

Mesečnik Kapitalški trgi

Informacije za distributerje skladov in institucionalne vlagatelje. Ni namenjeno za posredovanje zasebnim vlagateljem.

Meje rasti...

...je razglasil Rimski klub v začetku sedemdesetih. Taka napoved skoraj ne bi mogla biti neprimerna. Tudi zdaj bodo ponovno izmerjene meje rasti, čeprav z vidika konjunktura, ki je bistveno bolj kratkoročen. Podatki zadnjih tednov pa so vsekakor slabši in tako skoraj ni konjunktornega kazalnika, ki ne bi bil šibkejši in je tako še zaostal za tako ali tako zmernimi pričakovanji.

Poleg tega so še vedno prisotni znaki živčnosti, ki se denimo izražajo v ponovno povečanih riziko premijah pri ameriških hipotekarnih obveznicah in pri iTraxx-Europe za finančni sektor, ki se je povzpel na nov krizni nivo, še višji od kriznega vrhunca prvega četrtletja 2008. Hkrati so se premije pri poslih kreditnih zamenjav (CDS) za nemške državne obveznice spet bistveno povečale¹. Opozorilni signal v smeri bonitetnih pričakovanj trga. Dolžniška kriza v EU terja svoj davek.

Res je, da so se tveganja povečala, vendar pa je verjetnost, da gre samo za vmesni pristaneček in ne za padec konjunktura, še vedno velika: med drugim govori temu v prid moč rasti trgov v vzponu in sproščene obrestne vaje pri zgodovinskih nizkih realnih obrestnih merah, pri čemer delujejo razbremenilno nižje cene nafte, hkrati pa solidni denarni tokovi in nizke kvote zadolženosti podjetij še naprej dopuščajo naložbe.



Hans-Jörg Naumer

**Kazalniki
razpoloženja
bi lahko presegli
upočasnitev
konjunktura.**

2011. 08. 11.	
Delniški indeksi	
SBI TOP	661
Euro Stoxx 50	2,253
S&P 500	1,210
Nasdaq	2,562
Nikkei 225	8,851
Hang Seng	19,865
KOSPI	1,830
Bovespa	54,861
FOREX	
USD/EUR	1,449
Obrestne mere %	
ZDA	3 meseci 0,32
	2 leti 0,20
	10 let 2,19
Evro območje	3 meseci 1,54
	2 leti 0,64
	10 let 2,13
Japonska	3 meseci 0,34
	2 leti 0,13
	10 let 1,05
Surovine	
Nafta (USD/sodček)	112,6

Nove publikacije

Podcasti & analize
kapitalskega trga – kliknite na:
www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis

Kazalnik kapitalnega trga

obvezniški skladi ▾ delniški skladi

Trenutno nazadovanje konjunktornih kazalnikov razpoloženja bi bilo lahko nazadnje tudi reakcija na močno korekcijo delniških trgov in zdi se, da presega dejansko upočasnitev konjunktura. Trdni podatki o aktivnosti, kot so denimo prejeta naročila, ne odsevajo povečanih bojazni pred recesijo. Obratiti so se začeli tudi „kazalniki presenečenja“ za ZDA in Japonsko. Ti odražajo razkorak med dejanskim gibanjem in pričakovanji analitikov. Meje rasti je mogoče pač hitreje doseči z zniževanjem zadolženosti razvitih držav, vseeno pa naj bi obstajala tudi rast.

Realno rast donosov vam želi

Hans-Jörg Naumer.

¹„CDS“ je kratica za posle kreditnih zamenjav (Credit Default Swaps) in ti odražajo stroške zavarovanja za podrejene vrednostne papirje. „iTraxx“ pomeni družino indeksov, ki odlikavajo gibanje na trgih CDS.

Podrobneje o trgih

Taktična alokacija, delnice & obveznice.

- Glede na razmerja med tečajem in dobičkom delniški trgi že prehitvevajo nazadovanje konjunktura in dobička. V primerjavi z državnimi obveznicami so te dejansko poceni, čeprav se tukaj tudi že kažejo regionalne razlike.
- Sliko zaznamuje zaskrbljenost glede konjunktura in dolžniške krize EU, kar se očitno odraža tudi na realno-ekonomskih kazalnikih razpoloženja. Ker je pesimizem že zelo napredoval, to daje prostor za pozitivna presenečenja.
- Srednje in dolgoročnejsa perspektiva govori v korist delnic. Zaradi trenutnih negotovosti, ne nazadnje tudi glede nadaljevanja dolžniške krize, se še priporoča nevtralna utež delnic in obveznic.

Puščice označujejo priporočeno ponderiranje segmentov znotraj posameznih razredov premoženja (regije, sektorji, obveznice)

Nemčija



- Najnovejše podatke o bruto domačem proizvodu so zaznamovali posebni dejavniki, ki so poudarili rast.
- Zlasti pa obseg naročil kaže na to, da ima gospodarstvo več zagona, kot bi lahko pričakovali glede na najnovejše podatke o BDP.
- Glede na razmerja med tečajem in dobičkom na podlagi pričakovanih donosov za naslednjih 12 mesecev se zdi, da je občuten padec dobička že vključen v ceno, pri čemer vse kaže na to, da do pričakovanega padca ne bo prišlo.
- Razmerje med tečajem in knjigovodsko vrednostjo se je približalo vrednosti ena.

Evropa



- Kljub rahli ohladitvi v evrskem območju računamo na še naprej trdno rast v jedrnih državah, medtem ko ostajajo države iz obrobja potencialen obremenilni dejavnik.
- Dolžniška kriza še ni za nami, vendar pa je politična solidarnost še naprej stabilna, zaradi česar ne gre pričakovati „trdega“ izpada plačil posameznih držav.
- Na strani vrednotenja so evropske delnice, glede na ameriške, v prednosti, vendar pa je v ZDA znova napočil ugodnejši trenutek za revizijo pričakovanih dobičkov.

ZDA



- Upad najnovejših konjunktarnih kazalnikov razpoloženja naj bi bil predvsem reakcija na močno korekcijo na delniških trgih in bi lahko presegel dejansko upočasnitev konjunktura.
- Ugodni podatki o industrijski proizvodnji in avtomobilski proizvodnji v ZDA v juliju ne kažejo na ponovno recesijo.
- Utež ameriških delnic naj se kljub višjemu vrednotenju ne zniža, predvsem zaradi defenzivnega značaja ameriškega delniškega trga.

Japonska



- Podatki o konjunkturi na Japonskem kažejo na vzorno okrevanje gospodarstva po pomladanskem uničujočem potresu.
- Potrebne obnovitvene aktivnosti bi lahko dodatno podprle japonsko konjunkturo.
- Vendar pa bi močan jen še naprej lahko bremenil izvozno usmerjena podjetja.

Hitro rastoči trgi



- Po korekciji se zdi vrednotenje držav v vzponu na razumnih ravneh.
- Iz globalnega vidika ostajajo rastoči trgi kljub trenutnemu popuščanju zagona rasti tudi v prihodnjih letih bistven steber svetovnega gospodarstva.
- Zaradi nižje stopnje zadolženosti in višjih ravni ključnih obrestnih mer obstaja v teh državah v primeru občutne upočasnitve konjunktura dovolj manevrskega prostora za podporne ukrepe denarne in fiskalne politike.
- Vendar pa je konjunktarna slika po posameznih državah zelo heterogena. Vzhodna Evropa je v primerjavi z drugimi regijami držav v vzponu relativno šibkejša in bolj dovzetna za pretrese. Rast produktivnosti je nižja, stopnja zadolženosti pa višja.

Kitajska



- Trend nekoliko zmernejših stopenj rasti kitajskega gospodarstva naj bi se obdržal tudi v drugi polovici leta. V celotnem letu 2011 naj bi se realni bruto domači proizvod povečal za 9,3 %, potem ko se je v prvih šestih mesecih dvignil za 9,6 %. Indeks nabavnih menedžerjev je sicer popustil, še vedno pa leži na ekspanzivnem območju.
- S tem ima Kitajska še naprej luksuzno težavo, ko mora z denarno politiko zavirati rast, ki je premočna za vrnitev k večji cenovni stabilnosti.
- Toda zaradi upočasnjene rasti kreditov je mogoče pričakovati, da bo denarno-politični pritisk v naslednjih mesecih popustil.

Panoge

- Po najnovjši korekciji tečajev bi morali biti pri panožni porazdelitvi lahko močnejše poudarjeni ciklični sektorji. Delnice surovin in energije se zdijo še posebej zanimive. Ti sektorji imajo največ maneverskega prostora za prevalitev cen zaradi višjih stroškov surovin in bi lahko še naprej dosegali dobičke zaradi trenda krepitve držav v vzponu.
- Ker se zdi, da je zaskrbljenost glede konjunktura, ki je tem sektorjem delala še posebne preglavice, v celoti preveč napredovala, bi lahko imeli ti sektorji tudi največje možnosti za okrevanje.

Naložbena tema Dividende

- Razmere nizkih obrestnih mer ob istočasno nizkih delniških kvotah bi lahko pomenile predvsem pritisk na institucionalne vlagatelje, naj poiščejo alternative za segment obveznic.
- Delnicam se skoraj ni mogoče izogniti, predvsem pa strategijam dividend, ki s seboj prinašajo prednost višjih izplačil.
- Kot kaže ena od študij Allianz GI Capital za širši ameriški delniški trg, so izkazale delnice z enakimi ali rastočimi izplačili dividend zgodovinsko nadpovprečno donosnost prav v razmerah višje inflacije.
- Prav tako se pri S&P 500 kaže, da so dividende v časovnih obdobjih, kot so bila 30. leta ali prvo desetletje novega tisočletja, v tistem desetletju večinoma uspele najmanj odtehtati izgube zaradi nihanj tečajev.

Evro obveznice

- Na denarnem trgu je po najnovjšem „begu v kakovost“ v ceno vključeno znižanje obrestnih mer v višini do 0,5% v sredini leta 2012. Kolikor bolj se pomirja trenutna dolžniška kriza, toliko močnejše bi se lahko denarni trg ponovno odmaknil od teh pričakovanj.
- Dolgoročneji realni donosi se gibljejo v bližini svojih najnižjih zgodovinskih vrednosti. Raven realnih obrestnih mer se je s tem vedno bolj odlepila od makroekonomskih razmer.
- Zaradi ukrepov centralnih bank za oskrbo trga in še naprej sproščene denarne politike sicer lahko pričakujemo, da bodo donosi daljših ročnosti ostali pod ravno obrestnih mer, ki jo je dejansko mogoče pričakovati ob upoštevanju rasti in gibanja cen. Tveganje spremembe obrestnih mer ostaja nespremenjeno, kar pozornost usmerja na kratkoročne in srednje ročnosti.

Mednarodne obveznice

- Z jasno osredotočenostjo na konjunkturo in trg dela ob istočasni izključitvi inflacijskih tveganj je ameriška centralna banka utež svoje dvojne ciljne funkcije potisnila še dlje od cenovne stabilnosti v smer krmiljenja konjunktura.

- Negativni realni donosi v kombinaciji z monetarno politiko reflacije ponujajo ugodna tla za „finančno represijo“: nivo realnih obresti ostaja nizek, vlagatelji pa z inflacijo izgubljajo kupno moč.

Obveznice hitro rastočih trgov

- Ciklus zviševanja obrestnih mer centralnih bank je v državah v vzponu, v primerjavi z razvitimi državami, že bistveno bolj napredoval. Zato se zdijo donosi iz obveznic držav v vzponu bolj privlačni kot zgodovinsko nizki donosi na zrelejših trgih.
- Medtem ko se morajo razvite države boriti z vedno večjo državno zadolženostjo, so številne države v vzponu v položaju, ko lahko zmanjšajo svojo zadolženost glede na bruto domači proizvod.

Podjetniške obveznice

- Dobra razpoložljivost likvidnosti in tendenčno tudi v prihodnjem letu konzervativna finančna politika podjetij predstavljajo še naprej ugodne razmere za podjetniške obveznice.
- Trend k nižji zadolženosti ostaja nespremenjen tako v finančnem sektorju, kot tudi izven njega.
- Aktivnosti prevzemov in združitve ter do vlagateljev prijazno obnašanje bi sicer lahko pridobivali na pomenu, hkrati pa naj ne bi bremenili celotnega segmenta. V naslednjih mesecih bi se lahko iztekel tudi pritisk s strani podatkov o konjunkturi.
- Na strani vrednotenja so podjetniške obveznice še naprej dobro podprte.
- Segment je podprt tudi z zniževanjem implicitnih stopenj izpada.

Valute

- Priporočamo nevtralno pozicijo evra glede na dolar: zaradi obljube ameriške centralne banke, da bo obrestne mere do leta 2013 pustila blizu ničle, je dolar na obrestni strani sicer manj privlačen, vendar pa evro še naprej bremeni dolžniška kriza.
- Jen je sicer precenjen, na normalizacijo pa bo verjetno treba še zelo dolgo čakati, saj bi lahko politika nizkih obrestnih mer ameriške centralne banke obrestno razliko potisnila rahlo v korist dolarja. Poleg tega naj bi bila pripravljenost na več kvantitativnega sproščanja v ZDA ocenjena enako visoko kot za Japonsko.
- Strukturno naj bi valute držav v vzponu pridobile na vrednosti glede na valute G3. Najpomembnejši razlogi so dobički iz produktivnosti in visoka rasti. Če bi nenaklonjenost tveganju ostala visoka, naj bi se kratkoročno upoštevalo tveganje umika kapitala, ki je naložen v države v vzponu.

Izjava o omejitvi odgovornosti

Ta dokument je izdala in odobrila družba Allianz Global Investors Europe GmbH, ki je hčerinska družba Allianz Global Investors AG (del skupine Allianz).

Allianz Global Investors Europe GmbH je družba z omejeno odgovornostjo, ustanovljena po veljavnih zakonih in predpisih Zvezne republike Nemčije, in ima sedež na Seidlstrasse 24-24a, D-80335 München.

Allianz Global Investors Europe GmbH ima licenco za opravljanje finančnih storitev (Finanzleistungsinstitut). Nadzor nad izvajanjem dejavnosti finančnih storitev podjetja Allianz Global Investors Europe GmbH izvaja Zvezni zavod za nadzor finančnih storitev (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin).

Dokument je informativne narave in ni bil pripravljen z namenom pravnega ali davčnega svetovanja.

Dokument izraža mnenja in poglede družbe Allianz Global Investors Europe GmbH in z njo povezanih družb v času njegove objave.

Vsakršno kopiranje, objava ali posredovanje njegove vsebine nepooblaščenim osebam v kakršnikoli obliki je prepovedano.

Nekateri podatki in informacije, navedeni v tem dokumentu, izhajajo iz različnih objavljenih in neobjavljenih virov, za katere se predpostavlja, da so zanesljivi in pravilni, zato se jih ni neodvisno preverjalo. Allianz Global Investors Europe GmbH ne jamči za pravilnost informacij in ne sprejema odgovornosti za neposredno ali posredno škodo, ki bi izhajala iz uporabe teh podatkov.

Informacije, ki jih vsebuje ta dokument, se ne smejo interpretirati kot ponudba ali nagovarjanje (i) s strani kogarkoli k nakupu vrednostnih papirjev, pri čemer bi veljala taka ponudba ali nagovarjanje, v skladu z veljavno zakonodajo, za nezakonito, oz. oseba, ki daje ponudbo, za to ne bi bila kvalificirana ali pa (ii) kogarkoli, za katerega se v skladu z veljavno zakonodajo v državi, iz katere oseba prihaja, pojmuje, da je taka ponudba ali nagovarjanje nezakonita.

Vir podatkov – če ni drugače navedeno: Thomson Financial Datastream