



Evropski trgi obveznic: obeti za leto 2010

Državne obveznice držav članic EMU so v preteklem letu prinesle po večini zgolj skromne donose, medtem ko so podjetniške obveznice poslovale s krepkimi tečajnimi dobički. Obema obvezniškima segmentoma trenutno vse bolj pohaja sapa. Veliki dolgoročni cikel zniževanja obresti se je močno približal najnižji točki ali pa je to morda že presegel. Obenem s tem je manevrski prostor za znižanje vrednosti kreditnih pribitkov podjetniških obveznic v primerjavi z državnimi močno omejen. Kakšno donosnost je v tovrstnih razmerah v prihodnjih mesecih torej še mogoče realistično pričakovati?

Dinamika gospodarskega okrevanja držav članic evroobmočja, ki je sledilo obdobju krepkega nazadovanja v letih 2008/2009, je relativno omejena in zaostaja za številnimi pričakovanji. Čeprav trenutno skorajda nihče ne dvomi, da se bo zmerna konjunktorna rast kratkoročno še nadaljevala, pa so dolgoročni obeti povezani z presenetljivo veliko negotovostjo. Tako denarna politika Evropske centralne banke (ECB) kot tudi fiskalni in drugi regulativni ukrepi evropskih vlad utegnejo glede na konkretne sprejete korake privedi do zelo različnih gospodarskih scenarijev. Obenem je tudi evroobmočje zelo heterogeno. To samo po sebi sicer posebej ne preseneča, vendar posledično zožuje manevrski prostor ECB. Težave Grčije in drugih južnoevropskih držav, članic evroobmočja, morebitnih dvigov obresti ne olajšujejo, k temu pa je treba dodati še vprašljivo trajnost okrevanja v ZDA.

Vse te okoliščine se zrcalijo tudi v donosnosti evropskih državnih obveznic. Medtem ko se je donosnost do dospelosti kratkoročnejših vrednostnih papirjev ponovno zmanjšala, donosnost dolgoročnejših obveznic že nekaj mesecev niha znotraj ozkega pasu. Razlika v donosnosti do dospelosti kratkoročnih in dolgoročnih obveznic se je posledično močno povečala.

V skupnem pogledu se trenutno tako za kratkoročne kot dolgoročne obresti trajnostni obsežnejši dvigi ne zdijo verjetni. Ko gre za ključne obresti, jih bodo banke verjetno dvignile pozneje in v manjšem obsegu, kot so trenutna tržna pričakovanja. Stavljenje na skorajšnjo in obsežno spremembo na področju obrestnih mer v evroobmočju se torej s trenutnega stališča ne zdi smiselno.

Obenem s tem so se v zadnjem času močno znižale tudi inflacijske bojazni. V vračunanih inflacijskih pričakovanjih se to odraža predvsem v obliki nižjih mejnih marž obveznic, indeksiranih z inflacijo. S strateškega stališča zato vključitev te naložbene kategorije priporočamo v vsak portfelj obveznic, trenutno pa jih je mogoče pridobiti tudi po občutno bolj privlačnih tečajih kot še do pred nekaj meseci.

Ne glede na tovrstne strateške premisleke so inflacijski obeti za evroobmočje zelo skromni. Obseg denarnopolitičnih in fiskalnih stimulativnih ukrepov z vsaj potencialno inflatornim učinkom je bil doslej manjši kot v večini drugih svetovnih regij. Manevrski prostor za rast cen in plačni pritisk naj bi ostala tudi v prihodnje relativno omejena. Dodatni deflacijski učinek pa imajo tudi

*Konjunktura evroobmočja:
kratkoročno nadaljnje
okrevanje – dolgoročnejši
obeti negotovi*

*V Evropi obrata na
področju obrestnih mer še
ni na obzoru*

*Inflacijska pričakovanja
ostajajo zadržana*



vztrajno slaba rast denarja v obtoku in velika prizadevanja evropskih vlad za zmanjšanje obsežnih proračunskih primanjkljajev.

Cene državnih obveznic držav članic evroobmočja v vse večji meri odražajo tudi dejstvo, da so vlade v velikem obsegu prevzele tveganja zasebnega sektorja, predvsem bank, in se zaradi slabe gospodarske rasti in močno nazadujočih davčnih prihodkov ponekod soočajo z zelo visokimi proračunskimi primanjkljaji. Pretresi na globalnih finančnih trgih po stečaju banke Lehman Brothers in strah pred ponovitvijo tovrstnih scenarijev pričajo o tem, da Evropa morebitne nesolventnosti Grčije ne bo tvegala – navkljub upravičenim pomislekom o »moralni odgovornosti«. S tem pa se posledično povečuje negotovost v zvezi z dolgoročno inflacijo. S tega vidika se zdi zato smiselna vključitev vrednostnih papirjev, ki v veliki meri podpirajo realno kupno moč.

Razlike znotraj evroobmočja ponujajo dodatne priložnosti za aktivno upravljanje naložb

Donosnost državnih obveznic posameznih držav članic EMU bo v prihodnosti razen od obrestnih in inflacijskih obetov v precej večji meri kot doslej odvisna od individualnih bonitetnih ocen. Obenem s tem odpirajo pričakovana vztrajno visoka nihanja dobre priložnosti za dodatne donose, ki jih bo mogoče prigospodariti z aktivnim upravljanjem.

V letu 2010 bo prispevek dodane vrednosti (alfe) k skupni donosnosti občutno pomembnejši kot v letu 2009, ne le pri državnih obveznicah temveč tudi in predvsem pri podjetniških obveznicah. Medtem ko so se v letu 2009 močno okrepili praktično vsi vrednostni papirji, bo rast tečajev v letu 2010 daleč bolj zadržana in tudi veliko bolj selektivna. Dober izbor posameznih vrednostnih papirjev in aktivno upravljanje trajanja bodo v tovrstnih razmerah pomembno prispevali k skupni uspešnosti naložb.

Podjetniške obveznice ostajajo privlačna naložba – vse večji pomen aktivnega upravljanja v letu 2010

Ovrednotenja podjetniških obveznic so ponovno na bolj ali manj pričakovanih ravneh, njihova pričakovana donosnost pa naj bi se po izjemnih dosežkih v letu 2009 zato letos spet vrnila v enomestno območje. Podjetja so pretekla krizna leta prestala relativno dobro; stopnje neplačil slabše ocenjenih med njimi naj bi se v prihodnosti močno znižale. Bančni sektor je občutno izboljšal svojo kapitalsko osnovo, vendar prizadevanja na tem področju še zdaleč niso končana. Že napovedani nadaljnji reformni ukrepi (večja regulacija in visoke kapitalске ter likvidnostne zahteve) so s stališča imetnikov obveznic ovrednoteni načeloma pozitivno.

Povečana tveganja pri državnih obveznicah bodo prej ali slej vplivala tudi na podjetniške obveznice, pri čemer bodo tendenčno bolj obremenjene obveznice bank iz bolj zadolženih držav in podjetij, ki so močno usmerjena na domači trg. V skupnem pogledu utegne priti med podjetniškimi obveznicam kratkoročno do manjše korekcije; na letni ravni pa naj bi še vedno ostale donosnejše kot državne. Relativno najbolj zanimive se zdijo trenutno bolj tvegane obveznice bank (lower tier 2) ter kakovostnejši visokodonosni vrednostni papirji (high yield), na panožni ravni pa defenzivni sektorji (oskrba, telekomunikacije, farmacevti).



Tržni segment	Donosnost 12/09	Pričakovana skupna donosnost 2010***)
Drž. obveznice evroobmočja:	3,02 %	2,70 %
Zavarovane obveznice EMU (covered bonds)	3,15 %	3,30 %
Podjetniške obveznice EMU	3,95 %	ni podatka
Podjetniške obveznice EMU – nefinančni izdajatelji	3,53 %	3,90 %
Podjetniške obveznice EMU – finančni izdajatelji	4,32 %	ni podatka
Podjetniške obveznice EUR, bančne (senior)	3,27 %	3,90 %
Obveznice nižjih borznih kotacij EUR (lower tier 2)	5,43 %	7,00 %
Obveznice nižjih borz kotacij EUR (lower tier 1)	10,57 %	ni podatka
Visoko donosne podjetniške obveznice EMU (high yield const.), brez obveznic finančnih izdajateljev iz nižjih borz. kotacij	8,77 %	6,30 %

**) upoštevan tudi t.i. »z roll-down«; ocenjena donosnost za leto 2010 temelji na trenutno veljavnem osnovnem scenariju sodelavcev oddelka za naložbe na globalnih trgih obveznic (Global Fixed Income) družbe Raiffeisen Capital Management.

Podatki so namenjeni zgolj informiranju o trenutnih prevladujočih razmerah na trgih in v nobenem primeru niso obljuba ali zagotovilo donosnosti oziroma določenega razvoja vrednosti.



Ta dokument je sestavila in oblikovala družba Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., z Dunaja, Avstrija (v nadaljevanju »Raiffeisen Capital Management« oz. »Raiffeisen KAG«). Zaključek redakcije je 22. 2. 2010. Prosimo upoštevajte, da je pričujoči dokument namenjen zgolj komuniciranju s strankami in se ga ne sme posredovati medijem. Kljub skrbnim raziskavam so vsi vsebovani podatki zgolj informativnega značaja in temeljijo na informacijah osebe, ki ji je bilo zaupana priprava dokumenta, na dan njegove izdelave. Raiffeisen KAG si pridržuje pravico, da jih kadarkoli spremeni brez predhodnega obvestila. Raiffeisen KAG nadalje za ta dokument ali za na njem temelječo verbalno predstavitev ne prevzema nikakršne odgovornosti, še zlasti v zvezi z aktualnostjo, pravilnostjo ali popolnostjo navedenih informacij ali virov informacij, oziroma za uresničitev v dokumentu postavljenih napovedi. Prav tako na podlagi morebitnih napovedi oz. simulacij preteklega razvoja vrednosti v tem dokumentu ni mogoče zanesljivo sklepati o njihovem prihodnjem razvoju.

Predmet tega dokumenta ni ponudba, nakupno ali prodajno priporočilo ali naložbena analiza. Vsebovani podatki prav tako ne nadomeščajo individualnega naložbenega ali drugačnega posveta s strokovnjakom. Vsaka konkretna naložba naj temelji na pogovoru s strokovnjakom. Izrecno opozarjamo, da je lahko poslovanje z vrednostnimi papirji predmet velikih tveganj in da je davčni režim odvisen od individualnih dejavnikov ter kot tak predmet morebitnih prihodnjih sprememb.

Za razmnoževanje informacij ali podatkov, zlasti uporabo besedil, delov besedil ali slikovnega materiala iz tega dokumenta, je potrebno predhodno soglasje Raiffeisen KAG.

Objavljeni prospekt omenjenih skladov je v aktualni verziji in z vsemi popravki prve in morebitnih nadaljnjih izdaj na voljo na spletnem naslovu . Raiffeisen KAG izračunava donosnost v skladu z obračunsko metodo Avstrijske kontrolne banke (OeKB) na podlagi podatkov skrbniške banke in jih izraža v čistih (neto) vrednostih (v primeru prekinitve izplačevanja enot premoženja ob upoštevanju domnevnih, indikativnih vrednosti). Vstopni in izstopni stroški v izračunu niso upoštevani. Na podlagi pretekle donosnosti ni mogoče sklepati o prihodnjem razvoju vrednosti enote premoženja investicijskega sklada. Opozorilo za naložbenike iz držav, ki niso članice EMU, oz. držav, ki ne poslujejo v USD, oz. ki nalagajo v sklade, ki niso denominirani v USD: Opozarjamo, da je donosnost predmet sprememb zaradi valutnih nihanj.