sinhrono stimulatивno reakcijo na strani vlad in centralnih bank po vsem svetu in da že potekajo cepljenja, s pomočjo katerih se bo pandemija lažje nadzorovala, lahko pričakujemo tudi sinhrono okrevanje svetovnega gospodarstva.

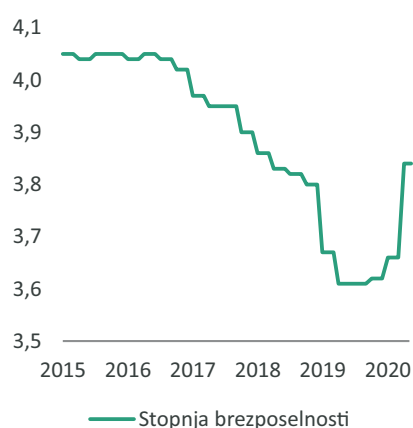
Upravljanje gospodarstva v smeri normalizacije s postopnim ustavljanjem stimulatивnih politik bo eden izmed ključnih izzivov kitajskih oblasti v letu 2021.

Slika 24: Indeks nabavnih menedžerjev PMI



Vir: Bloomberg 2020

Slika 25: Stopnja brezposelnosti (v %)



Svetovna banka ocenjuje velikost kitajskega gospodarstva na 14,3 trilijone dolarjev, kar ga uvršča na drugo mesto med svetovnimi gospodarstvi. Kitajsko kategorizira kot ekonomijo srednjega dohodkovnega razreda (angl. middle-income economy) z 10.410 dolarji bruto nacionalnega dohodka na prebivalca. Prag za visoki razred (angl. high-income economy) je 12.375 dolarjev bruto

nacionalnega dohodka na prebivalca. Gospodarski vzpon Kitajske in azijske regije na splošno potrjuje, da se center ekonomske gravitacije postopoma premika z zahoda na vzhod. Bloomberg Economics napoveduje, da bo Kitajska do leta 2035 prehitela ZDA in postala največje svetovno gospodarstvo in najbrž tudi najvplivnejši globalni politični akter.

Bloomberg Economics napoveduje, da bo Kitajska do leta 2035 prehitela ZDA in postala največje svetovno gospodarstvo in najbrž tudi najvplivnejši globalni politični akter. Center moči se seli na vzhod.

Vpetost Kitajske v svetovno gospodarstvo ter prepletenost ameriškega in kitajskega gospodarstva postavljata ameriško-kitajski konflikt v popolnoma drugačen kontekst, kot ga je imel odnos med ZDA in Sovjetsko zvezo v času hladne vojne.

Ameriško-kitajski odnosi

Odnosi med ZDA in Kitajsko ostajajo kompleksni. Trenja med velesilami, ki smo jim priča, se v človeški zgodovini nenehno ponavljajo, le glavni akterji se menjajo. Nova ameriška administracija s predsednikom Bidnom bo nesoglasja s Kitajsko predvidoma urejala na bolj diplomatski način, bolj predvidljivo, napetosti med državama pa kljub novemu predsedniku v ZDA ostajajo. Ni pričakovati, da bi Biden umaknil tarife na kitajske izdelke, ki jih je vpeljal Trump, in hitro se bo srečal tudi s prvo preizkušnjo. Prvemu delu trgovinskega dogovora (angl. Phase One), ki je bil podpisan v januarju 2020, ne kaže dobro. Kitajska z napovedanim uvozom ne bo dosegla dogovorjenega – do konca oktobra je uvozila za 75,5 milijarde dolarjev izbranega blaga, kar je 43,9 % letnega dogovorjenega načrta v obsegu 172 milijard dolarjev. Letni načrt bo s to dinamiko težko dosegljiv. Zanimivo bo videti, kako se bo na to odzvalo novo ameriško vodstvo.

Poleg trgovinske menjave je pomemben del nesoglasij na tehnološkem področju. Med državama se je sprožila neke vrste tehnološka tekma. ZDA so prepovedale poslovanje posameznim kitajskim podjetjem zaradi suma, da bi pridobljene podatke lahko posredovala kitajskim oblastem, in zaradi »škodljivih tehnoloških praks« posameznih družb (kraja intelektualne lastnine in podobno). V ospredju so TikTok, Huawei, ZTE, SMIC in druge. Kitajska je vrnila z uvedbo svojih pravil, ki vključujejo omejevanje izvoza posameznih izdelkov, ki bi jih ZDA lahko uporabile v vojaške namene zoper Kitajsko. Omejitve na področju tehnoloških izdelkov s strani ZDA so ustvarile oziroma pospešile potrebo Kitajske po tehnološki samozadostnosti (»not made in America«). Kitajska je šibka na področju polprevodnikov in čipov, kar se bo v prihodnje glede na aktualne razvojne načrte spremenilo. V svojih dolgoročnih načrtih so si postavili za cilj

tehnološko neodvisnost in globalno prevlado na posameznih področjih in ne glede na ameriške protiukrepe od tega ne bodo odstopili. Med državami v razvoju za raziskave in razvoj namenjajo največji, 2,2-odstotni delež BDP, kar je primerljivo z najbolj razvitimi državami sveta. Glede na rivalski odnos do ZDA lahko pričakujemo, da se bo ta delež v prihodnje še povečeval.

Ob Hongkongu in Macau se ozemelske napetosti povečujejo tudi okrog Tajvana, ki se po pomoč tradicionalno obrača k ZDA. Kitajska si že leta prizadeva priključiti Tajvan »nazaj« k svojemu ozemlju, čemur pa Tajvanci nasprotujejo. Kljub kitajskim navedbam, da si želijo mirne priključitve, obstaja strah, da bi prišlo do vojaškega spopada. Kitajska vojska je v zadnjem desetletju izvedla pospešeno modernizacijo in se lahko postavi ob bok najmočnejšim državam. V primeru vojaškega spopada sam Tajvan s 25-milijonsko populacijo, kljub ameriškemu orožju, ki ga pospešeno kupuje, nima nikakršnih možnosti. Če se to zgodi, obstaja grožnja, da bi se vojaški spopad razširil tudi na druge države v pacifiški regiji.

Vpetost Kitajske v svetovno gospodarstvo ter ne nazadnje prepletenost ameriškega in kitajskega gospodarstva postavljata ameriško-kitajski konflikt v popolnoma drugačen kontekst, kot ga je imel odnos med ZDA in Sovjetsko zvezo v času hladne vojne. Takrat gospodarske interakcije med državama skoraj ni bilo in lažje je bilo polarizirati svet ter enim in drugim izbirati zaveznike. Tokrat je prepletenost svetovnega gospodarstva izrazitejša in polarizacija zaradi ekonomskih vezi veliko bolj kompleksna. Tudi Kitajska se z doktrino dvojnega kroženja gospodarstva ni pripravljena izolirati od preostalega sveta. Kljub zaostreni retoriki na obeh straneh državi potrebujeta druga drugo za lasten gospodarski napredek.

Azijski trgovinski dogovor (RCEP)

Enostranski poseg ZDA v mednarodno trgovino je pospešil sprejetje trgovinskega dogovora v azijsko-pacifiški regiji (angl. RCEP – Regional Comprehensive Economic Partnership), ki dodatno utrjuje vpliv Kitajske v svetu. Sporazum o prosti trgovini je sredi novembra 2020 podpisalo 15 držav azijsko-pacifiške regije. Gre za prvi prostotrgovinski dogovor, v katerem sodelujejo tri od štirih največjih ekonomij v Aziji: Kitajska, Japonska in Južna Koreja. Gre tudi za največji trgovinski dogovor na svetu, saj združuje 2,8 milijarde ljudi in 30 % svetovnega BDP ter pokriva 28 % svetovne

trgovine. Od njega je tik pred podpisom odstopila Indija zaradi skrbi, da ne bi mogla zaščititi domače industrije in kmetijskega sektorja. Dogovor ureja pogoje trgovine za blago in storitve, čezmejne investicije in uvaja nova pravila za čedalje pomembnejše področje tehnologije in intelektualne lastnine. Ne dosega sicer enake stopnje integracije, kot je v EU ter pri sporazumu med ZDA, Mehiko in Kanado, saj je v tem pogledu veliko ohlapnejši, kljub temu pa zbližuje raznolike države azijsko-pacifiške regije in povečuje sodelovanje med njimi.

Slika 26: Prikaz držav trgovinskega dogovora



Vir: Asia Briefing Ltd.

15 držav azijsko-pacifiške regije je konec leta 2020 pristopilo k največjemu prostotrgovinskemu dogovoru v zgodovini, ki utrjuje vpliv Kitajske v svetu.

Naslednjih pet let

Osrednji politično-gospodarski dogodek Kitajske leta 2020 je bilo oktobrsko srečanje najvišjih voditeljev države, na katerem so se usklajevali glede nove, že 14. petletne usmeritve razvoja države – tokrat za obdobje med letoma 2021 in 2025. Plan bo uradno potrjen v marcu 2021, takrat bodo znane tudi podrobnosti in prednostne usmeritve Kitajske. Tovrstni načrti imajo močan poudarek na ekonomskih politikah, obravnavajo pa tudi druga področja delovanja države. Gre za kratkoročno usmerjanje države za doseg dolgoročnih ciljev. Kar je razbrati iz objavljenih poročil, je nadaljevanje osredotočanja na domači trg in potrošnjo, zelo pomembna sta gospodarska in tehnološka samozadostnost s poudarkom na razvoju kritičnih tehnologij doma. V nasprotju s prejšnjimi plani opuščajo ciljno višino gospodarske rasti, ki jo želijo doseči v tem obdobju – izražena je bolj subtilno, v okviru drugih ciljev. Razumeti je, da bi do leta 2035 Kitajska lahko podvojila velikost gospodarstva, kar bi zahtevalo povprečno 4,7-odstotno letno rast v obdobju prihodnjih 15 let. V prvi polovici obdobja je takšna rast dosegljiva, težje bo kasneje.

Obravnavajo se tudi bolj sporne teme, kot so združitev s Tajvanom in razmere v Hongkongu ter Macau. Kitajska postaja vse močnejše in vplivnejše gospodarstvo ter vojaška velesila sveta, kar zaradi posameznih spornih praks in usmeritev, ki jih izvaja, povzroča vse več skrbi v mednarodni skupnosti. Petletni načrt se zaradi smernic razvoja Kitajske še posebej podrobno spremlja.

Poleg jasne usmeritve na notranji trg ohranjajo željo po mednarodnem sodelovanju, kar je razvidno iz nove politične pobude tako imenovanega modela dvojnega kroženja kitajskega gospodarstva (angl. dual-circulation). Strategijo velikega mednarodnega kroženja (angl. great international circulation) je pred tremi desetletji uvedel Deng Šjaoping. Reforme tistega časa so spodbudile mednarodno odpiranje Kitajske in omogočile razvoj v eno izmed najhitreje rastočih gospodarstev sveta, s čimer se je dvignil življenjski standard stotine milijonov Kitajcev. Globalna finančna kriza v letih 2008 in 2009, trgovinski spor z ZDA in ne nazadnje covid-19 pa so postavili v ospredje šibke točke in ranljivost izvozno usmerjenega gospodarstva oziroma gospodarstva, ki preveč sloni na mednarodnih partnerjih. Vse od takrat politika države usmerja gospodarstvo v izkoriščanje lastnih zmogljivosti v tako imenovanem modelu notranjega kroženja (angl. internal circulation), ki ga omogočata ekonomski vzpon srednjega razreda in številčno prebivalstvo. Predsednik Ši Džinping pa je v letu 2020 nadgradil strategijo z idejo, s katero se model notranjega kroženja dopolnjuje z modelom zunanjega kroženja (angl. external circulation), s čimer pridemo do tako imenovanega modela dvojnega kroženja, ki poskuša združiti najboljše iz obeh svetov. Kombinacija prvega in drugega modela bo ključna za nadaljnji razvoj države in je dovolj jasno sporočilo, da se kitajski trg ne zapira za tuje investicije.

Slika 27: Model dvojnega kroženja gospodarstva oz. dvojnega obtoka (angl. dual circulation model)



Velika gospodarska rast Kitajske v preteklih desetletjih je posledica reform, številčne populacije in nizkega izhodišča oziroma BDP države. V prihodnje bo povprečna gospodarska rast manjša, ocenjuje se, da bo v prihodnjih petih letih okrog 5 % na leto.

Kasneje se bo spustila še nižje, na okrog 4 % letno. Gre za postopno upočasnjevanje, vendar bo kitajska rast še vedno nadpovprečna v primerjavi s tako imenovanimi razvitimi državami.

V prvi polovici leta 2021 bodo znane podrobnejše usmeritve Kitajske za obdobje prihodnjih petih let.

Velika gospodarska rast Kitajske v preteklih desetletjih je posledica reform, številčne populacije in nizkega izhodišča oziroma BDP države. V prihodnje bo drsela proti 5 % in se kasneje zmanjšala na okrog 4 % na leto.

Zelena Kitajska

Predsednik Ši želi Kitajsko narediti ogljično nevtrarno do leta 2060. Ogljična nevtrarnost pomeni ravnovesje med človeškimi izpusti ogljikovega dioksida v ozračje in zajemom ogljika iz ozračja. Na eni strani je treba zmanjšati izpuste ogljikovega dioksida in na drugi omogočiti čim večji zajem ogljika iz ozračja. To zadnje danes v velikem delu poteka po naravni poti (gozdovi, oceani). Nobenega dvoma ni, da dodatni izpusti ogljikovega dioksida v ozračje povzročajo učinek tople grede, saj tako imenovani toplogredni plini segrevajo planet bolj, kot bi se ta segreval po naravni poti. Posledično je eden najbolj poudarjenih ciljev pariškega podnebne sporazuma omejiti dvig globalne povprečne temperature na manj kot dve stopinji Celzija oziroma čim bliže eni stopinji in pol do leta 2100.

EU je v prvih vrstah pri prizadevanju za okoljsko vzdržnost svetovnega gospodarstva. Vendar za doseg ciljev pariškega podnebne sporazuma iz leta 2015 to ni dovolj. Ključno je sodelovanje vseh držav, predvsem pa največjih, ki povzročajo največji delež izpustov. EU je odgovorna »le« za 7 % svetovnih emisij toplogrednih plinov (enako kot Indija), s čimer se uvršča na neslavno tretje mesto. Največji delež izpustov, 27%, ima Kitajska, sledijo ZDA s 14 %.

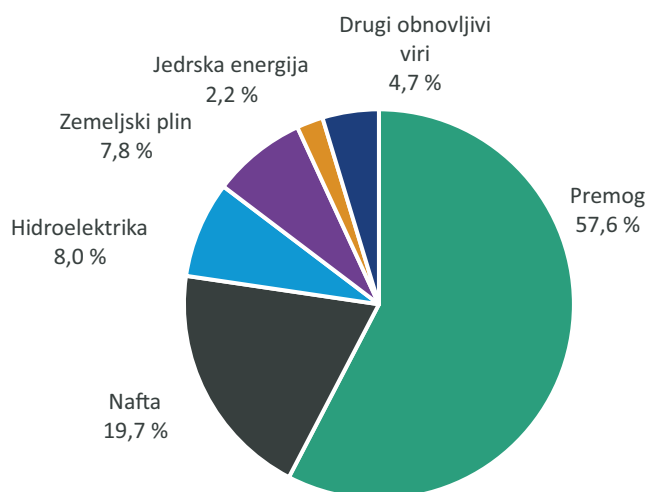
Brez posebnega predhodnega naznanila je predsednik Ši na zasedanju Generalne skupščine Združenih narodov v septembru 2020 napovedal ogljično nevtrarnost Kitajske do leta 2060 in vrh emisij ogljikovega dioksida pred letom 2030. Slednje je sicer bilo pričakovano, časovnica

glede ogljične nevtralnosti pa ne. Gre za pomemben napredek v doseganju skupnih okoljskih ciljev, ki bo po napovedih klimatskih modelov prinesel za 0,3 stopinje Celzija manjše povišanje temperature do leta 2100 od trenutno pričakovanega zvišanja za 2,7 stopinje.

Doseganje teh ciljev bo za Kitajsko velik izziv. Fosilna goriva trenutno pomenijo okrog 90 % vse energetske ponudbe in s premogom, ki je ogljično najbolj sporen, proizvedejo dve tretjini elektrike. Kitajska porabi polovico svetovne proizvodnje premoga in prehod na

drug vir energije bo zahtevna naloga. Predvidoma bosta za doseganje zastavljenih ciljev v prihodnjih desetletjih ključna tehnološki napredek v energetske učinkovitosti in stroškovna učinkovitost pridobivanja energije iz obnovljivih virov. Kitajska pri tem vidi svojo priložnost, globalno gledano proizvede več kot 70 % solarnih panelov, 69 % litij-ionskih baterij in 45 % vetrnih turbin. Ambiciozen dolgoročni cilj bo sprožil nadaljnji razvoj teh tehnologij. Namesto »petrodržave« lahko Kitajska v prihodnjih desetletjih postane »elektrodržava«.

Slika 28: Kitajska proizvodnja energije glede na vir



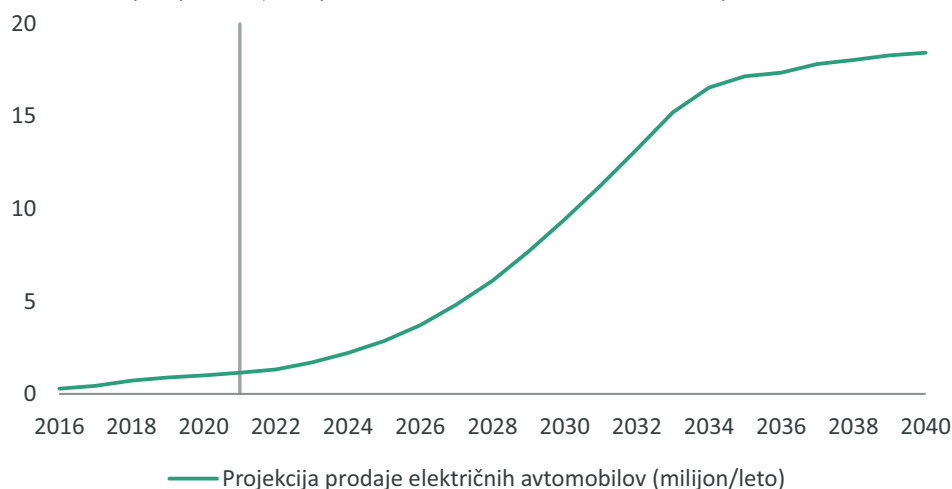
Vir: BP Statistical Review of World Energy 2020

Ogljična nevtralnost Kitajske do leta 2060 je ključna za doseganje ciljev pariškega podnebne sporazuma iz leta 2015. Pot za doseg tega cilja bo izredno zahtevna – blizu misiji nemogoče.

Okolju primernejša usmeritev gospodarstva je že danes vidna v segmentu vozil. Kitajska je z državno podporo največji in najhitreje rastoči trg za električna vozila na svetu. Leta 2011 je Kitajska dosegala 5 % svetovne prodaje električnih avtomobilov, leta 2020 pa že več kot 50 %. Med več kot 400 proizvajalci električnih vozil, registriranih na Kitajskem (trg še ni doživel konsolidacije), sta najbolj opazna domača

proizvajalca BYD in NIO, najbolj priljubljena pa je ameriška Tesla, ki ima tovarno v Šanghaju. Delnice vseh treh družb so v letu 2020 zrasle za več 100 %. Trenutno je na Kitajskem več kot 250 milijonov osebnih vozil – letna prodaja novih električnih vozil je presegla milijon, vseh električnih vozil skupaj je okrog pet milijonov, kar pomeni, da smo šele na začetku elektrifikacije voznega parka Kitajske.

Slika 29: Projekcija letne prodaje novih električnih avtomobilov na Kitajskem (v mio na leto)



Vir: Bloomberg NEF

Kitajska je z državno podporo največji in najhitreje rastoči trg za električna vozila na svetu.

Skupina držav v razvoju

Napovedi za Kitajsko so veliko boljše kot za skupino držav v razvoju, kamor jo uvrščamo. Za večino držav v razvoju je prihodnost bolj negotova ter odvisna od kombinacije dejavnikov širjenja pandemije in preobremenjenosti zdravstvenih sistemov. Potrebno bo učinkovito in vsem dostopno zdravlilo, da se bo v letu 2021 lahko začela normalizacija življenja in gospodarske aktivnosti. S pandemijo so se te države soočile kasneje kot Kitajska in ukrepi za omejevanje širjenja virusa niso bili povsod tako učinkoviti. Za gospodarstva vseh regij držav v razvoju se v letu 2020 predvideva krčenje – tudi za azijsko regijo, kjer sta veliki državi Indija in

Indonezija večino leta 2020 s težavo obvladovali posledice širitve virusa. MDS je za Indijo napovedal krčenje BDP v letu 2020 za 10,3 % in v letu 2021 rast za 8,8 %.

Obstajajo tudi velike razlike med posameznimi regijami, mnoge države Latinske Amerike, Afrike in Bližnjega vzhoda so močnejše prizadete. Ne glede na regijo se najslabše godi revnejšim državam v razvoju, življenjski standard teh bo trpel najbolj. Po napovedih MDS bo BDP držav v razvoju brez Kitajske upadel za 5,7 % v letu 2020 in zrasel za 5 % v letu 2021, s čimer še ne bo dosežena raven aktivnosti iz leta 2019.

Ne glede na regijo so najmočnejše prizadete revnejše države v razvoju.

Preglednica 5: Rast BDP in inflacija posameznih regij trgov v razvoju

Regija – trgi v razvoju	BDP			Inflacija		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Trgi v razvoju (vsi)	3,7 %	−3,3 %	6,0 %	5,1 %	5,0 %	4,7 %
Azija	5,5 %	−1,7 %	8,0 %	3,3 %	3,2 %	2,9 %
Evropa	2,1 %	−4,6 %	3,9 %	6,6 %	5,2 %	5,2 %
Latinska Amerika in Karibi	0,0 %	−8,1 %	3,6 %	7,7 %	6,2 %	6,7 %
Bližnji vzhod in Centralna Azija	1,4 %	−4,1 %	3,0 %	7,8 %	9,3 %	9,3 %
Podsaharska Afrika	3,2 %	−3,0 %	3,1 %	8,5 %	10,6 %	7,9 %

Vir: MDS

Po napovedih MDS bo BDP držav v razvoju brez Kitajske upadel za 5,7 % v letu 2020 in zrasel za 5 % v letu 2021, s čimer še ne bo dosežena raven aktivnosti iz leta 2019.



Aleš Šoba
CFA

Pandemija ni preprečila še enega pozitivnega leta za delnice

Finančni trgi: bik se bo nadaljeval

Delniški trgi

Delniški trgi imajo za seboj nenavadno leto. Do konca novembra je globalni delniški indeks MSCI AC pridobil 2,7 % (v evrih, 4,7 % vključujoč dividende). Ta rast je izjemna glede na letošnje dogodke, ki so vlagatelje popeljali na vožnjo, ki je ne bomo nikoli pozabili.

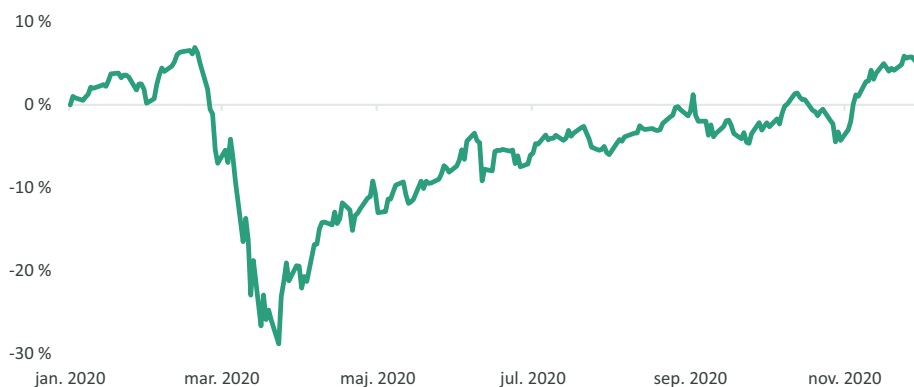
V februarju in marcu je pandemija covid-19 povzročila upad vrednosti delnic za 34 %, nato pa so te po zaslugi odločnih ukrepov centralnih bank in držav pridobile kar 47 %. Niti drama okrog ameriških volitev in naslednji valovi pandemije niso zasenčili optimističnega pogleda vlagateljev, ki so svoje upe položili na znanost, ki ni razočarala. V manj kot letu dni smo dobili cepivo, kar je svojevrsten rekord. Pred tem je denimo trajalo štiri leta, da so razvili cepivo proti mumpsu. Leto 2020 je še enkrat pokazalo nepredvidljivo naravo delniških trgov in dalo še eno lekcijo, da je panika na finančnih trgih nekaj normalnega.

Poleg covid-19 je bila glavna zgodba tega leta rast delnic podjetij, ki so jim trgi dali vzdevek »ostani doma delnice«. Ta podjetja,

ki so prinašala rešitve za vsaj kolikor toliko normalno delovanje družbe, so enostavno eksplodirala. Poleg velikih petih (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet in Facebook) so bila med njimi še Zoom, Shopify, Netflix in druga. Prav po zaslugi teh največjih družb so delniški indeksi danes tam, kjer so. Mnogi pri tem vidijo podobnost s tehnološkim balonom s konca devetdesetih let. Priznati je treba, da obstajajo določene podobnosti, kar vzbuja rahlo nervozo med vlagatelji.

Naša pričakovanja za leto 2021 gredo v smeri, da se bo rast nadaljevala. Optimizem črpamo iz predpostavke, da bomo imeli vsaj eno delujoče cepivo, ki bo skupaj z naravno imunizacijo omogočilo hitrejšo normalizacijo gospodarske aktivnosti in močno gospodarsko okrevanje. Poleg tega pričakujemo, da bodo centralne banke in države ohranile podporo. Na drugi strani so vrednotenja nedvomno povišana, kar dolgoročno omejuje donose, kakršni so bili v preteklosti. Na kratek rok pa ni izključeno, da kombinacija velike gospodarske rasti, velike rasti dobičkov in nizkih obrestnih mer privede do pretiravanja na poti navzgor.

Slika 30: Gibanje indeksa MSCI AC World v letu 2020 (vključujoč dividende, v EUR)



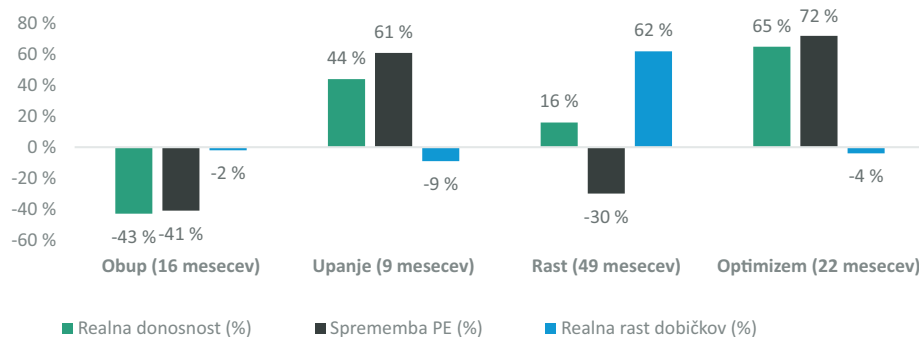
Vir: Bloomberg 2020

Delnice prehajajo v drugo fazo bikovskega trenda

Naše mnenje je, da bodo delniški trgi nadaljevali svojo pot navzgor tudi v letu 2021. Od marca smo bili priča močnemu vzponu, ki je značilen za prvo fazo bikovskih trendov² (upanje). Delnice navadno dosežejo dno v času, ko smo sredi recesije in dobički močno upadajo (obup). To pomeni, da rast delnic v tej fazi temelji predvsem na višjih vrednotenjih. Zdaj prehajamo v drugo fazo (rast), kjer bo rast dobičkov silovita,

vendar se bodo vrednotenja normalizirala. Prav tako je v tej fazi pričakovati mnogo manjšo rast delniških trgov, kot smo jo doživeli v prvih mesecih odboja. Je pa značilno za to fazo, da traja mnogo dlje kot prva. Sploh pa je za koronakrizo značilno, da se vse dogaja bliskovito hitro. Za primerjavo: faza obupa je trajala le en mesec (marec), medtem ko je po letu 1973 v povprečju trajala 16 mesecev.

Slika 31: Tipične faze bikovskega trenda (S&P 500 po 1973)



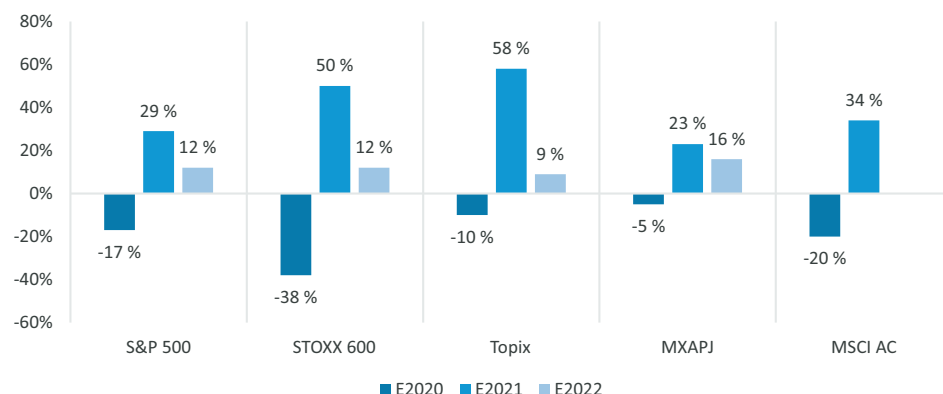
Vir: Goldman Sachs 2020

Glede na fazo, v kateri smo, si je torej obetati močno rast dobičkov in prav to analitiki pričakujejo v letih 2021 in 2022. Gre za popolnoma normalen razplet dogodkov glede na to, da so dobički v letu 2020 močno upadli. Seveda bo okrevanje pri

dobičkih različno po regijah. Japonske in evropske delnice bodo dosegale največjo rast, ZDA bodo zaostajale, kar pa je razumljivo glede na pričakovane upade dobičkov v letu 2020. Globalno bodo dobički zrasli za 34 %.

Močna rast dobičkov bo ključna za nadaljnjo rast delnic

Slika 32: Pričakovana sprememba dobička na delnico (EPS) za izbrane indekse



Vir: Goldman Sachs 2020

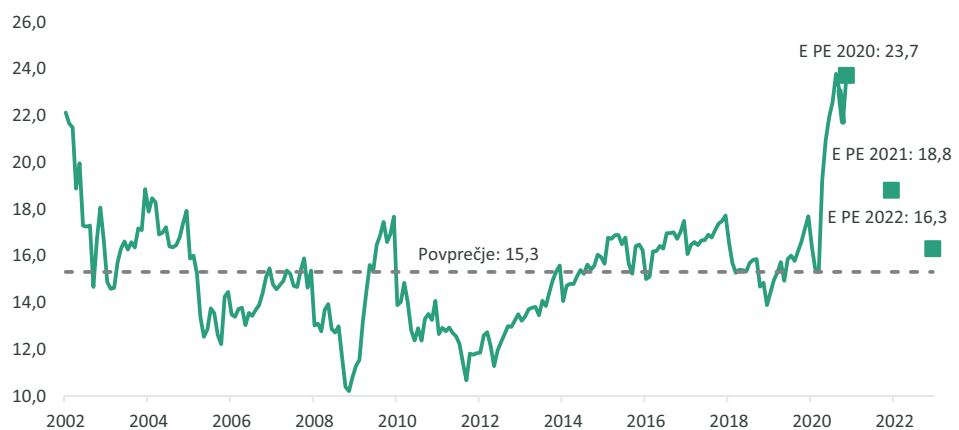
² Tipične faze bikovskega trenda so povzete od Goldman Sachs.

Vrednotenja delnic so povišana

Glavna kritika delnic danes je, da so njihova vrednotenja po siloviti rasti od marca enostavno previsoka. In res je, delnice so bile redko v zgodovini tako visoko vrednotene (drage), kot so danes. Mnogi jih vidijo celo v balonu (v mislih imamo predvsem FANG+).³ Vendar je ta pogled preveč ozek. Če so vrednotenja delnic

danes povišana, kaj naj si potem mislimo o preostalih naložbenih razredih, predvsem obveznicah (več v nadaljevanju)? Poleg tega so vrednotenja optično povišana, saj so dobički zaradi recesije, ki jo je povzročil covid-19, strmoglavili. Če se ozremo v leto 2021 ali pa 2022, vrednotenja niso več tako zahtevna.

Slika 33: Indeks MSCI AC World in pričakovani PE



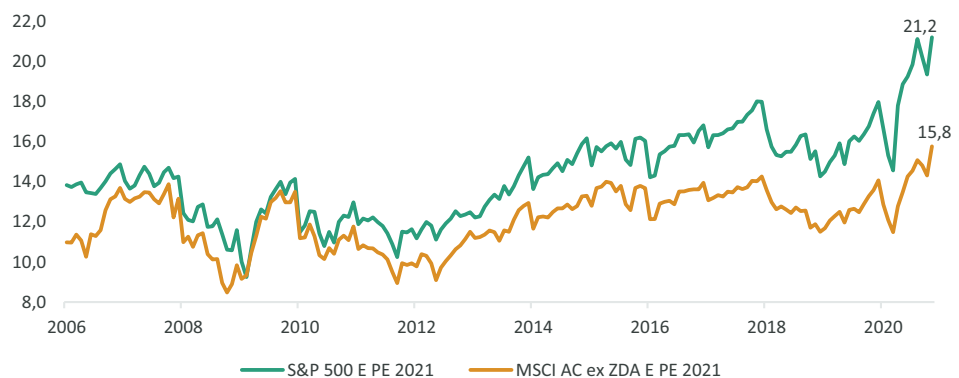
Vir: Bloomberg 2020

Vrednotenja delnic so povišana na račun ZDA

Vrednotenja so povišana predvsem na račun višjih vrednotenj v ZDA, ki imajo v

globalnem indeksu blizu 60 %. Vrednotenja zunaj ZDA niso nič posebnega (Slika 34).

Slika 34: Delniški trgi zunaj ZDA mnogo bolj ugodno vrednoteni



Vir: Bloomberg 2020

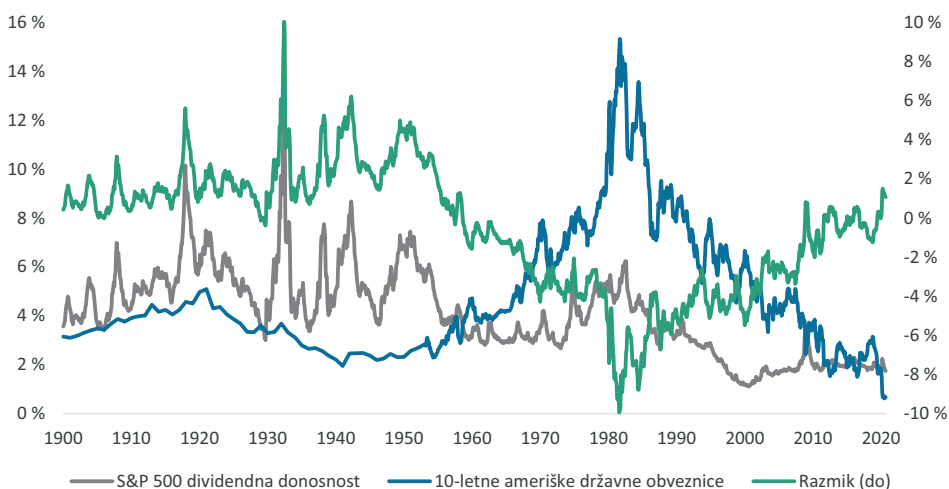
Delnice redko tako privlačne nasproti obveznicam

Na drugi strani pa so bile delnice redko tako atraktivno vrednotene v primerjavi z obveznicami. Razlog tiči predvsem v dejstvu, da so zahtevane donosnosti obveznic zgodovinsko nizke (večina je celo v negativnem območju). Živimo res v čudnih časih – medtem ko imamo največjo recesijo po drugi svetovni vojni, finančni trgi doživljajo evforijo, nazadnje videno konec devetdesetih (tehnološki balon). To seveda postavlja vlagatelje pred težko odločitev. Naše mnenje je, da obstaja zelo majhna verjetnost, da delnice v naslednjem desetletju ne bi presegle donosnosti obveznic, in to je tisto ključno, kar bi morale biti glavno vodilo vlagateljem.

Razlika med dividendno donosnostjo ameriških delnic in zahtevano donosnostjo ameriških državnih obveznic je znova na ravneh, na kakršnih je bila v petdesetih letih (za ZDA imamo največ zgodovinskih podatkov). Pri delnicah pričakujemo rast dividend, izkušnje zadnjih 60 let pa kažejo, da je dividendna donosnost nižja od zahtevanih donosnosti obveznic. To veliko razhajanje je v prid delnicam, lahko pa nakazuje tudi manjšo pričakovano gospodarsko rast (ta je v zadnjem desetletju res manjša) ali pa, da vlagatelji zahtevajo višjo premijo za tveganje (ERP), kot so jo v preteklosti (svet je postal bolj negotov?).

Delnice redko tako atraktivno vrednotene v primerjavi z obveznicami

Slika 35: Razmik med dividendno donosnostjo delnic in zahtevano donosnostjo državnih obveznic (ZDA)



Vir: Shiller 2020, lastni izračun

Razlika med dividendno donosnostjo ameriških delnic in zahtevano donosnostjo ameriških državnih obveznic je znova na ravneh, na kakršnih je bila v petdesetih letih

Finančna teorija nas uči, da so delnice bolj tvegane kot obveznice in zato zagotavljajo vlagateljem presežni donos. Izkušnja japonskih delnic po letu 1990 in evropskih po finančni krizi (Slika 36) pa kaže na zelo nizek presežni donos oziroma nezmožnost delnic, da presežejo obveznice. Za to so obstajali dobri razlogi, ki pa se po našem mnenju v naslednjem desetletju ne bodo

ponovili. Japonske delnice so od poka balona v letu 1990 pa do finančne krize močno zaostale za donosi japonskih državnih obveznic, podobno so evropske delnice po finančni krizi imele težavo držati korak z obveznicami. Razlog je bil poleg visokega začetnega vrednotenja (Japonska) tudi manjša rast od pričakovanj (tako dobičkov kot dividend). V obdobju zadnjih

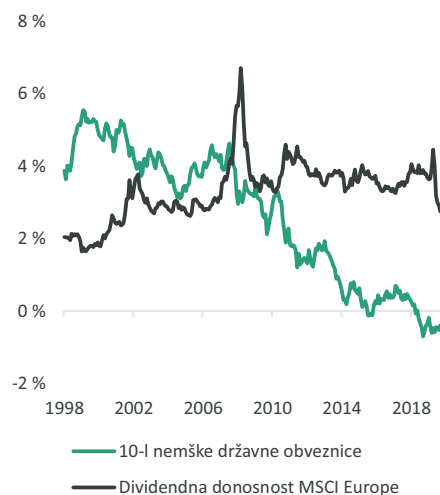
10 let (do 30. 11. 2020) so evropske delnice dosegle 7,2-odstotni donos na leto in obveznice 4,2-odstotnega. Pričakovana donosnost evropskih delnic ostaja blizu

temu, kar so dosegle v omenjenem obdobju. Za obveznice pa menimo, da so te številke nedosegljive.

Slika 36: Kje je premija za tveganje?



Vir: Bloomberg 2020



Izhodišča, ki jih imamo danes, so popolnoma drugačna, kot so bila pred finančno krizo. Pred finančno krizo je bilo nekaj normalnega, da so najbolj varne naložbe prinašale več kot 4 % na leto. Danes jih je večina blizu nič oziroma celo v negativnem območju. Najbolj varna med varnimi, nemška državna obveznica, zagotavlja negativnih 0,5 % na leto (če upoštevamo pričakovano inflacijo 1,5 %, pa celo realno –2 %). Če te zakonodaja ne sili, da nalagaš v to vrsto instrumentov, verjetno nobeden pri zdravi pameti ne bi imel teh

instrumentov v svojem portfelju.

Če pa pogledamo dividendno donosnost delnic, je ta v zadnjem desetletju (tako v ZDA kot v Evropi) ostala bolj ali manj stabilna. Pričakovana donosnost delnic ni toliko upadla kot pričakovana donosnost obveznic. Močno dvomimo, da bo rast BDP, prihodkov, dobičkov in dividend tako majhna ali celo negativna, da bi v naslednjem desetletju obveznice presegle donosnost delnic.

Preglednica 6: Gibanje dividendne donosnosti in zahtevane donosnosti državnih obveznic

Naložbeni razred	30. 11. 2020	2007	2000
Delnice			
Dividendna donosnost			
S&P 500 INDEX	1,7 %	1,8 %	1,1 %
MSCI EUROPE	2,5 %	3,0 %	1,6 %
TOPIX INDEX (TOKIO)	2,1 %	1,3 %	0,6 %
Državne obveznice			
Zahtevana donosnost			
10-letne ameriške	0,8 %	4,5 %	6,2 %
10-letne nemške	–0,6 %	4,2 %	5,3 %
10-letne japonske	0,0 %	1,6 %	1,9 %
Regija			
Razmik med delnicami in obveznicami			
ZDA	0,8 %	–2,7 %	–5,1 %
Evropa	3,1 %	–1,2 %	–3,7 %
Japonska	2,1 %	–0,3 %	–1,3 %

Vir: Bloomberg 2020

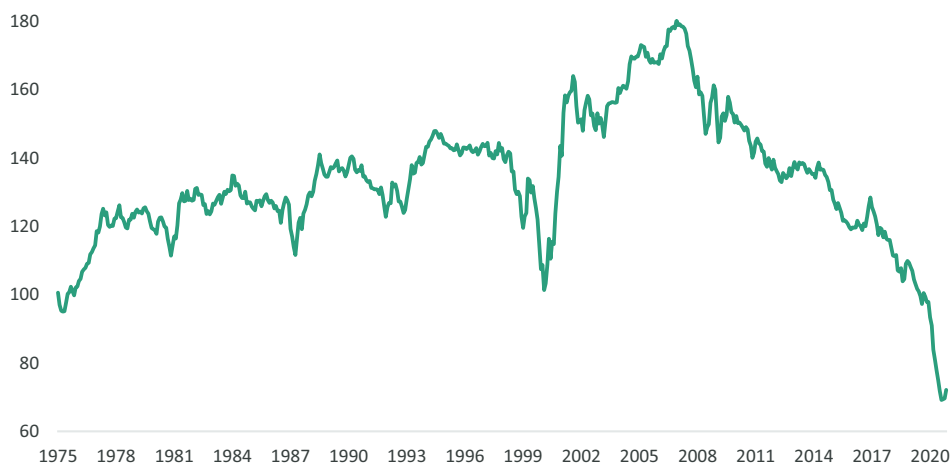
Izhodišča, ki jih imamo danes, so popolnoma drugačna, kot so bila pred finančno krizo.

Ali je končno čas za value delnice?

Ena izmed glavnih značilnosti delniških trgov po veliki finančni krizi (2008) je nedvomno veliko razhajanje med tako imenovanimi growth⁵ in value⁶ delnicami. Presežni donos delnic, ki imajo nadpovprečno rast prihodkov in dobička, nad delnicami, ki so nizko ovrednotene, je zgodovinsko največji. Pandemija v letu 2020 je ta trend samo še pospešila. Lahko rečemo, da so v zadnjih letih najdražje (tehnološke) delnice pohodile delnice iz sektorjev, ki imajo najnižja vrednotenja (banke, naftna podjetja).

Ta razlika je privedla do vprašanja, ali se ponavlja tehnološki balon s konca devetdesetih. To je bilo zadnje obdobje, ko je pohlep vlagateljev nekatera podjetja, povezana z internetom, ponesel prek vseh razumnih meja. Vprašanje, ki sledi, pa je, ali se bo ta trend končno obrnil v prid podjetij, ki imajo nizka vrednotenja. Če bi se osredotočili samo na spodnji graf, bi bil odgovor verjetno preprost (v prid value delnic), vendar po naše mnenju ni čisto takšno.

Slika 37: Growth je presegel value po finančni krizi (2008)



Vir: Bloomberg 2020, lastni izračuni

Presežni donos delnic, ki imajo nadpovprečno rast prihodkov in dobička, nad delnicami, ki so nizko ovrednotene, je zgodovinsko največji.

Po eni strani, vsaj na srednji rok, ostajamo v okolju, ki je privedlo do tega razhajanja. To je okolje nizkih obrestnih mer, skromne gospodarske rasti (rast prebivalstva in produktivnosti sta manjši kot v preteklosti) in kreativne destrukcije, ki so privedle do izrazitih poražencev na eni strani (predvsem energija, banke, avtomobilisti) in izrazitih zmagovalcev (FAAMG so verjetno najuspešnejša podjetja v zgodovini kapitalizma).

Po drugi strani pa v letu 2021 pričakujemo veliko gospodarsko rast po zaslugi cepiv, veliko rast dobičkov podjetij in malenkost

višje obrestne mere. Poleg tega je razlika v vrednotenjih med growth in value delnicami največja po tehnološkem balonu. Vprašanje, ki se nam zastavlja, je, če ne bo zdaj prišlo do rotacije, kdaj potem. Vemo, da sama vrednotenja na kratek rok nič ne pomenijo, ampak prej omenjeni dejavniki so po našem mnenju dovolj močan katalizator.

Nam najbližji je tisti scenarij, po katerem obstaja velika verjetnost, da bodo na krajši rok value delnice presegle donosnost growth delnic in delno nadoknadile zaostanek, ki so si ga nabrale v letu 2020.

⁵ Growth (velika rast) – MSCI uporablja pet kazalnikov, da uvrsti podjetja v growth kategorijo.

Vsi so povezani s pričakovano rastjo prihodkov in dobička na delnico.

⁶ Value (nizko vrednotenje) – MSCI uporablja tri kazalnike: tečaj delnice/knjigovodska vrednost (P/B), pričakovani tečaj delnice/dobiček na delnico (P/E) in pričakovana dividendna donosnost.

Slika 38: Razmik v vrednotenjih med growth in value največji po letu 2000



Vir: Bloomberg 2020

Kombinacija ekstremnega razhajanja pri vrednotenjih in močnega gospodarskega okrevanja bi lahko prinesla močno rotacijo k value delnicam

Kombinacija ekstremnega razhajanja pri vrednotenjih in močnega gospodarskega okrevanja bi lahko prinesla močno rotacijo k value delnicam (november 2020 je to dobro ponazoril). Vendar dolgoročno, s strateškega vidika, growth delnice ostajajo izjemno zanimive zaradi transformacije globalnega gospodarstva (digitalna transformacija, blažitev podnebnih sprememb in prilagoditev nanje). Poleg tega bomo še vedno v okolju nizkih obrestnih mer in skromne gospodarske rasti. In prav višje obrestne mere bi pomenile pomembno spremembo glede na preteklost.

Za konec pa bi v razmislek ponudili še vprašanje, ali je pogled na delniške trge skozi prizmo value/growth sploh smiseln. Pravilo, po katerem se vlaga v delnice samo zato, ker imajo nizek P/B, v 21. stoletju več ne pije

vode. Dobički in knjigovodska vrednost so danes manj pomembni, kot so bili pred 80 leti, ko je Benjamin Graham postavil temelje value investiranja. Danes vodilna podjetja investirajo predvsem v raziskave in razvoj, kar pa je po računovodskih standardih strošek podjetja ter tako niža dobiček in knjigovodsko vrednost. Predvsem knjigovodska vrednost je izgubila sposobnost pravilno odsevati ekonomsko vrednost podjetja. Vlagatelji naj se osredotočijo le na sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov podjetja, in ne na to, ali je podjetje uvrščeno kot value ali growth. Celo najuspešnejši value investor vseh časov Warren Buffett ima danes v svojem portfelju delnice podjetij, kot so Amazon, Snowflake in Apple. Težko rečemo, da gre za klasične value zgodbe.

Sektorji: Bodo tehnološka podjetja sestopila s prestola?

Preglednica 7: Ključni podatki za sektorje

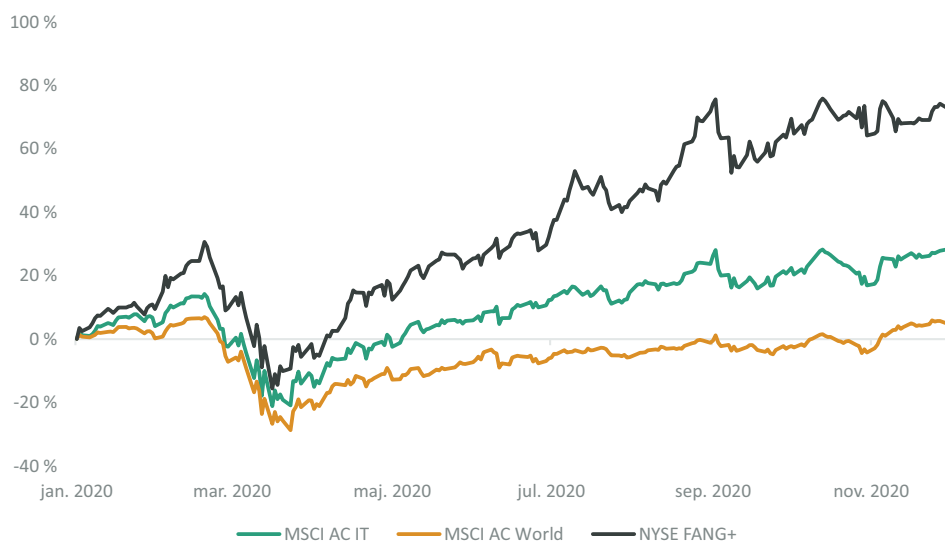
Sektor	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2021	DIV Y
Informacijska tehnologija	22 %	28 %	90 %	164 %	502 %	35,6	24,9	1,1 %
Finančne storitve	13 %	-14 %	-1 %	19 %	107 %	15,4	11,7	2,9 %
Trajne potrošne dobrine	13 %	23 %	57 %	73 %	303 %	57,7	25,4	0,9 %
Zdravstvo	12 %	5 %	40 %	43 %	310 %	28,3	17,3	1,7 %
Industrija	10 %	2 %	20 %	45 %	166 %	38,3	20,9	1,7 %
Komunikacijske storitve	9 %	12 %	36 %	36 %	137 %	29,6	20,7	1,4 %
Osnovne potrošne dobrine	7 %	-1 %	18 %	25 %	172 %	24,3	19,9	2,6 %
Surovine	5 %	7 %	20 %	59 %	55 %	40,5	15,6	2,7 %
Energija	3 %	-35 %	-28 %	-23 %	-10 %	-	17,8	5,9 %
Javna oskrba	3 %	-4 %	22 %	41 %	113 %	17,1	16,3	3,5 %
Nepremičnine	3 %	-13 %	8 %	16 %	110 %	34,9	19,1	3,5 %

Vir: Bloomberg 2020, donosnost v EUR, vključujoč dividende

Najbolj donosen je bil v zadnjem desetletju tehnološki sektor (502 %), medtem ko so sektorji, ki se ubadajo s strukturnimi težavami, močno zaostali: energetski sektor je celo izgubil 10 %, surovine (55 %) in finančne storitve (107 %) so se odrezale malenkost bolje. Med zmagovalci najdemo tudi trajne potrošne dobrine (Amazon,

Tesla), ki so pridobile prek 300 %. Še večjo rast so imela izbrana podjetja (FANG+), ki so v letu 2020 dobila močan pospešek (Slika 39). Ključno vprašanje za vlagatelje je tako, ali se bo ta rast tehnoloških delnic in delnic FANG nadaljevala ali je končno čas za menjavo v vodstvu.

Slika 39: Delnice FANG dobile pospešek v letu 2020



Vir: Bloomberg 2020, v EUR, vključujoč dividende

Najbolj donosen je bil v zadnjem desetletju tehnološki sektor

Mi za leto 2021 pričakujemo menjavo na vrhu med sektorji. Glede na naša predvidevanja, da bomo imeli močno gospodarsko okrevanje in veliko rast

dobičkov, lahko pričakujemo, da bodo sektorji, ki so bolj občutljivi za gospodarsko rast, zmanjšali zaostanek za bolj defenzivnimi sektorji (sem štejemo tudi IT).

Določen segment delniških trgov kaže znake pretiravanj

Leto 2021 bo tako dvignilo vse ladje, bolj pa bo dvignilo sektorje, ki so v letu 2020 močno zaostali.

Kot je že pokazala reakcija trgov ob objavi pozitivnih novic o cepivu proti covidu-19, lahko podobne odzive pričakujemo tudi v letu 2021, ko se bomo počasi vračali v normalno gospodarsko okolje.

Navdušenje nad temi sektorji, ki so zaostali, pa dolgoročno ni pretirano. Energija in naftna podjetja so v strukturnem zatonu, in čeprav zaradi večjega povpraševanja po

nafti prihodnje leto lahko pričakujemo, da bodo ta podjetja zmanjšala zaostanek za trgom, pa jim gibanje ESG dolgoročno ne napoveduje nič dobrega. Podobno mnenje imamo tudi za banke, ki imajo strukturne težave. Na kratek rok (2021) sicer pričakujemo pozitivno spremembo, saj bodo v letu 2021 znova izplačevale dividende, poleg tega so vrednotenja smešno nizka.

Balon kot leta 1999?

Tehnološka podjetja ohranjajo pomembno mesto v portfeljih vlagateljev, čeprav mnogi opazovalci menijo, da so določeni deli delniškega trga v balonu (tehnološka in nekatera growth podjetja), in pričakujejo podoben upad kot leta 2000. Kljub mnogim podobnostim med tema obdobjema pa vseeno ni pričakovati ponovitve scenarija. Glavna razlika so nedvomno nizke obrestne mere. Leta 2000 je zahtevana donosnost obveznic znašala več kot 6 %, danes je pod 1 %. Poleg tega centralne banke ne nameravajo dvigovati obrestnih mer še nekaj let, vsi prejšnji baloni pa so počili v času, ko so centralne banke dvigovale obrestne mere.

Ob tem absolutna vrednotenja tudi niso tako pretirana, kot so bila leta 2000. V spodnji tabeli vidimo primerjavo med leti 1972, 2000 in danes, prikazan s pričakovanimi dobički za leto 2021. Glede na boljše temelje »velikih pet«⁷ (večja rast prihodkov in dobička, močnejša bilanca stanja) je premija, s katero kotirajo glede na povprečje trga, primerna. Roko na srce, pa podobnih donosnosti, kot smo jih bili deležni v preteklih letih, ni pričakovati. Priložnosti, ki jo je ponujal recimo Apple pred petimi leti (PE 2015 je znašal 12, danes prek 30), danes žal ne najdemo. Ne vidimo pa tudi ne globokih upadov teh podjetij.

Preglednica 8: Vodilna podjetja nimajo tako pretiranih vrednotenj

Nifty Fifty	1972 P/E	Tech's Four Horseman	Marec 2000 P/E	FAANGM	E P/E 2021
Coca-Cola	46	Intel	41	Facebook	26
McDonald's	71	Cisco	100	Amazon	53
Texas Instruments	40	Dell	57	Apple	32
IBM	36	Microsoft	51	Netflix	53
Xerox	46			Google	27
Polaroid	95			Microsoft	32
S&P 500	19	S&P 500	28	S&P 500	21

Vir: Alpine Macro 2020, Bloomberg, 30. 11. 2020

Če so res kje pretiravanja, jih najdemo v nekaterih »vročih« sektorjih. V mislih imamo predvsem trg električnih vozil. Tesla in njeni

posnemovalci imajo takšna vrednotenja, pri katerih morajo vlagatelji imeti kar precej domišljije, da upravičijo naložbo vanje.

⁷ Velikih pet: Facebook, Microsoft, Apple, Alphabet in Amazon.

Regije: delniški trgi zunaj ZDA bolj zanimivi

Preglednica 9: Ključni podatki delniških indeksov po regijah

Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2021	DIV Y
MSCI ACWI (globalni delniški indeks)	100 %	5 %	31 %	52 %	184 %	30,4	18,8	1,9 %
MSCI WORLD (razviti trgi)	85 %	5 %	33 %	52 %	205 %	32,1	19,8	1,9 %
MSCI EM (trgi v razvoju)	15 %	4 %	16 %	50 %	61 %	22,5	14,0	2,1 %
S&P 500 (ameriške delnice)	56 %	7 %	44 %	70 %	311 %	28,4	21,2	1,7 %
MSCI EUROPE (evropske delnice)	18 %	-5 %	9 %	17 %	100 %	48,9	16,7	2,5 %
TOPIX INDEX (japonske delnice)	7 %	2 %	13 %	30 %	122 %	30,3	16,1	2,1 %

Vir: Bloomberg 2020, donosnost v EUR, vključujoč dividende

V letu 2020 se je nadaljevala prevlada ameriških delnic (pod okriljem tehnoloških), ki so svojo premoč po finančni krizi 2008 samo še povečale. To je bila posledica tako večje rasti dobičkov kakor tudi dejstva, da imajo ZDA več growth podjetij kot preostale regije. In to je bilo v okolju skromne gospodarske rasti in nizkih obrestnih mer odločilno. Ameriške delnice so v zadnjih 10 letih (do 30. 11. 2020) pridobile prek 300 %. Najslabša regija so bile države v razvoju (le 61 %). Evropa je kljub svojim krizam zmogla 100 %.

Če se ozremo v leto 2021, bo ključno, kako se bodo odrezali posamezni sektorji (ciklični/neciklični) in faktorji (value/growth). Naš pogled gre v smeri rotacije v bolj ciklične in value segmente delniškega trga, kar bi moralo favorizirati trge zunaj ZDA

(Preglednica 10). Vidimo, da ima Evropa mnogo manj informacijske tehnologije (8 %) nasproti ZDA (27 %) in mnogo večjo utež v bolj cikličnih sektorjih (industrija, finančne storitve, surovine, energija). Tudi japonske delnice glede na velik delež cikličnih sektorjev (največjo utež ima industrija) dajejo boljši vtis. Če bo dolar še naprej slabel, potem bo to le še dodaten katalizator za delniške trge zunaj ZDA. Šibek dolar je v preteklosti vedno sovpadal s tem, da so trgi zunaj ZDA presegli donosnost ameriških delnic. Prav šibkejši dolar je lahko pozitiven katalizator za delnice držav v razvoju. Njihova težava pa je, da imajo, podobno kot ZDA, ogromno utež v sektorjih, kot so informacijska tehnologija in kvazitehnološki sektorji, denimo komunikacijske storitve (Tencent) in trajne potrošne dobrine (Alibaba).

Preglednica 10: Uteži sektorjev po regijah

Sektor	ZDA	Evropa	Japonska	EM	AC World
Informacijska tehnologija	27 %	8 %	12 %	19 %	21 %
Zdravstvo	13 %	16 %	11 %	4 %	12 %
Trajne potrošne dobrine	11 %	11 %	17 %	20 %	13 %
Komunikacijske storitve	11 %	4 %	10 %	12 %	9 %
Finančne storitve	11 %	14 %	9 %	18 %	13 %
Industrija	9 %	14 %	22 %	5 %	10 %
Osnovne potrošne dobrine	7 %	15 %	9 %	6 %	8 %
Surovine	3 %	8 %	6 %	7 %	5 %
Javna oskrba	3 %	5 %	1 %	2 %	3 %
Nepremičnine	3 %	1 %	2 %	2 %	3 %
Energija	2 %	4 %	1 %	5 %	3 %

Vir: Bloomberg 2020

Trgi zunaj ZDA
so bolj zanimivi

Ali bo prihodnje desetletje bolj naklonjeno državam v razvoju (EM)?

Najslabše so se v zadnjem desetletju odrezali delniški trgi držav v razvoju. Naše mnenje je, da ni možno, da se ta zgodba ponovi tudi v prihodnjem. Prej smo že omenili en dejavnik, ki bi lahko šel v prid državam v razvoju, in to je šibkejši dolar. Poleg tega je razmik v vrednotenjih med razvitimi državami in državami v razvoju

trenutno največji v zadnjih 10 letih. Medtem ko v povprečju delnice na razvitih trgih kotirajo okrog 20-kratnika prihodnjih dobičkov, so tečaji delnic na trgih v razvoju »le« pri 15-kratniku. Pri tem je dividendna donosnost enih in drugih na podobnih ravneh – okrog 2 % in ne odstopa veliko od vrednosti zadnjega desetletja.

Slika 40: Pričakovani PE za MSCI Emerging Markets in MSCI World



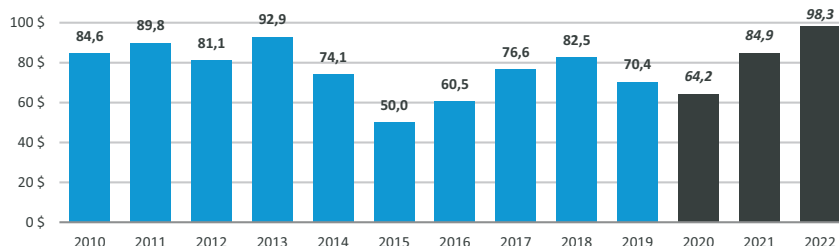
Vir: Bloomberg 2020

Pred trgi v razvoju
so boljši časi

Prav tako smo mnenja, da se ne bo ponovilo obdobje, ko ti trgi niso imeli nobene rasti dobičkov. Povečana prihodnja rast dobičkov je razvidna tudi iz podatkov za indeks MSCI Emerging Markets, kjer se v obdobju od leta 2020 do 2022 pričakuje rast dobičkov za dobrih 53 %, kar je več kot na razvitih trgih. V istem obdobju se namreč za indeks razvitih trgov MSCI World pričakuje nekoliko manjša, a še vedno velika

rast za 43 %. Velika rast v tako kratkem obdobju je posledica nizkih izhodišč iz leta 2020, ko se je globalno gospodarstvo za trenutek ustavilo. Velika pričakovana rast dobičkov v kombinaciji z nizkimi obrestnimi merami in hkrati ob sprejemljivi dividendni donosnosti potrjuje, da delniški trgi morda le niso tako precenjeni, sploh v primerjavi z obvezniškimi naložbami.

Slika 41: Dobiček na delnico (ESP) za indeks MSCI EM v obdobju 2010 do 2022



Vir: Bloomberg 2020, MSCI Emerging Markets Index

Obvezniški trgi

Covid-19 okrepil monetarne spodbude centralnih bank

Ko smo v začetku leta izvedeli za novo virusno obolenje (covid-19), ki se je pojavilo na Kitajskem, si nihče od nas ni predstavljal, da se bo čez nekaj mesecev zgodilo množično zapiranje gospodarstev in da bo globalno gospodarstvo v drugem četrtletju 2020 sredi globoke recesije, kakršne ne pomnimo vse od konca druge svetovne vojne.

Ukrepi centralnih bank, ki so temu sledili, so bili res izjemni in obsežni ter so pomembno pripomogli k stabilizaciji finančnega sistema. Brez agresivnih programov centralnih bank in državnih ukrepov na fiskalnem področju je obstajala resna grožnja, da doživimo novo finančno krizo. Namesto tega so vodilne centralne banke uvedle vrsto programov za zagotavljanje likvidnosti in pomirile finančne trge.

Ameriški Fed je tako v marcu na izrednih zasedanjih drastično znižal ključno obrestno mero in začel odkupovati dolžniške vrednostne papirje (državne in hipotekarne obveznice) v neomejenem obsegu. Nato so napovedali še več programov pomoči in prvič od svojega obstoja začeli kupovati podjetniške obveznice znotraj naložbenega razreda. Fed je tako samo v drugem četrtletju povečal sredstva v bilanci za več kot 3.000 milijard na trenutnih 7.100 milijard dolarjev. Pričakovati je, da se bo v tem ciklu bilančna vsota Feda povečala bolj kot v vseh predhodnih programih kvantitativnega sproščanja (QE) skupaj in konec leta 2021 presegla 10.000 milijard dolarjev.

ECB je brezkompromisno sledila Fedu ter aktivirala 750 milijard evrov težak program odkupa državnih in drugih obveznic, ki ga je

poimenovala Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Na junijskem in decembrskem zasedanju je predvideni znesek odkupov v programu PEPP povečala še za dodatnih 1.100 milijard na novopredvidenih 1.850 milijard evrov. Skupaj s preostalimi že sprejetimi programi monetarnih spodbud v okviru QE to pomeni, da bo ECB samo letos odkupila do 1.100 milijard evrov obveznic na primarnem in sekundarnem trgu.

Ob močni podpori centralnih bank in veliki nihajnosti na kapitalskih trgih so bili v iztekajočem se letu doseženi nadpovprečni donosi na dolžniških trgih, zlasti v segmentu državnih in kakovostnejših podjetniških obveznic, zahtevane donosnosti obveznic pa so se še dodatno znižale. Posledično se investitorji soočajo z dilemo, kje iskati naložbe, ki bodo prinašale ustrezen donos ob še sprejemljivem tveganju. Investitorji v dolžniške vrednostne papirje sicer ustvarjajo donos iz prejetih obresti in morebitnih kapitalskih dobičkov, nizka zahtevana donosnost obveznic pa v danih okoliščinah prinaša le majhno nadomestilo za investitorje, ki so izpostavljeni velikemu tveganju izgube kapitala.

Investitorjem ob tem koristi kazalnik, ki kaže, kakšna bi morala biti sprememba obrestne mere, da se to odrazi v obliki izgube kapitala v naložbenem portfelju (lahko jo imenujemo točka preloma). Ob predpostavki, da vsi drugi dejavniki ostanejo nespremenjeni, je naložbena kategorija z najvišjo točko preloma tista, ki bo v največji meri »kljubovala« dvigu obrestnih mer. S pomočjo kazalnika (Shermanov koeficient), ki so ga razvili v ameriški investicijski družbi DoubleLine, merimo pričakovani donos na enoto



mag. Rene Redžić

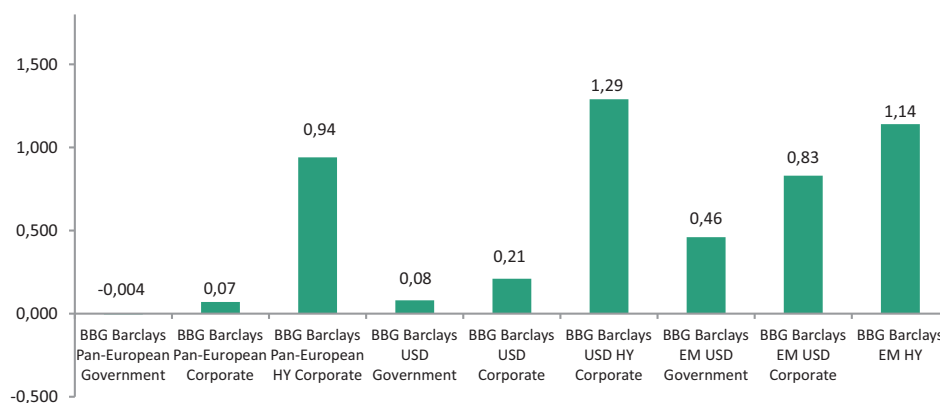
tveganja (donos/trajanje), kar nam omogoča ustrezno primerjavo med naložbenimi kategorijami. Interpretacija kazalnika je dokaj enostavna. Denimo, da dobimo vrednost kazalnika = 1.

V tem primeru velja, da bi se morale obrestne mere v prihodnjih 12 mesecih zvišati za 100 bazičnih točk (1 %), da bi se to odrazilo v negativni donosnosti portfelja. Nižji kot je kazalnik, manjša mora biti sprememba (rast) obrestne mere, da to negativno vpliva na donosnost portfelja.

Na Sliki 41 lahko na primeru reprezentativnih obvezniških indeksov iz družine Bloomberg Barclays ugotovimo, da je

Shermanov koeficient pod mejo 1, ki je bila nazadnje dosežena v obdobju pred finančno krizo, pri glavni naložbenih razredov, koeficient pa je izrazito nizek (celo negativen) pri evropskih državnih in podjetniških obveznicah znotraj naložbenega razreda. V primerjavi z letom 2019 se je koeficient v letošnjem letu ob vplivu pandemije covid-19 dodatno znižal, še zlasti pri ameriških državnih in kakovostnejših podjetniških obveznicah. Koeficient opazno naraste pri evropskih in ameriških podjetniških obveznicah zunaj naložbenega razreda (tako imenovanih high yield obveznicah – HY) ter podjetniških obveznicah znotraj in zunaj naložbenega razreda iz držav v razvoju (EM).

Slika 42: Shermanov koeficient



Vir: Bloomberg 2020, lasten izračun z dne 30. 11. 2020

V nadaljevanju podajamo pogled družbe Citi Research na pričakovane donose na dolžniških trgih v letu 2021. Donosi upoštevajo morebitno kapitalsko rast (izgubo) in donos iz prejetih obresti v lokalni valuti (brez valutnega ščitenja). Priporočila gredo v smeri zmanjšanja izpostavljenosti do državnih obveznic z območja evra in zvišanja pozicije pri kakovostnejših ameriških podjetniških obveznicah. Za investitorje ostajajo zanimive tudi obveznice iz držav v razvoju v lokalni valuti in trdnih valutah (zlasti v dolarjih), kjer je pričakovani donos nad-

povprečen. Prav tako po mnenju analitikov ni smiselno povečevati izpostavljenosti do ameriških podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda zaradi dolgoročno podpovprečnih kreditnih razmikov in rastočih stopenj neplačil obveznosti, ob globalnem okrevanju vidijo več prostora za rast pri evropskih obveznicah zunaj naložbenega razreda. V splošnem velja, da so pričakovani donosi v letu 2021 nizki, na nekaterih segmentih (državne obveznice) celo negativni.

Velika občutljivost državnih in kakovostnejših podjetniških obveznic za spremembe obrestnih mer.

Preglednica 11: Ciljne vrednosti in pričakovani donosi v lokalni valuti v letu 2021

	Spot*	Napoved	Donos v lokalni valuti
Državne obveznice**			
ZDA	0,84	1,25	-0,1 %
EMU	-0,19	0,16	-2,9 %
Nemčija	-0,58	-0,25	-5,2 %
Japonska	0,03	0,05	0,1 %
Velika Britanija	0,29	0,25	1,2 %
Države v razvoju (lokalna valuta)	-	-	5,1 %
Podjetniške obveznice***			
Citi US IG	106	100	1,8 %
Citi US HY	415	400	0,7 %
iBoxx EUR IG	71	50	0,3 %
iBoxx EUR HY	325	240	2,1 %
Citi ESBI EM v USD	340	310	4,3 %

* Podatki z dne 30. 11. 2020.

** Ciljne vrednosti se nanašajo na zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic, na primeru EMU gre za tehtano povprečje zahtevanih donosnosti, na primeru držav v razvoju za tehtano povprečje 5-letnih zahtevanih donosnosti.

*** Ciljne vrednosti se nanašajo na kreditne razmike v bazičnih točkah, pričakovani donos upošteva tudi stopnjo neplačil obveznosti in 60-odstotni delež poplačila.

Vir: Citi Research in Bloomberg 2020

Pričakujemo lahko nizke ali celo negativne donose.

ZDA – politika ničelne obrestne mere kot nova realnost

Ameriški Fed je v odzivu na pandemijo covida-19 na izrednih zasedanjih marca znižal ključno obrestno mero za skupaj 150 bazičnih točk, na trenutno raven med 0 in 0,25 %. Ob neomejenih odkupih dolžniških vrednostnih papirjev se spreminjajo tudi usmeritve Feda. V prihodnje tako centralna banka ne bo naglo dvigovala ključne obrestne mere kot odziv na nizko stopnjo brezposelnosti, s čimer bi lahko začasno dopustila višjo stopnjo inflacije od ciljnih 2 % (ciljala se bo torej povprečna stopnja inflacije). Monetarna politika bo posledično tudi v prihodnje precej ekspanzivno naravnana.

Zahtevana donosnost referenčnih 10-letnih ameriških državnih obveznic se trenutno giblje na ravneh blizu 0,9 %. Po zviševanju zahtevane donosnosti v drugi polovici leta 2019 in dokaj umirjenem začetku leta 2020 je sledilo marčevsko znižanje ključne

obrestne mere. Ob katastrofalnih makro-ekonomskih podatkih iz ZDA in posledično ekspanzivni monetarni politiki centralne banke so investitorji dobili nov razlog za povečanje izpostavljenosti do dolžniških naložb. Zahtevana donosnost referenčnih obveznic se je tako z ravni pri 1,9 % v začetku leta znižala na raven pod 1 % (lokalno dno v marcu pri 0,54 %).

Slika 43: Zahtevana donosnost 10-letne ameriške državne obveznice



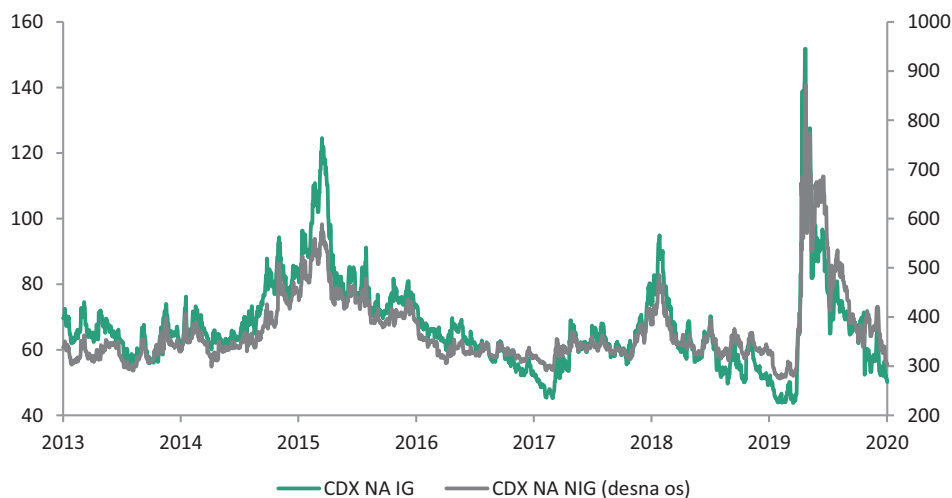
Vir: Bloomberg 2020

Zahtevane donosnosti
državnih in podjetniških
obveznic pod vplivom
pandemije

Projekcija obrestnih mer v ZDA nakazuje, da spremembe ključne obrestne mere v prihodnjem letu ne bo. Za nami so ameriške predsedniške volitve, z izvolitvijo demokratskega predsedniškega kandidata Bidna se je politično tveganje pomembno zmanjšalo. Najpomembnejši dejavniki, ki bodo vplivali na zahtevano donosnost obveznic, tako ostajajo ameriški Fed s svojo politiko ničelnih obrestnih mer, hitrost okrevanja ZDA po pandemiji covid-19 (vključujoč dostopnost cepiv) in predvidene fiskalne spodbude. Glede na retoriko Feda lahko pričakujemo nadaljnje povečevanje bilančne vsote centralne banke kot tudi ročnosti portfelja z namenom zmanjšanja pritiskov na dolgem delu krivulje donosnosti državnih obveznic. Posledično lahko predvidevamo, da bodo realne obrestne mere ostale negativne. Inflacijska pričakovanja so se po marčevskem upadu za 85 bazičnih točk v drugi polovici leta ponovno začela zviševati in so nekoliko nad ciljno stopnjo inflacije pri 2 % (trenutno pri 2,2 %). Največje tveganje za višje zahtevane donosnosti državnih obveznic pomenijo dejavniki, ki zvišujejo inflacijo (stimulativna fiskalna politika, višje cene energije, rast plač v primeru nižje brezposelnosti).

Pretekli donosi v segmentu ameriških podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Povečana nihajnost zaradi posledic pandemije covid-19 v ameriškem gospodarstvu se kaže v velikem povečanju kreditnih razmikov pri podjetniških obveznicah v marcu, so se pa kreditni razmiki v drugi polovici leta pomembno zmanjšali. Slika 43 prikazuje gibanje zamenjav kreditnega tveganja (CDS) na primeru ameriških družb. Primerjalni indeks Markit CDX NA IG kaže gibanje CDS na primeru 125 ameriških družb znotraj naložbenega razreda, Markit CDX NA HY pa gibanje CDS 100 ameriških družb zunaj naložbenega razreda.

Slika 44: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru ameriških družb



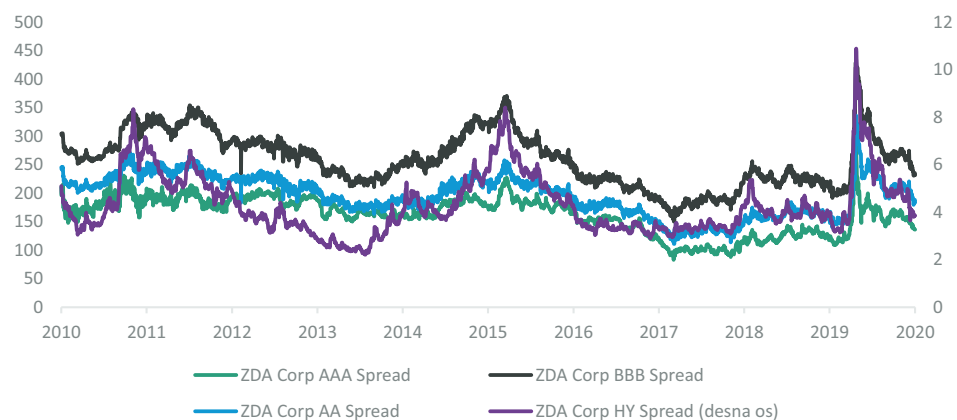
Vir: Bloomberg 2020

Opazna je pozitivna korelacija med tema naložbenima razredoma (korelacijski koeficient v zadnjih nekaj letih v povprečju znaša 0,82). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 253 bazičnih točk, kar je 61 bazičnih točk manj od zgodovinskega povprečja zadnjih petih let.

V primerjavi z referenčno 10-letno ameriško državno obveznico so razmiki pri podjetniških obveznicah pod povprečjem

zadnjih petih let. Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v segmentu obveznic BBB. Nadalje primerjava pokaže, da se razmiki med razredoma AAA in BBB niso bistveno spremenili, manjše razhajanje pa je nastalo med razredoma A in BBB (13 bazičnih točk pod dolgoročnim povprečjem v prid BBB). Zaznati je torej mogoče trend zmanjševanja razmikov med kakovostnejšimi in manj kakovostnimi podjetniškimi obveznicami.

Slika 45: Gibanje razmikov znotraj bonitetnih razredov



Vir: Bloomberg 2020

Razmiki pri podjetniških obveznicah pod dolgoročnimi povprečji

Na primeru ameriških podjetij zunaj naložbenega razreda ugotavljamo, da so kreditni razmiki v letu 2020 pod povprečno ravno 438 bazičnih točk, ki velja za obdobje zadnjih 10 let (trenutno 385 bazičnih točk). Sicer so razmiki na vrhu pandemije covid-19 v marcu presegli 1.000 bazičnih točk (10 %) in se v drugi polovici leta skrčili na ravni s konca leta 2019.

Bonitetna agencija Moody's v študiji ocenjuje, da bo stopnja neplačil obveznosti ameriških podjetij po osnovnem scenariju (v primeru globokega in kratkega zmanjšanja gospodarske aktivnosti) presegla globalno povprečje ter v prvem četrtletju 2021 predvidoma dosegla 11 % in se nato do konca leta znižala na 9 %. Ob uresničitvi optimističnega scenarija (kombinacija sprejetih monetarnih in fiskalnih spodbud, obvladovanja pandemije ter nadpovprečnega potrošniškega in podjetniškega zaupanja) pa se lahko stopnja neplačil obveznosti podjetij vrne na raven pred pandemijo pri 4,5 % ali se spusti pod njo. Najbolj izpostavljene panoge v času krize ostajajo nafta in plin, trgovina, mediji in založništvo ter hotelirstvo in dejavnosti za prosti čas.

Ključna priporočila: V ZDA je obrestno tveganje v letu 2021 omejeno navzdol. Ob okrevanju gospodarstva po pandemiji covid-19 in rastočih inflacijskih pričakovanjih (reflacijski scenarij) smo bolj naklonjeni državnim obveznicam na srednjem delu krivulje donosnosti. Pri podjetniških obveznicah smo bolj naklonjeni kakovostnejšim obveznicam, saj so kreditni razmiki pri manj kakovostnih obveznicah primerjalno pod dolgoročnimi povprečji. Nadalje lahko pričakujemo, da se bodo kreditni razmiki pri obveznicah znotraj naložbenega razreda vrnil na predkrizne ravni. Zanimiv ostaja tudi segment podjetniških obveznic zunaj naložbenega razreda in krajše ročnosti, a je potrebna selektivnost, saj se slabša kreditna kakovost izdajateljev, povečuje se njihov dolg kot posledica pandemije covid-19, prav tako pa se rahljajo kreditne zaveze izdajateljev dolga. Velika zadolženost podjetij trenutno ostaja podprta z nizkimi stroški zadolževanja, ki imajo oporo v izrazito ekspanzivni monetarni politiki Fed, tveganje prinašajo manjši pričakovani dobički podjetij.

Preglednica 12: Ključna priporočila za ZDA

Kategorija	Referenca	Kategorija
Državne obveznice	<	Podjetniške obveznice
IG	>	HY
Finančni sektor	<	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let/10–30 let (ročnost)	<	5–10 let/ (ročnost)

Zanimive kakovostnejše podjetniške obveznice

Evropa – dodatne monetarne spodbude kot odgovor na covid-19

Septembrska napoved ECB govori o osem odstotnem upadu BDP na območju evra v letu 2020 in pet odstotni gospodarski rasti v prihodnjem letu. Inflacija naj bi v letu 2021 dosegla 1 % (letos predvidoma 0,3 %), jedrna inflacija brez učinkov cen energije in hrane pa 0,9 %. Tveganja za nedoseganje napovedane gospodarske rasti se z drugim valom pandemije covida-19 v Evropi nekoliko povečujejo, pričakujemo lahko, da določene panoge tudi ob polnem okrevanju gospodarstva ne bodo več delovale v takšnem obsegu kot pred krizo. Na drugi strani so se evropska podjetja v preteklih letih razdolžila in pričakala nenadejane krizne razmere v dokaj dobri kondiciji.

ECB je v boju s pandemijo brezkompromisno sledila Fedu in aktivirala 750 milijard evrov težak program PEPP ter znesek odkupov znotraj programa na junijskem in decembrskem zasedanju povečala še za dodatnih 1.100 milijard evrov. Obseg programa presega 16 % BDP območja evra, predmet nakupov pa je nabor naložb, ki sega od državnih (vključujoč Grčijo, ki je zunaj naložbenega razreda) do podjetniških obveznic ter komercialnih zapisov z ročnostjo med 70 dni in 31 let (stanje odkupov konec novembra presega 696 milijard evrov). Obdobje, ko se bodo izvajali nakupi po programu PEPP, bo predvidoma trajalo do marca 2022, zapadle glavnice vrednostnih papirjev pa se bodo ponovno investirale vsaj do konca leta 2022. Prav tako se še naprej izvajajo nakupi v programu APP v obsegu 20 milijard evrov mesečno.

ECB v letošnjem letu ni spreminjala ključne obrestne mere in nadaljuje politiko ničelnih obrestnih mer. Ključna obrestna mera za območje evra tako ostaja pri 0 %. Nespremenjeni ostajata tudi obrestna mera za mejno posojanje, ki znaša 0,25 %, in

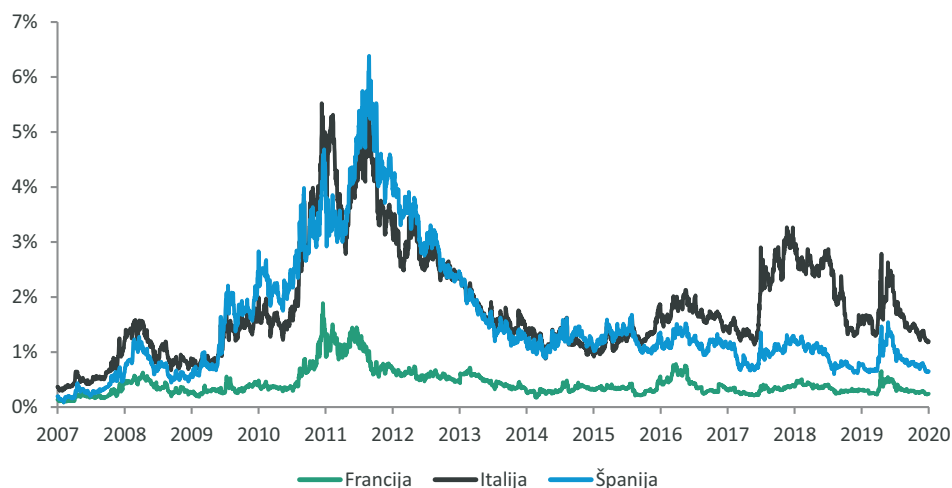
obrestna mera za deponiranje presežne likvidnosti bank, ki je pri -0,50 %. Glede na posledice, ki jih je utrpelo evropsko gospodarstvo, ni pričakovati, da bi ECB v kratkem posegala v obrestne mere. To še zlasti velja v okolju, kjer se je na račun fiskalnih ukrepov močno povečal javni dolg (v povprečju med 10 in 20 %) med pandemijo najbolj prizadetih držav (Španija, Italija, Grčija, Francija, Belgija).

V prvem četrtletju 2020 je bilo mogoče na območju z evrom zaznati trend upadajočih inflacijskih pričakovanj, ki so se z zapiranjem evropskega gospodarstva dodatno znižala (marčevsko dno pri 0,72 %), sledil je popravek navzgor v drugi polovici leta. Inflacijska pričakovanja so trenutno na ravneh z začetka leta, to je pri 1,2 %. Menimo, da ECB pri stopnji inflacije v prihodnjem letu ne bo dosegla svojega mandata, na kar nakazujejo projekcije mednarodnih organizacij za leto 2021. ECB je z monetarnimi spodbudami pomirila trge; ob močni podpori centralne banke in omejenih inflacijskih pričakovanjih (vpliv pandemije), kljub manjšim tveganjem (na voljo je cepivo, predvideno ponovno približevanje ZDA Evropi, zapirajo se odprta poglavja pri izstopu Velike Britanije iz EU) ni pričakovati, da bi se zahtevane donosnosti državnih obveznic jedrnih držav v prihodnjem letu drastično zvišale. Sprememba paradigme, ki spodbuja zadolževanje evropskih držav z namenom ponovnega zagona gospodarstva, daje podporo obveznicam iz perifernih držav (Španija, Italija, Grčija). V tej luči lahko razumemo tudi odziv bonitetnih agencij, ki so za omenjene države potrdile stabilne izglede bonitetnih ocen in teh vsaj kratkoročno ne bodo spreminjale.

Slika 45 prikazuje razmike v donosnosti izbranih državnih obveznic v primerjavi z referenčno nemško državno obveznico. Na primeru Francije znaša trenutni razmik 24 bazičnih točk, na primeru Italije 120 in na primeru Španije 65 bazičnih točk. Razmiki

so pod dolgoročnim povprečjem zadnjih 10 let (Francija 23 bazičnih točk pod povprečjem, Italija 90 bazičnih točk pod povprečjem, Španija 115 bazičnih točk pod povprečjem).

Slika 46: Razmiki v donosnosti v primerjavi z nemško 10-letno obveznico



Vir: Bloomberg 2020, lasten izračun z dne 30. 11. 2020

Gospodarsko okolje
naklonjeno perifernim
državam

Pretekli ustvarjeni donosi v segmentu evropskih podjetniških obveznic v prihodnje ne dajejo več veliko manevrskega prostora za rast. Čeprav imamo pri evropskih družbah opravka z rekordnimi razlikami med stroški kapitala in stroški dolga, ostajajo družbe pri svoji finančni strategiji dokaj konservativne. Zadolževanje med pandemijo je bilo tako namenjeno zlasti povečanju likvidnostnih rezerv, ki zagotavljajo bolj stabilno in predvidljivo poslovanje.

Bonitetna agencija Moody's v študiji ocenjuje, da bo stopnja neplačil obveznosti evropskih podjetij po osnovnem scenariju (v primeru globokega in kratkega zmanjšanja gospodarske aktivnosti) v prvem četrtletju 2021 zrasla na 6 % in se nato do konca leta znižala na 5 %, kar je pod globalnim povprečjem. Ob uresničitvi optimističnega scenarija (kombinacija sprejetih monetarnih

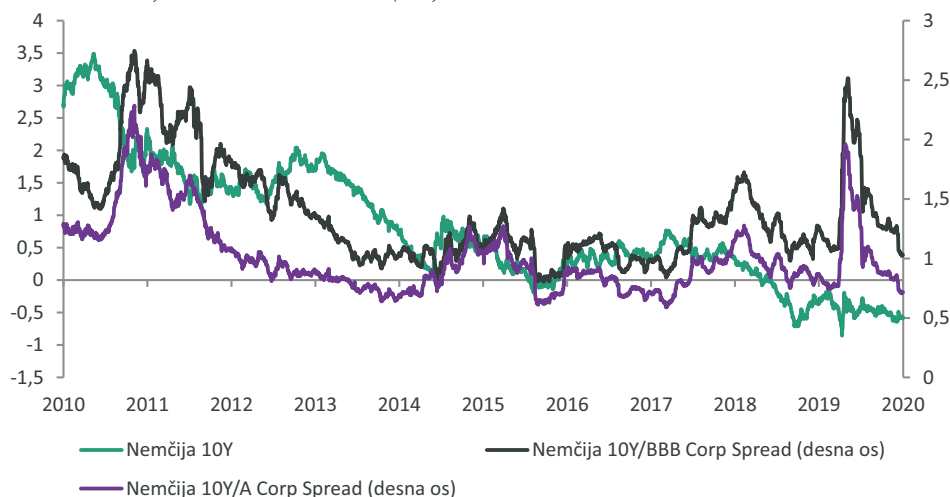
in fiskalnih spodbud, obvladovanja pandemije ter velikega potrošniškega in podjetniškega zaupanja) pa se lahko stopnja neplačil obveznosti podjetij vrne na raven pred pandemijo blizu 4 % ali se spusti pod njo.

V primerjavi z referenčno 10-letno nemško državno obveznico so se razmiki pri podjetniških obveznicah znotraj naložbenega razreda glede na trenutno stanje v zadnjem četrtletju 2020 zmanjšali pod povprečje zadnjih 10 let (za 26 bazičnih točk). Znotraj posameznih bonitetnih razredov so se razmiki najbolj zmanjšali v razredu obveznic BBB, sledijo obveznice razreda A. Nadalje primerjava pokaže, da so se razmiki med razredoma AAA in BBB zmanjšali pod dolgoročna povprečja, podobno velja tudi za razreda A in BBB (AAA/BBB za 35 bazičnih točk, A/BBB za štiri bazične točke pod povprečjem). V začetku leta je

povprečen razmik med referenčno 10-letno nemško državno obveznico in podjetniškimi obveznicami znotraj naložbenega razreda znašal 94 bazičnih točk. Na vrhuncu

pandemije v marcu in aprilu so razmiki presegli 210 bazičnih točk in se nato v drugi polovici leta spustili na trenutne ravni pod 90 bazičnimi točkami.

Slika 47: Gibanje razmikov državne vs. podjetniške obveznice

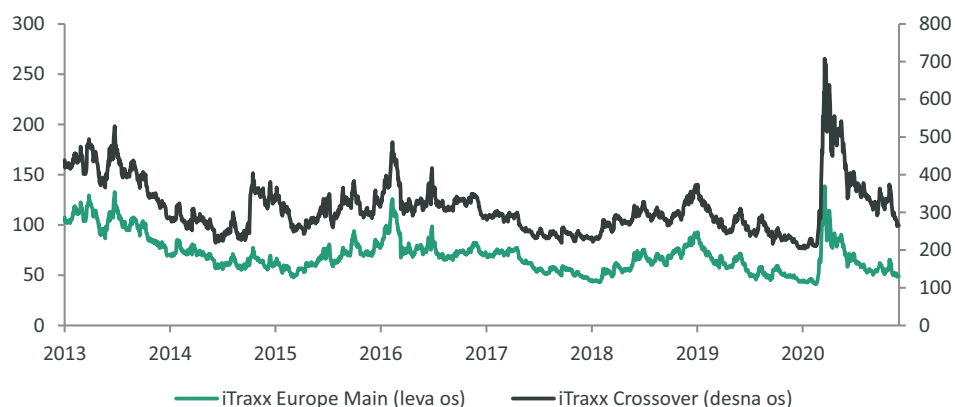


Vir: Bloomberg 2020, lasten izračun z dne 30. 11. 2020

Primerjalni indeks iTraxx Europe Main prikazuje gibanje CDS na primeru 125 evropskih družb znotraj naložbenega razreda, iTraxx Crossover pa gibanje CDS 75 evropskih družb zunaj naložbenega razreda. V obdobju po dolžniški krizi se kreditni razmiki v obeh naložbenih razredih obveznic gibljejo v podobni smeri (korelacijski koeficient v zadnjih šestih letih v povprečju znaša 0,89). Razmik med obveznicami znotraj in zunaj naložbenega razreda trenutno znaša 216 bazičnih točk, kar je 17 bazičnih točk pod zgodovinskim povprečjem zadnjih sedmih let. Ob širjenju pandemije v Evropi so bile obveznice zunaj naložbenega razreda podvržene nadpovprečni nihajnosti na trgih, razmiki pa so presegli 700 bazičnih točk. V drugi polovici leta so se razmiki pomembno zmanjšali, v primerjavi z začetkom leta 2020 pa so še zmeraj dobrih 58 bazičnih točk višje (trenutno pri 265 bazičnih točkah).

Tveganja v segmentu podjetniških obveznic so se ob velikem napredku pri cepivih v zadnjem četrtletju 2020 pomembno zmanjšala, a ostajajo tudi v prihodnje povečana. ECB bo predvidoma nadaljevala politiko ničelnih obrestnih mer in ohranjala ekspanzivno monetarno politiko, sledijo fiskalni ukrepi na ravni držav, ki bodo imeli pomemben povezovalni učinek na poti do okrevanja evropskega gospodarstva. Inflacijska pričakovanja kljub predvidenemu okrevanju evropskega gospodarstva vsaj na kratek rok ostajajo nizka (veliko razhajanje med dejansko in potencialno ekonomsko aktivnostjo, tveganje višje brezposelnosti ob nadaljevanju pandemije), na srednji rok pa je reflacijski scenarij uresničljiv. Največje tveganje za rastoče kreditne razmike pomenijo dejavniki, ki zvišujejo inflacijo (zlasti fiskalne spodbude), ter zgodovinsko gledana močna korelacija med kreditnimi razmiki ameriških in evropskih podjetij (po podatkih investicijske banke Societe Generale znaša korelacija med segmentoma, merjena od leta 2004, 90 %).

Slika 48: Gibanje zamenjav kreditnega tveganja na primeru evropskih družb iz nefinančnega sektorja



Vir: Bloomberg 2020

Evropske družbe okrevajo po pandemiji, dolg je vzdržen.

Ključna priporočila: ECB je s programom PEPP in drugimi monetarnimi spodbudami uspelo stabilizirati trge, politika ničelnih obrestnih mer centralne banke se nadaljuje. Evropsko gospodarstvo je na poti popandemičnega okrevanja, inflacijska pričakovanja so kratkoročno omejena navzdol. Analitiki ne pričakujejo večjih pritiskov na kratkoročnem delu krivulje donosnosti, spremembe na dolgoročnem delu krivulje bodo tako odvisne zlasti od zahtevane premije za ročnost, ki se ob okrevanju gospodarstva lahko pričakovano

zviša. Kljub podpovprečnim razmikom v donosnosti smo bolj naklonjeni državnim obveznicam iz perifernih držav, ki imajo močno oporo v ECB in predvidenem gospodarskem okrevanju. Podjetniške obveznice ostajajo zanimiva naložbena kategorija, zlasti kakovostne podjetniške obveznice znotraj naložbenega razreda, kjer je ponudba dolga omejena. Prav tako bi v ospredje postavili obveznice izdajateljev iz cikličnih sektorjev zunaj naložbenega razreda in krajše ročnosti.

Preglednica 13: Ključna priporočila za Evropo

Kategorija	Preferenca	Kategorija
Podjetniške obveznice	>	Državne obveznice
IG	>	HY
Finančni sektor	<	Nefinančni sektorji
Podrejeni dolg (banke)	>	Navadni dolg (banke)
0–5 let / 10–30 let (ročnost)	<	5–10 let (ročnost)

Zanimive kakovostne podjetniške obveznice in manj kakovostne obveznice ciklikov

Trgi v razvoju – pozitiven pokoronski moment, potrebni previdnost in selektivnost

Investitorji v državah v razvoju so bili v letu 2020 kljub pandemiji covida-19 in močnejšemu popravku v marcu deležni rasti na dolžniških trgih. Reprezentativni indeks JP Morgan EM Bond, ki ga sestavljajo pretežno državne obveznice iz držav v razvoju, je vse do konca letošnjega novembra zrasel za dobre 4 %. Razmik nasproti ameriškim referenčnim obveznicam znaša trenutno 350 bazičnih točk, kar je 73 bazičnih točk več kot na začetku leta.

Razmiki so se tako približali povprečju zadnjih 10 let, ki trenutno znaša 359 bazičnih točk. Ob globalnem okrevanju gospodarstva lahko pričakujemo, da se bodo razmiki postopoma zmanjšali. Tveganje, povezano z ameriški predsedniškimi volitvami, je odpravljeno, ostajajo pa geopolitična in specifična državna tveganja. Ekspanzivna monetarna politika Fed znižuje premijo za tveganje na trgih v razvoju.

Slika 49: Gibanje indeksa obveznic iz držav v razvoju in razmikov glede na 10Y ZDA



Vir: Bloomberg 2020

Globalno okrevanje po pandemiji ob vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. Ob nižji inflaciji (vpliv covida-19) in stabilnejših valutah se odpira prostor za nadaljevanje ohlapnejše monetarne politike centralnih bank, kar daje podporo dolžniškim trgom, še zlasti kakovostnejšemu državnemu dolgu. Nadalje bi omenili manj kakovosten dolg držav izvoznic surovin (zlasti iz Latinske Amerike in Afrike), ki ima ob stabilizaciji surovinskih trgov in globalnem okrevanju gospodarstva dobro podlago za rast.

Čeprav je bilo leto 2020 za države v razvoju zahtevno, zlasti za tiste, ki jih je pandemija najbolj prizadela (Indija, Brazilija, Mehika), lahko prej navedeni dejavniki ob fiskalnih spodbudah držav privedejo do ponovnega stekanja kapitala na dolžniške trge teh držav. Zlasti to velja v okolju, kjer so zahtevane donosnosti obveznic razvitih držav na zgodovinsko nizkih ravneh.

Potrebni bosta previdnost in selektivnost.

Pri tem sta potrebni previdnost in selektivnost. To in prihodnje leto bodo namreč zaznamovala številna prestrukturiranja dolga, ki je dosegel rekordne vrednosti (Argentina, Ekvador, Zambija, Libanon), v primeru neobvladovanja pandemije pa se lahko razmere hitro poslabšajo. Na drugi strani so poleg Kitajske, ki je okrevala že v drugi polovici letošnjega leta, pričakovanja analitikov glede hitrosti okrevanja najboljša za Peru, Indijo, Filipine, Mehiko, Tajsko ter Malezijo.

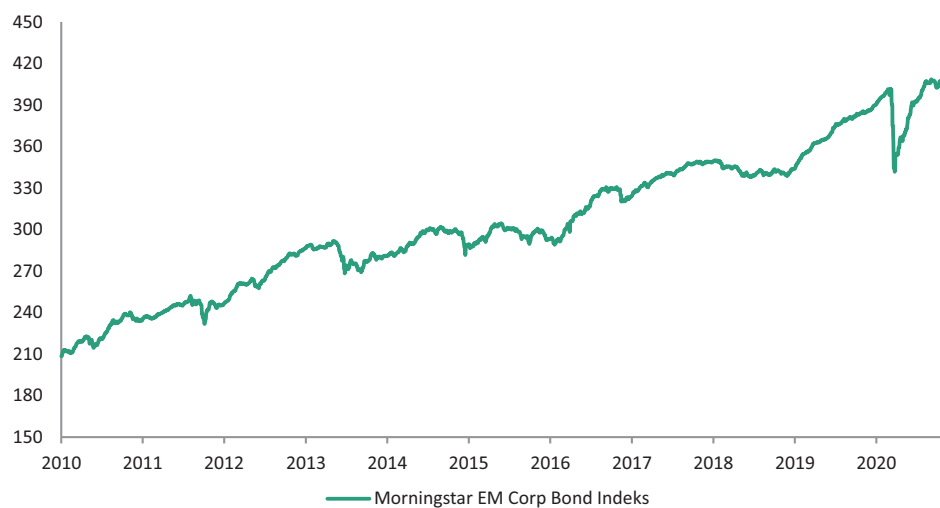
Investitorji so bili deležni nadpovprečne rasti tudi v segmentu podjetniških obveznic (reprezentativni indeks Morningstar EM Corporate Bond, ki ga sestavljajo podjetniške obveznice iz držav v razvoju, je vse do konca letošnjega novembra zrasel za dobrih 6 %), razmiki v primerjavi z referen-

čnimi ameriškimi podjetniškimi obveznicami pa so na povprečnih ravneh. Trenutni stroški zadolževanja, stabilizacija surovinskih trgov in globalno popandemično okrevanje govorijo v prid uspešnemu poslovanju podjetij s trgov v razvoju v letu 2021.

Finančni vzvod podjetij se povečuje, povečuje se tudi delež izdajateljev dolga nižje kakovosti kot tudi delež izdajateljev, pri katerih je mogoče znižanje bonitetne ocene. Stopnja neplačil obveznosti podjetij iz držav v razvoju sledi globalnim cikličnim faktorjem in naj bi se po ocenah bonitetnih hiš v letu 2021 zvišala ter presegla 5 %, kar pa je manj od globalnega povprečja. Posledično ostajajo podjetniške obveznice (tako znotraj kot tudi zunaj naložbenega razreda) zanimiva naložbena kategorija.

Slika 50: Gibanje indeksa podjetniških obveznic iz držav v razvoju

Podjetniške pred državnimi obveznicami



Vir: Bloomberg 2020

Ključna priporočila: Globalno okrevanje po pandemiji ob vzdržni inflaciji daje podporo trgov v razvoju. Znotraj segmenta državnih obveznic smo bolj naklonjeni državam z ohlapnejšo monetarno politiko ter ob stabilizaciji surovinskih trgov tudi državam izvoznicam surovin in nafte. Stroški

zadolževanja podjetij iz držav v razvoju so se v drugi polovici leta pomembno znižali, finančni vzvod podjetij se povečuje. Pričakujemo lahko postopno zviševanje stopnje neplačil obveznosti podjetij, a trenutni razmiki govorijo v prid podjetniškim obveznicam.

Priporočila

- Prepričani smo, da bo gospodarsko okrevanje v letu 2021 bolj intenzivno, kot trenutno pričakujejo analitiki. Učinkovita cepiva so glavni razlog, da bomo v drugi polovici leta priča normalizaciji gospodarske aktivnosti. Posledično bodo podjetja močno povečala svoje dobičke.
- Prav tako pričakujemo, da centralne banke in države ne bodo ponovile napak iz preteklosti in prehitro umaknile svoje spodbude. Inflacija še vsaj naslednji dve do tri leta ne bo težava.
- Velika gospodarska rast, velika rast dobičkov in nizke obrestne mere so idealno okolje za delnice. Te so v novem pozitivnem trendu (biku) in so mnogo bolj atraktivne od obveznic, predvsem v okolju močnega gospodarskega okrevanja in velike rasti dobičkov. Vrednotenja delnic so sicer povišana, vendar daleč od ravni, na katerih se nahajajo obveznice. Premija za tveganje ostaja zgodovinsko visoka. Rast delnic pa ne bo tako silovita, kot je bila od marca do konca leta 2020.
- Pri delnicah pričakujemo, da se bo rotacija nadaljevala v smeri bolj cikličnih sektorjev in value naložb. Te so v recesiji zaradi covida-19 močno zaostale. Ob normalizaciji gospodarske aktivnosti bodo delno nadoknadile svoj zaostanek za »ostani doma« delnicami. Obstaja pa dvom, ali jim bo uspelo priti na ravni izpred krize, saj se je struktura gospodarstva spremenila. Premik k bolj cikličnim sektorjem in value naložbam favorizira trge zunaj ZDA, kjer prevladujejo bolj defenzivni sektorji (vključujoč tehnološkega).
- Tehnološke in growth delnice bodo v tem okolju zaostale, ne bo pa to podobna zgodba, kot je bila leta 1999. Za tak razplet so potrebne višje obrestne mere, za katere pa menimo, da bodo konec leta 2021 le malenkost višje, kot so danes. Določeni segmenti delniškega trga sicer vseeno izkazujejo prevelik pohlep vlagateljev. Poleg tega so tehnološka in growth podjetja na pravi strani strukturnih trendov (digitalna transformacija, ESG), tako da pretiranega odmika od teh podjetij ne priporočamo.
- Obveznicam nismo naklonjeni, saj so zahtevane donosnosti na podpovprečnih ravneh, ob okrevanju gospodarstva in rastočih inflacijskih pričakovanjih pa se lahko v tem naložbenem segmentu udejanji deflacijski scenarij.
- Med obveznicami ostajajo ob marčevskem popravku in glede na povprečne kreditne razmike zanimive obveznice iz držav v razvoju v lokalni in trdnih valutah. Ob popandemičnem okrevanju imajo nekaj prostora za rast tudi evropske obveznice zunaj naložbenega razreda. V splošnem velja, da so pričakovani donosi v letu 2021 nizki, v nekaterih segmentih (državne obveznice) celo negativni.
- Glavna tveganja v letu 2021 so zapleti okrog cepljenja prebivalstva in predčasen umik pomoči držav, dolgoročno pa višja inflacija in višje obrestne mere. To bo postavilo pod vprašaj trenutna vrednotenja delnic. Prav tako pričakujemo nadaljevanje trenj med ZDA in Kitajsko.



Damjan Kovačič

ESG-investiranje je največja temeljna sprememba v investicijskem svetu od pojava odprtih investicijskih skladov

Cunami ESG prihaja: ni več poti nazaj

Trendi v družbeno odgovornem oziroma ESG-investiranju

V lanskim izdaji Naložbenega mozaika smo uvodoma zapisali, da je »duh ESG nepovratno ušel iz steklenice in bo v naslednjih letih do temeljev pretresel konservativno finančno industrijo«. Brez pretiravanja lahko zatrdimo, da je ESG-investiranje največja temeljna sprememba v investicijskem svetu od pojava odprtih investicijskih skladov (ETF), pomembnejša, kot je direktiva MIFID II za udeležence na finančnih trgih, večja od direktive UCITS za industrijo vzajemnih skladov, Basla IV za banke in Solventnosti II za zavarovalno industrijo.

PwC v svojem poročilu govori o trajnostnih finančnih produktih kot »priložnosti stoletja« in identificira štiri glavne katalizatorje, ki poganjajo ESG-revolucijo: 1) regulatorni okvir, 2) nadpovprečne donose trajnostnih skladov ESG, 3) rast investicijskega povpraševanja in 4) premike v družbenih vrednotah, do katerih prihaja zaradi posledic pandemije covid-19.

V zadnjih letih rekordni prilivi sredstev v finančne produkte ESG brez dvoma potrjujejo, da postaja etični ali trajnostni ali družbeno odgovorni pristop k investiranju najpomembnejši investicijski trend naše generacije, ki bo revolucionarno spremenil način poslovanja finančne industrije.

Podobno, kot je dogajanje v letošnjem letu zaznamoval nepredvidljivi globalni izbruh pandemije covid-19, bo leto 2021 v evropski finančni industriji zaznamoval dolgo pričakovani zakonodajni okvir za ESG, ki ima za cilj brezpogojno mobilizacijo

finančnega sektorja, javnih delniških družb in investorjev pri podpori trajnostnemu razvoju.

Pri opisu neponovljivega leta 2020 nam pride na misel znana Leninova izjava, da »obstajajo desetletja, ko se ne zgodi nič, in so tedni, ko se zgodi desetletje«, to trditev pa lahko uporabimo tudi za ponazoritev tektonskih sprememb, ki čakajo finančno industrijo z uvedbo trajnostnega zakonodajnega okvira za ESG, katerega prvi paket bo stopil v veljavo 10. marca 2021, dokončno pa bo implementiran leto dni pozneje.

Veseli nas, da bo, enkrat za spremembo, Evropa tista, ki bo s svojim odločnim in brezkompromisnim zakonodajnim naporom očitno imela pionirsko vlogo pri aktivni promociji trajnostnega razvoja, s čimer bo preusmerila finančni kapital v etične in družbeno odgovorne naložbe s posebnim poudarkom na preprečevanju podnebnih sprememb in ničelni stopnji neto emisij toplogrednih plinov do leta 2050, vzpostavljanju trajnostnih globalnih dobavnih verig in boju proti alarmantni degradaciji biotske raznovrstnosti. Poročilo WWF Living Report 2020 na primer pravi, da se je v zadnjih 50 letih živalska populacija sesalcev, ptic, dvoživk, plazilcev in rib zmanjšala za 68 %.

Finančni sektor ima na ta način edinstveno priložnost, da rehabilitira svojo negativno javno podobo, saj je bil eden od neposrednih krivcev za nastanek velike finančne krize (2007–2009), danes pa se

lahko pohvali, da sodeluje v prvih bojnih linijah fronte za doseganje ciljev trajnostnega razvoja iz Agende ZN 2030 in pariškega podnebnega sporazuma.

ZDA se bodo pod novo Bidnovo administracijo ponovno pridružile pariškemu sporazumu in se resneje posvetile boju proti podnebnim spremembam s predlaganim 2.000 milijard dolarjev težkim trajnostnim

stimulativnim paketom, ki naj bi bil usmerjen v zeleno energijo, elektromobilnost, infrastrukturo in do okolja prijazno industrijo. Prav tako si lahko obetamo konkretne zakonodajne korake v smeri trajnostnih razkritij po vzoru evropskega SFDR, vendar pa ob pat položaju oziroma prevladi republikancev v senatu ne moremo pričakovati revolucionarnih sprememb.

Prilivi v družbeno odgovorne sklade ESG v letu 2020

Najbolj obsežen, celovit in podroben pregled trendov in aktivnosti na področju naložb ESG po regijah in strategijah izdaja vsaki dve leti Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) v publikaciji Global Sustainable Investment Review, ki ga za leto 2020 pričakujemo v začetku leta 2021.

Podatki Morningstarjeve analize prilivov sredstev v sklade, osredotočene na ESG, do letošnjega tretjega četrtnetja potrjujejo, da ostajajo družbeno odgovorni skladi ESG edina kategorija, kjer imamo nadpovprečne neto prilive v delniške sklade. V prvih treh četrtnetjih so bili namreč čisti prilivi sredstev v sklade ESG skoraj dvakrat večji kot lani in so znašali okoli 200 milijard dolarjev, kar pomeni, da bomo tudi v letu 2020 verjetno dosegli 20-odstotno povprečno letno rast sredstev ESG v upravljanju.

Zanimivo je, da so bili čisti prilivi izjemno dobri tudi v prvih treh mesecih letošnjega leta, med prvim valom epidemije covid-19, saj so znašali okoli 40 milijard dolarjev. To je resda za okoli 30 % manj kot v zadnjem četrtnetju 2019, vendar gre za fantastičen rezultat v primerjavi s čistimi odlivi sredstev iz preostalih skladov, ki so po podatkih

Morningstarja v tem obdobju dosegli 385 milijard dolarjev.

Sredstva v upravljanju trajnostnih, ESG-skladov so v tretjem četrtnetju 2020 dosegla rekordno vrednost 1.260 milijard dolarjev, kar je za 19 % več kot prejšnje četrtnetje, prav tako pa smo dobili rekordno število 166 novih na ESG osredotočenih skladov, ki jih je zdaj skupaj 3.774. Po pričakovanjih ostaja Evropa neprebojna trdnjava trajnostnega investiranja z več kot 80-odstotnim deležem vseh sredstev, ki so za nameček prvič preseгла 1.000 milijard dolarjev.

Če analiziramo prilive v evropske trajnostno naravnane sklade po naložbenih kategorijah, ugotovimo, da so letos levji delež prilivov pritegnili aktivno upravljani skladi (tri četrtnetja prilivov) in delniški skladi, ki so pritegnili tri petine celotnih prilivov. V tretjem četrtnetju so v Evropi skladi ESG z 62 milijardami dolarjev pritegnili 40 % vseh čistih prilivov v evropske investicijske sklade, njihova sredstva v upravljanju pa so se povečevala za šestkrat hitreje kot pri preostalih skladih.

Družbeno odgovorni ESG skladi ostajajo edina kategorija, kjer beležimo nadpovprečne neto prilive v delniške sklade.

V svojem poročilu 2022 *The Growth Opportunity of the Century* PwC ocenjuje, da se bodo po najbolj ugodnem scenariju sredstva v upravljanju skladov ESG do leta 2025 potrojila, njihov tržni delež na evropskem trgu pa naj bi s 15 zrasel na 57 %. V raziskavi med 1.300 upravljalci,

institucionalnimi in malimi vlagatelji je kar tri četrtine vprašanih odgovorilo, da bodo do leta 2022 prenehali kupovati klasične investicijske sklade in se preusmerili v trajnostne, ESG-sklade, ki bodo klasificirani po 8. in 9. členu SFDR.

Nova zakonodaja: EU, pionirka ESG-investiranja, v centru trajnostnega razvoja

V zapletenem in medsebojno prepletenem svetu se na vseh področjih življenja in poslovanja dan za dnem srečujemo z dejstvom, da so največkrat šele skrajni roki in zakonodajna prisila tisti, ki nas spodbudijo h konkretnim korakom in dejanjem. Nič drugače ni na področju etičnega ali družbeno odgovornega investiranja, ki naj bi pomagalo doseči konkretne in merljive cilje trajnostnega razvoja. Predlogi regulativnih sprememb evropske komisije, ki bodo stopili v veljavo 10. marca 2021, imajo za cilj transparentnost in dolgoročno trajnostno usmerjenost finančnih dejavnosti.

Trajnostni zakonodajni paket v Evropski uniji sestavljata Uredba o razkritjih, povezanih s trajnostjo, v sektorju finančnih storitev (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* ali tako imenovana direktiva SFDR), ki je bila sprejeta 27. novembra 2019, in Uredba o vzpostavitvi okvira za spodbujanje trajnostnih naložb z dne 18. junija 2020 (znana tudi pod imenom taksonomija EU), ki določa merila za ugotavljanje, ali se neka gospodarska dejavnost šteje kot okoljsko trajnostna.

Prihajajoči evropski regulatorni okvir (SFDR in taksonomija EU) izhaja iz šestih temeljnih okoljskih ciljev EU: blažitev podnebnih

sprememb, prilagajanje podnebnim spremembam, trajnostna raba ter varstvo vodnih in morskih virov, prehod na krožno gospodarstvo, preprečevanje in nadzorovanje onesnaževanja ter varstvo in obnova biotske raznovrstnosti in ekosistemov.

V 3. členu taksonomija EU opredeljuje »okoljsko trajnostno gospodarsko dejavnost« kot dejavnost, ki bistveno prispeva k vsaj enemu od šestih okoljskih ciljev, ki ne škoduje bistveno nobenemu od okoljskih ciljev, njihovo izvajanje poteka v skladu z minimalnimi socialnimi zaščitnimi ukrepi in izpolnjuje tehnične kriterije, ki jih bo do konca leta predstavila tehnična ekspertna skupina za trajnostne finance (TEG).

SFDR opredeljuje »trajnostno naložbo« kot »naložbo v gospodarsko dejavnost, ki prispeva k okoljskemu cilju, kot se izmeri na primer s ključnimi kazalniki za učinkovito rabo virov energije, obnovljivih virov energije, surovin, vode in tal ter ustvarjanje odpadkov in emisij toplogrednih plinov, ali za njene vplive na biotsko raznovrstnost in krožno gospodarstvo, ali naložbo v gospodarsko dejavnost, ali ki prispeva k socialnemu cilju, zlasti naložbo, ki prispeva k odpravljanju neenakosti, ki spodbuja socialno kohezijo, socialno vključevanje in

Predlogi regulativnih sprememb EU, ki bodo stopili v veljavo 10. marca 2021, imajo za cilj transparentnost in dolgoročno trajnostno usmerjenost finančnih dejavnosti.

delovna razmerja, ali naložbo v človeški kapital oziroma ekonomsko ali socialno prikrajšane skupnosti, pod pogojem, da take naložbe ne škodujejo bistveno kateremu od teh ciljev in da družbe, v katere se vlaga, spoštujejo prakse dobrega upravljanja, zlasti glede dobrih upravljaljskih struktur, odnosov z zaposlenimi, plačilom osebja in spoštovanjem davčnih predpisov.«

TEG je marca letos objavila 593 strani dolgo Tehnično poročilo o taksonomiji (Taxonomy Report: Technical Annex) s posodobljeno metodologijo in tehničnimi merili za pregled trajnostnih okoljskih naložb.

Evropska komisija na prvo mesto pri uveljavljanju trajnostne regulative postavlja blažitev posledic podnebnih sprememb in prilagajanje nanje, zato bo TEG do konca leta prioriteto vzpostavil tako imenovano podnebno taksonomijo L2 – Level 2 za okoli 70 gospodarskih dejavnosti. Ta podnebna

priporočila TEG bo nato evropska komisija sprejela in objavila v obliki zavezujočega delegiranega akta, tako da bi se lahko začela v celoti uporabljati do konca leta 2021. Za druge štiri cilje naj bi bila taksonomija po načrtih vzpostavljena do konca leta 2021, tako da bi jo lahko začeli implementirati do konca leta 2022.

Nekatere dejavnosti, kot sta solarna energija in postavitve polnilnih postaj za električna vozila, bodo avtomatsko izpolnjevale tehnična merila, pri drugih pa bodo potrebni specifični certifikati, kot so na primer tisti za trajnostno gospodarjenje z gozdovi in zemljišči, ali pa bodo njihovi ključni kazalniki obratovanja vezani na najvišje dovoljene emisije toplogrednih plinov. Te tehnične kriterije bo redno pregledovala novoustanovljena Platforma za trajnostne finance, in sicer vsaka tri leta za kritične prehodne dejavnosti in vsakih pet let za vse preostale.

Kako bo trajnostna zakonodaja vplivala na vlagatelje in udeležence na trgih?

Za vlagatelje, družbe za upravljanje, banke, zavarovalnice, finančne svetovalce in zavarovalniške posrednike se bo nova trajnostna regulativa preslikala v spremembe direktiv UCITS, Solventnost II, MiFID 2 in direktive o distribuciji zavarovalnih produktov. V praksi to pomeni, kot pravi mag. Gregor Pipan, da finančni svetovalci in zavarovalni posredniki kmalu ne bodo več presojali primernosti finančnih produktov samo z vidika profila tveganja, temveč bodo morali začeti preverjati tudi nefinančne preference stranke – to je spoštovanje načel trajnostnega, ESG-investiranja in skladno z odgovori strankam

svetovati primerne »zelene« finančne produkte.

Udeleženci na finančnih trgih, kamor sodijo družbe za upravljanje, pokojninski skladi ter banke in zavarovalnice, ki ponujajo svoje finančne produkte v EU, bodo morali do konca leta 2021 objaviti razkritja, ki bodo v skladu s taksonomijo EU. Investicijske družbe, ki bodo ponujale »zelene«, »ESG« ali »trajnostne« finančne produkte, bodo morale jasno razkriti, v kolikšni meri in kako njihove naložbe ustrezajo kriterijem iz taksonomije EU.

Investicijske družbe, ki bodo ponujale »zelene«, »ESG« ali »trajnostne« finančne produkte, bodo morale jasno razkriti v kolikšni meri in kako njihove naložbe ustrezajo kriterijem iz EU taksonomije.

Z EU taksonomijo usklajene trajnostne naložbe so v zadnjih letih v vseh časovnih obdobjih ustvarile bistveno višje donose od ostalih delnic, še posebej v primerjavi z okoljsko problematičnimi »umazanimi« naložbami.

Ponudniki čistih trajnostno osredotočenih skladov, ki bodo klasificirani po 9. členu SFDR, bodo morali eksplicitno razkriti, h katerim okoljskim ciljem prispevajo njihove naložbe in kolikšen delež naložb, izražen v deležu sredstev v upravljanju, je usklajen s taksonomijo EU.

Ponudniki preostalih družbeno odgovornih skladov ESG, ki načrtno vključujejo dejavnike ESG v svoje investicijske odločitve in ki bodo klasificirani po 8. členu SFDR, sicer ne bodo zavezani k tako strogim razkritjem kot čisti trajnostno osredotočeni skladi, bodo pa morali vlagateljem razkriti metodologijo vključitve dejavnikov ESG, tehnične kriterije upoštevanja trajnostnih meril in informacijo o tem, kako njihove naložbe ne povzročajo bistvene škode trajnostnim okoljskim ciljem (upoštevanje načela: »do no significant harm«).

Za preostale finančne produkte pa bo stopila v veljavo zahteva »comply or

explain«, »upoštevati ali razložiti«, kar pomeni, da bodo morali skladi zagotavljati enako raven razkritij kot pri »trajnostnih naložbah« ali pa eksplicitno zapisati, da »naložbe, ki so zastopane v finančnem produktu, ne upoštevajo kriterijev EU za okoljsko trajnostne naložbe«. Prav tako SFDR od udeležencev na finančnih trgih, »kadar ne upoštevajo škodljivih vplivov investicijskih odločitev na dejavnike trajnosti«, zahteva, da na spletni strani objavijo »jasne razloge, zakaj tega ne storijo, po potrebi vključno z informacijami, ali in kdaj nameravajo take škodljive vplive upoštevati«.

Za vse finančne produkte bo po novem veljalo, da bodo morali razkriti, kako v procesu sprejemanja investicijskih odločitev vključujejo trajnostna tveganja in kakšne posledice bi to lahko imelo za njihove donose (vir: Barclays, ESG Research).

Kakšne donose so zadnja leta dosegale trajnostne delniške naložbe?

Citi Research je pred kratkim objavil zanimivo statistiko o tem, kakšne donose so v zadnjih letih dosegale košarice čistih trajnostnih delniških naložb, ki so že zdaj strogo usklajene s taksonomijo EU, v primerjavi s tistimi, ki niso skladne s taksonomijo EU. V zadnjih treh letih so s taksonomijo EU usklajene delniške naložbe

v vseh časovnih obdobjih ustvarile bistveno boljše tveganju prilagojene donose kot delnice na razvitih trgih, posebej velik pa je bil njihov presežni donos v primerjavi s tistimi »umazanimi« naložbami, ki ne podpirajo okoljsko trajnostnih gospodarskih dejavnosti.

Preglednica 14: Donosi delniških portfeljev po taksonomiji EU

Naložbeni horizont	Strogo usklajene trajnostne naložbe	Delno usklajene ESG-naložbe	Delnice, neusklajene s taksonomijo EU	Delniški indeks MSCI World
3 leta	31,5 %	46,1 %	-3,3 %	3,3 %
12 mesecev	21,3 %	26,1 %	-2,9 %	7,5 %
3 mesece	51,9 %	55,5 %	44,1 %	48,1 %

Vir: Citi Research, podatki na dan 19. 11. 2020

Za vlagatelje bo zanimiv podatek, da so se po donosih bolje od »čistih« okoljsko trajnostnih naložb odrezale tiste delnice, ki bi jih lahko uvrstili v košarico s taksonomijo EU delno usklajenih naložb. Ta košarica naložb bi lahko bila po vsebini podobna novim družbeno odgovornim skladom ESG,

ki bodo opredeljeni po 8. členu SFDR. Prav tako je nekoliko nepričakovano, da v zadnjih mesecih okoljsko problematične naložbe ne uspejo najti tal pod nogami kljub ekstremni rotaciji v smeri najbolj prizadetih »value« in cikličnih naložb iz energetskega, finančnega in industrijskega sektorja.

Preglednica 15: Donosi tematskih ESG-naložb v zadnjem borznem ciklu in v pandemiji covid-19

Naložbeni horizont	Čista tehnolog.	Čista voda	Izobraževanje	IT-zdravstvo	Sončna energija	Vetrna energija	Indeks MSCI AC World
Povprečni letni donos od mar. 2009	11,9 %	12,6 %	13,8 %	18,6 %	10,3 %	8,9 %	10,7 %
Donos od febr. 2020	11,0 %	2,9 %	2,4 %	16,6 %	12,6 %	8,2 %	-0,7 %

Vir: Citi Research, podatki na dan 19. 11. 2020

Infond Družbeno odgovorni – privlačni donosi s čisto vestjo

Pri upravljanju sklada Infond Družbeno odgovorni uporabljamo kombinacijo vseh klasičnih naložbenih pristopov ESG, v zadnjih petih letih pa smo dodatno zaostri kriterije in se še bolj osredotočili na zelene tematske naložbe. To so izključitveni pristop z negativnim presejanjem, vključitveni pristop z integracijo kriterijev ESG in uporabo bonitetnih ocen ESG best-in-class in seveda tematske okoljske trajnostne naložbe v skladu z novo taksonomijo EU.

V naložbeni politiki sklada je tako zapisana izrecna prepoved vlaganj v podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo orožja, tobačnih izdelkov, alkohola in prirejanjem iger na srečo. Prav tako se že nekaj let načrtno izogibamo naložbam v »umazane« naftne in rudarske družbe ter druga podjetja, ki jih povezujemo s kršenjem človekovih pravic, poskusi na živalih ali drugimi neetičnimi ravnanji.

Kako trajnostno naravnane so naložbe v portfelju sklada Infond Družbeno odgovorni?

Pred kratkim smo v družbi Sava Infond opravili interno kvantitativno presojo trajnostnega vidika portfelja sklada Infond Družbeno odgovorni z uporabo ESG-platforme Sustainalytics Global Access.

Z uporabo ESG bonitetnih ocen Sustainalytics smo prišli do ugotovitve, da

je celotno ESG-tveganje našega portfelja na meji med majhnim in zmernim oziroma da je za 2 % manjše od primerjalnega indeksa svetovnih delnic. Na prvi pogled s takšnim rezultatom ne bi smeli biti zadovoljni, vendar pa smo se z odprodajo nekaterih »problematičnih« naložb v zadnjih tednih že premaknili v razred majhnega tveganja.

V primerjavi s klasičnimi delniškimi indeksi se sklad ponaša s 43 % nižjimi emisijami toplogrednih plinov in za polovico manjšo izpostavljenostjo do fosilnih goriv

Paradoksalno je, da so k skupnemu ESG-tveganju statistično največ prispevale tudi nekatere naložbe, ki so sicer strogo skladne s taksonomijo EU in bi jih po novi zakonodaji lahko opredelili kot okoljsko trajnostne naložbe (oskrba s pitno vodo, zdrava ekološka prehrana, preprečevanje okužb v zdravstvu ...).

EU na prvo mesto pri uveljavljanju trajnostne regulative postavlja blažitev posledic podnebnih sprememb in prilagajanje nanje, zato je za naše vlagatelje bolj kot skupni ESG-rating relevantno vprašanje, kakšno okoljsko tveganje pomeni portfelj sklada v primerjavi z indeksom svetovnih delnic. Pri tem ključnem trajnostnem cilju pride do izraza usmeritev sklada v zelene tematske naložbe, saj imamo v skladu kar 83 % naložb z majhnim ali zanemarljivim ogljičnim tveganjem, v primerjavi s klasičnim delniškim indeksom pa se sklad ponaša s 43 % manjšimi emisijami toplogrednih plinov in za polovico manjšo izpostavljenostjo do fosilnih goriv.

Pri ponudnikih ESG bonitetnih ocen torej ni vse zlato, kar se sveti. Vsi udeleženci na trgu bomo zaradi ogromnega prepada med zahtevami SFDR in ESG-razkritji delniških

družb, ki bodo po novi regulativi dostopna šele v letu 2022 za koledarsko leto 2021, v prihodnjem letu taval v temi. Včasih ni čisto jasno, v katero kategorijo bi razvrstili posamezno naložbo, kar priznavajo tudi regulatorni organi EU, ki ponudnikom finančnih produktov na tem področju omogočajo določeno fleksibilnost. V nasprotju s klasičnimi bonitetnimi ocenami, ki se med bonitetnimi agencijami skoraj ne razlikujejo, lahko uporabniki pričakujejo večjo variabilnost ESG bonitetnih ocen različnih ponudnikov.

Za konec naj izrazim upanje, da se bomo kot človeštvo tudi s podnebnimi spremembami in alarmantno izgubo biotske raznovrstnosti sposobni spoprijeti podobno brezkompromisno, kot smo letos odgovorili na eksistencialno grožnjo pandemije covid-19 z rekordno hitrim odkritjem varnega in učinkovitega cepiva. Pomemben kamen v mozaiku je tudi mobilizacija finančnega kapitala in prihrankov v smeri trajnostnih okoljskih naložb, kar bo skupaj s človeško inovativnostjo in novimi znanstvenimi odkritji odločilno pripomoglo k ponovni vzpostavitvi porušenega ravnotežja na našem modrem planetu.

Svet po covidu-19

Leto 2020 bo zagotovo zapisano kot nenavadno leto, ki je močno poseglo v navade človeštva. Edinstveno, za marsikoga nepredstavljivo zaprtje gospodarskih in družbenih dejavnosti je v trenutku spremenilo vsakdanje življenje: od prekinitve medosebnih stikov, neobiskovanja šole in službe na za to običajnih krajih do povzročitve škode v gospodarstvu, trgovini in prometnih tokovih. Mogoče je še prezgodaj napovedovati podrobnosti novega družbenega in poslovnega okvira življenja, saj bo trajalo desetletja ali več, da se bodo izoblikovale nove navade, vseeno pa je mogoče razbrati nekaj zgodnjih vzorcev, ki bi lahko zaznamovali globalno ekonomijo po covidu-19. V nadaljevanju bomo skušali opisati nekaj prihajajočih

trendov, kot so deglobalizacija, ustavitev širjenja večjih mestnih središč, manjša mobilnost ljudi, večja avtomatizacija, digitalizacija in zagon zelene politike.

Motnja brez primere v zgodovini, ki jo je povzročila pandemija, bo še nekaj časa odmevala v svetovnem gospodarstvu, in tudi ko bo cepljenje v polnem zamahu in se bo vsakodnevno življenje vrnilo v normalo, se gospodarstvo skoraj zagotovo ne bo vrnilo v običajno poslovanje (business as usual). Pandemija covid-19 bo vplivala na spremembe v družbi, življenjske navade, ozaveščanje o odpornosti, fizično distanciranje, gibanje blaga in ljudi, okolje in hitro urbanizacijo, ki je desetletja oblikovala svetovni razvoj.



Uroš Selich

Globalna trgovina: odmik od odvisnosti od Kitajske

Od začetka devetdesetih let se je svetovna trgovina zelo razmahnila, saj so bile velike količine proizvodov proizvedene na različnih lokacijah, odpremljene po vsem svetu in tam tudi sestavljene. Svetovne oskrbovalne verige so svetovnim podjetjem omogočile proizvodnjo po načelu »just in time«, ki temelji na pravočasni dobavi polizdelkov za nadaljnjo proizvodnjo.

Posledično se je delež izvoza v svetovnem BDP iz leta v leto povečeval in prvič upadel med veliko finančno krizo v letu 2008. Zaradi globalizacije, ki je Kitajski prinesla izjemen razvoj, je v nekaterih razvitih državah začela naraščati zaskrbljenost zaradi dohodkovne neenakosti, še posebej manj izobraženega prebivalstva.

Hkrati se je v naslednjih letih krepilo nezadovoljstvo nad političnimi elitami, kar je

pripeljalo do izvolitve populističnih voditeljev, ki so med drugim izražali zaskrbljenost zaradi prevlade kitajske trgovine in njene očitne ambicije, da postane prevladujoča tudi v tehnologiji in umetni inteligenci. Ne nazadnje je tudi kitajski predsednik Ši izrazil pobudo Made in China 2025, s ciljem postati ključni igralec na mednarodnem trgu z vrsto visokotehnoloških izdelkov. Ameriško-kitajska trgovinska vojna se je začela leta 2018, kar je še pred pandemijo povzročilo znatno zmanjšanje trgovanja med državama in povečanje trgovanja z drugimi državami. Neposredne tuje naložbe so se iz Kitajske začele seliti v druga azijska gospodarstva, da bi se izognile ameriškim carinam. Zaskrbljenost zaradi strateških in geopolitičnih namenov Kitajske so izrazile tudi EU, Japonska in druge države, saj so tudi te menile, da država z neposrednim vplivom,

Svetovna podjetja si bodo v prihodnje želela zagotoviti bolj odporno oskrbovalno verigo z vzpostavitvijo neodvisnih regionalnih vozlišč v drugih delih Azije, da bi se zavarovala pred prihodnjimi šoki

kot so izvozne subvencije svojim podjetjem, omogoča agresivno in dumpinško prodajo ter s tem ogroža in izpodriva domače dobavitelje.

Pandemija covida-19 je razkrila nova tveganja globalizacije. Brez pravočasnega prihoda vmesnega blaga na drugo lokacijo za naslednji korak proizvodnje lahko svetovna oskrbovalna veriga razpade. Glavno vlogo v svetovni dobavni verigi ima Kitajska, saj opravi okoli osmino svetovnega izvoza, kar na drugi strani pomeni, da je največji vir uvoza za vse osrednje regije. Kitajska in Evropa na dan zamenjata za več kot milijardo evrov blaga, kar pomeni že več kot 20 % celotnega uvoza EU, pri Japonski 23 %, medtem ko za Američane uvoz iz Kitajske pomeni 18 % vsega uvoza blaga. Začetna ustavitev po izbruhu pandemije v glavnem proizvodnem vozlišču v Vuhanu je pokazala, kaj se lahko zgodi, ko oskrbovalne verige ne delujejo več nemoteno. Zaprtje tovarn je skupaj z okrnjenim delovanjem prometnega omrežja povzročilo izredne motnje v pretoku blaga. V Vuhanu ima enega ali več dobaviteljev prvega reda več kot 50.000 podjetij po vsem svetu, medtem ko ima v širši regiji Hubej enega ali več dobaviteljev drugega reda približno pet milijonov podjetij. Svetovna podjetja si bodo v prihodnje želela zagotoviti bolj odporno

oskrbovalno verigo z vzpostavitvijo neodvisnih regionalnih vozlišč v drugih delih Azije, da bi se zavarovala pred prihodnjimi šoki.

Drugo tveganje, ki se je pokazalo v času pandemije, je državno posredovanje v dobavnih verigah za nabavo osnovne medicinske opreme, pogosto v nasprotju s pogodbenimi dogovori zasebnih podjetij, kar smo ne nazadnje videli tudi v Sloveniji. Zaradi strahu pred prihodnjimi pandemijami in naraščajočimi geopolitičnimi napetostmi bi lahko vlade postale bolj samozavestne in te navade spremenile v stalnico, s čimer bi najedle temelje prostotrgovinskih sporazumov, ki so v preteklih nekaj desetletjih znatno pospešili trgovino in ekonomsko rast po vsem svetu. Državne spodbude za pomoč podjetjem postajajo vedno bolj priljubljene tako v ZDA, na Japonskem, v Evropi, Koreji kot na Tajvanu. Nekatere države so uvedle svežnje gospodarskih spodbud, katerih namen je spodbuditi proizvajalce, da svojo proizvodnjo preusmerijo iz Kitajske ali v matično državo, medtem ko druge spodbude ponujajo davčne ugodnosti. To bi lahko spodbudilo podjetja, zlasti tehnološka, da zmanjšajo svojo odvisnost od blaga, izdelanega na Kitajskem.

Manjša mobilnost ljudi

Danes so ljudje v svetu mobilni bolj kot kadarkoli prej. Na to lahko gledamo z različnih vidikov, saj je veliko razlogov za mobilnost, od turizma, delovne migracije do mednarodnega izobraževanja. Izredna rast turizma, ki je po podatkih agencije WTCC v letu 2019 k svetovnemu BDP prispeval 10,3 %, in rast delovne migracije pa se bosta v prihodnje zaradi strahu pred ponovno pandemijo in potrebe po fizičnem distanciranju umirili.

Letalski prevozi so z ugodnejšimi cenami postali dostopnejši širši populaciji, s čimer so se spodbujali množični turizem, izobraževanje in ne nazadnje tudi delo v tujini z željo izboljšanja življenjskega položaja. Popolno zaprtje držav med pandemijo je tako rekoč ustavilo letalska potovanja in za večino ljudi so se potovanja na dolge razdalje nenadoma končala. Zmanjšana čezmejna mobilnost pa bo še zlasti vplivala na delavce migrante. Mednarodna organi-

-zacija dela ocenjuje, da je v svetu trenutno 164 milijonov delavcev migrantov, kar je približno 4,7 % svetovne delovne sile. Poleg ekonomskih koristi, ki jih ti delavci prinašajo državam gostiteljicam, pogosto zagotavljajo znatna nakazila tudi v svoje matične države. Večinoma se zaposlujejo v državah z višjimi dohodki, kjer zapolnjujejo kadrovske vrzeli pri slabše plačanih delih. Največ se jih zaposluje v Evropi (24 %), sledijo Severna Amerika (23 %) in arabske države (14 %); v slednjih že dosegajo pomemben delež delovne sile – več kot 40 % vseh zaposlenih. Če bi se delo migrantov trajno prekinilo, bi bile tako prizadete države gostiteljice in matične države migrantov. Države gostite-

ljice bi morale te delavce nadomestiti z lokalnim prebivalstvom ali avtomatizacijo, lahko pa bi spodbudile migrante k trajni naselitvi, s čimer bi matične države izgubile izdaten vir tujih prihodkov.

Vpliv covid-19 na svetovni turizem

(vir: UNWTO World Tourism Organization)

- 180 milijonov manj turističnih prihodov
- 200 milijard dolarjev izgubljenih prihodkov od turizma
- 100 % destinacij s potovalnimi omejitvami

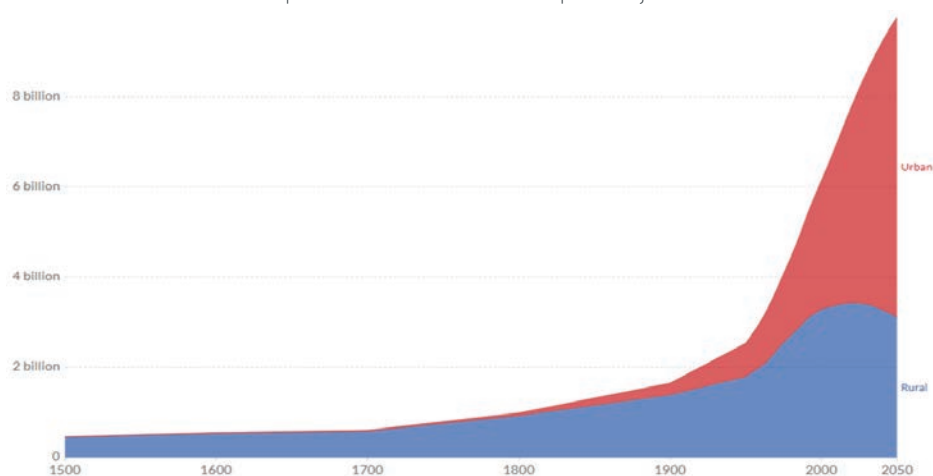
Mednarodna organizacija dela ocenjuje, da je v svetu trenutno 164 milijonov delavcev migrantov, kar je približno 4,7 % svetovne delovne sile

Gosto naseljena mesta

Izbruh pandemije covid-19 je razkril tudi eno od tveganj gosto naseljenih velemest, ko so sistemi javnega prevoza v New Yorku, Londonu, Tokiu, Mumbaju in Sao Paulu hitro postali žarišča okužb. Te izkušnje lahko ustavijo trend povečevanja koncentracije naseljevanja v velemestih, ki traja že desetletja. Leta 1900 je na urbanih območjih živelo le 16 % svetovnega prebivalstva, leta 1950 30 %, do leta 2018 pa je ta delež narasel na 55 % ali 4,2 milijarde ljudi. Veliko več je tudi mest s pet do 10 milijonov prebivalcev, njihovo število se je od leta 1990 več kot podvojilo, medtem ko se je število mest z več kot 10 milijoni prebivalcev z 10 v letu 1990 povečalo na 33 v letu 2018 in naj bi do leta 2030 doseglo 43. Velemesta so prav tako središča gospodarske dejavnosti, saj se na njihovem območju ustvari velik delež BDP države in imajo večjo produktivnost na prebivalca od povprečja države. Ekonomska teorija kaže, da koncentracija kapitala, delavcev, podjetij in potrošnikov ustvarja prednosti obsega, olajša prelivanje znanja ter spodbuja hitro

širjenje idej in novih tehnologij. Zato je aglomeracija veljala za spodbudo za rast, inovacije in produktivnost. Zdi se, da so prednosti velikih mest doslej odtehtale slabosti (zastoji v prometu, visoki stanovanjski stroški in onesnaženje), vendar bi lahko zaskrbljenost zaradi prihodnjih pandemij to spremenila. Medtem ko je obsežna deurbanizacija zelo malo verjetna, bi lahko trend postala manjša in manj gosto poseljena mesta.

Slika 51: Predvideno število prebivalstva v mestih in na podeželju do leta 2050



Vir: Združeni narodi 2020

Pospešeni avtomatizacija in digitalizacija

Zaradi zvišanja proizvodnih stroškov, zmanjšane razpoložljivosti delavcev, manj poslovnih potovanj in potrebe po fizični distanci se bodo podjetja v svetu po covidu-19 verjetno pospešeno lotila avtomatizacije in digitalizacije. Delo od doma je že pospešilo uporabo tehnologij, ki so bile na voljo na trgu, vendar še ne splošno uveljavljene, res pa je, da delo od doma ni neizvedljivo v vseh panogah in regijah po svetu. Kar je bilo uvedeno iz nujnosti, pa bi lahko postala nova oblika dela prihodnosti. Zadnje raziskave kažejo, da bi delo na okoli 37 % delovnih mestih bilo možno opravljati od doma, kar je neprimerljivo z raziskavami pred pandemijo, ki so kazale, da je kadarkoli delalo od doma manj kot 25 % redno zaposlenih ljudi, in še to razdeljeno v dveh delih, polovico delovnega časa doma, polovico na delovnem mestu.

Digitalne tehnologije nedvomno pomagajo pri hitrem prilagajanju in ohranjanju čim bolj normalnega poslovanja in življenja med

pandemijo, zato je v zadnjem letu digitalna transformacija doživela izjemen pospešek. Možnosti za delo od doma se sicer razlikujejo glede na panogo, regijo in državo. Medtem ko bi lahko večino del na področju informacijske tehnologije, financ ter strokovnih in znanstvenih storitev opravljali doma, tega ne moremo trditi za dela v kmetijstvu, hotelih in restavracijah ter v trgovini na drobno. Delo od doma naj bi po številnih raziskavah prineslo tudi povečanje delovne storilnosti zaposlenih, skrajšanje bolniških odsotnosti in višjo kakovost opravljenih nalog, pa tudi plačano je bolje. Kot že omenjeno pa med državami obstajajo velike razlike v možnostih za zagotavljanje dela od doma. V Mehiki in Turčiji, denimo, se od doma opravi manj kot 25 % dela, medtem ko na Švedskem in v Veliki Britaniji ta delež presega 40 %, v Luksemburgu pa 50 %. To bi lahko še poglobilo neenakost zaradi bolj in slabše plačanih služb ter med razvitimi in razvijajočimi se državami.

Zadnje raziskave kažejo, da bi delo na okoli 37 % delovnih mestih bilo možno opravljati od doma, kar je neprimerljivo z raziskavami pred pandemijo, ki so kazale, da je kadarkoli delalo od doma manj kot 25 % redno zaposlenih ljudi

Pohod robotov

Kjer delo od doma ne bo izvedljivo, bodo verjetno uporabljene druge oblike organiziranja dela, kot sta digitalizacija in avtomatizacija. Roboti, ki so že nekaj časa vključeni v proizvodnjo, se bodo začeli uporabljati tudi v hotelirstvu in gostinstvu. Postrežbo pijače, kar se nam je še do danes zdelo nezamenljivo človeško delo, ponekod na križarkah in letališčih že opravljajo roboti. Podjetja bodo v prihodnje del storitvenih dejavnosti prisiljena avtomatizirati zaradi skrajšanja delovnega časa zaposlenih ali olajšanja dela, ki ga običajno opravljata dva zaposlena (recimo hišniška služba ali osebje na hotelski recepciji čez noč), pri čemer

bodo pomagali tudi roboti. Začetni preizkusi robotov strežnikov, ki so jih izvajali na Japonskem in so bili v pomoč osebam s posebnimi potrebami, še niso dali zadovoljivih rezultatov, jih pa bodo v prihodnje izboljševali in nato tudi ponudili na trgu. Dosedanje tehnološke inovacije so pogosto izhajale iz nuje po večji stroškovni učinkovitosti, v prihodnje pa jih bodo v luči pandemij spodbujali tudi drugačni razlogi. Robotizacija bo denimo zelo dobrodošla v panogah, kjer je nujna fizična interakcija, na primer v restavracijah, gostilnah, prodajalnah.

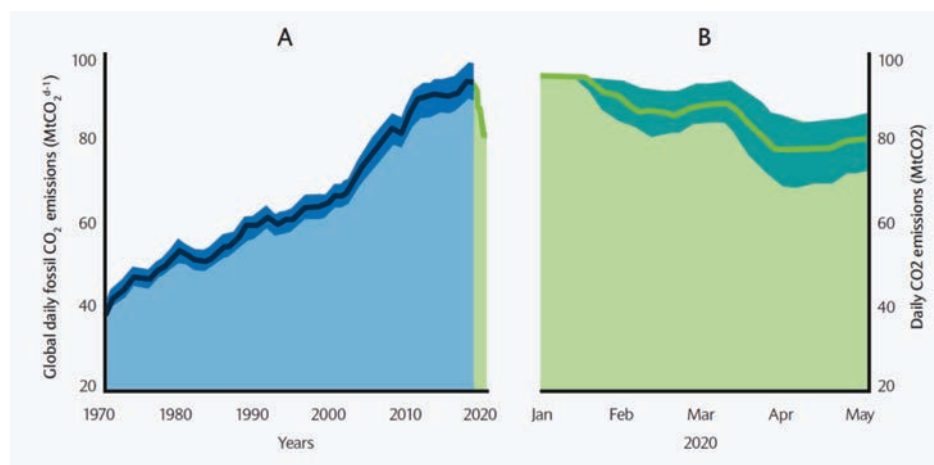
Zahteva po zeleni politiki

Kot kaže, je pandemija covid-19 okrepila zahteve po zeleni politiki. Čeprav se zaznavanje covid-19 razlikuje od zaznavanja okoljskih groženj, kot je globalno segrevanje, je človeško dojemanje nevarnosti okoljskih groženj v času pandemije dobilo globalni doseg. V obdobju ustavitve življenja smo lahko vsi opazili zelo pozitivne okoljske spremembe. Dnevne svetovne emisije toplogrednih plinov so se do začetka aprila v primerjavi z letom prej zmanjšale za 17 %, medtem ko so v mesecih najstrožjega zaprtja v povprečju upadle za 26 %. To je bilo največje zmanjšanje izpustov toplogrednih plinov, odkar so jih začeli meriti. Prebivalci velikih mest so zadihali najčistejši zrak v zadnjih desetletjih, nekateri pa celo prvič videli čisto nebo. Ljudje se verjetno ne bodo trajno odrekli vožnji z letalom ali avtomobilom na notranje izogrevanje, a vseeno jim bo ostal trajen spomin na izkušnjo, kako je možno z manj onesnaževanja izboljšati kakovost zraka. Prav tako se je med pandemijo okrepila vloga vlad, ki so morale poskrbeti za

finančno podporo gospodinjstvom in podjetjem. Zaradi teh ukrepov se je stopnja javnega dolga hitro zvišala, vladam pa so nove razmere omogočile, da prednostno opredelijo cilje politike, ki v ospredje postavljajo neposredne naložbe v do okolja prijazne rešitve ali večje spodbude za naložbe v nizkoogljične tehnologije. Tako se ponuja edinstvena priložnost, da s preudarnim ravnanjem in pametnimi ukrepi rešimo tri krize na en mah. Odziv na zdravstveno in gospodarsko krizo, povezani s covidom-19, je mogoče nadgraditi tako, da se lotimo tudi reševanja okoljske krize. Voditelji EU so se letos poleti dogovorili o svežnji ukrepov v vrednosti 750 milijard evrov, s katerim naj bi EU pomagala svojim članicam pri spopadanju s krizo, ki jo je povzročila pandemija. Poleg svežnja za okrevanje pa so se dogovorili tudi o dolgoročnem proračunu EU za obdobje 2021–2027 v višini 1.074,3 milijarde evrov, ki bo med drugim podpiral naložbe v digitalni in zeleni prehod ter gospodarsko odpornost na podnebne spremembe.

V obdobju ustavitve življenja smo lahko vsi opazili zelo pozitivne okoljske spremembe

Slika 52: Izpusti ogljikovega dioksida in onesnaževanje skozi leta



A: letne srednje dnevne emisije CO₂ v obdobju 1970–2020
B dnevne emisije CO₂ v letu 2020

Vir: Barclays 2020

Ali nas čaka manj povezan svet?

Možne spremembe v globalni ekonomiji po covidu-19, ki smo jih opisali, kažejo na svet, v katerem se svetovno gospodarstvo zaradi trgovinskih ovir, prenove oskrbovalnih verig in zmanjšanja delovne migracije bolj zapira in manj povezuje. Spremembe, ki se ne bodo zgodile čez noč, bodo verjetno imele makroekonomske posledice. Globalizacijo sta v zadnjih desetletjih zaznamovali sinhronizacija poslovnih ciklov v različnih državah in stabilnejša svetovna rast. Manj povezan svet bi torej lahko pomenil večjo nestanovitnost svetovne in regijske rasti. Razhajanje med bogatimi in revnimi, ki ga tako MDS kot Svetovna banka dojemata kot pomembno politično tveganje in nevarnost za stabilnost, je v trenutni zdravstveni krizi jasno vidno. Večina opisanih prihajajočih trendov se nanaša na napredne in razvite države, ki bodo na krilih fiskalnih spodbud povečevale naložbe v tehnologijo. Trgi v razvoju bi lahko izgubili kar nekaj koristi, ki jih prinašajo neposredne tuje naložbe, in v nekaterih primerih celo izginili iz mednarodnih oskrbovalnih verigah. Spremembe se

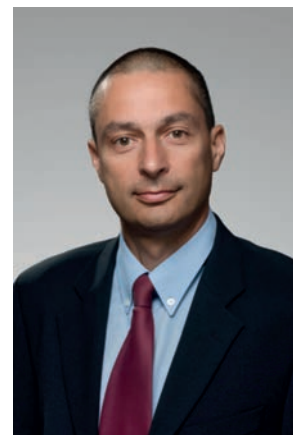
obetajo tudi v večjih mestih. Nekatere korporacije so svoje sedeže že preselile iz središč velikih mest, nekatere bodo to še storile, delovna okolja se predstavljajo v predmestja ali celo na podeželje, saj je tam na voljo večji in cenejši delovni prostor ter je lažje zagotavljanje fizične distance. Čeprav je trenutna kriza resen izziv za gospodarstvo, pa menimo, da bo pandemija imela omejen rok trajanja in večjega negativnega vpliva na svetovni BDP ne bo pustila.

Desetletje transformacije

Spletna prodaja

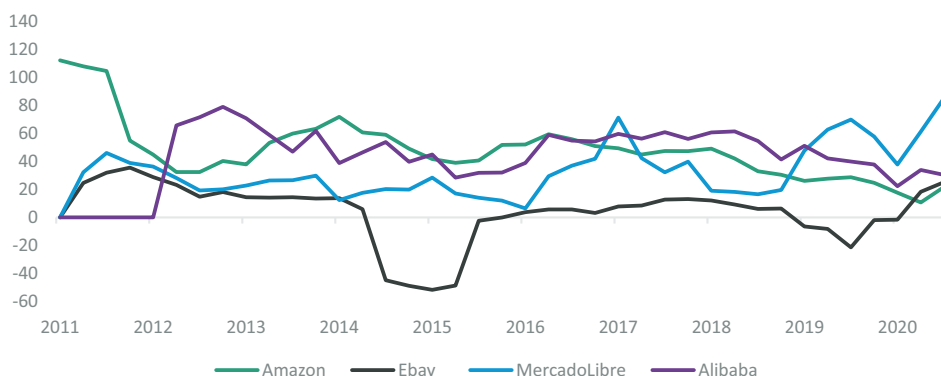
Dejstvo je, da se je svet v zadnjem desetletju hitro spreminjal. Nove tehnologije, kot so umetna inteligenca, avtonomni sistemi, spletno poslovanje in digitalne valute, so veliko obetale, zdaj so se te več kot uporabne tehnologije tudi potrdile v praksi, in to v širokem obsegu. Na področju spletne prodaje je vodilno podjetje Amazon, ki je leta 2010 zaposloval 24.000 ljudi, zdaj jih zaposluje 798.000.

V letu 2010 je spletna prodaja pomenila le 4 % celotne prodaje na drobno v ZDA, leta 2020 naj bi dosegla okoli 16 %. Letne stopnje rasti spletne prodaje po svetu so med 10 in 25 %. Današnje spletne trgovine morajo zagotoviti pošiljanje izdelkov v eni uri od oddaje naročila, drugače se lahko poslovijo. To pa sicer velja za vse, ki niso dovolj hitri in prilagodljivi.



Aleš Grbić

Slika 53: Letna rast prihodkov spletnih trgovcev (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Nadpovprečne stopnje rasti spletnih trgovcev v preteklem desetletju

Umetna inteligenca

Tudi umetna inteligenca je bila zelo obetajoča industrija že pred 10 leti. Imamo kar nekaj uspešnih zgodb, kako se je kosala s človekovimi sposobnostmi. Že leta 2011 je IBM-ov Watson premagal človeka v kvizu. Podobno je bilo pri strateški namizni igri go, v kateri je računalniški program AlphaGo (v lasti Alphabet) premagal svetovnega prvaka. Računalniški sistem Aristo je brez težav opravil preizkus iz naravoslovja za 8. razred. Danes umetna inteligenca odkriva raka, v realnem času opravlja jezikovni prevod, izboljšuje »selfije«, ki jih posnamete,

ustvarja poslovne vpogled, vam priporoča naslednjo televizijsko oddajo, odobrava hipoteke, sestavlja glasbeni izbor, vozi avtomobile in celo zaključuje vaša e-poštna sporočila. Te dni vprašajte karkoli Alexa, Google Home, Siri ali Cortano – in ne boste ostali brez odgovora.

Komercialni trg umetne inteligence in strojnega učenja, ki znanstveni napredek izkorišča za pomoč pri sprejemanju najrazličnejših odločitev v družbi, še ne obstaja dolgo. To so omogočili dosežki v

Več kot 20-odstotna
pričakovana rast na
področju umetne
inteligence in strojnega
učenja v naslednjih 3 letih

minulem stoletju, ko se je povečala računalniška moč in so se je pomnožila količina dostopnih podatkov. Hkrati s prvo uporabo umetne inteligence v praksi pa šele vidimo njene težave, po drugi strani pa pridobivamo tudi vpogled v potencial tehnologije, namenjene posnemanju človeške inteligence. Po oceni IDC in Gartnerja naj bi leta 2020 trg umetne inteligence in strojnega učenja znašal 63 milijard dolarjev. Kot ocenjujejo, bi lahko ta trg rasel po stopnji 25,5 %, kar pomeni, da bi leta 2023 znašal že 124,6 milijarde dolarjev. Napovedi zajemajo segment horizontalnih platform, kjer umetna inteligenca omogoča platformo kot

storitev (PaaS), ki neposredno daje možnost končnim uporabnikom, da izkoristijo znanstveni napredek na področju umetne inteligence in strojnega učenja, in segment vertikalne uporabe, ki ponuja rešitve, s katerimi se odpravljajo določeni problemi v različnih panogah, odvisno od posamezne industrije. Umetna inteligenca in strojno učenje sta vključena tudi v strojni in programski opremljeni, ki optimizira polprevodnike glede na računsko učinkovitost. Sem sodijo tudi avtonomne naprave (stroji), gre za strojne sisteme, ki lahko opravljajo naloge v človeški navzočnosti, a brez človeškega nadzora.

Fintech

Vse od globalne finančne krize (2008–2009) je fintech eno od najboljše financiranih in najhitreje rastočih področij novonastajajočih tehnologij. V veliki meri se je razvil kot tehnološki odziv na pomanjkljivosti tradicionalne industrije finančnih storitev, ki je bila med finančno krizo in po njej pod velikim pritiskom. Kot kaže, so zdaj podjetja iz finančne industrije in fintecha dobro pripravljena na novo oziroma trenutno krizo. Argument za to je tudi bolj restriktivna zakonodaja oziroma finančne reforme, ki so prinesle dodatne nadzore, sprotno testiranje izjemnih situacij (stresni testi) in večje kapitalske zahteve, kar vse naj bi zagotovilo, da bi finančne ustanove lažje prebrodile hujše ekonomske pretese.

Finančne storitve doživljajo spremembe v načinu plačevanja, sposojanja in zavarovanja. Tako lahko uporabniki aplikacije Google Maps ponekod plačajo parkirnino neposredno prek aplikacije, ko prispejo na parkirišče. Po podatkih podjetja Square, katerega dejavnost so storitve plačilnega

prometa, je delež gotovine pri plačilih z 41 % v tretjem četrtletju 2019 upadel na 33 % v tretjem četrtletju letos. Brez pandemije bi za tako velik prehod od gotovine k brezgotovinskemu plačevanju potrebovali tri leta. Zanimiv je tudi podatek o povezavi Mastercarda in Vise z različnimi kriptoborzami – dejansko gre za postopno legitimacijo kriptosveta.

Kriptovalute

Kriptovalute, ki delujejo na podlagi tehnologije veriženja podatkovnih blokov, so spremenile sam način definiranja denarja – po najbolj znani kriptovaluti, bitcoinu, ki je luč sveta ugledal leta 2009, so se pojavile še številne druge. Celo centralne banke razmišljajo o digitalizaciji svojih valut z uporabo veriženja blokov. Omenimo še gibanje bitcoina: leta 2010 je bil vreden 0,05 dolarja, 8. decembra 2020 njegova vrednost znaša 18.800 dolarjev. V zadnjem desetletju smo tako dobili precej milijonarjev ravno po zaslugi rasti cene bitcoina in drugih kriptovalut.

V letu 2020 je več znanih podjetij iz informacijske tehnologije (med njimi tudi Square, ki se ukvarja s plačilnim prometom, njegov ustanovitelj Jack Dorsey pa je tudi soustanovitelj in solastnik Twitterja) opravilo za več 100 milijonov dolarjev nakupov bitcoinov. Prav tako je precej znanih skladov tvegane kapitala in tudi institucionalnih investorjev sporočilo javnosti, da so opravili nakupe kriptovalut in da jih bodo še kupovali. Večina jih ne kupuje neposredno, ampak prek zaprtih skladov (Grayscale Bitcoin Trust, Grayscale Ethereum Trust ...). Rast cene je pritegnila tudi pozornost splošne javnosti. Med drugim je precej finančnih svetovalcev strankam svetovalo, naj se z manjšim deležem (do 5 %) portfelja izpostavijo do tega novega naložbenega razreda, ki ga marsikdo imenuje tudi elektronsko zlato. Nekateri izmed vodilnih investorjev v plemenite kovine so zmanjšali izpostavljenost do plemenitih kovin in vstopili v kriptovalute. Za ta naložbeni razred velja pravilo, da investiraš le toliko, kot si lahko privoščiš, da izgubiš. Nihajnost kriptovalut je namreč zelo velika, tveganja prav tako.

Ta industrija se hitro razvija, gonilo razvoja pa so običajno fintech podjetja. Razširjenost

uporabe kriptovalut je tako vse večja, predvsem bitcoina, ki se vse bolj uveljavlja kot plačilno sredstvo. Paypal je denimo objavil, da bodo njegove stranke lahko nakazovale in sprejemale plačila tudi v bitcoinih.

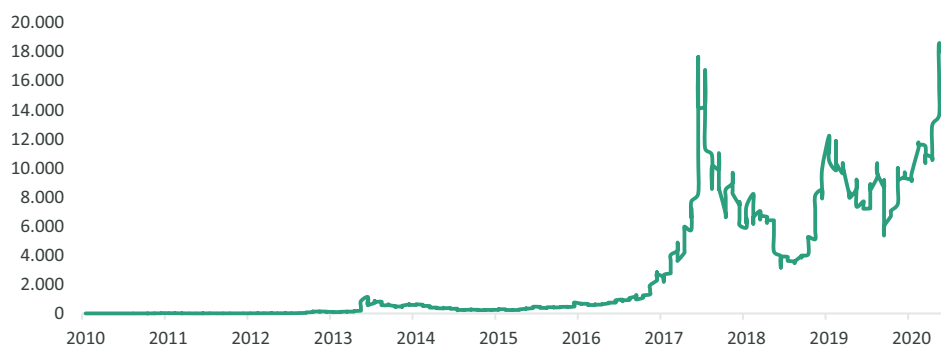
Ob vse večji razširjenosti kriptovalut je treba poskrbeti tudi za regulacijo. V letu 2021 naj bi se v okviru OECD pripravile smernice o njihovi obdavčitvi. Kot kaže, bodo kriptovalute preživele. Moramo pa biti iskreni in povedati, da se vrednost kriptovalut giblje predvsem na podlagi špekulacij in le v omejenem obsegu glede na njihovo uporabno vrednost. Na spletu lahko preberemo veliko zgodb o tem, kako so ljudje obogateli, ko so investirali v bitcoine in jih hranili pet ali več let. Če se bo pri bitcoinu zgodovina ponovila, potem nas v letu 2021 čaka velika rast cen v tem segmentu. Razlog je v bitcoin »halvingu«. Gre za to, da se približno vsake štiri leta nagrade za rudarje bitcoina za polovico zmanjšajo. V preteklosti se je po prvem »halvingu«, to je bilo 28. novembra 2012, vrednost bitcoina povišala za 90,52-krat; naraščati je začela šest mesecev po omenjenem datumu. Podobno se je zgodilo tudi ob naslednjem »halvingu«, ki je bil 9. julija 2016, ko je vrednost bitcoina začela naraščati štiri mesece kasneje in se je povišala za 28,74-krat. Tretji halving se je zgodil 11. maja 2020. Takrat je vrednost bitcoina znašala 8.740 dolarjev. Z razvojem trga se zmanjšuje tudi volatilitet bitcoina. Za popestritev se malo poigrajmo z izračuni, ki temeljijo na preteklih vzorcih in gibanjih. Če pri določitvi nove najvišje vrednosti izhajamo iz gibanj v prejšnjih dveh ciklih, pridemo do tega, da bi se vrednost bitcoina v novem ciklu lahko povišala za 9,12-krat. Ta izračun je le informativne narave in ni investicijski nasvet.

Določeni institucionalni vlagatelji so prepoznali Bitcoin kot nadomestek zlatu

Dodatno pozitivno okolje za tvegane naložbe zagotavljajo vlade po svetu s fiskalnimi spodbudami. Centralne banke z ohlapno monetarno politiko in agresivnim monetarnim popuščanjem ustvarjajo dobre razmere za to, da kapital išče možnosti za

zaslužek in zaščito pred prihajajočo inflacijo tudi na trgu kriptovalut. Odgovora na vprašanje, ali se bo dalo z njimi dobro zaslužiti in do kam bo šla cena bitcoina, nimamo.

Slika 54: Gibanje bitcoina (v USD na tedenski ravni)



Vir: Bloomberg 2020

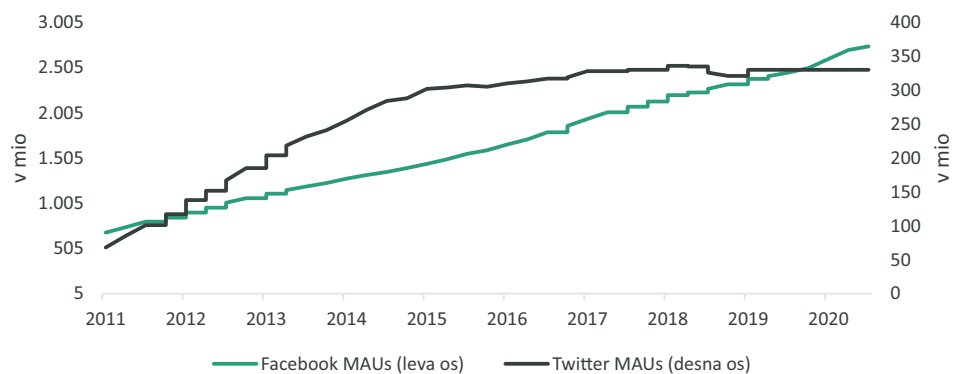
Družbeni mediji

Družbeni mediji so postali
resen posel

Družbeni mediji so na začetku pomenili predvsem zabavo, zdaj so zelo resen in donosen posel. Pred desetletjem je bil denimo Twitter mikroblogarska platforma, kjer ste lahko spremljali znane osebnosti in svetu povedali, da ste ravnokar vstopili v trgovino. Danes se tam razkrivajo tržne politike, politiki se spopadajo, začenjajo se družbena gibanja in ustvarjajo ali uničujejo

kariere. Facebook je začel kot spletna stran, ki je združevala študente, kasneje se je preobrazil v družbeno omrežje, ki ga uporablja četrtina svetovnega prebivalstva. Facebook ima velik vpliv, zato je bil njegov ustanovitelj in CEO večkrat pozvan pred ameriški kongres, da razloži vpliv svojega podjetja na volitve in svobodo govora.

Slika 55: Število aktivnih mesečnih uporabnikov družbenih medijev Facebook in Twitter



Vir: Bloomberg 2020

Samovozeča vozila

Samovozeča vozila so bila včasih le ideja, zdaj pa si že marsikje (predvsem v ZDA) delijo cesto s človeškimi vozniki. Ljudi v samovozečih avtomobilih so videli spati, medtem ko so sedeli na sovoznikovem sedežu in povsem zaupali novi tehnologiji. Jasno je, da so bila pred 10 leti v teh perspektivnih industrijah pričakovanja zelo visoka. Zdaj so postala resničnost in

nepredstavljivo preoblikujejo našo družbo. Kljub strahovom, da bodo nove tehnologije vzele delovna mesta, je dejstvo, da ustvarijo več delovnih mest, kot jih vzamejo. Svetovni ekonomski forum denimo pričakuje, da bosta strojno učenje in umetna inteligenca do leta 2022 ustvarila 133 milijonov novih delovnih mest po svetu.

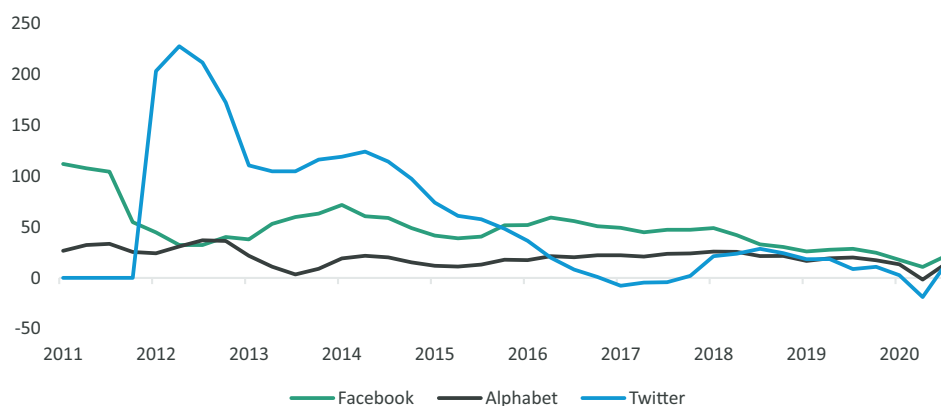
Spletno oglaševanje

V spletnem oglaševanju sta smetano pobrala Alphabet in Facebook. Povzročila sta revolucijo v trženju, ki je stare modele postavila na glavo, hkrati pa odprla priložnosti za velika in mala podjetja. Leta 2014 je revizijsko podjetje Deloitte ocenilo, da je samo Facebook ustvaril za 227 milijard

dolarjev gospodarske dejavnosti in omogočil 4,5 milijona delovnih mest po vsem svetu. Posledica vsega tega je, da ima zdaj skoraj vsako veliko podjetje oddelek za družbene medije in to velja kot standard. Podjetja se lahko zdaj neposredno povežejo s strankami po vsem svetu.

Na področju spletnega oglaševanja sta smetano pobrala Alphabet in Facebook

Slika 56: Letna rast prihodkov družbenih medijev (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Danes več mladih potrošnikov gleda YouTube kot tradicionalno televizijo. Ko se mladi pogovarjajo o zvezdnikih, se pogovarjajo o tistih na YouTubeu, in ne o tistih, ki so najbolj gledani na televiziji. Zdaj najstniki, ki

denimo v živo igrajo videoigre za množično občinstvo, postajajo milijonarji. Družbeni mediji so spremenili način povezovanja ljudi in poslovanja podjetij.

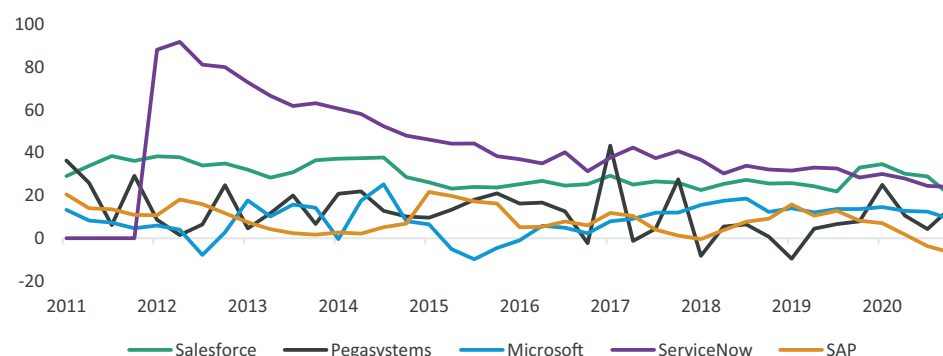
Poslovanje v oblaku

Eden izmed pomembnih dosežkov na področju informacijske tehnologije v zadnjih 10 letih je omogočanje poslovanja v oblaku – določene dejavnosti lahko potekajo na daljavo. Tako oblak zaposlenim omogoča, da delajo s katerekoli lokacije, jim prek navideznega okolja zagotavlja dostop do istih informacij, do katerih bi imeli dostop iz pisarne, sourejanje dokumentov in komunikacijo v realnem času večjega števila zaposlenih. Oblak ima tudi to prednost, da se glede na potrebe podjetja zmogljivosti brez težav povečajo. Z uporabo tehnologij, kot je infrastruktura kot koda (IaC), je mogoče razmestitve načrtovati in izvajati v

spletu z uporabo avtomatizacije, namesto da bi sedeli pred fizičnim strežnikom.

Po podatkih poročila Cloud Report 2020, ki ga je pripravilo podjetje Flexera, je ključna stvar, ki jo zdaj počnejo podjetja, optimizacija porabe v oblaku. To nakazuje, da obstaja priložnost na področju upravljaljskih orodij za porabo virov. Podjetja še naprej veliko investirajo v orodja, ki omogočajo delo od doma. To daje priložnosti ponudnikom, da na trgu predstavijo nova orodja za delo od doma. Podobno se dogaja tudi v segmentu požarnih zidov pri poslovanju v oblaku.

Slika 57: Rast prihodkov ponudnikov storitev v oblaku (v %)



Vir: Bloomberg 2020

Informacijska varnost

Z razmahom informacijske tehnologije se je povečala tudi potreba po informacijski varnosti tako na ravni posameznikov v zasebnem času kot na podjetniški ravni. Informacijska varnost vključuje tehnologijo in storitve, ki ščitijo podjetja in posameznike pred grožnjami v digitalnem svetu. Informacijska varnost se nenehno razvija, saj mora ščititi pred vedno novimi nevarnostmi, ki nastajajo hkrati z napredkom informacijske tehnologije. To področje tako omogoča nenehne inovacije za že uveljavljene igralce kot za start upe.

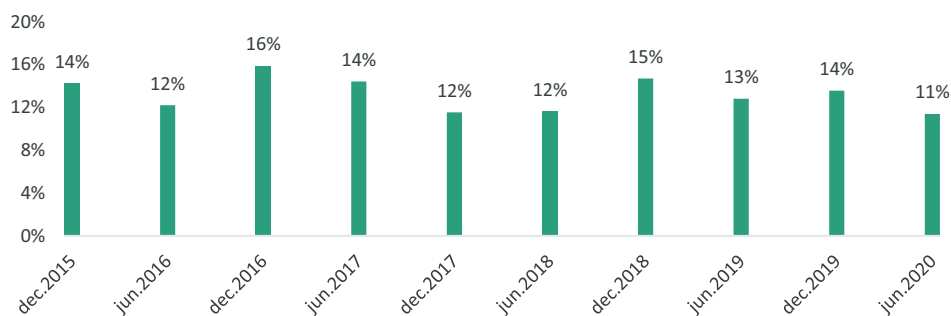
Panoga informacijske varnosti se ukvarja predvsem z zaščito podatkov podjetij. Tako je postala ena od vej podjetniškega segmenta SaaS (programska oprema kot storitev) pri podjetjih, ki večinoma delujejo prek oblaka, in to z naročniškim modelom. Za naročniški model so značilne nizke mesečne naročnine, ki pa dosežejo večji del trga, kot ga je prejšnji model z nakupom drage licence. Naročniški model se je v letu 2020 med najhujšo pandemijo v razvitem svetu izkazal za zelo odpornega, saj skoraj ni bilo strank, ki bi odpovedale naročnino,

čeprav smo bili v najgloblji recesiji po letu 1933. Razlog je predvsem v stroških prehoda na drugega ponudnika oziroma visokih oportunitetnih stroških, če ne bi imeli informacijske zaščite. Zaradi tega razloga bo ta industrija dosegala stabilno

rast v vseh fazah gospodarskega cikla. Po napovedih analitskih podjetij Gartner, Forrester, IDC bo ta trg, ki je zdaj velik 134,6 milijard dolarjev, do leta 2023 dosegal povprečno 10-odstotno letno stopnjo rasti.

Z razvojem informacijske tehnologije se je povišala potreba po informacijski varnosti

Slika 58: Rast prihodkov na letni ravni v industriji informacijske varnosti

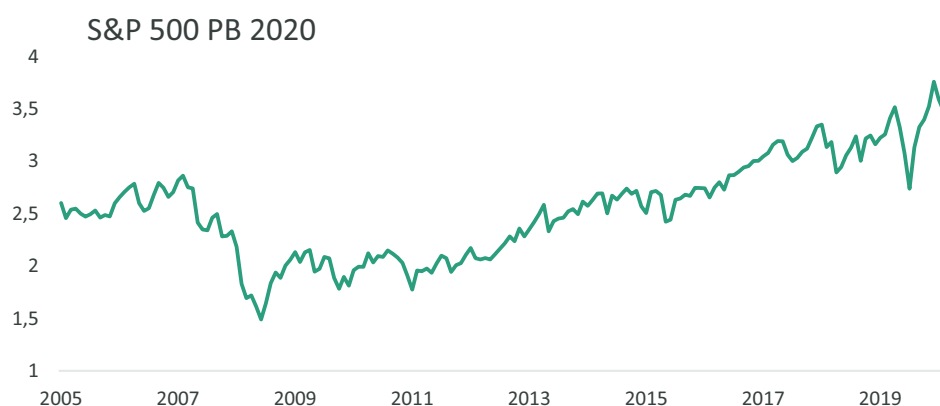


Vir: Bloomberg 2020

Kazalniki in referenčni grafi

Delnice

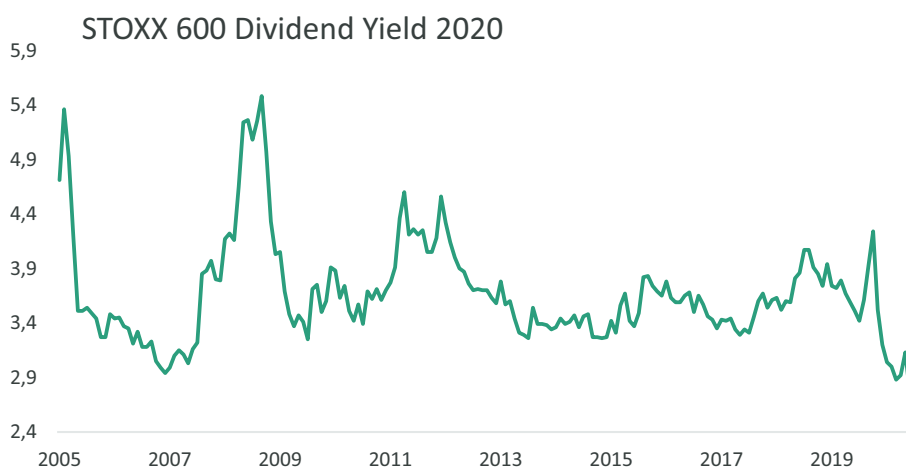
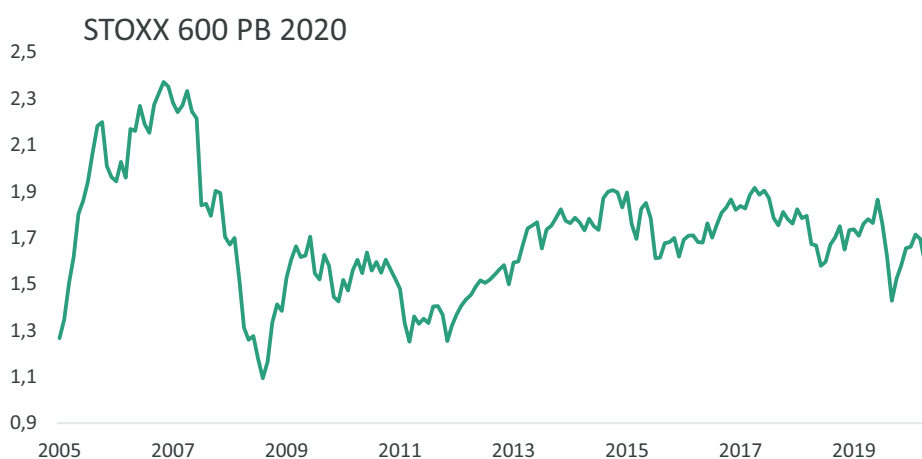
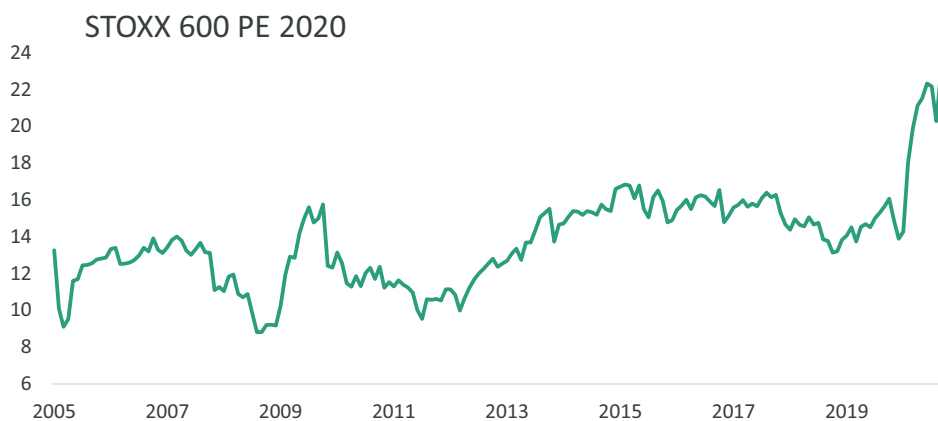
ZDA



Vir: Bloomberg 2020

Delnice

Evropa



Vir: Bloomberg 2020

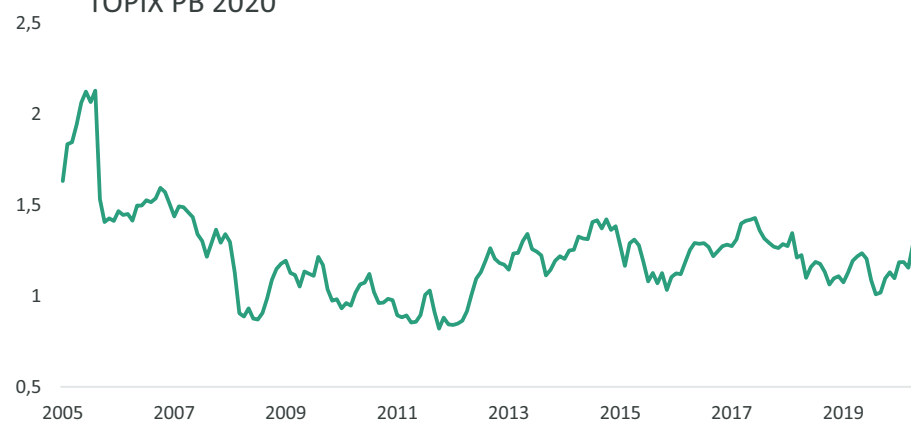
Delnice

Japonska

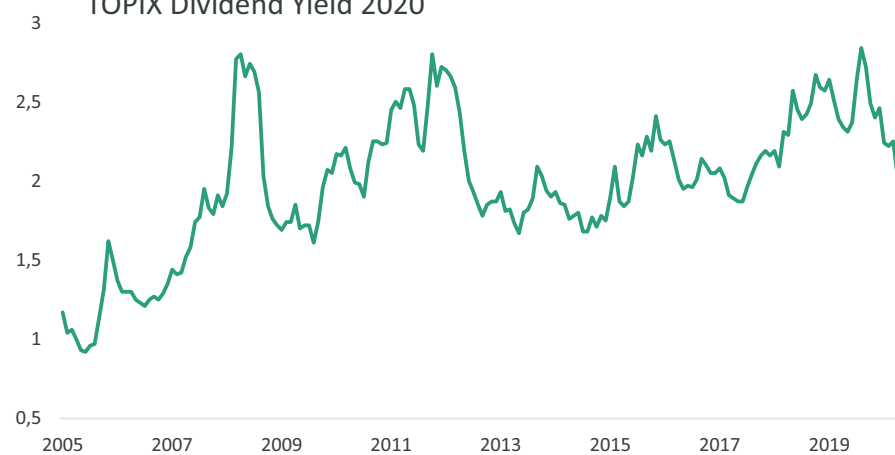
TOPIX PE 2020



TOPIX PB 2020



TOPIX Dividend Yield 2020

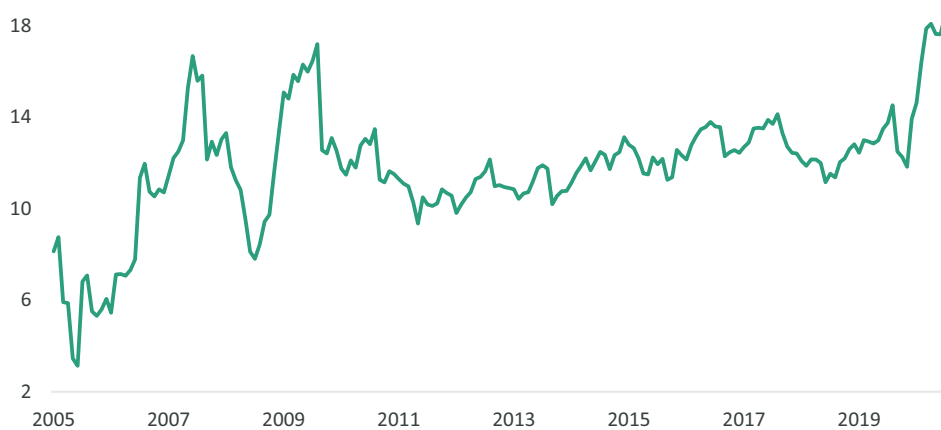


Vir: Bloomberg 2020

Delnice

Države v razvoju

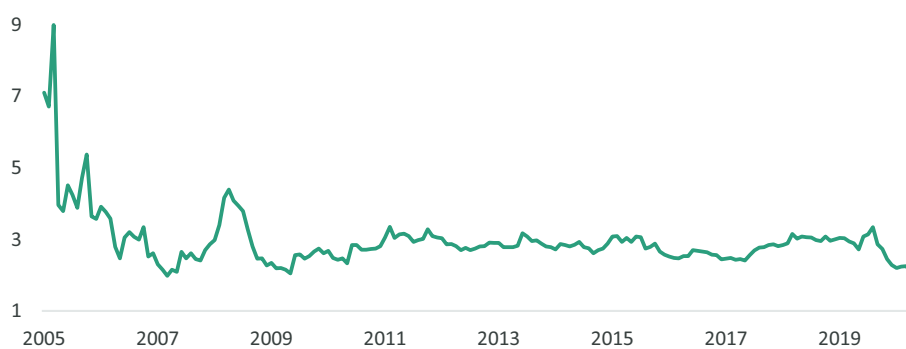
MSCI EM PE 2020



MSCI EM PB 2020



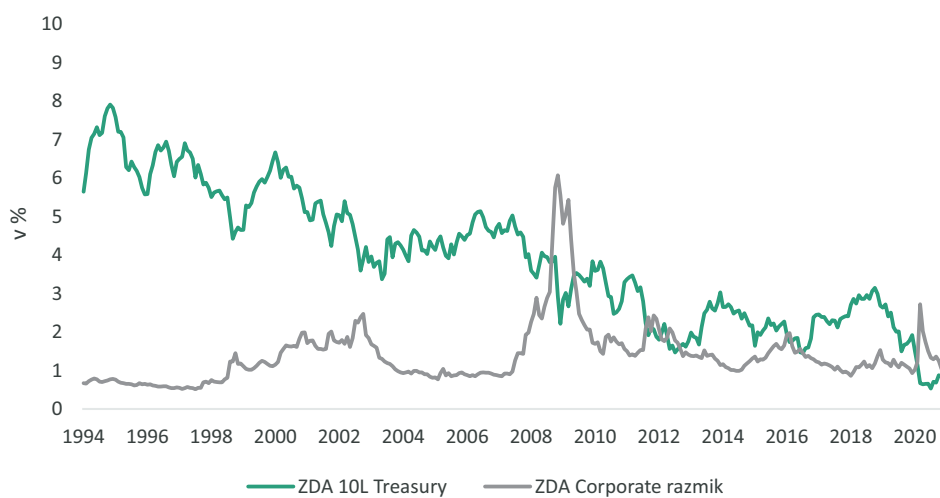
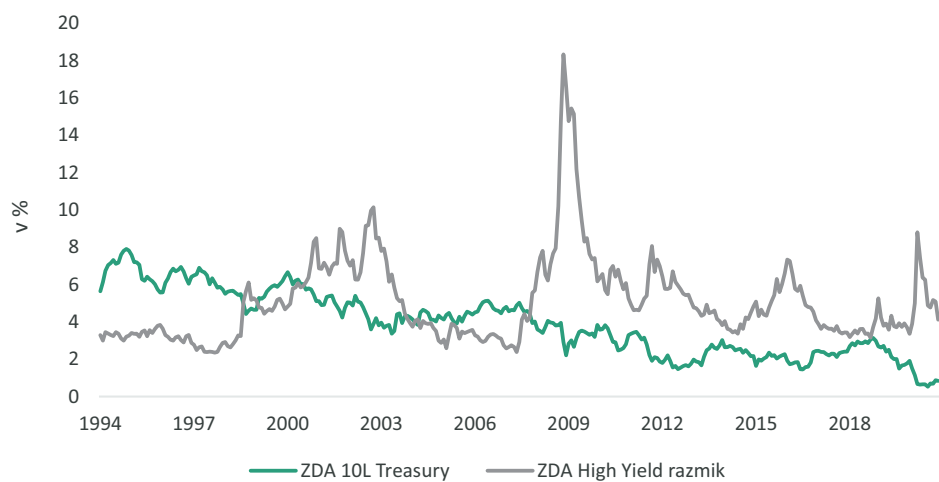
MSCI EM Dividend Yield 2020



Vir: Bloomberg 2020

Obveznice

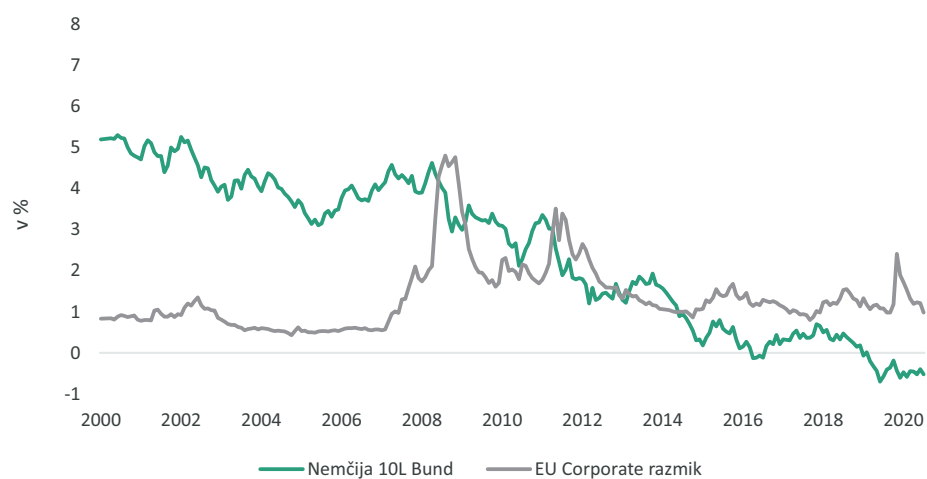
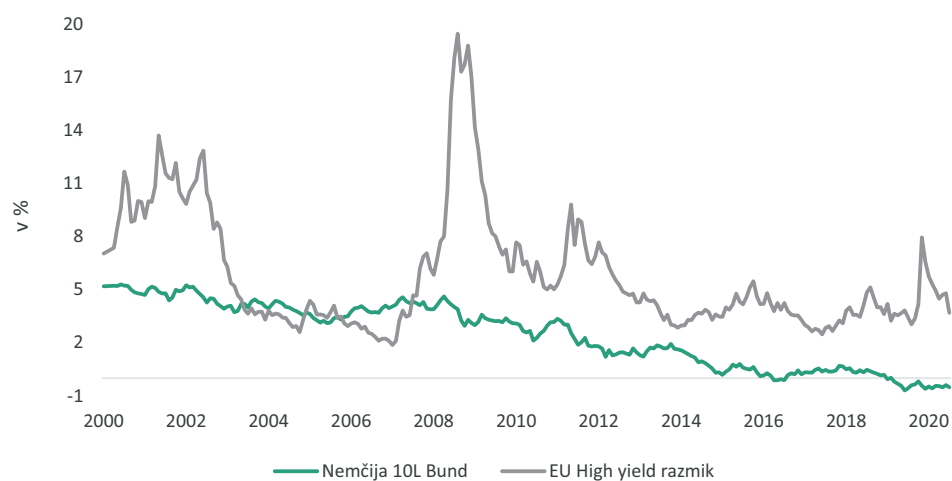
ZDA



Vir: Bloomberg 2020

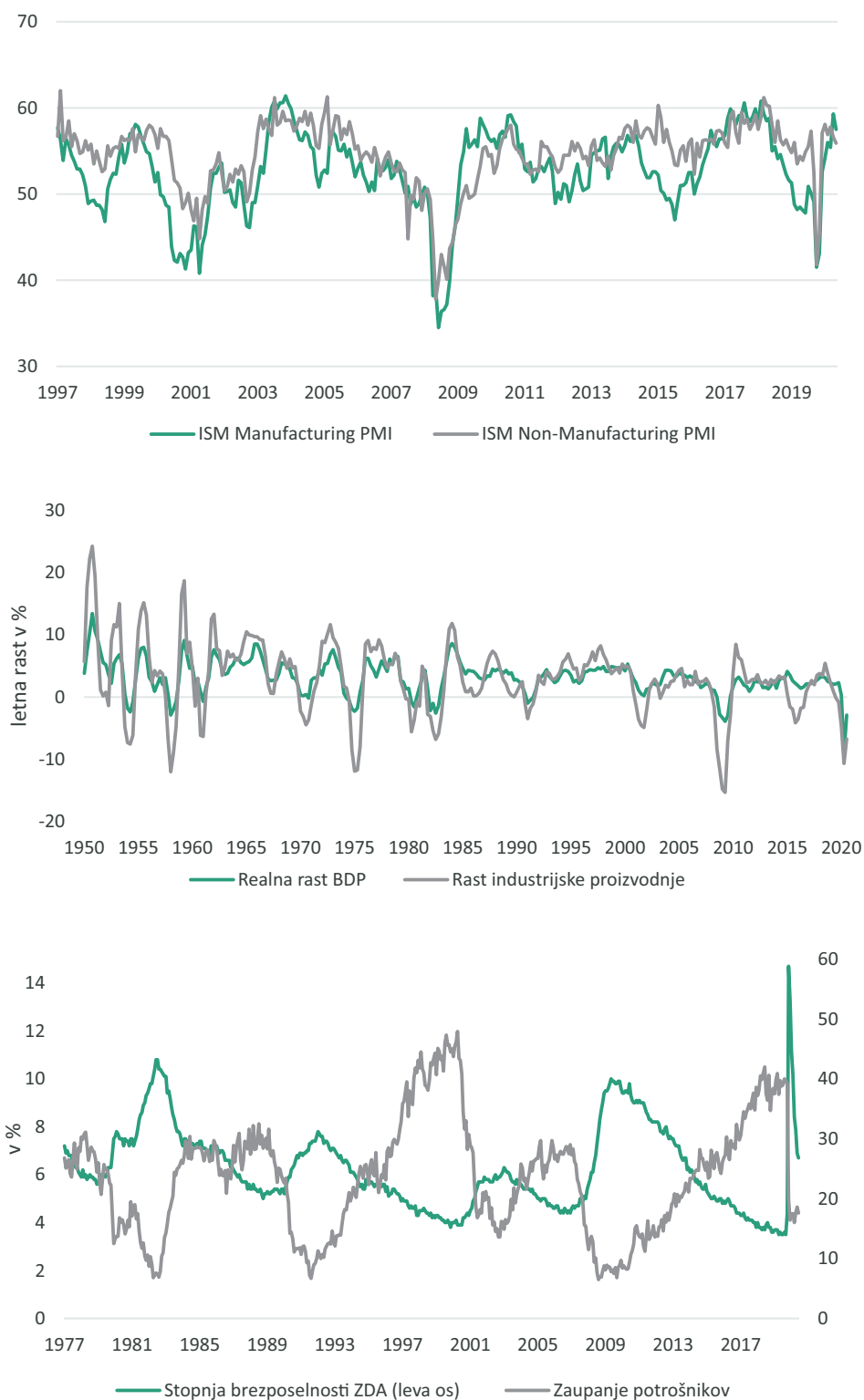
Obveznice

Evropa



Ekonomija

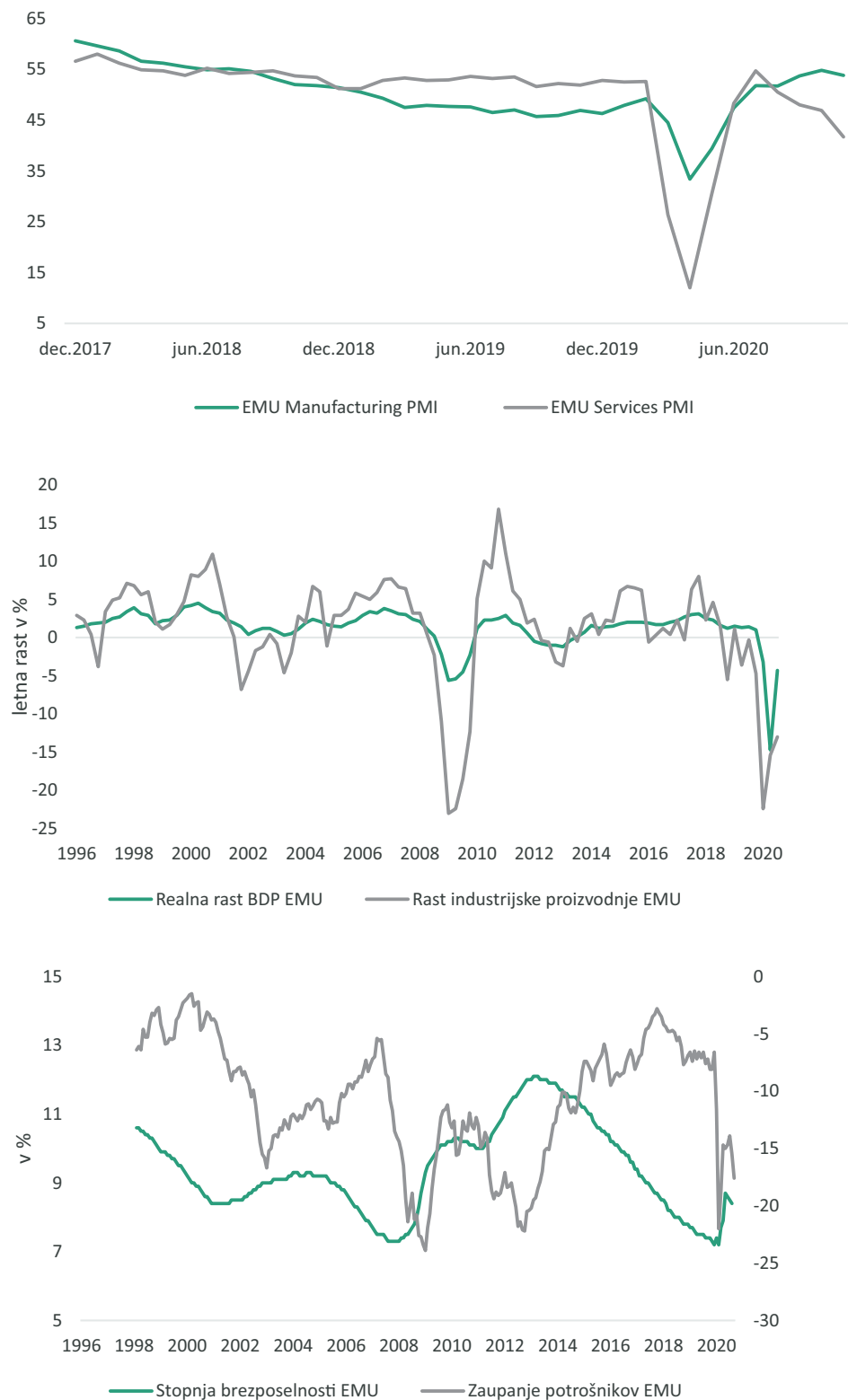
ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2020

Ekonomija

EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2020

Naložbeni mozaik je dokument, ki je informativne narave in tako bralcem predstavlja zgolj informativno gradivo. O morebitnih naložbenih odločitvah na podlagi Naložbenega mozaika se je potrebno pred izvedbo posvetovati z osebnim finančnim svetovalcem.

Naložbeni mozaik ne pomeni osebnega priporočila stranki za nakup posameznih finančnih instrumentov niti ne predstavlja storitve investicijskega svetovanja. Družba ne odgovarja bralcu ali kateri koli drugi osebi za morebitno neposredno ali posredno škodo, obveznosti in/ali izgubo, nastalo kot posledica odločitev bralca na podlagi informativnega gradiva Naložbeni mozaik. Družba tudi ne prevzema odgovornosti zaradi napačnih ali nepopolnih podatkov in/ali informacij v informativnem gradivu Naložbeni mozaik, razen v primeru naklepa ali velike malomarnosti družbe ali njenih predstavnikov, kar se presoja po standardu skrbnost dobrega strokovnjaka.

Podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, temveč le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij. Družba morda je ali še bo za račun skladov v upravljanju ali v lastnem imenu sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedeni v tem dokumentu, lahko pa so ali bodo to počele tudi osebe, ki so sodelovale pri pripravi tega dokumenta.

Če publikacije Naložbeni mozaik ne želite več prejemati, nam to sporočite na elektronski naslov dpo@infond.si.

www.infond.si



SAVA
I N F O N D

Sava Infond,
družba za upravljanje, d.o.o.
Ulica Vita Kraigherja 5
SI-2000 Maribor
www.infond.si
02 229 74 40