

Spoštovani investitorji!

Po približno 40 odstotnem padcu svetovnega delniškega indeksa BWORLD v letu 2008 je bilo leto 2009 pravo nasprotje. Gibanje posameznih delniških indeksov v letu 2009 je prikazano v tabeli 1, gibanje obvezniških indeksov v letih 2009 in 2008 pa v tabeli 2.

Tabela 1: Donosi indeksov (vključujoč dividendo) v % glede na evro

Indeksi	BWORLD	S&P500	NIKKEI225	DJ Euro Stoxx 50	DAX	Hang Seng
Leto 2009	31,9 %	23,1 %	16,5 %	26,9 %	23,9 %	52,4 %
Indeksi	Bovespa	Russian RTS	CROBEX	BELEX15	SASX-10	SBI20
Leto 2009	141,1 %	126,2 %	20,2 %	9,8 %	-14,3 %	12,2 %

* BWORLD – svetovni delniški indeks, S&P500 – ameriški indeks, NIKKEI 225 – japonski indeks, DJ Euro Stoxx 50 – indeks 50 največjih evropskih podjetij, DAX – nemški indeks, Hang Seng – hongkonški indeks, Bovespa – brazilski indeks, Russian RTS Index \$ - ruski indeks, CROBEX – hrvaški indeks, BELEX15- srbski indeks, BIRS – indeks Republike Srpske, SASX-10 – sarajevski indeks

Vir: Bloomberg

Tabela 2: Skupni donosi (obresti plus sprememba cene) posameznih skupin obveznic

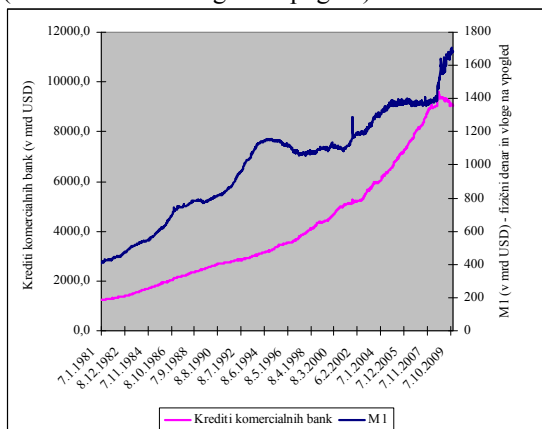
	Donos v letu 2009	Donos v letu 2008
Obveznice izdane v evrih	6,9 %	6,2 %
Državne obveznice v evro območju	4,3 %	9,1 %
Podjetniške obveznice izdane v evrih	16,0 %	-4,0 %
Rizične podjetniške obveznice izdane v evrih	51,9 %	-35,7 %

Vir: Bloomberg, spletna stran Markit

Iz gornjih tabel je razvidno, da se je nenaklonjenost tveganju v letu 2009 močno zmanjšala. Tudi tveganje neplačila obveznosti podjetij se je zmanjšalo, hkrati pa se je medbančni trg izboljšal na raven izpred začetka recesije. Posledično so bile v letu 2009 najbolj donosne investicije v bolj tvegane vrednostne papirje. K temu so v veliki meri pripomogle ekspanzivne fiskalne in monetarne politike držav po svetu, s čimer se je v času trenutne recesije sistematično tveganje povečalo, hkrati je tudi prihodnje gospodarsko stanje bolj negotovo.

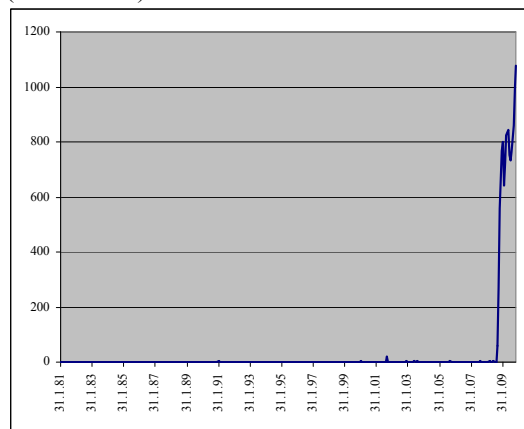
Centralne banke po svetu so od začetka recesije močno povečale količino denarja v obtoku, kar bi se načeloma moralo odraziti v višji inflaciji. Hkrati so banke v večini držav po svetu postale bolj restriktivne pri posojanju. To je povzročilo zmanjšanje posojanja, kar bi moralo negativno vplivati na inflacijo. Na sliki 1 je prikazana količina denarja v obtoku in posojanje komercialnih bank v ZDA. Iz spodnje slike lahko razberemo, da se je količina denarja v zadnji recesiji povečala največ od vsaj leta 1981, krediti bank pa so se v istem obdobju najbolj zmanjšali. Načeloma depozitarne institucije poslujejo z minimalnimi presežnimi rezervami, saj s posojanjem denarja ustvarjajo dodaten donos. V zadnji recesiji je prišlo do nenavadnega pojava, kar je prikazano na sliki 2. Ukrepi centralne banki zaenkrat niso uspeli vplivati na novo posojanje bank, saj banke ta denar kopičijo, kar je vidno v presežnih rezervah. Kako bodo omenjena nasprotja vplivala na prihodnjo inflacijo oz. deflacijo, je težko oceniti, kar samo kaže, kako negotovo je prihodnje gospodarsko stanje.

Slika 1: Krediti komercialnih bank in gibanje M1 (fizični denar in vloge na vpogled) v ZDA



Vir: Board of Governors of the Federal Reserve System, Bloomberg

Slika 2: Presežne rezerve depozitarnih institucij v ZDA (v mrd USD)



Vir: Board of Governors of the Federal Reserve System, Bloomberg

Kljub zgoraj navedenim dejstvom je vsaj v bližnji prihodnosti zaradi ekspanzivne fiskalne in monetarne politike možna rast cen. Vendar države po svetu ne bodo mogle težav reševati s kontinuiranim ustvarjanjem proračunskega primanjkljaja in

posledičnim zadolževanjem, saj se bruto državni dolg posameznih držav glede na ustvarjeni bruto domači proizvod v zadnjih letih povečuje (tabela 3). Zaenkrat so sicer države po svetu z različnimi ukrepi uspeli spodbuditi potrošnjo in s tem gospodarsko rast, niso pa uspeli odpraviti makroekonomskega neravnovesja, ki je krizo povzročil.

Tabela 3: Bruto državni dolg izražen v % glede na ustvarjeni BDP

Država	1990	2007	Ocena za 2010
Nemčija	42,3	63,4	84,5
ZDA	63,8	61,9	93,6
Japonska	68,4	187,7	227,0
Italija	94,7	103,5	120,1
Kanada	75,2	64,2	79,3
Francija	35,2	63,8	82,6
Velika Britanija	32,6	44,1	81,7

Vir: Bloomberg, spletna stran IMF

Ne glede na zgoraj prikazane negotovosti so delnice še vedno najprimernejša oblika za dolgoročno varčevanje. Delnice so imele v obdobju od 1802 do 2001 10,2 % letni donos v primerjavi s 4,9 % letnim donosom za dolgoročne obveznice. Delnice naj bi imele višji donos od dolgoročnih obveznic v 61 % enoletnih obdobjih, 70,9 % petletnih obdobjih, 82,4 % desetletnih obdobjih, 95,4 % dvajsetletnih obdobjih in 100 % tridesetletnih obdobjih (Vir: Stocks for The Long Run). Kljub rasti na delniških trgih so podjetja na razvitih trgih glede na pretekle dobičke še vedno ugodno vrednotena. Razmerje med ceno ameriškega indeksa S&P 500 in 7 letnimi povprečnimi dobički (P/E) znaša 16,3 in ima v primerjavi z donosom na trgu 10-letnih ameriških državnih obveznic 60 % premijo. Razloga za ugodna kazalnika sta po mojem mnenju še vedno na eni strani historično nizek donos dolgoročnih ameriških obveznic in visoki dobički podjetij v zadnjem desetletju (tudi kot posledica zadolževanja). Ne glede na historično ugodna vrednotena delnic je trenutna situacija zaradi višjega sistematičnega tveganja zelo negotova. Za vlagatelje bi bilo v tem trenutku smiselno ob rasti delniških trgov z delnimi prodajami povečevati delež denarja, ki bi bil na voljo ob morebitnem padcu delniških trgov. Hkrati nam prisotnost v delniških naložbah zagotavlja sodelovanje ob nadaljnji rasti cen delnic.

Na slovenski delniški trg kljub zaostanku v rasti cen delnic glede na svetovne trge ne moremo zreti z optimizmom. Največji problemi so vsekakor zadolženost podjetij in njihova nefleksibilnost pri sprejemanju odločitev ter nefleksibilen trg delovne sile. Iz realnega sektorja sta med najbolj problematičnimi sektor logističnih storitev in gradbeni sektor, zato v tabeli 4 prikazujem zadolženost slovenskih podjetij iz tega sektorja glede na konkurente v tujini. V tabeli 5 je dodatno prikazana zadolženost slovenskih podjetij iz realnega sektorja vključenih v indeks SBI 20 glede na evropska podjetja iz realnega sektorja vključena v indeks DJ Euro Stoxx 50.

Tabela 4: Primerjava zadolženosti med slovenskimi podjetji in tujimi konkurenti

Leto 2008	Intereuropa	Viator&Vektor	Konkurenti	Vegrad	SCT	Primorje	Konkurenti
NetoDolg/EBITDA ^{1,2}	9,8	8,8	1,2	13,7	1,9	4,6	1,6

Vir: Bloomberg

Tabela 5: Primerjava zadolženosti slovenskih podjetij iz nefinančnega sektorja v primerjavi z evropskimi

Leto 2008	Slovenska podjetja	Evropska podjetja
Neto dolg / EBITDA	2,0	4,0

Vir: Bloomberg

V Factor banki vam ob tej priložnosti želimo obilo zdravja in uspehov polno leto 2010.

S prijaznimi pozdravi,

Marko Bombač
Sektor investicijskega bančništva

To poročilo je namenjeno širšemu krogu oseb in ne upošteva izkušenj, finančnih možnosti in namenov posamezne osebe v zvezi z naložbami v finančne instrumente. Seznanitev z vsemi oblikami tveganja pri naložbah v finančne instrumente je pogoj za oblikovanje ustrezne investicijske odločitve.

¹ EBITDA je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo.

² Neto dolg / EBITDA je groba ocena o številu let potrebnih za poplačilo dolgov brez kakršnihkoli investicij v osnovna sredstva.