

## Preobrati?

Glede na to, kar je pisalo na naslovnica, bi se moral februar pravzaprav pokazati za slab mesec: nekateri pomembni zgodnji kazalniki so se poslabšali, pokazale so se prve skrbi v zvezi z denarno-političnim preobratom, poleg tega je bila na dnevnem redu javnofinančna zadolženost, predvsem, Grčije, pa tudi drugih (evropskih) držav. Da je bila potem dosežena donosnost vseeno boljše od pričakovane, je predvsem zasluga izjemno ugodne poročevalske sezone in signalov s strani EU, da bo Grčiji pomagala pri refinanciranju proračuna. Sedaj se toliko bolj zastavlja vprašanje ali nismo pred nekaterimi preobrati.

**Preobrat konjunktura?** Pomembni zgodnji kazalniki kot je ameriški kazalnik zaupanja potrošnikov, so se poslabšali, ni pa še mogoče govoriti o trajnejšem obratu trenda. Tudi položaj glede naročil je dober in zaradi razprodaje močno izpraznjenih skladišč je mogoče pričakovati nova naročila. V celoti pa sedaj prehajamo v fazo, ko se mora pokazati, kako trajna je rast pri postopnem izteku fiskalnih programov. V prihajajočih tednih bi bilo lahko potrjevanje visokih pričakovanj glede rasti bolj težavno.

**Preobrat v poročevalski sezoni?** Poročevalska sezona v ZDA in v Evropi je preseгла svoj vrhunec. Bilanca: v ZDA je več kot 70% podjetij iz S&P 500, ki so že sporočila svoje rezultate, prekosilo pričakovanja analitikov, kar je bistveno več od zgodovinske srednje vrednosti, ki znaša okoli 60%. Predvsem podjetja, ki so pozitivno odreagirala na ugodno stanje v gospodarstvu, so poskrbela za zelo pozitivna presenečenja in tržnim udeležencem na ta način potrdila, da se gospodarsko okrevanje odraža tudi v podatkih o pro-

daji. Vendar se zdi, da so globalnih revizijah dobičkov, pri katerih je ob koncu leta 2009 prišlo do preobrata, začeli analitiki gibanje na strani podjetij v prihodnjih mesecih ocenjevati bolj zadržano. Tako gibanje bi se lahko še nadaljevalo, zlasti če bi se zgodnji kazalniki še naprej slabšali.

**Preobrat denarne politike?** Predsednik ameriške centralne banke (Fed) Ben Bernanke je zvišal diskontno obrestno mero in spregovoril o tem, da naj bi se ameriško gospodarstvo gibalo v smeri normalizacije. Pri tem ZDA niso edine. Kitajska in Indija sta že začeli preobrat v njihovih denarnih politikah. To so dobri signali, ki kažejo da centralne banke izčrpajo odvečno likvidnost, še preden se napihne nov balon pri premoženjskih naložbah, vendar pa posledično povzročajo nenehni nemir. Preobrat zato le počasi napreduje. Predvsem ključna obrestna mera v ZDA bi lahko ostala še dolgo nespremenjena.

V teh razmerah je še vedno potrebno aktivno upravljanje, saj je potrebno ustrezno ravnati pri negotovosti in volatilnosti.

Veliko uspeha na kapitalnih trgih vam želi

Stefan Scheurer



*Stefan Scheurer*

26. februar 2010

Delniški indeksi	Stanje	L/L (%)
SBI TOP	3953	10,0
DJ Euro Stoxx 50	2764	46,8
S&P 500	1104	57,6
Nasdaq	2238	69,2
Nikkei 225	10172	39,7
Hang Seng	21057	71,0
KOSPI	1595	56,5
Bovespa	66503	83,5

Obrestne mere %		-1 leto	
ZDA	3 meseci	0,25	1,26
	2 leti	0,82	1,05
	10 let	3,63	2,98
Evro območje	3 meseci	0,66	1,84
	2 leti	0,85	1,35
	10 let	3,11	3,13
Japonska	3 meseci	0,45	0,71
	2 leti	0,15	0,39
	10 let	1,29	1,28

FOREX		-1 leto
USD/EUR	1,357	1,278

Surovine		-1 leto
Nafta (USD/sodček)	76,9	44,8

## Kazalnik kapitalnega trga

obvezniški skladi ▼ delniški skladi ▲

### Nove publikacije

Podcasti & analize kapitalnega trga – kliknite na:

[www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis](http://www.allianzgi.de/capitalmarketanalysis)

# Podrobneje o trgih

## Taktična alokacija, delnice & obveznice

- Konjunktorno okrevanje se nadaljuje. Vendar pa prvi zgodnji kazalniki nakazujejo tendenco preobrata.
- Konca „poceni“ denarja še ni videti. Storjeni pa so že bili prvi koraki v smeri prihodnje ostrejšje denarne politike.
- Pri globalnih revizijah dobičkov je sicer očitno prišlo do prelomnice, vendar pa ostajajo vrednotenja delnic v razvitih državah še naprej privlačna.
- Delniški trgi bi lahko še naprej uživali podporo zadostne likvidnosti, zmernih vrednotenj in »megatrenda« globalizacije.
- V celoti ostaja v veljavi nevtralna utež delnic glede na obveznice, taktično pa se zaradi pričakovanja višje volatilitosti priporoča manjšo utež.

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

### Nemčija



- V Evropi se še naprej priporoča večja utež nemških delnic. Poleg trenutno šibkega evra, zaradi katerega bi izvozno usmerjena nemška podjetja lahko dosegala večje dobičke, pa v prid te naložbene regije govori tudi trenutno visok donos iz dividend in sicer 3,7 %.
- Pričakovanja vlagateljev glede prihodnjega gospodarskega položaja so se sicer nekoliko poslabšala (ZEW, ifo), vendar pozitivni podatki iz industrije in trgovine na drobno potrjujejo podobo gospodarskega okrevanja.
- Razmerje med tečajem in dobičkom nemških delnic (kazalnik P/E) se je v zadnjih tednih izboljšalo na 11,4, kar je sicer pod 20-letnim povprečjem 16,2. Nemške delnice pa so v primerjavi z vrednotenji v ZDA še vedno privlačne (kazalnik P/E tam znaša 13,6).

### Evropa



- Konjunktorno okrevanje bi se sicer lahko nadaljevalo, vendar verjetno v Evropi dinamika vzpona, glede na nekatere zgodnje kazalnike, rahlo slabi.
- V Evropi je konjunktorna slika heterogena: medtem ko v Nemčiji prihajajo pozitivni impulzi s strani industrije in izvoza, pa države kot so Grčija, Španija in Portugalska bremenijo šibek trg dela oz. napet javnofinančni položaj.
- Kljub temu pa evropska podjetja, poleg privlačnih donosov iz dividend (3,4%),

ponujajo zmerno vrednotenje tudi v primerjavi z ZDA (razmerje med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo znaša 1,4).

### ZDA



- Ameriška centralna banka Fed se je v svojem najnovjšem poročilu optimistično izrazila glede gospodarskih obetov: zaloge se znižujejo, industrijska proizvodnja je bila nad pričakovanji, izkoriščenost zmogljivosti pa v okviru pričakovanj.
- Najvišja kvota brezposelnih v ZDA je bila sicer verjetno dosežena oktobra pri 10,1 %, vendar zasebno potrošnje bremenijo še naprej šibak trg dela in visoki stroški za odplačevanje dolga, ki dosegajo okoli 13 % razpoložljivih sredstev ameriških gospodinjstev.
- V tekočem poročevalskem obdobju je sicer več kot 70 % podjetij iz S&P 500 prekosilo pričakovanja analitikov, vendar so verjetno pozitivna gibanja dobičkov večinoma že vključena v vrednotenja.

### Japonska



- V letu 2009 je japonski bruto domači proizvod upadel za 5,0 %. To je najmočnejši padec od začetka zbiranja statističnih podatkov, v petdesetih letih 20. stoletja.
- Kljub nazadnje pozitivnim impulzom s strani industrije (dvig števila prejetih naročil za okoli +20% glede na predho-

dni mesec), namerava Japonska centralna banka nadaljevati svojo politiko poceni denarja.

- Vendar pa drugo največje svetovno gospodarstvo bremenijo negativne stopnje inflacije in upadanje višine plač.
- Mednarodni vlagatelji naj razmišljajo tudi o pričakovani slabitvi jena, kot posledici ekspanzivnih denarnih politik ECB in Fed.

### Hitro rastoči trgi



- Mednarodni denarni sklad (IMF) je ponovno zvišal svoje napovedi za gospodarsko rast hitro rastočih držav za leti 2010 in 2011. Ta ustanova napoveduje za leti 2010 in 2011 rast v višini 6,0 % oz. 6,3 %, medtem ko bodo industrijske države v enakem časovnem obdobju dosegle rast za zgolj 2,1 % oz. 2,4 %.
- Vendar je močno povečana kitajska kreditna rast nazadnje podžgala bojazni, da bi lahko prišlo do pregretja kitajskega gospodarstva tako, da je kitajska centralna banka uvedla ostrejšo denarno politiko.
- Za rastoča azijska gospodarstva, predvsem Kitajsko, velja da so, glede na industrijske države, tako v absolutnem kot tudi relativnem smislu vrednotena ambiciozno, na drugi strani pa so vrednotenja v Latinski Ameriki in Vzhodni Evropi poštena.

## Gospodarske panoge

- V pričakovanju volatilnega lateralnega gibanja zaradi omejenega potenciala za rast, se priporoča uravnotežena usmeritev portfelja v ciklične in defenzivne sektorje.
- Na ciklični strani so še naprej dosegljive surovinske delnice, ki bi lahko dosegle dobičke tudi zaradi megatrenda „omejenih virov“.
- Privlačne se zdijo tudi strategije dividend, med drugim na področju oskrbe. Poleg privlačnih vrednotenj njihovi donosi iz dividend trenutno bistveno presegajo donose 10-letnih zveznih obveznic.

## Naložbena tema: strategije dividend

- Vrednostne papirje, ki prinašajo visoke dividende, si je priporočljivo pogledati prav na sredini obdobja dividend. V primerjavi z nizkimi ravnmi donosov iz obveznic se zdijo povprečni donosi iz dividend na delniških trgih, npr. 3,4 % za MSCI Europa, privlačni.
- Nizke ravni dobičkov za leto 2009 sicer postavljajo pod vprašaj stabilnost donosov iz dividend številnih podjetij, a je kljub temu še vedno veliko gospodarskih družb s stabilnimi prihodi. Pri podjetjih za oskrbo je na primer mogoče pričakovati trajnostno privlačna izplačila.
- Da bi ločili »zrnje od plev«, je treba v okviru trajnostne analize med drugim preveriti zadostno donosnost in kontinuiteto dividend določenega podjetja – to je naloga aktivnega upravljalca dividendnega sklada.

## Evro obveznice



- Donose v euroobmočju je nazadnje močno določala negotovost javnofinančnega položaja v nekaterih državah na obrobju EU. Zvezne obveznice so pri tem kratkoročno profitirale zaradi bega vlagateljev v varnejše naložbe.
- V segmentu daljših ročnosti se poleg cenovnih pričakovanj potrošnikov (bojazni pred inflacijo) zrcali tudi velik pritisk ponudbe zaradi potreb vlad po refinanciranju.
- Pri nespremenjeno strmi krivulji obrestne strukture in še naprej ekspanzivni denarni politiki v evro območju je zato priporočljivo dati prednost srednjim ročnostim.

## Mednarodne obveznice



- Na mednarodnem obvezniškem trgu so se v zadnjih sedmih tednih najbolj povečali donosi ameriških državnih obveznic, potem ko je ameriška vlada plasirala 81 milijard ameriških dolarjev v času dejansko nizkega povpraševanja.
- Diskusija glede morebitnih izhodnih strategij centralnih bank držav G4 se bo v prihajajočih mesecih zaostri. Najprej sredi leta 2010 je vendarle mogoče računati s prvimi zmernimi zvišanji obrestnih mer.
- Zaradi obstoječih valutnih tveganj se zdi, da se vlaganja v japonske državne obveznice ali državne obveznice ZDA praktično ne izplačajo.

## Obveznice hitro rastočih trgov



- Kljub manjši pripravljenosti na tveganje zaradi problemov na obrobju evrskega območja so bili konjunkturni podatki v večini hitro rastočih držav razveseljivi.

- Riziko premije pri obveznicah držav v vzponu so se posledično rahlo zvišale in se zdijo v primerjavi s podjetniškimi obveznicami še naprej privlačne, saj imajo še večji potencial za zoženje in s tem za tečajne dobičke.
- Pri tem naj glavna pozornost velja obveznicam tistih držav, ki razpolagajo s solidnimi državnimi proračuni ter visokimi deviznimi rezervami.

## Podjetniške obveznice



- Pribitki na donose podjetniških obveznic investicijskih razredov (investment grade) so se nazadnje razširili zaradi povečane nenaklonjenosti do tveganja.
- Osredotočenost v tem segmentu zato ni več na pričakovanju nadaljnjih tečajnih dobičkov zaradi upadanja nenaklonjenosti do tveganja, pač pa na še vedno privlačnih ravneh donosov („carry“), ki bi lahko dovolj ublažile tveganje za prihajajoče mesece.

## Valute

- Kratkoročno se je evro glede na ameriški dolar nagibal k šibkosti, predvsem zaradi zaskrbljenosti nad visokimi javnofinančnimi primanjkljaji nekaterih držav članic EU in večjih kratkih pozicij (short position).
- Srednjeročno pa za dolar ostaja pritisk devalvacije: poleg strukturnih neravnovesij ameriškega gospodarstva bi lahko dolar bremenilo tudi dejstvo, da bi Evropska centralna banka lahko hitreje opustila svojo politiko „poceni denarja“.
- Glede na to, da naj bi Japonska centralna banka zadržala nizke obrestne mere za daljše obdobje in ker v letu 2010 spremembe niso predvidene, bi lahko jen srednjeročno izgubil, tako glede na evro, kot glede na dolar.

## Kolofon

**Allianz Global Investors**  
 Kapitalanlagegesellschaft mbH  
 Mainzer Landstraße 11–13  
 D-60329 Frankfurt am Main

**Capital Market Analysis**  
 Hans-Jörg Naumer (hjn)  
 Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

# 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 v Nemčiji licenco za opravljanje finančnih storitev. Nadzor nad izvajanjem dejavnosti finančnih storitev podjetja Allianz Global Investors Europe GmbH izvaja Zvezni zavod za nadzor finančnih storitev (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin). V skladu z direktivama EU 2004-39-EC in 2006-73-EC o trgu finančnih instrumentov, organizacijskih zahtevah in pogojih poslovanja investicijskih družb ima podjetje dovoljenje za opravljanje finančnih storitev tudi v naslednjih državah EU in Evropskega gospodarskega prostora: Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Francija, Grčija, Madžarska, Islandija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Norveška, Poljska, Portugalska, Slovaška, Slovenija, Španija, Švedska in Velika Britanija.

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 raznih 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 oz. deležev ali enot investicijskih skladov, 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) komurkoli, za katerega se v skladu z veljavno zakonodajo v državi, iz katere oseba prihaja, pojmuje, da je taka ponudba ali nagovarjanje nezakonita.

Izjave prejemnikom tega dokumenta so dane ob upoštevanju določb temeljne ponudbe ali pogodbe, ki je ali bo sklenjena.

Vpis deležev ali delnic investicijskih skladov poteka na osnovi zadnjega prospekta ali poenostavljenega prospekta in zadnjega revidiranega letnega poročila (in nerevidiranimi vmesnimi poročili, če so objavljena).

Allianz Global Investors Europe GmbH in povezane družbe v skupini Allianz ne dajejo jamstva za naložbene priložnosti, ki so opisane v tem dokumentu. Kot to velja za vse naložbene produkte, pretekla donosnost ni zagotovilo za enako donosnost tudi v prihodnje.

Spletna stran: [www.allianzglobalinvestors.eu](http://www.allianzglobalinvestors.eu)  
Elektronska pošta: [eusalessupport@allianzgi.com](mailto:eusalessupport@allianzgi.com)