



## Ameriške državne obveznice: manjša rast obrestnih donosov – Fed sprožila operacijo Zasuk

Verjetnost nove recesije v ZDA se povečuje – Manevrski prostor za finančne ukrepe države vse manjši

Ameriška konjunktura je v zadnjih mesecih oslabela bolj, kot je pričakovala večina tržnih udeležencev. V letu 2011 naj bi tako realna ameriška gospodarska rast znašala le še okoli 1,6 %, v prihodnjem letu pa naj bi se še bolj upočasnila in v najboljšem primeru dosegla dober odstotek. Medtem je tudi njeno nazadovanje (recesija) vse bolj verjetno. Ameriški BDP se je sicer v tretjem četrtletju po začasnih podatkih na letni osnovi povečal za 2,5 %, vendar to v konjunktornem pogledu ne spremeni veliko – gospodarska rast je bila v prvem polletju enostavno prešibka. Številni konjunktorni kazalniki so trenutno na ravneh, ki jim je v preteklih desetletjih zmeraj sledila recesija. Po več letih, v katerih so ZDA zaradi konjunktornih svežnev in programov reševanja bank ter trga nepremičnin prigospodarile pred tem nepredstavljen primanjkljaj, se tudi njim vse bolj približuje trenutek resnice. Javni dolg, ki je še pred nekaj leti znašal okoli 60 % BDP, bo te dni presegel magično mejo 100 %. Finančna stiska ameriških zveznih dežel in lokalnih skupnosti ter ogromne prihodnje obveznosti iz naslova treh velikih socialnih programov *Medicare*, *Medicaid* in *Social Security* so dodatni obremenilni dejavniki. Naslednji ameriški predsednik, ne glede iz katerega političnega tabora že bo, zato na finančnem področju še zdaleč ne bo imel enakega manevrskega prostora kot njegovi predhodniki. Prej ali slej bo namreč nujno obsežno zmanjšanje državnih izdatkov, kar bo močno obremenilo ameriško konjunkturo. Ameriški zasebni potrošniki sami bodo le težko generirali zadostno rast - še vedno so namreč močno zadolženi, realni prihodki večine pa ostajajo nespremenjeni ali se celo zmanjšujejo in tudi na trgu nepremičnin še vedno ni znakov, da bi se trend obračal na bolje. V tovrstnih razmerah prav tako ni mogoče pričakovati, da bi ameriška podjetja krepila svojo investicijsko dejavnost – razen morda na rastočih trgih v tujini. Na podlagi vsega tega se ZDA v najboljšem primeru obeta več let zelo šibke gospodarske rasti.

Manjša korekcija tečajev državnih obveznic po visoki rasti v predhodnih mesecih

Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic je v preteklih mesecih zaradi hitrega poslabšanja konjunktornih obetov skorajda usahnila in se spustila občutno pod 2-odstotno mejo. Temu je sicer v začetku oktobra v skladu z okrevanjem na delniških trgih sledil odboj, v okviru katerega se donosnost trenutno giblje okoli 2,2 %. Dolgoročni trend njenega upadanja, ki ga spremljamo že od leta 1981, pa tako ostaja neokrnjen. Znižuje se tudi donosnost tridesetletnih ameriških obveznic, in sicer se je z več kot 4 % spustila na 2,75 %, torej v bližino panično nizkih ravni s konca 2009. V nadaljevanju je nato sicer ponovno presegla 3 %. Strmo padanje donosnosti ameriških obveznic je še pospešila centralna banka, ki je napovedala prodajo kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev oziroma njihovo zamenjavo za dolgoročne – ali tako imenovano operacijo Zasuk (angl. Twist). Na ta način je sicer med drugim še dodatno pocenila hipotekarne kredite, vendar je povpraševanje po njih kljub nizkim obrestim že dalj časa precej omejeno. Zaradi zelo nizke donosnosti dolgoročnih državnih obveznic so v vse večjih težavah tudi pokojninske blagajne in družbe, saj težko dosegajo vrednosti, na kateri temeljijo njihovi pokojninski izračuni. Kratko- ali dolgoročno bodo zato prisiljene zvišati rezervacije za pokojnine –



**Vse večje tveganje  
pojava recesije tudi v  
evrskem območju –  
prizadeti bančni sektor  
kot dodatni problem**

kar bo negativno vplivalo na njihove poslovne rezultate. Nadaljnje denarnopolitično sproščanje bo trenutno težko uveljaviti, saj ameriška inflacija še vedno raste. Njena splošna stopnja na letni ravni trenutno znaša slabe 4 % in celo t. i. jedrna inflacija (v kateri niso upoštevane cene energije in živil), ki jo favorizira centralna banka, se je od začetka leta skoraj podvojila in znaša 2 %. Inflacijska pričakovanja, vračunana v tržne cene, so zaradi obotavljajoče se konjunktore, nasprotno, nižja. Za obveznice, indeksirane z inflacijo, tako v prihodnjih 10 letih pričakovana inflacija na letni ravni znaša okoli 1,7 %, potem ko so spomladi te ocene še presegle 2,5 %.

## **Evropske državne obveznice: dogovor o razširitvi EFSF – temeljni problemi ostajajo nerešeni**

**Inflacija zoper nadaljnje  
denarnopolitično  
sproščanje**

BDP EU 15 se je v četrletni primerjavi povečal za vsega 0,2 %, kar na letni ravni pomeni 1,6-odstotni porast. Konjunktorna dinamika evrskega območja se je nazadnje močno upočasnila in ni malo opazovalcev, ki se bojijo, da bo to leta 2012 – skupaj z dosedanjim generatorjem rasti, Nemčijo – zdrsnilo v recesijo. V večini prizadetih t. i. perifernih držav (Grčija, Portugalska, Irska, Španija in Italija) je recesija že več mesecev trpka realnost. Konjunkturo evrskega področja poleg tega v vse večji meri hromi napredujoča dolžniška kriza. V nasprotju z jesenjo 2008 danes manjka predvsem podpora držav, ki so v številnih primerih same del problema. Potem ko so države v obdobju 2008/2009 še lahko posegle z daljnosežnimi konjunkturnimi programi, trenutno s fiskalne strani grozi prav nasprotno. Precej prizadeti evropski bančni sistem bi utegnil biti zaradi grozečih odpisov v portfeljih državnih obveznic in višjega deleža lastniškega kapitala v virih, ki ga zahtevajo regulativni organi, prisiljen občutno omejiti kreditno dejavnost – v tem primeru je recesija v evrskem območju skorajda neizogibna. Z inflacijske strani trenutno kljub razširjenim bojaznim v naslednjih četrletjih v celotnem evroobmočju ne pričakujemo večje nevarnosti. Tudi v hitro rastočih gospodarstvih trenutno ni znakov, ki bi pričali o pojavu spirale plač in cen; nasprotno, dolžniška kriza in krčenje javnih izdatkov imata v državah evroperiferije celo deflacijski učinek. Zmanjšal naj bi se tudi manevrski prostor podjetij, da zvišanje stroškov v obliki višjih cen prenesejo na svoje potrošnike. Inflacijo bi utegnili sicer na drugi strani spodbuditi zvišanje davkov, prispevkov in drugih državnih dajatev. Donosnost dolgoročnih nemških državnih obveznic se je zaradi nekoliko večje naklonjenosti tveganju in dogovora o razširitvi EFSF ponovno nekoliko zvišala – za desetletne obveznice (Bund) trenutno znaša okoli 2 % in za tridesetletne dobre 3 %. Pred vrati naj bi bilo tudi novo znižanje obresti ECB.

Po dolgotrajnem dogovarjanju so se voditelji vlad članic EU končno sporazumeli, kako okrepiti sklad ESFS, ne da bi pri tem preveč ogrozili denarno stabilnost evra. Nemčiji je uspelo uveljaviti, da ESFS ne bo dobil bančne licence in se ne bo mogel refinancirati preko ECB. Grčiji so odobrili delni odpis dolga v višini 50 %. Delni zato, ker naj bi se zgodil »prostovoljno«, nadalje zato, ker vanj niso zajete grške obveznice v lasti ECB in IMF, ter slednjič, ker prav tako ne vsebuje kreditov, dodeljenih v zadnjih 18 mesecih. S tem gre učinkovito za oprostitev dolga v višini okoli 28 %, s čimer bo lahko Grčija svoj javnih dolg v najboljšem primeru zmanjšala na 120 % -



**Okrepljeni mehanizem ESFS – za reševanje težav Španije ali Italije še vedno ni dovolj**

kar je še zmeraj dvakratnik (!) zgornje meje, določene v maastrichtskih merilih. Zato ne preseneča, da so finančni trgi v cene dolgoročnih grških državnih obveznic že vračunali nov odpis grškega javnega dolga. Tik pred zaključkom redakcije pa je grški premier šokiral finančne trge z napovedjo, da bodo o ponujeni pomoči (in z njo povezanimi zahtevami) razpisali referendum. Njegov izid je popolnoma negotov. Vsi Grki, ki zavračajo vladne varčevalne načrte, verjetno na referendumu ne bodo obkrožili »ne«, vendar grozi Grčiji, če sveženj ne bo prejel potrebne večine, takojšnji stečaj in morebitni izstop iz evrskega območja. Težave pa so prisotne tudi na drugih frontah. Zdi se, da bodo Irska, Portugalska in tudi Španija poskusile tudi zase izposlovati omilitev dolga. Italija je že bila prisiljena sprejeti pomembne varčevalne ukrepe – vendar ostaja odprto, kdaj in če sploh bodo ti uresničeni. S povprečnim mandatom devetih mesecev italijanske povojne vlade namreč niso preveč sposobne izpeljati trdih in nepriljubljenih reform. Trajnostne rešitve temeljnih problemov in nesorazmerij znotraj evrskega območja, ki ne bi vključevala ESFS, pa še vedno ni na obzorju. Da bi videli, ali bodo nedavno kupljeni čas politiki resnično izkoristili za to, da se jih resnično lotijo, bo treba še počakati.

### **Japonske državne obveznice: kljub ogromnemu dolgu še naprej ekstremno nizki obrestni donosi**

**Začasna japonska konjunktura zaradi obnove po potresu**

Kljub očitnemu poslabšanju globalne konjunkturne dinamike je na Japonskem o tem doslej bore malo znakov – konjunktorni kazalci so bili nazadnje celo presenetljivo pozitivni. Še vedno je osrednja pozornost namenjena obnovi po katastrofalnem potresu. Tretje četrtletje naj bi bilo zato in zaradi občutno zmanjšanih zalog ponovno pozitivno. Kljub temu bo zaradi strukturnih pomanjkljivosti japonskega gospodarstva in neugodnega demografskega razvoja v prihodnosti njen glavni vir predvsem izvoz. Zaradi globalnih recesijskih scenarijev japonski obeti za prihodnja četrtletja sicer niso preveč rožnati. Težava še vedno ostaja pomanjkanje električne energije zaradi odklopov jedrskih central, posledice jedrske katastrofe v zvezi s poškodovanimi reaktorji v Fukušimi pa prav tako še niso zadovoljivo odpravljene, saj operater Tepco še vedno ne obvladuje razmer. Zaradi sredstev, potrebnih za obnovo, naj bi japonski javni dolg sicer še hitreje rasel in dolgoročno še dodatno zaostрил že tako težaven finančni položaj države, vendar na trgih to še vedno ne igra pomembne vloge. Donosnost 10-letnih japonskih državnih obveznic (JGB) se je namreč znižala na vsega 1 %, donosnost 30-letnih obveznic pa prav tako znaša nizka 2 %.

### **Podjetniške obveznice evropskih družb: občutno višji kreditni pribitki**

**Podjetniške obveznice v primerjavi z državnimi še vedno povpraševane**

Podjetniške obveznice evropskih družb je nazadnje zaradi manjše naklonjenosti tveganju doletela občutna korekcija. Medtem ko ostajajo obveznice nefinančnih izdajateljev na solidnih temeljih, se obveznice finančnih družb kljub nedavni odločitvi v zvezi z mehanizmom EFSF še vedno gibljejo v bližini kriznih ravni iz obdobja 2008/2009. V evropskem bančnem sistemu smo torej še vedno priča precej stresnim razmeram. Pri dodatnem zaostrovanju krize in morebitni plačilni nesposobnosti ali prestrukturiranju obveznic bankam grozijo obsežni odpisi, obenem s tem pa jih bremenijo še strožji regulativni ukrepi in zahteva po zvišanju deleža lastniškega kapitala do sredine prihodnjega leta, ki so jo izglasovali predsedniki evropskih vlad. Pribitki za



tveganje za vrednostne papirje finančnih izdajateljev močno presegajo tiste nefinančnih družb. Čeprav naj bi načrtovani regulativni ukrepi z dolgoročnega stališča načeloma pozitivno vplivali na finančno panogo in so številne banke med tem že močno povečale lastni kapital, na tem področju v bližnji prihodnosti ne pričakujemo sprememb.

### Obveznice razvijajočih se trgov: občutna korekcija

V večini držav razvijajočih se trgov pričakujejo sicer občutno upočasnjeno, a še vedno pozitivno gospodarsko rast. Skrbi zaradi morebitnega »trdega pristanka« Kitajske so se nazadnje ponovno nekoliko umirile. Čeprav so še vedno močno odvisne od razmer v EU in ZDA, se zdi, da je večina razvijajočih se držav zaradi povečanja finančnih virov in krepke rasti domačega trga precej dobro pripravljena na poslabšanje globalne gospodarske klime. Ko gre za srednje- in vzhodnoevropske države, tem v primeru zaostrovanja javnofinančne krize na evrskem območju, oziroma če se bodo vlade odločile za še ostrejšše varčevalne ukrepe od predvidenih, še vedno grozi morebitna globoka recesija. V prihodnosti pričakujemo pozitivne vesti z inflacijskega področja, saj naj bi bila inflacija že v skoraj vseh državah presegla vrh.

Potem ko so bile obveznice izdajateljev iz držav razvijajočih se trgov v zadnjih 24 mesecih ena najprivlačnejših naložbenih kategorij, smo bili v zadnjem času priča množičnemu umikanju sredstev. Velik padec globalne naklonjenosti tveganju je začasno prekinil rast tečajev valut številnih držav razvijajočih se trgov in pri nekaterih povzročil tudi velike korekcije. Ponekod so morale posredovati celo centralne banke ter podpreti domače valute. Ponovno so se zvišali tudi kreditni pribitki obveznic razvijajočih se držav v t. i. trdnih valutah (predvsem evro in ameriški dolar). Kljub temu naj bi se skupaj s tendenčno nazadujočim inflacijskim pritiskom obveznice izdajateljev iz razvijajočih se trgov tudi v prihodnosti dobro razvijale. Zaradi nizkih tečajev valut uveljavljenih industrijskih držav naj bi še zlasti obveznice v lokalnih valutah v prihodnosti poslovale bolje kot tiste v trdnih valutah. Kratkoročno ostaja, dokler se ne bo globalno naklonjenost tveganju ponovno občutno okrepila, potencial za rast tečajev precej omejen.

### Valute: zlato ostaja povpraševano, japonska centralna banka posredovala in zbila tečaj jena

Evropska javnofinančna kriza in razprave o vse večjih gospodarskih razlikah znotraj evrskega območja še vedno negativno vplivajo na tečaj evra - kljub temu pa se je tečaj skupne evropske valute v primerjavi z ameriškim dolarjem ponovno okrepil. Po dogovoru o EFSF se je začasno zvišal na več kot 1,40 ameriškega dolarja za evro. Dolar je še vedno pod pritiskom predvsem zaradi ogromnega trgovinskobilančnega in proračunskega primanjkljaja ter ohlapne politike ameriške centralne banke. Jen kot tretja najpomembnejša svetovna valuta v primerjavi z evrom in dolarjem še vedno vztraja na visoki ravni, česar pa si v deželi vzhajajočega sonca pravzaprav ne želijo, saj premočan jen ogroža izvoz, ki je glavna podpora japonskega gospodarstva. Konec oktobra se je zato japonska centralna banka odločila za intervencijo, potem ko se je dolar v primerjavi z jenom ponovno spustil najnižje v povojnem obdobju. Sicer je vprašljivo, kako dolgo

Številni razvijajoči se trgi dobro pripravljene na šibkejšo rast svetovnega gospodarstva

Odlivi naložb z obvezniških trgov razvijajočih se držav

Povpraševanje tudi po obveznicah izdajateljev z razvijajočih se trgov, ki postajajo t.i. »mainstream« naložba

# bondreport



bo lahko tečaj jena še ostal tako visok. Z vidika dinamike zadolževanja naj bi bila Japonska prva velika industrijska država, katere centralna banka bo morala v prihodnosti neposredno financirati velik del javnega dolga. To bi lahko po večletni deflaciji dolgoročno privedlo do velikih težav z inflacijo – kar bi lahko posledično ponovno oslabilo menjalni tečaj jena.

Zlato kot edina resnično »trdna« valuta, ki je vlade ne morejo poljubno množiti, ostaja še naprej povpraševano. K temu prispeva tudi dejstvo, da so naložbeniki zaradi trenutne navezave tečaja švicarskega franka na evro ob še eno alternativo. Frank je namreč donedavno veljal za tisto papirnato valuto, ki je zlatu še najbližja. Cena zlata se je v zadnjih mesecih glede na tečaja dolarja in evra povzpela na nove zgodovinske rekordne vrednosti. Zlato v razmerju z ameriškim dolarjem sicer raste že zadnjih 10 let in kljub zadnjemu zvišanju njegove cene ni opaziti znakov obsežnejše korekcije. Vztrajno nizke, velikokrat celo negativne realne obresti in negotovost zaradi velike zadolženosti industrijskih držav pa še naprej ustvarjajo zelo ugodne razmere tudi za plemenite kovine.

To poročilo je sestavila in oblikovala družba Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., z Dunaja, Avstrija (v nadaljevanju „Raiffeisen Capital Management“ oz. „Raiffeisen KAG“). Kljub skrbnim raziskavam so vsi vsebovani podatki zgolj informativnega značaja in temeljijo na informacijah osebe, ki ji je bilo zaupana priprava poročila, na dan njegove izdelave. 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. Hkrati vlagatelje, ki imajo kot valuto sklada drugo valuto kot evro, opozarjamo, da lahko donos zaradi valutnih nihanj raste ali pada.

Predmet tega poročila ni ponudba, nakupno ali prodajno priporočilo ali naložbena analiza. Vsebovani podatki prav tako ne nadomeščajo individualnega naložbenega ali drugega posveta s strokovnjakom. Če vas zanima konkreten produkt, smo vam poleg vašega bančnega svetovalca z veseljem na voljo, pred morebitnim nakupom pa vam v informacijo pošljemo popolni prodajni prospekt. Za vsako konkretno naložbo se odločite šele po posvetu in pogovoru oz. pregledu popolnega prodajnega prospekta. 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.

Raiffeisen KAG izračunava donos v skladu z obračunsko metodo Avstrijske kontrolne banke (OeKB) na podlagi podatkov skrbniške banke (v primeru prekinitve izplačevanja enot premoženja se upoštevajo domnevne, indikativne vrednosti). Pri izračunu razvoja vrednosti individualni stroški, zlasti višina pribitka vstopnih stroškov oz. morebitnih odkupnih stroškov, niso upoštevani. Slednji utegnejo pri upoštevanju konkretne višine ustrezno zmanjšati razvoj vrednosti. Najvišja višina vstopnih stroškov oz. morebitnih odkupnih stroškov je navedena v izvlečku prospekta. Na podlagi preteklih donosov ni mogoče sklepati o prihodnjem gibanju vrednosti investicijskega sklada ali portfelja. Razvoj vrednosti v odstotkih (brez stroškov) z upoštevanjem izplačila. Objavljeni prodajni prospekt ter dokument z informacijami za stranke (Ključni podatki za vlagatelje) oz. izvleček prospekta investicijskega sklada, omenjenega v dokumentu, so vlagateljem na voljo na spletnem naslovu [www.rcm.at](http://www.rcm.at) v nemškem jeziku oz. na naslovu [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com) v angleškem oz. slovenskem jeziku.

Za razmnoževanje informacij ali podatkov, zlasti uporabo besedil, delov besedil ali slikovnega materiala iz tega poročila, je potrebno predhodno soglasje Raiffeisen KAG. Referenčni datum poročila: 1. 11. 2011