



## Regionalni pregled

Na razvitih delniških trgih se je intenzivnost nihanja tečajev februarja občutno povečala. Negotovost trajnostnega razvoja konjunktura v ZDA ter Evropi je porasla. Mnenja o tem se neobičajno močno razhajajo, zlasti kar zadeva dolgoročno podobo. K temu je treba dodati še nadaljnjo krizo grških državnih financ. Ta je močno razburkala tudi politično sliko. Čeprav je v interesu vseh udeleženih rešitev napete situacije in preprečitev morebitnega učinka domina v južni Evropi, je mogoče zato znotraj kot zunaj Grčije v vedno večji meri slišati čustvene in nacionalistične podtone. Medtem ko se enim zdi, da jih EU in še zlasti Nemčija kaznujeta, se drugi počutijo, kot da so v koži stalnega plačnika EU in nasprotujejo morebitnim reševalnim svežnjem. Kolikor ostrejšje glasove bodo uporabili v tej razpravi, toliko manjše so možnosti za reševalni sveženj EU. Klavzule „No-Bailout“ v evropskih pogodbah še dodatno otežujejo dosego rešitve. Tako se povečuje tveganje, da utegnejo bonitetne hiše grškim državnim obveznicam znižati investicijsko oceno. Ob takšnem koraku bi se sicer grške obveznice znašle vsaj kratkoročno pod izrednim pritiskom, a ni nujno, da bi zajel tudi preostale trge Srednje in Vzhodne Evrope. Hkrati s težavami Grčije pa so se v središče pozornosti pomaknile tudi občutljivejše države evroobmočja, kot denimo Španija, Portugalska in Irska ter s tem tudi stabilnost celotnega evroobmočja. Razponi donosov držav na obrobju evroobmočja so se v teku meseca razširili, pa tudi evro je februarja izgubil v primerjavi z ameriškim dolarjem. Omembe vredna doslej ostaja na tem področju stabilnost trgov Srednje in Vzhodne Evrope.

Podatki o ameriški konjunkturi potrjujejo izboljšanje gospodarske situacije v zadnjih treh četrtletjih. Podatki o gospodarski rasti so preseglj pričakovanja večine udeležencev trga. Dinamika pa se utegne v prihodnje nekoliko upočasniti, kar kažejo nenazadnje nekoliko mešano doseženi ključni kazalniki in kazalniki vzdušja (zaupanje potrošnikov, ISM). Še naprej se postavlja vprašanje, kako trajnostno je lahko izboljšanje konjunktura, potem ko se bodo pozitivni učinki državnih programov gospodarske pomoči iztekli. Nepremičninski trg v ZDA se še naprej bori za stabilizacijo. Februarja objavljeno zaupanje ameriških potrošnikov je močno padlo, vendar naj bi bil največji razlog za to neobičajno slabo vreme v preteklem mesecu. Na trgu delovne sile so bila po daljšem času prvič zagotovljena nova delovna mesta, stopnja brezposelnosti je v primerjavi s prejšnjim mesecem padla na 9,7 % in tako ni več dvomestna. V naslednjih mesecih bo pričakovano štetje prebivalstva poskrbelo za – sicer začasno – zvišanje stopnje zaposlovanja. A je za znak za konec nevarnosti še preuranjeno: če bodo uporabili prikrite oblike brezposelnosti (neprostovoljno delo s skrajšanim delovnim časom ali s krajšim polnim delovnim časom in podobno), bo kriza na trgu dela neposredno prizadela že več kot 16 % ameriškega delovno aktivnega prebivalstva. Okrevanje gospodarstva bo v ZDA najverjetneje potekalo počasi. Tudi v Zahodni Evropi bo trajalo nekaj časa, da se bomo poslovili od kriznih ravni. Zadnji konjunkturni podatki so bili vse prej kot navdušujoči, zlasti je razočaral nemški indeks IFO.

**Močna negotovost  
vlagateljev se izraža v  
večjih tečajnih nihanjih na  
delniških trgih**

**Kriza v Grčiji tli naprej**

**Denarna politika v ZDA in  
Evropi ostaja  
ekspanzivna;**

**Trajnost konjunkturne  
rasti še naprej negotova**



Spričo nadaljnje zelo nizke izkoriščenosti kapacitet pritiska inflacije v narodnih gospodarstvih razvitih industrijskih držav do nadaljnega še ne gre pričakovati. Ravni obresti industrijskih držav bodo zato vsaj na področju kratke ročnosti v naslednjih mesecih še ostajale na trenutno nizkih ravneh. Spričo gospodarske rasti, ki se bo verjetno dolga leta gibala občutno pod svojimi zmoglostmi, ter nizke inflacije v naslednjih četrletjih, naj bi dolgoročne ravni donosov do nadaljnega predstavljale le še omejene možnosti za morebitno rast. Kratkoročno pa so sleherni trenutek možni tudi rahli porasti donosov ob upoštevanju spreminjajočih se obetov glede konjunkturo in zaradi še vedno trajajoče visoke potrebe posameznih vlad po financiranju. Hkrati je treba počakati, ali bo oz. ali lahko ameriška centralna banka svojo izredno razširjeno bilanco ob trajnem oživiljanju konjunkturo dejansko tako zelo hitro zmanjša.

Pri vzhodnoevropskih evroobveznicah (državne in podjetniške obveznice) so se razponi donosov v primerjavi z državnimi obveznicami EMU v mesečni primerjavi komaj kaj spremenili. Narodna gospodarstva Srednje in Vzhodne Evrope ostajajo še naprej pod pritiskom, zlasti zaradi tesnih gospodarskih povezav z državami EU. Ponovno nekoliko okrepljena industrijska proizvodnja v „starih“ državah članicah EU utegne v naslednjih mesecih pozitivno vplivati na vzhodnoevropska narodna gospodarstva in vzpodbuditi ponovno rast izvoza. Nadaljnja pomembna trajnostna opora za izboljšanje konjunkturo v državah CEE je povpraševanje na notranjem trgu, ki pa je skoraj povsod v regiji v negativnem gibanju (z izjemo Poljske). Vrnitev na ravni pred krizo bo vsekakor zelo dolgotrajna.

Vzhodnoevropske delnice so februarja nekoliko popustile, kot posledica večje nenaklonjenosti tveganju in bojzani pred zvišanjem obresti. Najšibkejši trg je bila Turčija, kjer so tečajni delnic zaradi rastočih političnih nemirov padli za več kot 10 %. Nasprotno pa so februarja pozitivnejšo rasti beležili tečajni na Kitajskem, v Indiji in Braziliji.

Nazadnje so opazovalci trga okrepljeno trdili, da so delnice novih trgov po skoraj 70-odstotni rasti v preteklem letu ponovno precenjene. Če bo veljalo razmerje med tečajem in dobičkom (P/E) na osnovi pričakovanih dobičkov za leto 2010 kot osnova, potem teh izjav ne gre potrditi. Tako znaša razmerje P/E za nove trge (merjeno na indeksu MSCI – Emerging Markets Index) trenutno skoraj 13 in je s tem 10 % pod primerjano vrednostjo za razvite delniške trge. Hkrati pa novi trgi ponujajo občutno višje stopnje rasti za naslednja leta in imajo v nasprotju z zahodnimi državami, kot so ZDA, Velika Britanija in Japonska, na voljo veliko stabilnejšo in manj zadolženo bančno sliko. Znotraj držav na meji razvoja seveda prihaja do občutnih razlik pri ocenah – razmerje P/E niha od skoraj 9 (Rusija) do 17 za zgodovinsko dragi indijski delniški trg.

**Vzhodnoevropski delniški trgi februarja s tečajnimi izgubami**

**Novi trgi ostajajo zelo obetavni – skupno še niso precenjeni.**



## Pregled po državah

### Rusija

Še naprej trajajoča nizka inflacija in šibka konjunktura utegneta rusko centralno banko v naslednjih mesecih vzpodbuditi, da vodilno obrestno mero še zniža. Obveznice, denominirane v rubljah, so februarja beležile pozitiven razvoj; rubelj je s pomočjo rastoče cene nafte pridobil na vrednosti v košarici evro/ameriški dolar. Razponi donosov ruskih državnih in podjetniških obveznic so v primerjavi z državnimi vrednostnimi papirji EMU v mesečni primerjavi ostali domala nespremenjeni. Rusija bo prvič po dolgem času ponovno izdala evroobveznico – glede na okvirne pogoje na kapitalskih trgih najverjetneje marca. To izdajo utegnejo s širokim zanimanjem sprejeti tudi udeleženci na trgu.

**Rusko gospodarstvo se stabilizira na nizki ravni**

**Konjunktorni kazalci le zmerno v pozitivnem območju – možna nadaljnja znižanja obresti**

Februarja objavljeni konjunktorni podatki pričajo o nadaljnji stabilizaciji ruskega gospodarstva, seveda na nizki ravni kot posledici krize. Industrijska proizvodnja se medtem že stabilizira in kaže prve znake rastočega povpraševanja zlasti iz jugovzhodne Azije. Vendar je predhodni kazalnik indeksa nabavnih menedžerjev PMI za obdelovalno industrijo nazadnje ponovno padel in je tako le malenkost nad pragom 50, ki kaže ekspanzijo. Brezposelnost je v ponovnem porastu, maloprodajni promet kaže v primerjavi z lani le manjšo rast. Se pa razpoložljivi prihodki ponovno gibljejo navzgor. Skupno so bili zadnji konjunktorni podatki le zadržano pozitivni. Toda trgi očitno še vedno prednostno pričakujejo izboljšanje gospodarskega stanja in s tem povezano povečanje povpraševanja po surovinah.

Ruski delniški trgi so februarja nekoliko popustili, vodilne so bile banke in večja naftna podjetja. Vrednostni papirji Telekoma so bili v bistveno boljšem položaju. Delnice nekaterih proizvajalcev jekla so zaradi špekulacij o rastočih mednarodnih cenah jekla v nasprotju s splošnim trendom na delniškem trgu celo nekoliko porasle.

### Madžarska

Konec februarja je madžarska centralna banka vodilno obrestno mero v skladu s splošnimi pričakovanji znižala za nadaljnjih 25 bazičnih točk na raven 5,75 %. Hitrost zniževanja obresti se je spričo nazadnje negativne valutne dinamike upočasnilo že decembra, cikel zniževanja obresti pa ostaja še naprej nespremenjen. Donosi madžarskih državnih obveznic so v mesečni primerjavi padli, forint je nihaval v relativno ozkem pasu in se razvijal rahlo pozitivno. Stopnja inflacije na Madžarskem se je nazadnje zaradi rastočih uravnanih cen nekoliko povečala in tako poskrbela za negativno presenečenje. Do nadaljnjega zaradi občutnih primanjkljajev pri doseganju rezultatov ne gre računati s trajnim pritiskom inflacije, ki bi ga sprožilo povpraševanje. Zaradi nujno potrebne konsolidacije proračuna sodi Madžarska med tiste države v regiji, ki jih je globalna gospodarska kriza najhuje prizadela. Še naprej negativno gibanje industrijske proizvodnje, rastoča brezposelnost in padec maloprodajnega prometa so jasen znak trenutno šibke konjunktore. Vredno omembe pa je dejstvo, da se dinamika konjunktore po nazadnje

**Nova znižanja vodilne obrestne mere centralne banke**



objavljenih podatkih očitno giblje v pozitivni smeri. Izpostaviti je treba tudi indeks nabavnih menedžerjev (PMI), ki je še naprej v porastu in že kaže na ekspanzijo gospodarstva. Dolgoročno se zdi madžarska raven donosov še vedno privlačna; tečajji pa naj bi ostali še volatilni.

Madžarski delniški trg se je razvijal brez večjih tržno specifičnih novosti nekoliko negativno podobno kot drugi vzhodnoevropski trgi.

## Poljska

Zadnji gospodarski podatki potrjujejo pozitivno dinamiko poljske konjunktore. PMI za predelovalno industrijo, ki so ga objavili v začetku marca, se je v primerjavi s preteklim mesecem ponovno zvišal in je s tem še močnejše na ravni ekspanzije. Spričo rasti izvoznih naročil lahko v naslednjih mesecih pričakujemo pozitivne vzgibe za izvozno gospodarstvo. Dejanska prodaja industrijske proizvodnje je v primerjavi z istim obdobjem lani porasla za 8,5 % – kar je več, kot so pričakovali analitiki. Poljska je edina dežela v regiji z rastjo v maloprodajnem segmentu. K temu razvoju so pripomogli tako primerljivo manj restriktiven proračun kot v sosednjih državah kot tudi devalvacija zlota in relativno velik notranji trg. Primanjkljaj v poljski plačilni bilanci se je spričo močnejšega padca izvoza in sočasne rasti uvoza še bolj razširil. Stopnja inflacije je nazadnje nekoliko porasla in se nahaja na zgornji meji koridorja centralne banke. Novi odbor centralne banke je imel februarja svojo prvo sejo. V skladu s splošnimi pričakovanji so ostale vodilne obrestne mere nespremenjene. Tudi v naslednjih mesecih tukaj ne gre pričakovati kakršnih koli sprememb. V drugi polovici leta 2010 pa se utegnejo obresti pri trajnem izboljšanju konjunktore in privlačnejši ravni inflacije zvišati. Zlot je februarja v primerjavi z evrom pridobil; tudi tečajji poljskih državnih obveznic so poskočili. V naslednjem letu utegne biti načrtovanje proračuna vlade bolj pod drobnogledom udeležencev na trgu. Posebnega pomena bodo v tej zvezi dejansko realizirani prihodki iz naslova privatizacije. Če bodo ti slabši od napovedi, utegne to pomeniti pritisk na valuto in tečaje poljskih državnih obveznic.

Poljski delniški trg je februarja beležil rahlo negativno rast. Poljska država je na borzo uvrstila 16 % tretjega največjega oskrbovalnega podjetja v državi, ENEA, s tem pa je svoj delež znižala na 60 %. Izdajo so plasirali s tržnim tečajem 16 PLN in je bila močno prevrednotena. Za 2010 lahko pričakujemo nadaljnje kotacije v milijardnih zneskih.

Poljska konjunktura z nepričakovano močnim predznakom okrevanja – nadaljnja privatizacija državnih podjetij



Češko gospodarstvo  
okreva naprej – državne  
obveznice izkoristile  
skorajšnje zvišanje  
obresti in se okrepile

## Republika Češka

Češko gospodarstvo močno okreva po krizi. Podobno kot v večini drugih držav regije je PMI poskrbel za pozitivno presenečenje, relativno močno je porasel in kaže tako v smeri visoke ravni ekspanzije gospodarstva. Ponovno večje povpraševanje iz zahodne Evrope naj bi v naslednjih mesecih poskrbelo za nadaljnje izboljšanje. Maloprodajni promet je zaradi močno povečane brezposelnosti v letni primerjavi padel. Češka centralna banka je vodilno obrestno mero ohranila nespremenjeno na zgodovinsko nizki ravni v višini 1 %. Utemeljiti je slednje mogoče z močno češko krono v zadnjih mesecih in pomanjkanjem pritiska inflacije. Poleg tega je češko gospodarstvo po zdaj objavljenih podatkih v 4. četrtletju 2009 doživelo večji padec, kot pričakovano: minus je znašal 4,2 % namesto napovedanih 2,7 %. Češka valuta je v mesečni primerjavi kotirala skoraj nespremenjeno, češke obveznice so izkoristile napovedi o zvišanjih obresti in so porasle, zlasti tiste z daljšo ročnostjo.

Češki delniški trg je kot drugi trgi regije februarja beležil nekoliko šibkejši razvoj. Telekomunikacijska podjetja so predstavila slabše rezultate, kot je bilo pričakovati. Dosedanje dividende so ohranili pri vseh družbah, razen pri Telefonica CR. Šibkejši operativni rezultati in višja potreba po vlaganjih sta poskrbela za to, da podjetje zniža dividendo za 20 %.

## Turčija

Po več mesecev trajajoči seriji agresivnih zniževanj obresti v lanskem letu turška centralna banka vodilne obrestne mere februarja po pričakovanjih ni spremenila. Turški finančni trgi so bili v prvi vrsti pod vtisom zaostrovanja notranjepolitične situacije. Vladajoča AKP je dala zapreti več nekdanjih vojaških uslužbencev in jih obtožila, da so leta 2003 pripravljali vojaški udar. AKP si poleg tega prizadeva za spremembo ustave, da bi omejila možnosti prepovedi strank (AKP se je leta 2008 za las izognila prepovedi delovanja). Situacija je napeta in možne so celo predčasne volitve. Ravni donosov turških državnih obveznic so porasle, lira pa je spričo političnih nemirov devalvirala. Volatilnost turških obveznic in valute bo najverjetneje visoka še v naslednjih mesecih. Dolgoročno računamo s ponovno rastjo ravni donosov turških obveznic spričo povečanih pričakovanih inflacije. To bi utegnulo okrepiti tudi valuto.

Turški delniški trg je bil februarja z minusom več kot 10 % najšibkejši trg regije. Boljše rezultate turških bank od pričakovanih so zastrle politične napetosti. Delnice banke Garanti Bank so nekoliko izgubile, potem ko je GE Capital objavila, da želi prodati svoj več kot 20-odstotni delež pri tej banki.

Državne obveznice,  
valuta in delnice v  
vrtincu negativnega  
razvoja  
notranjepolitičnih  
pretresov



**Evroobveznice CEE kljub  
krizi v Grčiji še naprej  
stabilne**

## Vzhodnoevropski mejni trgi

V **Ukrajini** je kot novi predsednik zaprisegel Viktor Janukovič. Počakati je treba, ali bo mogoče oblikovati večinsko koalicijo v parlamentu. Če bo to uspelo hitro, bi bilo program MDS za Ukrajino možno nadaljevati od sredine tega leta. Ukrajinskim obveznicam bi lahko takšen scenarij koristil. Refinanciranje države naj bi bilo prvotno s pomočjo mednarodne podpore zagotovljeno, zato Raiffeisen Capital Management trenutno ne vidi nikakršne neposredne nevarnosti za poravnavo ukrajinskih državnih dolgov. Politična nestabilnost pa ostaja tudi po predsedniških volitvah še naprej največje tveganje.

Razponi donosov vzhodnoevropskih **evroobveznic** so se v mesečni primerjavi komaj kaj spremenili. Posebej negativna je bila v začetku februarja posledica razponov donosov za periferne države evroobmočja (Grčija, Portugalska, Španija). V drugi polovici februarja pa se je naklonjenost tveganju izboljšalo in vzpodbudilo trge Srednje in Vzhodne Evrope. Dolgoročno ostajajo trenutne ravni spričo izboljšanja konjunktura na razvitih trgih še naprej privlačne.

**Kitajsko gospodarstvo še  
naprej močno v porastu –  
inflacija (še) pod  
nadzorom**

## Kitajska

Kitajski delniški trg je februarja tendiral negativno. V večji meri pozitivno poteka razvoj narodnega gospodarstva: izvoz se je januarja povečal za 21 %, uvoz pa je zabeležil porast za celih 85 % - kar je znak za zelo močno povpraševanje potrošnikov znotraj Kitajske. Inflacija je z 1,5 % trenutno pod nadzorom, omejitve kreditov pa naj bi obseg novih odobritev kreditov v naslednjih mesecih omejila. Kitajska vlada tako zdaj pričakuje gospodarsko rast v višini 10 % za leto 2010, pri čemer utegne zlasti prvo polletje pozitivno presenetiti. Zato naj bi centralna banka v prvi polovici leta močneje zategnila denarno politični pas.

Na strani podjetij so pozitivne vesti prihajale iz največjega kitajskega proizvajalca osebnih računalnikov, Lenovo, ki se je po prevzemu računalniškega segmenta od IBM po letu 2005 zavihtel na 4. mesto na svetovnem trgu osebnih računalnikov. Dobiček v 4. četrtletju 2009 so povečali na 80 milijonov ameriških dolarjev, kar je bilo dvakrat več, kot so pričakovali analitiki. Največjo rast za Lenovo na ravni držav trenutno izkazujejo Brazilija, Indija in Rusija; promet so v teh državah v povprečju povečali za kar 53 %.

## Indija

Indijske delnice so februarja beležile pretežno negativno rast, potem ko so prvi koraki v smeri vračanja ekspanzivne denarne politike zasenčili nadaljnje pozitivne gospodarske podatke. Obresti sicer indijska centralna banka na zadnji seji še ni zvišala, vendar so zahtevane likvidnostne rezerve bank zvišali za 75 bazičnih točk na 5,75 %. Napovedi gospodarske rasti za tekoče leto so popravili navzgor na 7,5 %. Na izredno visoki ravni se trenutno giblje inflacija, ki je nazadnje poskočila preko 8 %. Če bo prišlo tukaj do nadaljnjega zviševanja, bo centralna banka marca ali aprila prisiljena zvišati obresti.

Na strani podjetij so novosti prihajale iz podjetja Bharti Airtel, največjega mobilnega operaterja

**Močna rast – raste tudi  
pritisk inflacije. Vse bližje  
zvišanja obresti**



Indije. Bharti Airtel želi za okoli 9 milijard ameriških dolarjev kupiti celotni afriški posel mobilnega operaterja Zain s sedežem v Kuvajtu. Tako bi imel Bharti dostop do 42 milijonov strank v 15 afriških državah. Afriko štejemo med najhitreje rastoče trge mobilne telefonije s še zelo nizko stopnjo prodornosti in z visokimi maržami. Za Bharti Airtel je to že drugi poskus, da se ustali v Afriki, potem ko mu je lani spodletel prevzem južnoafriškega podjetja MTN.

### Brazilija

Brazilske delnice so februarja beležile rahlo negativen razvoj, brazilska valuta pa je nasprotno v primerjavi z evrom občutno pridobila na vrednosti. Na delniškem trgu so bili zmagovalci surovinski vrednostni papirji, ki so izkoristili rastoče cene železove rude in močno povpraševanje po jeklu. Nekoliko nad pričakovanji je bila stopnja inflacije za mesec januar, ki je v letni primerjavi porasla na 4,6 %. Analitiki tako za marec pričakujejo prvo zvišanje obresti, do konca leta pa porast vodilne obrestne mere za 200 do 300 bazičnih točk.

To poročilo 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 01.03.2010. Kljub skrbnim raziskavam so vsi vsebovani podatki zgolj informativnega značaja ter temeljijo na informacijah osebe, ki ji je bila zaupana priprava poročila, na dan izdelave poročila. Raiffeisen KAG si pridržuje pravico, da jih kadarkoli spremeni brez predhodnega obvestila. Raiffeisen KAG nadalje za to poročilo ali za na njem temelječo verbalno predstavitev ne prevzema nikakršne odgovornosti, zlasti ne v zvezi z aktualnostjo, pravilnostjo ali popolnostjo navedenih informacij ali virov informacij, oziroma za uresničitev v poročilu postavljenih napovedi. Prav tako na podlagi morebitnih napovedi oz. simulacij preteklega razvoja vrednosti v tem poročilu ni mogoče zanesljivo sklepati o njihovem prihodnjem razvoju. Predmet tega poročila ni ponudba, nakupno ali prodajno priporočilo ali naložbena analiza. Vsebovani podatki prav tako ne nadomeščajo individualnega naložbenega ali drugačnega posveta s strokovnjakom. Vsaka konkretna naložbena odločitev 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 poročila, je potrebno predhodno soglasje Raiffeisen KAG. Objavljeni prospekt omenjenih skladov je v aktualni veljavni verziji in z vsemi popravki prve in morebitnih nadaljnjih izdaj na voljo na spletnem naslovu [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com). Raiffeisen KAG izračunava donos v skladu z obračunsko metodo Avstrijske kontrolne banke (OeKB) na podlagi podatkov skrbniške banke in ga izraža v čistih (neto) vrednostih (v primeru prekinitev izplačevanja enot premoženja se upoštevajo domnevne, indikativne vrednosti). Vstopni in izstopni stroški v izračunu niso upoštevani. Na podlagi preteklih donosov ni mogoče sklepati o prihodnjem gibanju vrednosti enote premoženja investicijskega sklada.