

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MATEJ MOHORIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NALOŽBENA STRATEGIJA ROTACIJE DEJAVNOSTI

Ljubljana, junij 2009

MATEJ MOHORIČ

IZJAVA

Študent Matej Mohorič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na spletnih straneh Ekonomske fakultete.

V Ljubljani, junija 2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ANALIZA PRED POMEMBNI MI NALOŽBENIMI ODLOČITVAMI	3
1.1 MAKROEKONOMS KA ANALIZA	4
1.2 ANALIZA SEKTORJA	4
1.3 ANALIZA DELNIC PODJETJA	5
1.4 TVEGANJE PRI NALOŽBAH	5
1.4.1 STANDARDNI ODKLON.....	5
1.4.2 UČINEK NA RAZPRŠITEV NALOŽB IN SISTEMATIČNO TVEGANJE.....	6
2 CIKLIČNI IN NECIKLIČNI SEKTORJI.....	6
2.1 CIKLIČNE DELNICE.....	7
2.2 NECIKLIČNE DELNICE-OB RAMBNE DELNICE	8
2.2.1 DEJAVNOSTI, NEODZIVNE NA KRIZO.....	8
3 GOSPODARSKI IN BORZNI CIKLI	9
3.1 GOSPODARSKI CIKLI	10
3.2 BORZNI CIKEL.....	11
3.3 SKUPNE LASTNOSTI GOSPODARSKEGA IN BORZNEGA CIKLA	12
3.4 OSNOVNI STADIJI GOSPODARSKEGA CIKLA	13
3.4.1 ZAČETEK VZPONA GOSPODARSKEGA CIKLA.....	14
3.4.1.1 "Ciklične" potrošne dobrine	15
3.4.1.2 Finance	15
3.4.1.3 Transport	15
3.4.1.4 Tehnologija.....	15
3.4.2 OŽIVLJENA GOSPODARSKA KONJUNKTURA	16
3.4.2.1 Industrija.....	16
3.4.2.2 Investicijske dobrine.....	16
3.4.3 POPOLNA GOSPODARSKA KONJUNKTURA	16
3.4.3.1 Energija	17
3.4.3.2 Žlahtne kovine.....	17
3.4.4 ZAČETEK GOSPODARSKE RECESIJE	17
3.4.4.1 "Neciklične" potrošne dobrine	18
3.4.4.2 Zdravstvo, farmacija, biotehnologija.....	18
3.4.4.3 Javne storitve.....	18
3.4.5 GOSPODARSKA KRIZA.....	18
4 NALOŽBENA STRATEGIJA ROTACIJE SEKTORJEV	20
4.1 SKLADI, KI UPORABLJAJO STRATEGIJO ROTACIJE SEKTORJEV	21
5 MONETARNI POGOJI IN ROTACIJA SEKTORJEV	22
SKLEP.....	30

UVOD

Nihče od nas, ne individualni vlagatelji, niti velike borznoposredniške hiše ali skladi, ne more nadzorovati gospodarskih ciklov, lahko pa s poznavanjem le-teh veliko pripomoremo k boljši naložbeni politiki. Gospodarski cikli niso enaki, nekateri trajajo daljše časovno obdobje kot drugi, vendar pa jih glede na potek lahko razdelimo v štiri faze: recesija, depresija, konjunktura in vrh. Z vsako fazo gospodarskega cikla dosegajo določena podjetja in dejavnosti večjo rast glede na to v kateri fazi gospodarskega cikla se nahaja gospodarstvo. Določena podjetja se pozitivno odzivajo na gospodarsko rast, druga podjetja pa dosegajo rast tudi v času gospodarskega padca. Na določena podjetja gospodarski cikli nimajo vpliva. Zato nam poznavanje poteka cikla in dobra presoja lahko pomagata pri naložbenih odločitvah, v katere delnice oziroma v katere dejavnosti je v nekem obdobju smiselno investirati.

Rotacija sektorjev je nova naložbena strategija, ki vsebuje aktivno vlaganje. Ključna ideja, na kateri sloni strategija rotacije sektorjev, je, da je ekonomska dejavnost ves čas izpostavljena ciklom in da so nekateri sektorji določen čas na vrhu in drugi na dnu. Investitorji, ki uporabljajo tako strategijo, morajo identificirati cikle, ki so v razcvetu, in cikle, ki padajo, v določenem sektorju in se glede na to odločiti, kam bodo investirali. Torej kupovati poceni in prodajati drago. Na določene sektorje ciklična nihanja ne vplivajo tako močno kot na druge. Tako lahko ločimo med necikličnimi in cikličnimi delnicami. Ker pa so za strategijo rotacije sektorjev pomembnejše delnice cikličnih podjetij, sem se v diplomski nalogi več posvetil slednjim.

Gospodarski cikli in sektorji so med seboj zelo povezani. V določeni fazi gospodarskega cikla imajo določeni sektorji večjo rast kot drugi, zato je pri naložbah v delnice smiselno najprej izbrati sektor, v katerega bomo investirali. Posamezno gospodarstvo je vedno v določeni fazi cikla in prav to ima odločilen vpliv na izbiro sektorjev. Vendar pa je gospodarske cikle težko točno določiti, saj so ponavadi vidni šele, ko se dejansko zgodijo. Zaradi odvisnosti sektorjev od gospodarskih ciklov morajo vlagatelji sektorje izbirati pazljivo, saj je gibanje delniških trgov povezano z gospodarskimi cikli prek gibanja celotnega sektorja.

Gospodarski cikli so tesno povezani z borznimi cikli. Gospodarski cikli so vrsta nihanj agregatne ekonomske aktivnosti v gospodarstvu, ki temelji na tržnih principih. Cikel je sestavljen iz faze ekspanzije, ki se odvija istočasno v večini ekonomskih aktivnosti, ter faze recesije, ki prehaja v novo fazo ekspanzije naslednjega cikla. To zaporedje sprememb se vedno znova ponavlja, vendar ne v enakih časovnih razmikih. Nastopijo pa tudi situacije, ko ni izrazitih tendenc. V različnih obdobjih pa prihaja do nihanja obrestnih mer, inflacije, outputa in zaposlenosti. Vsa ta nihanja spremljajo poslovni cikel. Tudi država ima pomembno vlogo v posameznih fazah gospodarskega cikla. Z monetarno politiko povečuje oziroma zmanjšuje obtok denarja v gospodarstvu in s tem vpliva na obrestne mere in posledično na recesijo in zaposlenost.

Z vidika naložbene politike je napovedovanje gospodarskih gibanj zelo pomembno, kajti gospodarska aktivnost vpliva na uspešnost podjetij in v končni fazi tudi na cene

delnic. Cena delnice je zelo kompleksen pojem. Ni odvisna samo od notranje vrednosti delnic, temveč nanjo vpliva še mnogo dejavnikov, kot so špekulacije številnih vlagateljev, ki delnice kupujejo samo na kratki rok in bi radi na hitro nekaj zaslužili. Veliko takih vlagateljev niti ne ve, kakšna je notranja vrednost podjetja, kamor vlagajo. Vodi jih psihologija množice. Kadar smo v delu cikla, ko vse raste, vsi kupujejo, in kadar v delu, ko vse pada, večina prodaja. Samo stabilni investitorji še vedno držijo svoje delnice kljub padanju cen, ker točno vedo, da se bo cikel spet obrnil v stanje rasti. Zato je cena delnic odvisna tudi od okolja, v katerem podjetje deluje.

Za določene dele cikla imamo na voljo različne pokazatelje. Npr. ko nastopi recesija, je prizadeto celotno gospodarstvo, vendar pa upadanje prodaje najprej začutijo podjetja s širokopotrošnimi izdelki. To so podjetja, ki izdelujejo izdelke za prosti čas ter luksuzne izdelke. Torej izdelke, ki za vsakdanje življenje niso nujno potrebni. To je eden od pokazateljev, da je gospodarstvo v recesiji in da je čas za prodajo delnic tovrstnih podjetij.

Strategija rotacije sektorjev najbolj pride do izraza prav ob nastopu svetovnih ali regionalnih kriz ali velike prenapetosti delnic (borznega balona), kajti takrat je potrebno seliti sredstva iz določenih dejavnosti v druge, perspektivnejše dejavnosti, ki bodo imele donose v naslednjem obdobju. In prav to nam omogoča strategija rotacije sektorjev. Pravilne razlage ciklov in posledično pravilne časovne odločitve glede alokacije sredstev nam omogočajo pozitivno poslovanje tudi v časih kriz, ko vse pada. Če v takih časih samo premaknemo kapital v naložbe, ki ohranjajo vrednost, in se kasneje, ko so delnice resnično na dnu, vrnemo k delniškim naložbam, nam to omogoča velike donose. Seveda se to ne zgodi zelo hitro. Govorimo o srednje-do dolgoročnih naložbah.

Namen diplomske naloge je ugotoviti povezavo med ceno delnic in gospodarskimi ter borznimi cikli oziroma kako cikli vplivajo na ceno delnic. Prav tako poskušam ugotoviti, v katere sektorje je najracionalneje vlagati v določenih fazah gospodarskih in borznih ciklov. Tej tematiki se posveča strategija rotacije sektorjev: torej kam nalagati v določenih delih ciklov. Predstavljeni pa so tudi dejavniki proučevanja delnic, ki pa so pomembni ne glede na to, kakšno naložbeno strategijo uporabljamo.

Diplomsko delo podaja tudi odgovor na vprašanje, kam se splača vlagati, ko vse pada, katere so tiste naložbe, ki vsaj ohranjajo vrednost portfelja v kriznih časih.

Na začetku diplomskega dela sem se posvetil splošni analizi pred naložbenimi odločitvami, še posebej analizi okolja, panoge ter podjetja. Sem spada tudi odnos investitorjev do tveganja. To je analiza, ki je pomembna za vse strategije in jo mora vsak investitor upoštevati pri vlaganju v vrednostne papirje. V nadaljevanju pa sem pisal o cikličnih in necikličnih sektorjih, prav tako o delnicah podjetij, na katere ciklična nihanja močno vplivajo, ter o podjetjih, katerih dobrine in storitve potrebujemo vsak dan ne glede na stanje v gospodarstvu. Za strategijo rotacije sektorjev pa je zelo pomembno tudi, kako si sledita borzni in gospodarski cikel ter kam je smiselno vlagati v določenih fazah. Na koncu diplomske naloge sem poskušal priti do ugotovitve, kakšen vpliv ima monetarna politika, ki jo vodijo centralne banke, na strategijo rotacije sektorjev ter kako jo lahko izkoristimo sebi v prid.

1 ANALIZA PRED POMEMBNI MI NALOŽBENI MI ODLOČITVAMI

Poznamo več načinov investiranja. Vlagatelji pri investiranju na kapitalske trge izbirajo med dvema osnovnima strategijama. Pasivno in aktivno strategijo investiranja. Pri pasivni strategiji, vlagatelj kupi vrednostne papirje za daljše časovno obdobje in jih drži v svojem portfelju ne glede na dogajanje na trgu. Investitor ne ve kdaj, se bo začel nov cikel rasti in je najenostavneje, da stalno drži določen del svojih sredstev v delnicah. Pasivni vlagatelji torej uporabljajo pasivno strategijo. Predpostavljajo, da je trg dolgoročno učinkovit. Zato na daljše časovno obdobje ob primerni razpršenosti naložb dosejajo donose. Pasivni pristop k vlaganju v vrednostne papirje je primeren za investitorje, ki imajo podpovprečno znanje o vrednostnih papirjih in trgu kapitala ali pa nimajo časa za spremljanje finančnih trgov. Število zagovornikov za pasivno vlaganje pa se povečuje tudi pri profesionalnih investitorjih, zlasti tistih, ki delujejo na razvitih trgih kapitala (Kleindienst, 2001, str. 82).

Pri aktivnem pristopu, pa gre za odločitev upravljalcev portfelja za strategijo aktivnega upravljanja in spremljanja razporeditve sredstev ter izbire vrednostnih papirjev v portfeljih. Torej investitorji stalno kupujejo in prodajajo vrednostne papirje z namenom, da bi dosegli nadpovprečen donos in da bi bili bolj učinkoviti od trga. Aktivni vlagatelji predpostavljajo, da je trg neučinkovit in da obstajajo vrednostni papirji na trgu, ki so pod svojo pravo vrednostjo in pri katerih se pričakuje visoka rast (Aktivni pristop k upravljanju premoženja, 2009). Aktivni vlagatelji morajo spremljati dogajanje na borzi in v trenutku, ko ocenijo, da so vrednostni papirji precenjeni, morajo svoja sredstva preusmeriti drugam. Na povsem enak način deluje tudi naša naložbena strategija rotacije sektorjev. Največja težava pri aktivnem vlaganju je, kako oceniti, kdaj prodati in kdaj kupiti vrednostne papirje ali kam preusmeriti denar od prodaje. Za pravilne odločitve je potrebno veliko znanja.

Za vsako naložbeno strategijo ter tudi za strategijo rotacije sektorjev je pomembna temeljna analiza gospodarstva, analiza podjetja ter tudi analiza vlagateljev. Več analize pomeni zmanjšanje tveganja pri naložbah. Vendar pa tveganja ne moremo popolnoma izločiti. Še vedno velja, da z večjim tveganjem lahko pridemo do višjih donosov. Temeljno analizo izvedemo za posamezno podjetje na treh nivojih (Reilly & Norton, 1999, str. 286):

- analiza okolja ali makroekonomska analiza,
- analiza panoge,
- analiza podjetja.

S temeljno analizo preučujemo temelje poslovanja in rasti družbe. Skušamo presoditi, ali se je pojavilo neskladje med njimi in gibanjem tečaja na borzi. S tem lažje odkrijemo spregledane in se izognemo prevročim delnicam, predvsem pa ne kupujemo na pamet. Zelo je pomembna za oceno vrednosti delnice. Moramo zajeti čim večje število dejavnikov, ki vplivajo na poslovanje podjetja. Lahko gledamo zelo na široko in se najprej posvetimo preučevanju gibanja svetovnega in regionalnega gospodarstva in šele nato sektorju, v kateri deluje podjetje. Prvo se imenuje makrookolje in drugo panožna analiza.

Ko ugotovimo, kako zdravo je podjetje in kakšno rast lahko pričakujemo od njega, nastopi vrednotenje delnic. Glede na makro in finančno analizo določimo ceno

delnice in jo primerjamo s tržno ceno oziroma tržnim tečajem. Če je tečaj nižji od naše ocene, potem smo pred odločitvijo o nakupu, če pa je tečaj precej nad oceno, potem je pametno razmisliti in še nekaj časa potrpeti (Grahek, 2005).

Vrednostne papirje in dogajanja na trgu kapitala lahko analiziramo na več načinov. Temeljna analiza se uporablja za izbiro določenega podjetja, ko imamo že izbran sektor, v katerega bomo investirali, moramo pa še izbrati perspektivna podjetja znotraj tega sektorja. Lahko nam pomaga poiskati odgovor na vprašanje, delnice katerih podjetij kupiti. Z njo preučujemo poslovanje podjetja, njen končni cilj pa je poiskati tako imenovano notranjo vrednost delnice. Gre za ocenjeno vrednost delnice, ki jo izračunamo na podlagi (predvsem bilančnih) podatkov o podjetju. Če je izračunana notranja vrednost delnice nižja od tržne, je to znak za nakup delnice. Vendar pa so delnice lahko pod ocenjeno vrednostjo tudi zelo dolgo časa. Temeljna analiza poskuša oceniti vrednost podjetja. Na dolgi rok se vrednost delnice približuje notranji vrednosti, na kratki rok pa ni nobenega zagotovila, da se bo tržna cena gibala blizu ocenjene vrednosti. Tržna cena delnice se oblikuje na podlagi ekonomskih (notranje vrednosti) in psiholoških dejavnikov. Ko kupujete delnico, kupite prihodnost podjetja. Nemogoče je namreč zanesljivo vedeti, kako bo poslovalo vnaprej, to lahko le ocenjujemo. Ta ocena pa je poleg podatkov o preteklem poslovanju odvisna od osebnih pogledov in optimizma vlagateljev. V času optimizma se lahko tržne cene občutno razlikujejo od notranjih vrednosti. Vlagatelji namreč ocenijo, da bo podjetje v prihodnje poslovalo bistveno bolje kakor v preteklosti. Če se takšno stanje nadaljuje, govorimo o borznem balonu (Ljubljanska borza, 2007).

Za strategijo rotacije je zelo pomembna tudi analiza delnic podjetja. Ko enkrat že določimo, v katerem delu cikla smo in v kateri sektor bomo vlagali, nas čaka še izbira podjetij znotraj sektorja. Potencialna podjetja za vlaganje izberemo s pomočjo podrobne analize delnic.

1.1 MAKROEKONOMSKA ANALIZA

Rezultati mnogih analiz nam povedo, da je gibanje cen delnic močno povezano z ekonomskimi dejavniki. Polovico sprememb delnic je mogoče razložiti z vplivom gospodarstva, le trinajst odstotkov nihanj cen pa s panožnimi dejavniki. Torej je mogoče s tržnimi ter panožnimi dejavniki razložiti dve tretjini vseh sprememb cen delnic. Na močno povezavo med razmerami v gospodarstvu in gibanjem cen delnic kaže tudi raziskava Ameriškega urada za ekonomske raziskave (NBER), s katero so poskušali ugotoviti časovno povezanost med gospodarskimi cikli ter gibanjem cen delnic. V tej raziskavi so ugotovili, da so bile spremembe cen delnic znanihke sprememb v gospodarstvu. Torej napovedovanje prihodnjih gospodarskih gibanj dobi svoj smisel, če vemo, da gospodarska aktivnost vpliva na poslovno uspešnost podjetij, na stališča ter pričakovanja vlagateljev ter v končni fazi tudi na ceno delnic (Šimon, 1996, str. 68).

1.2 ANALIZA SEKTORJA

Donosnosti različnih sektorjev se med seboj zelo razlikujejo in zato se pri vrednotenju delnic posvetimo tudi analizi sektorjev, saj le-ta odkriva možnosti za večje donose. Ta omogoča investitorju izbiro sektorja, ki je zanj z vidika donosnosti in tveganja optimalna. Ali je smotrno investirati v sektor, vidimo iz primerjave med zahtevano

stopnjo donosa in ocenjeno stopnjo donosnosti panoge (pričakovano stopnjo donosa). Ko naredimo sektorsko analizo, ne smemo pozabiti na analizo samega podjetja. Saj ni nujno, da podjetje, ki deluje znotraj določenega sektorja, ne bo dosegalo nadpovprečno dobrih (ali podpovprečno slabih) rezultatov v primerjavi s tistimi povprečnimi, ki veljajo v tem sektorju.

1.3 ANALIZA DELNIC PODJETJA

Izhodišče za analizo podjetja je njegovo letno poročilo. Letna poročila so javno na voljo na spletu, zato do podatkov ni težko priti. Razumeti pa moramo računovodske izkaze s pojasnili, ki nekoliko odpirajo sicer pogosto zaprta vrata v podjetje. Namen iskanja po bilancah oziroma finančne analize je, da ugotovimo vztrajne smernice v poslovanju podjetja, ki nam namigujejo, kako se utegne razvijati poslovanje v prihodnje. Pomembno je gibanje prihodkov in čistega dobička. Oba podatka najdemo v izkazu uspeha oziroma poslovnega izida. Prva govori o tem, kako se giba obseg in širi poslovanje podjetja, druga pa, koliko podjetje na koncu leta od tega ustvari. Gre za enostransko gledanje, ki nas lahko stane naložbene priložnosti, zato je treba gledati tudi širše in vse izkaze (poslovnega izida, bilance stanja, finančnih tokov in gibanja kapitala) obravnavati kot skupen ključ do končnega cilja (Ljubljanska borza, 2007).

V praksi se kot pripomoček za oceno primernosti cen delnic najpogosteje uporablja razmerje med ceno in čistim dobičkom na delnico (P/E-kazalnik). Pove nam, koliko evrov moramo plačati za en evro preteklega ali v naslednjem letu pričakovanega čistega dobička delniške družbe na delnico. Nižji, kot je P/E, manj evrov moramo plačati za en evro čistega dobička. Poljudno razumevanje P/E-kazalca vodi do sklepa, da nižji ko je P/E, cenejša je delnica. Ob primerjavi dveh delnic se torej tista z nižjim P/E pojmuje kot cenejša in potencialno donosnejša (Hribar, 2007).

Kdaj so delnice vrednotene visoko ali nizko (Pike, 1996, str. 268)?

- NIZKO – kadar se delnica prodaja pri nižji vrednosti ali pri nižjem P/E-kazalcu, kot je pričakovano. Torej delnica je v tem primeru nizko ali podcenjena, nizkovrednotena, kajti ob primerjavi dveh delnic se tista z nižjim P/E pojmuje kot cenejša. Nizek P/E pa lahko na drugi strani pomeni tudi, da je delnica visoko tvegana ali da je pričakovana rast dobičkov nizka.
- VISOKO – kadar se delnica prodaja po višji ceni ali pri višjem P/E-kazalcu, kot je pričakovano. Takrat je delnica visoko ali precenjena ali visoko vrednotena.

1.4 TVEGANJE PRI NALOŽBAH

1.4.1 Standardni odklon

Standardni odklon (standard deviation) je pojem iz statistike, ki se uporablja tudi pri ocenjevanju tveganja portfelja. To je merilo za odstopanje podatkov od njihovega povprečja. Standardni odklon donosnosti je najpogostejši kazalnik za oceno sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Visok standardni odklon pomeni visoko spremenljivost donosov: takrat govorimo o tem, da je naložba tvegana (Slovar pojmov, 2009).

1.4.2 Učinek na razpršitev naložb in sistematično tveganje

Razpršitev naložb je eden izmed možnih načinov za zmanjšanje tveganja vašega portfelja, s tem da se donosnost ne zmanjša. Tveganje se zmanjša zaradi naložb v različna, med seboj neodvisna sredstva. Obstaja več strategij: naložbe v delnice različnih, med seboj nepovezanih industrij, naložbe v različne regije, možna pa je tudi razdelitev naložb med več oblik (delnice, obveznice, nepremičnine).

Hkrati se moramo zavedati, da je vlaganje v vrednostne papirje dolgoročen način varčevanja. Če torej vemo, da bomo svoje prihranke potrebovali na primer že čez nekaj mesecev, je bolje, da jih obrestujemo na banki ali kupimo obveznice. Tako bomo lahko natančneje ocenili privarčevan znesek. Če svoje prihranke naložimo v delnice in smo jih prisiljeni prodati na določen dan, se nam namreč lahko zgodi, da jih moramo prodati po nižji ceni, kot smo pričakovali ob nakupu. Mogoče bi jih že čez nekaj mesecev lahko prodali po bistveno ugodnejši ceni. Pravilo torej je, da z vrednostnimi papirji varčujemo dolgoročno. Primerjave različnih naložb v času kažejo, da vlagatelji v delnice dosežejo višje donose v daljšem obdobju kot varčevalci v bankah.

Specifično tveganje se navezuje na določeno podjetje. Neugodna gibanja na različnih trgih (na primer rast dolarja), rast cen specifičnih surovin (aluminij, jeklo ...) in podobni dejavniki lahko vplivajo na poslovanje posameznega podjetja. Razpršitev naložb v portfelju lahko odstrani specifično tveganje, saj zgoraj navedeni dejavniki različno vplivajo na različna podjetja. Specifično tveganje je tisto, ki je lastno posameznemu izdajatelju in ga z razpršitvijo naložbe lahko odpravi iz svojega portfelja. Tako recimo rast ameriškega dolarja proti evru povzroči rast dobička izvoznikov v ZDA, zniža pa dobiček uvoznikov iz ZDA. Če kupite delnice izvoznikov in uvoznikov v/iz ZDA, ste iz portfelja odpravili specifično tveganje spremembe valutnih razmerij na rezultate družb. Sistematično tveganje je tveganje celotnega trga in vpliva na vse družbe na trgu. Primer takega tveganja je recimo izguba pomembnejših trgov, ki je prizadela slovenska podjetja ob odcepitvi od Jugoslavije. V portfelju se mu lahko izognete le z mednarodno razpršitvijo naložb. Toda tudi taka razpršitev ne odpravlja celotnega sistematičnega tveganja, saj so gibanja na svetovnih trgih med seboj zelo povezana. Predvsem ameriški trg ima močan vpliv na vse druge po svetu. Sistematično tveganje merimo s kazalnikom beta. Vrednost kazalnika beta 0,5 pomeni, da se vrednost delnice A spremeni za 0,5 odstotka, če se vrednost indeksa spremeni za odstotek. Delnice, katerih kazalnik beta je nižji od ena, so manj tvegane od indeksa (trga), nasprotno pa so delnice, katerih kazalnik beta je višji od ena, bolj tvegane.

2 CIKLIČNI IN NECIKLIČNI SEKTORJI

Vlaganje na finančne trge bi bilo mnogo lažje, če bi lahko enostavno določili stanje v gospodarstvu. Recesija, lažja recesija, šibka konjunktura in močna konjunktura so izrazi, na podlagi katerih se borzni vlagatelji potem odločajo, kaj bodo kupovali: obveznice, delnice, ter naprej kakšne delnice? Ciklične delnice, ki so odvisne od splošne gospodarske rasti, ali neciklične delnice, ki ostanejo stabilne tudi v času šibkega gospodarstva (Borzniki se sprašujejo: Smo v recesiji ali ne?, 2007).

Pa pogledajmo, kaj je temeljna ideja, ki tiči v ozadju cikličnih in necikličnih delnic ali podjetij. Kadar denarja ni na pretek, se vsak sprašuje, katere so tiste dobrine, ki jih zares potrebujemo. Radi bi kupili nov avto, vendar pa je trenutno gospodarstvo v krizi, prav tako naše denarno stanje. Zato bo nakup avta moral malo počakati. Zobna pasta, toaletni papir, električna, hrana, plin pa so dobrine, ki jih vsak potrebuje dnevno in s temi dobrinami ne moremo čakati. Torej ciklične delnice predstavljajo tista podjetja, katerih dobrine si privoščimo, ko nam denar ostaja. To so luksuzne dobrine in dobrine za prosti čas. Takrat je situacija v gospodarstvu ugodna. Neciklične delnice pa predstavljajo tista podjetja, katerih dobrine rabimo ves čas, ne glede na situacijo na trgu.

Investitorji ne moremo nadzorovati gospodarskih ciklov, lahko pa prilagodimo investicije v delnice glede na gospodarski cikel. Zato se sektorji različno odzivajo na gibanje gospodarskega cikla. Zelo pomembno je razlikovati med cikličnimi sektorji oziroma delnicami in konzervativnimi sektorji oziroma delnicami. Obstajajo razlike med sektorji, ki so občutljivi na ciklična gibanja gospodarstva, in sektorji, na katere spremembe v gospodarstvu ne vplivajo tako močno (Investopedia, 2000).

2.1 CIKLIČNE DELNICE

Ciklične delnice so delnice tistih podjetij, katerih prodaja in dobički močno nihajo, skladno s spremembami v gospodarskih ciklih. Ko so razmere v gospodarstvu dobre, dobički rastejo in periodično tudi cene delnic, ter obratno, ko se razmere poslabšajo. Nekatere industrijske panoge so bolj občutljive na gospodarske cikle kot druge. Podjetjem, ki se ukvarjajo s stanovanjskim in nezgodnim zavarovanjem, profitabilnost niha skupaj z gospodarskim gibanjem. V času prosperitete sklenejo mnogo zavarovanj, v času zniževanja stroškov pa se zaslužki iz tega naslova zmanjšajo. Tudi letalska in avtomobilska industrija se gibljeta v ciklih. V to skupino lahko uvrstimo podjetja: Ford, GM, Lufthansa, Boeing, Generali (Jesenek, 2003, str. 78).

Ciklične delnice imajo dobičke takrat, ko gospodarski trend raste. To je takrat, ko se gospodarstvo razvija, takrat ko država, podjetja in fizične osebe trošijo denar. Avtomobilska industrija je šolski primer industrije, ki je močno povezana s cikli. Kadar je ekonomsko stanje dobro in imajo ljudje zaposlitev, avtomobilska industrija dela presežke. Če pa so na trgu negotovost in visoke obrestne mere, potem se ljudje odločijo, da bodo počakali z nakupom avtomobila. Prav tako je z gradbeništvom in prodajo stanovanjske opreme. Posel cveti med dobrimi časi v gospodarstvu. Podjetja gradijo nove stavbe in investirajo (Little, 2004).

Kadar se ekonomija ohlaja, podjetja ne vlagajo več, ker nimajo denarja, prav tako posamezniki ne trošijo več. Zato imajo podjetja, ki so vezana na gospodarske cikle, izgube. Delnice, ki so vezane na gospodarski cikel, izhajajo predvsem iz naslednjih sektorjev (Kleindienst, 1999, str.14):

- bazna industrija,
- proizvodna sredstva (ang. Capital goods),
- energetika,
- potrošniški ciklični sektor,
- finančni sektor,
- tehnologija,
- transport,

- komunikacije,
- podjetja iz gradbene panoge,
- delnice podjetij jeklarske panoge,
- delnice proizvajalcev strojne opreme,
- delnice letalskih prevoznikov in
- delnice iz kemične panoge.

To so delnice, katerih tečaji so močno odvisni od splošne ravni obrestnih mer. Pri povečanju splošne ravni obrestnih mer se tečaji teh delnic znižujejo in pri zmanjšanju obrestnih se tečaji takšnih delnic povečajo. Primer takih podjetij najdemo v cikličnih panogah, katerih čisti dobički ob porastu oz. padcu splošne ravni običajno močneje padejo oziroma porastejo (Kleindienst, 2001, str. 250).

2.2 NECIKLIČNE DELNICE-obrambne delnice

Neciklične delnice oziroma defenzivne delnice so tiste, na katere ciklično nihanje gospodarstva nima vpliva. Zaradi tega imajo dane delnice lastnost manj tveganih delnic, kar pomeni, da imajo nizek ali celo negativen količnik beta. Neciklične delnice zajemajo podjetja, ki proizvajajo nujne življenjske dobrine (Reilly & Norton 1999, str. 442).

Neciklične delnice rastejo takrat, ko ekonomija pada in je gospodarstvo v krizi. Klasični primer necikličnih delnic so delnice javnih dobrin. Vsi potrebujemo vodo, plin in elektriko. Ni pomembno, če ekonomija pada ali raste, še vedno so to nujne življenjske dobrine, zato nihanja v gospodarstvu nimajo toliko vpliva na te delnice (Little, 2004).

V to skupino spadajo delnice podjetij, ki izdelujejo hrano, zdravila, proizvajajo brezalkoholne ter tudi alkoholne pijače, komunalne storitve, torej taki proizvodi in storitve, ki jih ljudje potrebujejo in trošijo vsak dan, ne glede na stanje v gospodarstvu. Potrošnja teh storitev se ne zmanjšuje v času recesije. Zato podjetja poslujejo dobro in posledično so tudi delnice takih podjetij stabilne in relativno varne tudi v času padajočega trga.

Delnice, na katere nihanje gospodarskih aktivnosti nima vpliva, izhajajo predvsem iz naslednjih sektorjev:

- farmacija,
- proizvodnja širokopotrošnih izdelkov,
- sektor javnih dobrin.

Zanimivo je, da se potrebe po zdravilih pogosto celo še povečajo, saj imajo ljudje zaradi psihičnih težav več zdravstvenih problemov (Turković, 2005, str. 38).

2.2.1 Dejavnosti, neodzivne na krizo

Svetovno znana revija Forbes je objavila seznam panog, ki tudi v kriznih časih cvetijo. Podatke so zbrali na podlagi poslovnih rezultatov 100.000 srednje velikih podjetij. Na najvišjih mestih so se pojavile dejavnosti:

- računovodske storitve,
- zdravstvo in z zdravstvom povezane dejavnosti,
- pravne storitve,

- farmacija,
- telekomunikacije.

Po Forbesovi raziskavi gre najslabše podjetjem, ki nudijo pomoč pri izvedbi sejmskih in drugih prireditvev, prodajalcem in trgovcem s pijačo in hrano, prodajalcem in proizvajalcem tekstila, ki jih s svojo ponudbo stiskajo velike korporacije, zaradi krize pa se je v negativni del lestvice preselila tudi trgovina z nepremičninami (Dejavnosti, ki ne poznajo krize, 2009).

3 GOSPODARSKI IN BORZNI CIKLI

Cikel je časovni interval, sestavljen iz naraščajočega trenda, stagnacije oz. faze tranzicije trenda in padajočega trenda. Te faze si med seboj sledijo, torej se konča v podobni situaciji, kot se je začel. Mogoče je, da se trend prevesi iz strogo naraščajočega v strogo padajči, vendar je to pojav, značilen za nestabilne borzne trge oz. za trge, ki so še v fazi nastajanja (Achelis, 2001).

Zunanji mehanizmi v primerjavi z notranjimi pri gospodarskih ciklih

Možne vire lahko razdelimo na notranje (interne) in zunanje (eksterne). Zunanje teorije ugotavljajo, da je poslovni cikel zakoreninjen v nihanjih dejavnikov, ki niso del ekonomskega sistema (so zunaj njega). To je v vojnah, revolucijah in na volitvah, v cenah nafte, odkritjih zlata in migracijah ter pri tehnoloških inovacijah.

Nasprotno pa notranje teorije iščejo mehanizme, ki povzročajo samoustvarjajoče se gospodarske cikle znotraj ekonomskega sistema. Po teh razlagah je v vsaki ekspanziji seme recesije in gospodarskega krčenja in v vsaki recesiji seme ozdravitve in ekspanzije. Eden od primerov je teorija multiplikatorja in akceleratorja. V skladu z načelom akceleratorja hitra rast outputa spodbuja naložbe. Visoke naložbe pa spodbujajo višjo rast outputa. In tako se proces nadaljuje, dokler ne dosežemo meje zmogljivosti gospodarstva. Pri tej meji pa se gospodarska rast upočasni. Počasnejša rast zmanjša naložbene izdatke in kopičenje zalog, kar običajno povzroči recesijo. Proces deluje tudi v nasprotni smeri, dokler ne dosežemo najnižje točke. Potem pa se gospodarstvo stabilizira in spet obrne navzgor. Ta zgodba se nadaljuje v nedogled, vendar pa nikoli ni časovno usklajena (Nordhaus, 2002, str. 435-436).

Gospodarski cikli po Wesleyju Clairu Mitchellu¹

“Gospodarski cikli so vrsta nihanj agregatne ekonomske aktivnosti v gospodarstvu, ki temelji na tržnih principih. Cikel je sestavljen iz faze ekspanzije, ki se odvija istočasno v večini ekonomskih aktivnosti, ter faze recesije, ki prehaja v novo fazo ekspanzije naslednjega cikla. To zaporedje sprememb se vedno znova ponavlja, vendar ne v enakih časovnih razmikih. Časovna dimenzija poslovnega cikla niha od enega do dvanajst let. Ciklov ni mogoče razdeliti v krajše intervale podobnih karakteristik, ki bi jih lahko uporabili za aproksimacijo celotnega poslovnega cikla.” V to kratko definicijo

¹ Wesley Clair Mitchell (August 5, 1874 – October 29, 1948) je bil je ameriški ekonomist, poznan po svojem empiričnem delu na področju poslovnih ciklov, ter predsednik nacionalnega oddelka za ekonomske raziskave.

so vključeni skoraj vsi pojmi, lastnosti in kriteriji za določitev in razlikovanje poslovnih ciklov:

- cikel zajema vso ekonomijo ali samo nekatere aktivnosti;
- trajanje cikla (od 1 do največ 12 let);
- razpon cikla, tj. oddaljenost med zgornjo in spodnjo točko obrata.

Defenicija vsebuje tudi pojme kot so: recesija, okrevanje in ekspanzija. Pri ciklih rasti je mogoče definirati tudi obdobja:

- obdobje visoke rasti – označuje obdobje pospeševanja ekonomske rasti,
- obdobje nizke rasti – označuje obdobje padanja ekonomske rasti (Jagrič, 2002, str. 3).

3.1 GOSPODARSKI CIKLI

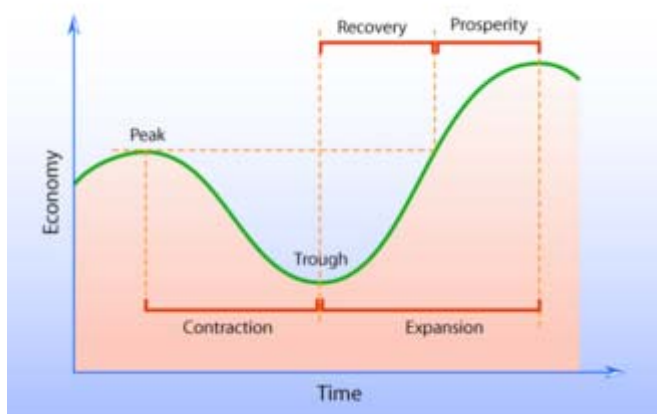
Ekonomska teorija definira gospodarski cikel kot položaj gospodarstva v primerjavi z dolgoročnim trendom. Tega merimo z razliko med dejansko in potencialno proizvodnjo (output gapom) (Bošković Brodnjak, 2007).

Poslovni cikli pomenijo fluktuacije oziroma pomembnejše odmike gospodarske aktivnosti od nekega dolgoročnega povprečja, nanašajo pa se na stopnjo rasti proizvodnje, zaposlenosti in na splošno raven cen. Prisotni so v vseh kapitalističnih državah od industrijske revolucije dalje. Poznamo jih v liberalnem tržnem gospodarstvu, ne veljajo pa za vsa nekdanja planska gospodarstva in za velik del manj razvitih držav (Kenda & Bobek, 2003, str. 105).

Ne moremo reči, da je sam razvoj po naravi stabilen, ampak poteka v sunkih. Nihanja v gospodarstvu so škodljiva, saj povzročajo neracionalnost, vplivajo na napačno načrtno razdelitev proizvodnih tvorcev ter vnašajo nemir med proizvajalce, porabnike in investitorje. V nestabilnih pogojih se akterji na tržišču obnašajo špekulativno, v stabilnih pogojih pa racionalno, kar je skladno z dolgoročnimi predvidevanji. Gospodarski cikli pomenijo menjavo časovnih razdobij s hiperprodukcijo in pomanjkanjem, razdobij s pretiranim varčevanjem in pretiranim trošenjem, razdobij z brezposelnostjo in s prezaposlenostjo, inflacije in deflacije s pretiranim investiranjem in stagnacijo. Vse navedeno se v prostoru prenaša v koncentričnih krogih, torej cikel z jedrom v določeni dejavnosti in na določenem geografskem območju kmalu prestopi nacionalne meje. Na zunanja nihanja se države odzivajo z večjo ali manjšo uspešnostjo, v vsakem primeru pa nanje reagirajo – na zunanjo konjunkturo z odpiranjem, ker jo želijo izkoristiti, na krizo pa z zaščito in zapiranjem, ker jo skušajo preprečiti. Mednarodna ciklična gospodarska nihanja so sestavni del razumevanja mednarodnih ekonomskih odnosov (Anderson, 1995, str. 66).

Slika 1 prikazuje faze gospodarskega cikla, ki je sestavljen iz faze padanja (contraction), dna cikla (trough), vzpona (expansion) ter vrha cikla (peak)

Slika 1: *Faze gospodarskega cikla*



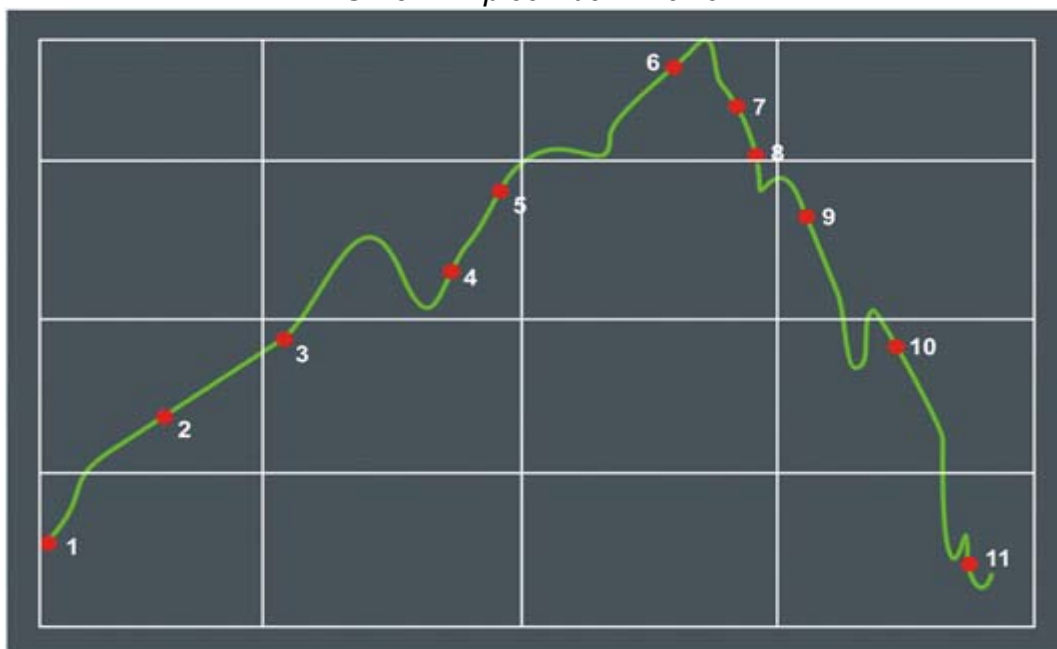
Vir: Kent N. Thune, *Understanding Cycles Part 2: Stocks & The Economy*, 2007.

3.2 BORZNI CIKEL

Borzni cikli so dolgoročno tesno povezani z gospodarskimi cikli. Gospodarstva so se skozi vso fazo gibala iz stanja recesije v stanje ekspanzije in obratno. Med omenjenima skrajnima točkama pa nastopijo še situacije, ko ni izrazitih tendenc. Slednje je razumljivo, saj procesi ne potekajo premočrtno, temveč v valovih. Daljše je obdobje opazovanja, jasneje so izraženi trendi v gospodarstvu (Turković, 2003, str. 32).

Slika 2 predstavlja, kako se vlagatelji odzivajo na določene faze borznega cikla.

Slika 2: *Tipičen borzni cikel*



Vir: *Tipičen borzni cikel*, 2007.

Na sliki so predstavljene faze borznega cikla s številkami od 1–11. Cikel se začne s fazo DEPRESIJE, kjer je večina vlagateljev potrlih zaradi izgube. Redkokdo si upa vstopiti na trg v tem trenutku. Novice imajo zelo negativen vpliv. Na trgu vladata depresija in nezaupanje. Nadaljuje se s fazo SKEPSE, kjer so vlagatelji še vedno zelo nezaupljivi. Glavnina ne zaupa rasti tečajev, ker menijo, da je trg že

toliko narasel, da bolj ne more. Na površje začnejo v majhni količini prihajati prve pozitivne novice. V tem trenutku na trg vstopajo najpogumnejši vlagatelji. Pri fazi ZMERNEGA OPTIMIZMA pa je že mogoče opaziti občutno pomirjenje zaradi prvih večjih rasti na trgu. Položaj novic ima še vedno pretežno negativen pečat. Naraščajoče število pozitivnih novic pa prepriča vedno večji del vlagateljev. Pri četrti fazi ali pri OPTIMIZMU pa vzpon postane občuten. Večina previdno tvega le del likvidnosti za nakupe. Še vedno so na trgu prisotne negativne novice, vendar je število prepričljivih pozitivnih novic naraslo. Nadaljuje se z NAVDUŠENJEM vlagateljev, kjer se optimizem sprevrže v prepričanje, da bo trend trajen. Pretežno pozitivne informacije nad razcvetom gospodarstva podpirajo rast tečajev. Na trgu se pojavlja vedno večje število vlagateljev. Znanilci zadnjih faz borzne rasti so razmah prihoda novih podjetij na borzo, špekulativna mrzlica pri vlagateljih in nadpovprečni donosi pri delnicah manjših podjetij. Najvišja faza borznega cikla pa je EVFORIJA vlagateljev, kjer je špekulativna faza v polnem teku. Borzna vročica je zajela širok krog ljudi, tudi tiste, ki ponavadi ne vlagajo na borzo. Pozitivne novice obvladujejo trg. Obstaja komaj nekaj negativnih novic, če se že pojavijo, potem so ignorirane (Dolenc, 2007).

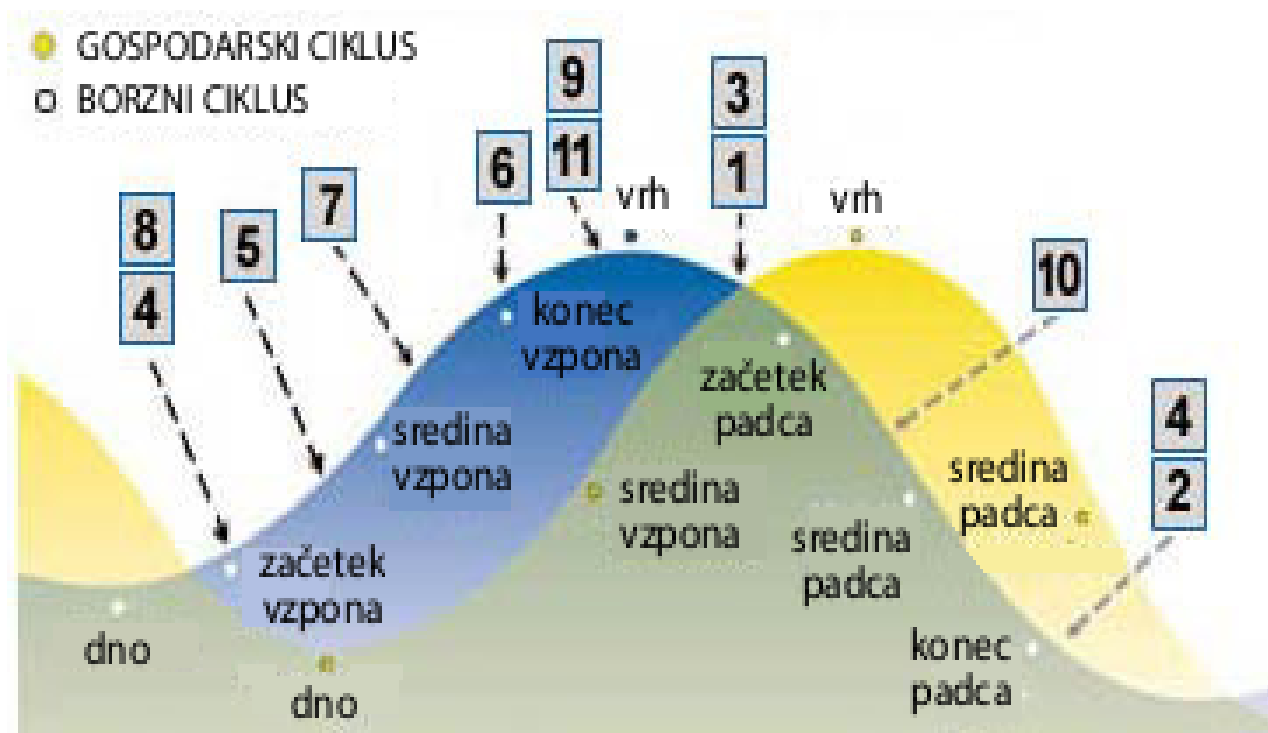
Nepoučeni kupci množično kupujejo, kajti vidijo samo pot navzgor. Psihologija množice je tako pozitivna, da na padec tečajev ne pomisli skoraj nihče. Vsi samo kupujejo. Vrstijo se tudi številne izdaje delnic novoustanovljenih podjetij, ki nimajo niti prihodkov niti dobičkov, vendar pa se zaradi nakupovalne vročice dobro prodajajo. Pohlep je na višku. Borzni balon se napihuje in posledice poka so lahko katastrofalne, tako kot so bile npr. septembra leta 1929 ter tudi konec leta 2007, ko so začeli tečaji strmo padati (Turkovic, 2005, str. 35).

Ko počni borzni balon in tečaji počasi začnejo padati, pride do faze UPANJA, kjer je množica polna pričakovanj. Novice so še vedno pozitivne, ampak postopoma začnejo naraščati opozorilni glasovi, kajti trg je precenjen. ZMERNO ZAUPANJE je faza, kjer se večina vlagateljev kljub padajočim tečajem še naprej trdno drži svojega utrjenega prepričanja. Novice so pretežno pozitivne, ampak število negativnih novic in pesimistov počasi narašča. Potem nastopi ZASKRBLJENOST pri večini vlagateljev ter se poraja bojazen, da tečaji vendar ne morejo več naprej rasti. Mnogi nočejo realizirati izgube, zato še vedno ostajajo v naložbah. Razmerje pozitivnih in negativnih novic je v ravnotežju. Zadnji dve fazi sta STRAH in PANIKA, kjer se razpoloženje spremeni. Število pesimistov je večje od optimistov. Čredni nagon se pojavlja tako, da množica brez oziranja na izgubo prodaja, kar pa spet vodi nazaj v DEPRESIJO (Dolenc, 2007).

3.3 SKUPNE LASTNOSTI GOSPODARSKEGA IN BORZNEGA CIKLA

Slika 3 prikazuje gibanje gospodarskega in borznega cikla. Obdobja, ki so označena na sliki, naj bi predstavljala obdobja posameznih panog, v katerih naj bi te na trgu prinašale višje donose od povprečja.

Slika 3: Gibanje gospodarskega in borznega cikla



Vir: Jakhel, Črt, Finančna točka, 2006.

Na sliki je opazno, kako delovanje borznega trga zaradi pričakovanj investorjev prehitava delovanje gospodarstva, za katerega je dolgoročno značilno ciklično gibanje. Posamezne gospodarske panoge se znotraj gospodarskega cikla razvijajo hitreje kot druge.

Številke, ki so napisane na določenih delih gospodarskega cikla nam kažejo dejavnosti, ki so najbolj dobičkonosne za vlagatelje v določenih fazah cikla. Od leve proti desni so to:

- 8 – transport, 4 – finance,
- 5 – tehnologija,
- 7 – investicijske dobrine,
- 6 – industrija,
- 9 – energija, 11 – žlahtne kovine,
- 1 – neciklične potrošne dobrine, 3 – zdravstvo,
- 10 – javne storitve,
- 4, 2 – ciklične potrošne dobrine.

Pri strategiji rotacije sektorjev je zelo pomembno vedeti, v katere dejavnosti se z naložbenega vidika najbolj splača vlagati v določeni fazi gospodarskega cikla. To je bistvo strategije rotacije sektorjev.

3.4 OSNOVNI STADIJI GOSPODARSKEGA CIKLA

Dno gospodarskega ciklusa je obdobje nizkih dobičkov v podjetjih in visoke nezaposlenosti. Zaradi manjših dobičkov podjetja niso tako kreditno sposobna, zato

začnejo zmanjševati vlaganja v razvoj poslovanja. Ko nastane taka situacija, je obrat ponavadi že blizu. Na vrhu gospodarskega ciklusa so dobički podjetij visoki, nezaposlenost pa nizka. Ko pa cena surovin začne naraščati in se začne večanje obsega neprodanih zalog, se vrh gospodarskega cikla prevesi v padanje cikla. Za naraščajoči trg je značilno padanje donosov obveznic zaradi višanja obrestnih mer, prav tako pa višanje razmerja med ceno delnic in dobički podjetij (P/E - koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za udeležbo v poslovanju podjetja). Znanilca tega, da se gospodarska rast bliža vrhu, sta ravnodušnost trga do dobrih novic in velika pozornost, namenjena gibanju obrestnih mer. Ker borzni cikel ponavadi prehiteva gospodarskega, lahko trg začne pot navzdol že v času, ko iz podjetij še vedno prihajajo vesti o zelo dobrem poslovanju.

Pri padajočem gospodarskem trgu pa zaradi slabšega poslovanja razmerje med ceno delnic in dobički podjetij pada, naraščajo pa donosi obveznic. Ob dotiku dna ponavadi prevladujejo ravnodušnost do slabih novic (so že vse vračunane v cene), šibki premiki in splošni pesimizem. Okrevanje je običajno postopno, in zato sprva težko opazno. Borzni cikel ponavadi prehiteva gospodarskega tudi na poti navzgor: vnovični vzpon borznih cen se začne v času, ko iz podjetij še ni novic o izboljšanju poslovanja (Jakhel, 2006).

Vlagatelji morajo vedeti, katere vrste naložb so v posameznih gospodarskih ciklih najdonosnejše. Pri tem pa je treba upoštevati tudi pričakovanja v prihodnje. Trenutna slabša in politična situacija ni nujno, da slabo vpliva tudi na borzne tečaje, če so pričakovanja borznih igralcev za prihodnost optimistična.

3.4.1 Začetek vzpona gospodarskega cikla

Gospodarstvo je na začetku gospodarske konjunktore na dnu in gospodarska rast je zelo majhna. Eden od instrumentov, ki ga ima centralna banka na voljo v takšnem stanju, je, da poskuša vzpodbuditi rast z znižanjem obrestnih mer oziroma povečanje količine denarja v obtoku. Zadolževanje postane cenejše, rezultat pa je večja količina denarja, ki povečuje povpraševanje na vseh področjih, denar pa vstopa na finančne trge. Povpraševanje se začne počasi prebujati. Podjetja v tej fazi poskušajo preživeti, zato zmanjšujejo stroške. Prvi znaki oživljanja se ponavadi kažejo v panogah, ki proizvajajo izdelke za široko potrošnjo, kot je npr. prehrabena industrija. Poleg tega se v času oživljanja kot velik generator pojavlja tudi država preko javnih naročil. Država se mora v tem času zato zadolževati, saj so prihodki od davkov premajhni. Večje povpraševanje povzroči večje zaposlovanje, to pa generira plače in dodatno povpraševanje (Turkovič, 2003, str. 35).

Prvi šibki znaki oživiljenega gospodarstva se najprej pokažejo v panogah, ki proizvajajo izdelke za široko potrošnjo, kot so npr. prehrabena industrija, farmacija, avtomobilska industrija. V tem času so tečaji delnic podjetij zelo nizki, vendar pa zaradi splošnega pesimizma vlagajo samo trdni vlagatelji, ki pa jih je malo. Obveznice, ki so bile prej zaradi slabega stanja v gospodarstvu visoko, zaključujejo s svojo rastjo. Zaradi nizke obrestne mere niso več zanimive niti oblike varčevanja, kot so hranilne vloge in bančne vezave denarja. Ker se cena delnic počasi pobira, se začenja tudi selitev denarja iz dragih obveznic, hranilnih vlog in bančnih vezav v cenejše delnice. Ker se torej poveča povpraševanje po delnicah, začne rasti tudi cena delnic, sprva počasi in nato vse hitreje. Zelo je pomembno, da neposredno iz novic razberemo, da se je gospodarski vzpon zares začel. Naslednje pomembno

vprašanje je, kam, v kateri sektor je sedaj smiselno vlagati. Dolgoročni in zanesljivi vlagatelji bodo začeli kupovati delnice podjetij, ki so bila še nedavno v krizi in so se ukvarjala z lastnim preživetjem. Poleg delnic avtomobilskih podjetij so to lahko še delnice podjetij, ki proizvajajo zabavno elektroniko, trgovskih podjetij in drugih panog na področju široke potrošnje. Kako dolgo traja takšno obdobje, je odvisno od tega, kako dolg in globok je bil padec gospodarstva, in od razloga, zakaj je do njega prišlo. Na koncu gospodarskega padca oziroma na začetku vzpona je racionalno vlagati v ciklične delnice, torej delnice, ki so občutljive na gospodarske cikle in v času od začetka gospodarskega vzpona pa do vrha cikla najbolj narastejo.

3.4.1.1 "Ciklične" potrošne dobrine

Ciklične potrošne dobrine (consumer cyclicals), katerih prodaja je značilno povezana z gospodarskim ciklusom. Sem spadajo tisti trajni ali netrajni izdelki, po katerih je povpraševanje močno odvisno od višine obrestnih mer in zaposlenosti. Gre torej za to, kaj si potrošnik lahko privošči kot "nadstandard". Delnice podjetij s tega področja so aktualne, ko se gospodarski cikel bliža dnu - vlagatelji jih začnejo kupovati, ker pričakujejo, da se je pot navzdol izpela, ta podjetja pa bodo prva občutila znamenja obrata navzgor (Fidelity, 2005).

3.4.1.2 Finance

Delnice tistih finančnih ustanov, ki so močno izpostavljene področju nepremičnin (predvsem prek posojil), se dobro odzivajo na padajoče obrestne mere, ker je kreditiranje s strani bank zelo ugodno in so zato aktualne predvsem v času od sredine do zaključka poti k dnu gospodarskega ciklusa. Pri bankah, kjer nepremičninski posli ne prevladujejo, so pomembna posojila podjetjem in potrošniška posojila ter delnice teh podjetij pridejo na svoje na sredini gospodarskega ciklusa (Fidelity, 2005).

Naložbe v delnice tistih podjetij, ki se nahajajo v sektorju finančnih storitev so dobre v obdobjih, ko centralna banka ohranja gospodarsko ekspanzijo. Prav tako v obdobju gospodarske rasti začnejo rasti tudi delnice zavarovalnic in posredniških hiš, zato je v obdobju gospodarske konjunktore, pametno kupovati prav te delnice (Erker, 2001).

3.4.1.3 Transport

Delnice železnic in drugih podjetij, ki se ukvarjajo s površinskim transportom, se ponavadi hitro odzovejo na začetek dviga z dna gospodarskega ciklusa. Letalski promet je odvisen od stroškov goriva in konkurenčnih pritiskov na cene letalskih storitev, izkoriščenosti kapacitet in konkurenčnega boja prevoznikov (Fidelity, 2005).

3.4.1.4 Tehnologija

Tečaji delnic v tej panogi imajo dvojno naravo. Po eni strani so povezani z gospodarskim ciklusom, ker je prodaja izdelkov in storitev tehnoloških podjetij odvisna od tega, koliko investicij opravijo druga podjetja in kakšno je povpraševanje potrošnikov. Po drugi strani pa niso redkost situacije, ko tehnološki napredek podjetju omogoči dolgoročno nadpovprečen razvoj ne glede na gibanje ciklusov v vmesnem času. Delnice s področja tehnologije so običajno priljubljene v začetni in srednji fazi poti do vrha gospodarskega ciklusa (Fidelity, 2005). V tehnološki sektor lahko

uvrstimo podjetja, ki se ukvarjajo z obdelavo podatkov ter razna specializirana računalniško vodena podjetja. Sem pa sodijo tudi računalniška podjetja (Harl, 2005). Delnice takih podjetij so zanimiva naložba na začetku gospodarske konjunktura.

3.4.2 Oživiljena gospodarska konjunktura

Težko je točno določiti, kdaj dejansko gospodarstvo vstopi v to fazo. Centralna banka še vedno z monetarno politiko skrbi za obrestne mere in nadaljnje oživljanje gospodarstva. Obrestne mere drži na nizki ravni. Prav tako je inflacija na nizki ravni, saj se povpraševanje še ni občutno povečalo. Makroekonomski kazalci, ki jih mora borznik sedaj spremljati, so stopnja rasti, indeks poslovnega zaupanja, stopnja brezposelnosti, odstotek izkoriščenosti industrijskih kapacitet in drugi. V obdobju oživljene gospodarske konjunktura se začeta povečevati zaposlenost in tudi odstotek izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti. Obveznice se v tem času cenijo, delnice pa dražijo. Vlagatelji nadaljujejo z nakupovanjem delnic. Vlagatelji si pri kupovanju delnic pogosto pomagajo z razmerjem med tečajem in dobičkom delnice (Price/Earning – P/E), ki pove, v kolikih letih bi vlagatelj vloženi denar, ki bi ga porabil za nakup delnic, dobil nazaj preko dobička podjetja. Za to fazo je značilno, da je količnik srednje visok. Poleg tega dajejo analitiki velik pomen še enemu kazalcu, in sicer denar nemu toku podjetja (ang. Cash flow), ki kaže obseg denarja, ki priteka na račun podjetja.

Katere gospodarske panoge so tiste, katerih delnice je v tem času najbolje kupovati? Še vedno so aktualne delnice podjetij s potrošnimi dobrinami: avtomobilska industrija, podjetja, ki proizvajajo izdelke za prosti čas, ter turistična podjetja. Velike skoke pa doživljajo tudi delnice podjetij, ki se ukvarjajo s telekomunikacijami ter podjetja, ki proizvajajo opremo in stroje. Tudi pozitivno razpoloženo prebivalstvo sedaj kupuje več, zato podjetja izboljšajo svoje rezultate (Turkovič, 2003, str. 46). V tem delu cikla se začnejo razvijati industrija ter investicijske dobrine.

3.4.2.1 Industrija

Dobički podjetij v tej panogi narastejo predvsem v času visoke izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti in močnega povpraševanja po njihovih izdelkih. Zato so njihove delnice priljubljene predvsem v zadnjem delu poti do vrha gospodarskega cikla. Pri podjetjih, ki se ukvarjajo s surovinami, ima močno vlogo tudi svetovno razmerje ponudbe in povpraševanja za posameznimi surovinami (Fidelity, 2005). Bazna industrija predstavlja proizvode, ki so potrebni za izdelavo drugih proizvodov. Taka sta npr. lesna industrija in industrija predelave kovin. V primeru visokih obrestnih mer se povpraševanje po danih proizvodih zmanjša (Little, 2004).

3.4.2.2 Investicijske dobrine

Vlaganja podjetij v dodatne kapacitete, za katere so potrebne investicijske dobrine (capital goods), se tipično povečajo sredi poti do vrha gospodarskega ciklusa, ko v gospodarstvu "narašča temperatura" (Fidelity, 2005).

3.4.3 Popolna gospodarska konjunktura

Gospodarska rast v tej fazi ponavadi preseže 3 %. Gospodarstvo raste zaradi velikega povpraševanja. Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti je velika. Ponavadi to

pomeni začetek inflacije, ki v razvitih državah doseže približno 4 %. Zaposlovanje se tudi povečuje, kar še dodatno sproža povpraševanje. Podjetja investirajo in povečujejo proizvodne zmogljivosti. Delnice evforično rastejo. P/E lahko doseže tudi vrednost 100, kar pomeni, da bi vlagatelj moral čakati 100 let, da se mu povrnejo naložbe. Zato je treba biti skrajno previden v tej fazi. Optimizem na borzi je nepopisen, zato na borzo začnejo vlagati tudi največji nezaupljivci. Tečaji rastejo iz dneva v dan. Vendar še nobena rast ni trajala v nedogled. Povod za zasuk navzdol ponavadi povzroči nek dogodek, odisi nek politični dogodek ali pa občutno povišanje obrestne mere s strani centralne banke, kar zmanjša količino denarja v obtoku in tako vpliva tudi na ustavitev oziroma zniževanje inflacije. Zaradi rasti cen delnic večina vlagateljev delnice še kar naprej kupuje, samo najbolj veščji začnejo delnice počasi prodajati in kupovati obveznice, ki so v tem času podcenjene, saj je ponudba obveznic precej višja od povpraševanja (Tukovič, 2003, str. 54). Proti vrhu gospodarskega cikla pa pridejo na vrsto energija ter žlahtne kovine.

3.4.3.1 Energija

Sem spadajo integrirana podjetja (ki združujejo vse od odkrivanja do distribucije), podjetja, ki se ukvarjajo z raziskavami in odkrivanjem nahajališč ter z opremo in s storitvami za druga podjetja v tej panogi, kot so podjetja, ki proizvajajo oziroma zagotavljajo elektriko. Ta podjetja so zelo odvisna od ponudbe in povpraševanja po energiji. Na stanje v tej panogi lahko močno vpliva politično dogajanje. Delnice tovrstnih podjetij ponavadi postanejo priljubljene proti koncu poti k vrhu gospodarskega ciklusa (Fidelity, 2005).

3.4.3.2 Žlahtne kovine

Na cene žlahtnih kovin in delnic podjetij, ki se ukvarjajo z njimi, sicer vpliva povpraševanje gospodarstva in potrošnikov, največji posamezni faktor pa so pričakovanja o inflaciji. Inflacija v tem času doseže rast približno 4 % na letni ravni in ima največji vpliv na delnice teh podjetij. Zaradi tega ta panoga običajno oživi v zadnjem delu poti do vrha gospodarskega ciklusa (Fidelity, 2005).

3.4.4 Začetek gospodarske recesije

Prvi znaki recesije se začnejo z zasičenostjo trga z izdelki, zato začne prodaja podjetij upadati. Podjetja so v tem času tudi že precej zadolžena, toda posojil ne morejo več odplačevati. Njihove zmogljivosti postanejo prevelike, imajo preveč zaposlenih, zato začnejo počasi odpuščati. Povpraševanje se posledično začne zmanjševati, cene se začnejo zniževati, ljudje začnejo varčevati. V tej fazi so možni tudi kakšni popravki navzgor, tako da imamo občutek, da smo krizo prebrodili, toda začel se je trend padanja. Na borzi je to obdobje najboljše za prodajo delnic. Tečaji so še vedno dokaj visoko, masovna panika še ni prisotna, zato je likvidnost še visoka. Naložbe v delnice niso več primerne, zato je to dobra vstopna točka za nakup obveznic, vendar ne takoj na začetku recesije, ko začne centralna banka posegati v gospodarstvo in so obrestne mere še visoko, temveč malo kasneje, ko obrestne mere začnejo padati. Je pa dobro začeti počasi prodajati delnice in se umikati v bančne depozite in kasneje v obveznice. V obveznice se začnejo počasi seliti tudi bančne vloge, saj začnejo obrestne mere počasi padati (Turkovič 2003, str 63).

Ko pa gospodarski cikel preide iz naraščajočega v padajoči, pridejo v poštev delnice necikličnih podjetij. Na ta podjetja pa gospodarski cikli nimajo velikega vpliva. Kljub gospodarskemu ohlajanju oziroma recesiji ta podjetja poslujejo uspešno, kajti njihove proizvode in storitve potrebujemo vsak dan.

3.4.4.1 "Neciklične" potrošne dobrine

Neciklične potrošne dobrine (consumer non-cyclicals) so tiste potrošne dobrine, za prodajo katerih gospodarski cikel nima velikega pomena: prehrana, kozmetika, tobak, pijača. Pri teh izdelkih je povpraševanje pretežno stalno kajti te dobrine ljudje rabijo stalno, ne glede na gospodarsko stanje. Delnice podjetij s teh področij ponavadi vlagatelje pritegnejo takrat, ko sta borzni ali gospodarski cikel pri vrhu oziroma v prvi fazi poti navzdol (Fidelity, Business Cycle & Stock Performance, 2005). Taka neciklična podjetja so podjetja, ki proizvajajo gospodinjske potrebščine, kot so pomivalna sredstva, mila, deodoranti, zobna pasta itd. Prav tako velja za tobačne izdelke, pivovarne – namreč večja je kriza, raje ljudje pijejo. Recesija prav tako nima velikega vpliva na zdravstvo, kajti to so storitve oziroma izdelki, ki jih ljudje potrebujejo ves čas. Ta podjetja so zanimiva za naložbe v času gospodarske recesije (Investopedia, 2000).

3.4.4.2 Zdravstvo, farmacija, biotehnologija

Splošno je gibanje delnic podjetij v tej panogi podobno kot pri necikličnih potrošnih dobrinah. Tako kot pri prejšnji skupini gre tudi tu za dejavnost, na katero gospodarski dejavniki ne vplivajo bistveno, vendar pa nastopajo posebne vrste tveganj-predpisi, izteki patentov, tehnološki napredek konkurentov. Veliko biotehnoloških podjetij je v razvojnem stadiju. Njihova uspešnost pa je zelo odvisna od vlaganja v raziskave in razvoj. V prihodnosti pa naj bi prišlo do večje povezanosti med proizvajalci zdravil in biotehničnimi podjetji (Fidelity, 2005).

3.4.4.3 Javne storitve

Med javne storitve (utilities) spadajo npr. podjetja za distribucijo električne energije, ki so zgodovinsko zelo občutljiva na višino obrestnih mer zaradi velikega zadolževanja, potrebnega za izgradnjo omrežij. Delnice zaživijo v obdobjih nižanja obrestnih mer. Drugi primer so telekomunikacijska podjetja, ki imajo lahko svojo dolgoročno pogodbo rasti na trgih, kjer njihove storitve še niso močno prisotne ali kjer so se sprostile regulativne omejitve, prav tako pa je treba paziti na zadolženost in njene posledice (Fidelity, 2005). Kot sem že omenil med pomembnejše javne storitve sodita elektrika in ogrevanje. Na delnice podjetij, ki zagotavljajo te storitve, recesija nima veliko vpliva, prav tako pa tudi v obdobju gospodarske rasti delnice ne doživljajo pretiranih vzponov (Investopedia, 2000).

Delnice sektorja javnih podjetij so za investitorje zanimive v obdobju padanja obrestnih mer. V zgodovini pa so delnice podjetij, ki nudijo oskrbo z elektriko, veljale za občutljive delnice na obrestne mere zaradi velikih stroškov financiranja v izgradnjo njihove infrastrukture (Fidelity, 2005).

3.4.5 Gospodarska kriza

Veliko ekonomistov je raziskovalo, kaj točno povzroči vrh in dno v poslovnem ciklu. Eckstein in Sinai (1986) sta navedla dogodke, ki povzročajo recesijo (Hildebrand, 2000, str. 17):

- obdobja razcveta, kjer povpraševanje naraste nad dolgoročen trend, povzročajo prostorske probleme;
- povpraševalni šoki, ki se zgodijo zaradi nenadnega zmanjšanja povpraševanja;
- ponudbeni šoki, do katerih pride zaradi zmanjšanja ponudbe dobrin in raznih drugih zapletov ponudnikov;
- cenovni šoki, ki jih povzroči prekomerno povpraševanje ali prekomerna ponudba;
- kreditni šoki, pri katerih podjetja ne dobijo raznih kreditov zaradi katerih je moteno vsakdanje poslovanje.

Najvidnejši znak gospodarske krize je odpuščanje in posledično večja brezposelnost. Kupna moč se zmanjša. Podjetja ne vlagajo, posamezniki imajo slabe plače ali jih sploh nimajo, zato malo trošijo. Na borznem trgu nastopi panika, zato tečaji bliskovito padajo. Vlagatelji morajo presoditi, ali gre za kratkoročno ali dolgoročno krizo. Še vedno so najboljša naložba obveznice. Inflacija se znižuje, kar pomeni, da se njihov realni donos povečuje. Paziti je treba pri podjetniških obveznicah, saj marsikatero podjetje v tem času lahko propade. Pojavi se recesija in začetek novega cikla. Gospodarski cikli torej veliko povedo o tem, kateri vrednostni papirji so v določenem ciklu donosnejši in kateri manj. Prav tako določen gospodarski cikel pomembno vpliva tudi na posamezno panogo in konkretno na podjetja v teh panogah oziroma na vrednost njihovih delnic (Turkovič, 2003, str. 64).

Kazalci, ki kažejo na borzno dno

1. Kazalci, kažejo, da so se tečaji na borzah po podobnih ekstremnih padcih, kot se je zgodil leta 2008, odbili za 20 do 30 odstotkov. To nam pokažejo razni pokazatelji kot so (10 Bullish Charts, Signals, Indicators, 2008):
 - Indeks relativne moči (RSI¹) – je od začetka izračunavanja indeksa S&P le štirikrat upadel pod 30.
 - Indeks S&P je izgubil skoraj vse, kar je pridobil zadnjih 6 let.
 - Delnice v indeksu Dow Jones in tudi druge so pod 200-dnevnim povprečjem. To se je zgodilo le ob zlomu leta 1987.
 - Vlagatelji so v denarnih pozicijah precej nad 21-letnim povprečjem.
 - Pojavljajo se dnevi, ko se je pocenilo 90 odstotkov ali več delnic.
 - Odstotek delnic, ki so nad 200-dnevnim povprečjem, je na večletni najnižji ravni.
 - Za unčo zlata v dolarjih je treba odšteti več, kot je S&P v točkah, torej zlato se je v primerjavi s S&P podražilo.
 - Indeks volatiliti VIX je dosegel rekordno vrednost prek 70, kar nam pove, da so na trgih prisotne ekstremne stopnje čustev.
 - S&P 500 je od lanskega leta izgubil že 47 odstotkov, indeks transportnih družb pa je upadel za 38 %

¹ RSI je oscilator, ki meri trenutno moč tečaja glede na tečajno zgodovino. Indikatorja RSI ne smemo zamenjati za relativno moč, ki meri moč instrumenta glede na moč trga.

To seveda ni znak za konec krize, ampak samo pokazatelj, da so dobre možnosti, da se bodo tečajji malo popravili. V takšnih razmerah je najboljšo postopno vstopanje na trg. Vendar pa je psihologija množice na dnu, zato v takih razmerah na trg vstopajo le najpogumnejši vlagatelji.

4 NALOŽBENA STRATEGIJA ROTACIJE SEKTORJEV

Premik denarja iz enega ali več sektorjev v drugega ali več sektorjev se imenuje rotacija sektorjev. Torej premik denarja z namenom bogatenja portfelja iz enega sektorja v drugega se imenuje rotacija sektorjev. Sektorska rotacija je nova strategija, ki vsebuje aktivno vlaganje, vendar je kljub temu naravnana na dolgoročno vlaganje. Ključna ideja, na kateri sloni strategija rotacije sektorjev je, da je ekonomska dejavnost ves čas izpostavljena ciklom in da so nekateri sektorji določen čas na vrhu in drugi na dnu. Investitorji, ki uporabljajo tako strategijo morajo identificirati cikle, ki so v razcvetu, in cikle, ki padajo, v določenem sektorju in se glede na to odločiti, kam bodo investirali. Torej je dobro kupovati poceni in prodajati drago!

Če investitor uporablja strategijo rotacije sektorjev, se mora odločiti, kako bo naložil denar. Večja razpršitev naložb je vedno varnejša, zato se bo vsak investitor odločal, kakšno razmerje celega portfolia bo investiral v sektorje in kako bo ta delež investiral. Nekateri investitorji bodo v sektorsko rotacijo investirali le majhen del investicij, spet drugi bodo investirali glavni del naložbe v sektorje. Vendar je prav gotovo, tudi če želiš večino portfolia nalagati v sektorje, dobra ideja, da tveganje omejiš oziroma da portfolio razporediš, kolikor se le da (ne samo med sektorje temveč tudi med drugačne naložbe). Če cel sektor gre v drugo smer, kot si predvideval se lahko še vedno rešiš z drugimi naložbami. Prvi korak je odločitev kolikšen odstotek svojega portfolia boš investiral v sektorje. Drugi korak pa je identifikacija poslovnega cikla, ki je tvoja tarča za vlaganje (lahko je poslovni ali koledarski cikel, namen je preprosto samo, da najdeš pravega). Ko enkrat najdeš cikel, moraš določiti katera podjetja so perspektivna v tem ciklu. Veliko podjetij ima predvidene cikle npr. blizu počitnic (sezona) in dosejajo svoje slabše rezultate v tem času (npr. trgovci). Trgovci sigurno spadajo v to skupino in investitorji bi lahko kupovali delnice za ta sektor na sredini poletja (preden se začne šola). Dobički iz prodanih naložb pa bi bili vidni v januarju. Investitor ima spet prosta sredstva, ki jih je zaslužil s prodajo finančnih instrumentov v januarju, zato se že ozira po sektorjih, ki so sedaj na nizki stopnji, torej vrednostni papirji so poceni. Sedaj lahko vlaga v sektorje, ki imajo sezono poleti, kot so npr. podjetja, ki se ukvarjajo s turizmom; to so letalske družbe ali hoteli, in kupuje delnice za poletno obdobje, kajti cene so sedaj nizke. Torej pri sektorski rotaciji je potrebno vedno gledati v prihodnost, katera bo naslednja dejavnost, v katero boš investiral takrat, ko bo prejšnja dejavnost dosegla vrh. Dokler traja cikel, je ključ do uspeha pustiti naložbene instrumente rasti, dokler določen cikel raste, in potem prodati ter naložiti v drugo dejavnost. Ko investitor najde določena sezonska podjetja v določenem sektorju, ki jim delnice rastejo v določenem časovnem obdobju v letu, in takoj za tem ciklom ima že določeno dejavnost, kamor bo vlagal takoj, ko bo prodal vrednostne papirje iz prejšnjega sektorja, ima potem utečen sistem nalaganja denarja. Seveda so v začetku potrebne raziskave, vendar ko so enkrat sektorji časovno usklajeni investitor nima več pretiranega dela. Portfelji bodo rotirani v vnaprej določenih točkah, ki jih je izbral investitor.

Osnovni sektorji ponavadi niso v istem času v istem stadiju cikla, zato imajo investitorji potencial za zaslužek. Zelo je pomembno, kakšna je njihova odzivnost. Če so investitorji sposobni ugotoviti, kateri sektor se končuje in kateri sektor se začne, in kupujejo pri dnu ter prodajajo pri vrhu, bodo lahko na ta način zaslužili. Ključ do uspeha pri rotacijski strategiji je vedno kupovati v sektorju, ki se začne razvijati, in prodajati v sektorju, ki se zaključuje, in reinvestirati v nov vzhajajoči sektor. Pri investiranju v sektorje ima investitor vedno prednost pri naraščajočih trendih. Seveda mora imeti premoženje dovolj razpršeno po sektorju, da se izogne hudim izgubam. Seveda lahko izbira med toliko sektorji, da mu ni treba investirati v določene panoge, ki jih sam ne mara (Sector ETF Rotation Strategies, 2008).

4.1 SKLADI, KI UPORABLJAJO STRATEGIJO ROTACIJE SEKTORJEV

Sektorski skladi svojo investicijsko politiko usmerjajo na določeno gospodarsko panogo, oziroma na posamezni sektor na kapitalskem trgu. Sektorski skladi investirajo na področju zdravstvenih in finančnih storitev, telekomunikacij, okolja. Ti skladi izberejo določeno področje in svoje naložbe omejujejo predvsem tja. Zaradi tega je tudi tveganje teh skladov nekoliko višje, saj so usmerjeni samo na en sektor in to z vidika razpršenosti premoženja ni dobro. Na drugi strani pa se v določenih fazah gospodarskega cikla prav v teh skladih pričakuje nadpovprečne donose. Med te sklade bi lahko šteli tudi sklade žlahtnih kovin, ki vlagajo svoje premoženje v zlato in ostale žlahtne kovine katerih cena se giblje obratno od cen delnic. Tudi v Sloveniji imamo kar nekaj sektorsko usmerjenih skladov, kot so:

MP Energy, Mp Gold, MP Water

Triglav top sektorji

NFD Finance, NFD Zdravstvo

Infond Energy, Infond Life

Publikum Sci. & Tech.

Treba pa je ločiti med sektorskimi skladi ter skladi, ki uporabljajo strategijo rotacije sektorjev. Sektorski skladi ne uporabljajo strategije rotacije sektorjev, ampak so naložbeno usmerjeni predvsem v en sektor. Pri strategiji rotacije pa je pomembno, da upravljalci znajo pristopati v tiste sklade ali delnice podjetij, kjer se v določenem delu gospodarskega cikla pričakuje najvišja rast.

Povprečni vlagatelji imajo resne zadržke proti temu, da bi portfelj sestavili večinoma iz specializiranih naložb. Take naložbe so tudi naložbe v sklade, ki uporabljajo strategijo rotacije sektorjev. V tujini so taki skladi že zelo uveljavljeni, kot so npr. skladi Fidelity. V Sloveniji je malo drugačna situacija. Skladi, ki uporabljajo strategijo rotacije sektorjev kot naložbeno politiko, so se šele začeli razvijati. Primer takega sklada je Triglav top sektorji, ki ponuja oziroma uporablja strategijo rotacije sektorjev.

Vzajemni sklad Triglav top sektorji sledi klasifikaciji dejavnosti po GICS (Global Industry Classification Standard). Naložbe vzajemnega sklada so predvsem sektorsko usmerjene, pretežno v delnice investicijskih skladov, ki kotirajo na enem od trgov vrednostnih papirjev v ZDA. GICS razvršča panoge v 10 ekonomskih sektorjev: Energetika, Surovine in materiali, Industrija, Potrošne dobrine, Osnovne potrošne dobrine, Zdravstvo, Finance, Informacijska tehnologija, Telekomunikacije in Oskrba. Izbor sektorjev temelji na relativni primerjavi sektorjev in izboru tistih, za katere bo upravljalac ocenil, da imajo v obdobju naslednjih 6 mesecev najvišjo pričakovano

rast. Ocena potenciala rasti temelji na tehničnih in fundamentalnih kazalnikih. Hkrati se upravljalec poslužuje tudi javno dostopnih sektorskih analiz, analiz panog in priporočil analitikov. Delež posameznega sektorja v celotnem portfelju ne presega 50 % vseh sredstev vzajemnega sklada. Naložbe v delnice in enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov bodo skupaj predstavljale najmanj 85 % vseh sredstev vzajemnega sklada. Vzajemni sklad bo manjši del svojih sredstev investiral tudi v dolžniške vrednostne papirje in instrumente denarnega trga. Te naložbe ne presegajo 15 % vseh sredstev vzajemnega sklada (Triglav top sektorji, 2007, str. 8).

Investitorji morajo biti previdni pri izbiri specializiranih in bolj tveganih skladov. Vedno je dobro razpršiti svoj portfelj v različne naložbe, zato je pametno samo del svojih naložb naložiti v geografsko ali panožno specializirane sklade. Lahko pa na ta način s pravo mero pameti pospešimo pot do svojega naložbenega cilja, zato ne moremo reči, da so taki skladi samo stranski pojav bogatega borznega obdobja in da potem niso več aktualni. Ko gre za gospodarske panoge, obstaja določena zgodovinska povezanost med gospodarskim in borznim ciklusom.

5 MONETARNI POGOJI IN ROTACIJA SEKTORJEV

Denarna in fiskalna politika v okviru gospodarske politike ima v večini držav naslednje cilje: visoka in stabilna gospodarska rast, nizka stopnja nezaposlenosti ter inflacije. Z denarno oziroma monetarno politiko razumemo uravnavanje denarja v obtoku. Najbolj znana sta fiskalna in monetarna politika, vendar je za strategijo rotacije sektorjev pomembna predvsem monetarna, zato se bom v nadaljevanju posvetil predvsem tej politiki (Kuhelj, Krajnovič, Košak&Groznič, 2003, str. 28).

Eden od neugodnih vplivov, ki ga centralne banke skušajo regulirati, je inflacija. V ZDA je taka institucija sistem Zveznih rezerv, ki se imenuje FED, v Sloveniji pa Centralna banka Slovenije. Torej ena najpomembnejših nalog centralnih bank je uravnavanje količine denarja v obtoku. Ne gre za tiskanje denarja, ampak za količino tekočega negotovinskega denarja, kajti centralna banka lahko določi višino rezerve, ki mora biti hranjena v zvezni rezervi. Če je količina v obtoku povečana, je to spodbuda za gospodarstvo, saj denar lahko gre za posojila in nadaljnje investicije. Sistem tudi zvišuje oziroma znižuje obresti na izposoje iz centralne banke s strani poslovnih bank. Še eno sredstvo sproščanja denarja je prodaja državnih obveznic. Ti vzvodi omogočajo sprostitev denarja v obtok, ko je zaželen večja mera zapravljanja ali dvigovanja zaposlenosti in gospodarskega razvoja, vendar pa na drugi strani preži nevarnost inflacije (Gospodarstvo ZDA, 2008).

Na strategijo rotacije sektorjev ima velik vpliv tudi monetarna ekonomija, in sicer v pogledu zviševanja in zniževanja obrestnih mer centralnih bank. Ko centralne banke zvišujejo oz. znižujejo obrestno mero, je to lahko pomemben kazalnik za naložbeno strategijo rotacije sektorjev. Pri upravljanju premoženja je pomembno ugotoviti, kakšni so ekonomski pogoji, in svoje naložbe je treba ves čas prilagajati tem pogojem, da dosežemo maksimalen rezultat. Upravljalci premoženja se morajo osredotočiti na eno ali dve strategiji nalaganja premoženja ter jima slediti. Ves čas

morajo analizirati trg, spremembe v gospodarstvu, napredek, inflacijo, državne ukrepe itd.

C. Mitchell Conover, Gerald R. Jensen, Robert R. Johnson in Jeffrey M. Mercer so naredili obsežno raziskavo, kako politika monetarne ekonomije, ki jo vodi Ameriška centralna banka (v nadaljevanju FED), vpliva na strategijo rotacije sektorjev. Podatki za zadnjih 33 let nam povedo, da je lahko strategija rotacije sektorjev donosna naložbena politika. Ta strategija pride najbolj do izraza v časih ko FED povečuje oziroma znižuje količino denarja v gospodarstvu. Takrat ponavadi pride do menjave ciklov. Zanimivo je, da je uporaba rotacijske strategije najdonosnejša takrat, ko je gospodarstvo na nizki stopnji. Ko FED vodi restriktivno denarno politiko (zmanjševanje denarja v gospodarstvu), so donosi rotacijske politike dvakrat večji in katerih volatilitnost je le polovična od primerljivo tveganih naložb. Kot vidimo, je monetarna ekonomija, ki jo vodi centralna banka, lahko pomemben dejavnik pri dolgoročnih naložbah in upravljalci premoženja bi jo seveda morali dosledno upoštevati pri svojih odločitvah. V tej študiji so se posvetili predvsem preučevanju strategije nepristranske porazdelitve sredstev med sektorji. Eno zadnjih odkritij pri strategiji rotacije sektorjev so tako imenovani ETF-s, ki zelo poenostavijo to naložbeno politiko in jo naredijo lažjo in cenejšo za uporabo. Prav zato se je ta naložbena politika začela tudi več uporabljati pri profesionalnih borznih posrednikih. Glavni razlog za uspeh te naložbene politike je pri izbiri pokazateljev, ki učinkovito identificirajo, kdaj se mora nalagati denar agresivno in kdaj defenzivno (Jensen, Gerald, Mercer & Johnson, 1996, str. 213-238).

Prav denarna politika (Conover, Jensen, Johnson & Mercer (2005)), ki jo vodi FED, je eden pomembnejših pokazateljev, ki nam pomaga pri izbiri naložbene politike. Avtorji prav tako trdijo, da kadar FED povečuje količino denarja v obtoku, je bolje vlagati v ciklične delnice, in kadar jo zmanjšuje, so bolj donosne neciklične delnice. Durham (2005) v zvezo med varnimi naložbami in politiko FED ni prepričan in zaključuje, da upravljalci premoženja rajši izbirajo druge naložbene strategije, ki temeljijo na preteklosti in preteklih donosih. Problem ne leži v sektorski politiki sami, temveč v raziskavah in razvoju te politike. Kot sem že prej omenil, ta naložbena politika je relativno nova in še zelo neraziskana in neuveljavljena. Strategijo sektorske rotacije investitorji vodijo glede na to, kako FED spreminja količino denarja v obtoku. Raziskava je pokazala, da bi bilo pri obravnavanem obdobju 33 let mogoče uspešno voditi našo preučevano sektorsko strategijo. Predpostavka je samo, da bi dosledno upoštevali signale monetarne politike FED, ki jih ni težko prepoznati in so javno objavljeni. Pomembno je identificirati znake ali vzroke, zaradi katerih FED spreminja količino denarja v obtoku. In na teh znakih, predvidevanjih, javnih poročilih, kako bo reagiral FED v prihodnosti oziroma kakšno monetarno politiko bo vodil, sloni tudi naša strategija rotacije sektorjev. Rotacijska strategija je povprečno donosnejša od benchmark strategije za 3,4 % letno pri manjšem standardnem odklonu. Dokažemo lahko tudi, da je strategija rotacije sektorjev vodena z upoštevanjem monetarne ekonomije in donosnejša v prvem in tudi drugem delu cikla. Za rotacijo sektorjev je značilno, da je profitabilna v vseh delih cikla in dobički se skozi določene dele ciklov ne zmanjšujejo. Največji pa so takrat, ko FED zmanjšuje obseg denarja in ko pri svoji strategiji vlagamo denar v defenzivne panoge (Conover, Jensen, Johnson & Mercer, 2005, str. 70-79).

Z strategijo rotacije sektorjev želimo presegati merilo uspešnosti (benchmark¹) ter ustvarjati višje donose ob obvladovanju spremenljivosti in tveganja. Prizadevamo si

omejiti potencialno izgubo vrednosti portfelja strank, kar dosegamo z razpršitvijo, s temeljitim analiziranjem in z neprestanim ocenjevanjem razmerja med tveganjem in donosnostjo. Durham (2005) pravi, da če hočemo, da je rotacijska strategija uporabna, moramo ločiti pričakovane in nepričakovane dogodke. Prav tako meni, da je v praksi veliko težje dobičkonosno vlagati, kadar se na trgu pojavijo nepričakovani monetarni in ekonomski dogodki (Durham & Benson, 2005, str. 83-90).

Investitorji in raziskovalci za svoje naložbe uporabljajo kazalnike, kot so: časovni donosi, donosnost dividend, koledarski mesec, tržno P/E, da identificirajo obdobja, ki so potencialna za dobre donose. Kadar se kazalniki spremenijo se naredijo tudi ustrezne spremembe pri naložbah. Vendar pa nobena sprememba kazalnika ne zagotavlja kasnejših donosov. Na primer januarski dobički oz. profiti iz vlaganj niso posledica januarskih dogajanj na borzi. Prav tako dobički v povezavi z nizkim tržnim P/E niso pogojeni samo s tem kazalnikom. Dobitki so običajno povezani s fleksibilno spremenljivko in z dejavniki, ki dejansko vplivajo na cene delnic. Vsi, ki se kakor koli ukvarjajo z borzo, točno vedo, da so dobički odvisni od nešteto dejavnikov. Zanimivo je, če izločimo vse nepredvidljive dejavnike iz analize strategije, ki jo bomo uporabljali pri naložbah, je zagotovo, da bo naložba slaba. Trenutne cene na trgu so že posledica nepredvidljivih dejavnikov, torej prav ti nepredvidljivi dejavniki v bistvu premikajo cene. Pri interpretaciji rotacijskih dejavnikov moramo upoštevati znake nepričakovanega razvoja dogodkov.

Indikator, ki ga iščemo pri strategiji rotacije sektorjev se zanaša na spreminjanje obrestne mere, ki jo vrši FED. FED ima (podobno kot večina centralnih bank) na voljo tri vrste instrumentov:

1. ciljna obrestna mera za zvezne rezerve (target federal funds rate²): medbančna obrestna mera za posojanje rezerv za čez noč,
2. diskontna stopnja: obrestna mera za posojila, ki jih FED zaračunava bankam,
3. stopnja obveznih rezerv: količina rezerv, ki jih banke morajo imeti ali v obliki gotovine ali na računu pri FED-u.

V raziskavi so ugotovili, da je pri strategiji rotacije sektorjev najpomembnejši pokazatelj politika spreminjanja diskontne stopnje, torej obrestne mere za posojila, ki jih FED zaračunava bankam (Durham & Benson, 2005, str. 83-90).

Jensen and Johnson (1995) sta prvič povezala pozitivne donose svojih naložb z ekspanzivno politiko, ki jo vodi FED, negativne donose pa z restriktivno politiko FED-a. Rotacijski kazalniki imajo nekaj prednosti pred drugimi kazalci pri monetarni politiki:

- Prvič: Stroški takih naložb so relativno nizki, če jih primerjamo s stroški kazalcev, kot so inflacijska stopnja, premije, dividende ali tržna P/E¹.
- Drugič: Zaradi medijev in interneta se že vnaprej ve, kdaj bo FED povečeval oziroma zmanjševal ponudbo denarja. Ta kazalnik je zelo lahko identificirati.
- Tretjič: Politika centralne banke sloni na preteklosti in ne na prihodnosti. Odvisna je od tega, kako se je gospodarstvo obnašalo v preteklosti in kako se

¹ Benchmark –imenujejo ga tudi kriterijski indeks in nam služi kot merilo uspešnosti. Vzajemni skladi običajno za benchmark uporabljajo borzni indeks ali kombinacijo borznih indeksov npr. indeks SBI 20 je benchmark za vzajemne sklade, ki vlagajo pretežno v slovenske delnice.

² Federal funds rate – FFR je obrestna mera za medbančno posojanje rezerv za čez noč. Poslovne banke si sposojajo rezerve pri centralni banki. Obrestna mera ni neposredno določena s strani FED-a, temveč je določena tržno.

¹ Kazalnik P/E nam pove, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za en evro dobička družbe oz. za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe

v sedanosti. Prav tako strategija rotacije sektorjev temelji na dogodkih, ki so se zgodili v preteklosti, in predvidevanjih, kaj se bo zgodilo v prihodnosti.

- Četrtrič: Do sprememb pri politiki FED-a prihaja zaradi določenih dogodkov v gospodarstvu po določenih vzorcih. Te vzorce lahko predvidevamo vnaprej.

Monetarna politika, ki jo izvaja FED, je lahko eden od pomembnih kazalcev za naložbeno strategijo rotacije sektorjev. Vendar pa je treba imeti v mislih nekaj dejstev. Ni dovolj, da upoštevamo samo en dejavnik pri naložbeni politiki strategije sektorjev, temveč moramo kombinirati skupaj še z drugimi spremenljivkami, da je politika uspešna na dolgi rok. Povezava med monetarno politiko, ki jo izvaja FED, gospodarstvom in poslom je zelo zakomplicirana. FED izvaja monetarno politiko glede na to, kaj se dogaja v gospodarstvu. Ta politika kasneje vpliva na bodoče posle in ekonomijo nasploh. Na žalost pa je obseg ekonomije, na katerega vpliva FED s svojo politiko, tako velik, da je težko določiti kakšen točno določen indikator za našo strategijo rotacije sektorjev. Sedaj pogledajmo, kako vendarle lahko uporabimo monetarno ekonomijo kot pokazatelj, ki nam pomaga pri strategiji rotacije sektorjev (Jensen, Gerald & Johnson, 1995, str. 79-95).

Ugotovitve raziskave so sad 33-letnih raziskav, začelih januarja 1973 in končanih decembra 2005. Na koncu so rezultati za donose čez celotno obdobje. Investitorji lahko na primeru vidijo, kaj ima močan vpliv na strategijo rotacije sektorjev, kaj so prednosti in slabosti. Ocenjevali so dnevne donose na devetih ameriških sektorjih (Conover, Jensen, Johnson & Mercer, 2007, str. 1-7):

1. Naravni viri (Resources)
2. Neciklične potrošne dobrine (Noncyclical Consumer Goods)
3. Sektor javnih podjetij (Noncyclical Services)
4. Javne storitve (Utilities)
5. Ciklične potrošne dobrine (Cyclical Consumer Goods,)
6. Ciklične storitve (Cyclical Services)
7. Informacijska tehnologija (Information Technology)
8. Finance (Financials)
9. Industrija (Basic Industries)

V naslednjih tabelah je prikazano kako sta si sledili restriktivna in ekspanzivna denarna politika ter kakšni so bili donosi posameznih sektorjev v obdobju od leta 1973 do 2005. Vidimo tudi kakšni so bili donosi v posameznih sektorjih, glede na to kakšna je bila politika centralne banke ter pa kakšni so povprečni donos, standardni odklon ter tveganje pri različnih pristopih vlaganja na trg.

Tabela 1 prikazuje podatke za petnajst različnih obdobj ekspanzivne in restriktivne denarne politike. Povprečna sprememba skupne obrestne mere med vsemi osmimi (sedmimi) obdobji restriktivne (ekspanzivne) politike je bila +3,28 % (-3,36 %). Na začetku restriktivne (ekspanzivne) politike je v povprečju obrestna mera 5,41 % (8,89 %). V preučevanem obdobju se je gospodarstvo v 57 % časa nahajalo v ekspanzivni politiki in v ostalih 43 % v restriktivni politiki. FED je največkrat spremenil obrestno mero za 25 bazih točk, večje spremembe so se zgodile zelo malokrat v zgodovini. Sprememba iz restriktivne v ekspanzivno politiko FED-a se je v 33 letih zgodila 14-krat povprečno na vsakih 2,36 let.

Tabela 1: *Obdobja monetarne politike*

OBD OBJA POLITIK	POLITIKA	DATUM ZAČETKA	ZAČETNA VREDNOST OBRESTNE MERE V %	SPREMEMBA OBRESTNE MERE	SPREMEMBA V ODSTOTKIH
1	Restriktivna	01/17/1973	4,50	8	+3,50
2	Ekspanzivna	12/11/1974	8,00	7	-2,75
3	Restriktivna	09/01/1977	5,25	14	+7,75
4	Ekspanzivna	06/02/1980	13,00	3	-3,00
5	Restriktivna	09/30/1980	10,00	4	+4,00
6	Ekspanzivna	11/04/1981	14,00	9	-5,50
7	Restriktivna	04/11/1984	8,50	1	+0,50
8	Ekspanzivna	11/27/1984	9,00	7	-3,50
9	Restriktivna	09/08/1987	5,50	3	+1,50
10	Ekspanzivna	12/20/1990	7,00	7	-4,00
11	Restriktivna	05/19/1994	3,00	4	+2,25
12	Ekspanzivna	02/02/1996	5,25	3	-0,75
13	Restriktivna	08/26/1999	4,50	5	+1,50
14	Ekspanzivna	01/05/2001	6,00	15	-4,00
15	Restriktivna	07/02/2004	2,00	17	+6,25

Vir: Conover, C. M., Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer J. M., Sector Rotation and Monetary Conditions, 2007, str. 17.

Tabela 2 obravnava 9 sektorjev v naši študiji. Sektorji so razdeljeni med ciklične in neciklične sektorje. Osnovna strategija rotacije sektorjev sloni na nalaganju premoženja med cikličnimi in necikličnimi (defenzivnimi) sektorji, ki temeljijo na spremembah in napovedih tržnih in gospodarskih pogojev. V študiji je zajetih 9 cikličnih in necikličnih sektorjev. V tabeli je prikazano ime in beta vsakega sektorja. Po definiciji naj bi bili ciklični sektorji občutljivejši na gospodarske spremembe kot neciklični sektorji in naj bi imeli večje povprečne bete. Da za meritve lahko uporabimo monetarno ekonomijo kot glavno obliko pokazatelja za strategijo rotacije sektorjev, zgradimo sektorsko rotacijski portfolio tako, da enako obravnavamo 5 cikličnih sektorjev v obdobju ekspanzivne monetarne politike, in pravtako tudi 4 neciklične sektorje v časih restriktivne politike. V raziskavi so izbrani najbolj izstopajoči sektorji. Upravljalci premoženja pa bi morali biti sposobni pri svoji naložbeni politiki izpopolniti osnovno vrednotenje sektorjev z bolj specifičnim obravnavanjem cikličnih in necikličnih delnic. Prav tako morajo biti previdni pri vrednotenju sprememb pri monetarni ekonomiji. Kombinirati morajo z različnimi kazalci in spremenljivkami. Primerjali bomo rotacijo sektorjev na dva načina. Prvi je benchmark portfelj, ki je enako obravnavan skozi vseh 9 sektorjev brez upoštevanja monetarnih pogojev. Drugi pa je portfelj, kjer upoštevamo dejavnike monetarne ekonomije. Da se prepričamo, da se strategija rotacije sektorjev opira samo na preteklost in ne na prihodnost, se donosi iz naložb začnejo šteti šele po 2. dnevu, ko je bilo oznanjeno, da se bo denarna politika spremenila, in se nadaljuje do enega dne kasneje, kot se je to realno zgodilo. Kadar pa upravljalci premoženja ne zaznajo nobene spremembe monetarne ekonomije, je to čas, ko se premoženje nalaga konzervativno. To je dopolnitev pristopa k strategiji sektorske rotacije, ki temelji samo na preteklosti.

Tabela 2: Donosi posameznih sektorjev v obdobju od leta 1973 do 2005

SEKTOR	POVPREČNA DONOSNOST V %	STANDARDNI ODKLON V %	BETA
<i>Neciklični sektorji</i>			
Naravni viri	14,42	19,87	0,61
Neciklične potrošne dobrine	13,36	16,06	0,80
Neciklične storitve	11,93	16,84	0,76
Javne storitve	11,16	12,92	0,53
<i>Ciklični sektorji</i>			
Ciklične potrošne dобрine	9,78	18,78	1,04
Ciklične storitve	10,98	18,49	1,14
Informacijska tehnologija	12,82	25,56	1,38
Finance	14,26	16,64	1,09
Industrija	11,66	18,38	1,08

Vir: Conover, C. M., Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer J. M., *Sector Rotation and Monetary Conditions*, 2007, str. 18.

Tabela 3 predstavlja donose po sektorjih ter standardni odklon v obdobjih ekspanzivne in restriktivne politike. Rezultati nam pokažejo, da je donosnost v obdobjih ekspanzivne (zmanjšanje obrestne mere) politike večji. Če primerjamo donosnost med ekspanzivnimi in restriktivnimi obdobji, vidimo, da je donosnost veliko večja za ciklične sektorje. Povprečna razlika med donosnostjo v ekspanzivnim in restriktivnim obdobjem je kar precejšnja 18,02 % (20,27 % - 2,25 %). Med necikličnimi pa je dosti manjša: 4,41 % (14,65 %-10,24 %). Za sedem od desetih sektorjev je standardni odklon večji med restriktivnim obdobjem, čeprav so dejanski donosi manjši. Za ostale tri sektorje pa je standardni odklon skoraj enak med dvema obdobjema (restriktivnim in ekspanzivnim). Povprečno je standardni odklon med restriktivnimi obdobji večji za ciklične in neciklične sektorje. Prav te razlike med donosi v standardnem odklonu lahko izkoristimo pri strategiji rotacije sektorjev in z dobro razporeditvijo portfelja dosežemo dobre rezultate.

Tabela 3: Donosi sektorjev glede na obliko monetarne ekonomije (aritmetična sredina in (standardni odklon))

SEKTOR	DONOSNOST V OBDOBJIH EKSPANZIVNE POLITIKE V %	DONOSNOST V OBDOBJIH RESTRIKTIVNE POLITIKE V %	BETA
<i>NECIKLIČNI</i>			
Naravni viri	16,26 (18,83)	12,05 (21,17)	0,61
Neciklične potrošne dobrine	15,89 (15,13)	10,12 (17,20)	0,80
Neciklične storitve	14,34 (16,87)	8,84 (16,81)	0,76
Javne storitve	12,09 (12,97)	9,95 (12,85)	0,53
<i>Povprečje za neciklične sektorje</i>	14,65 (15,95)	10,24 (17,01)	
<i>CIKLIČNI</i>			
Ciklične potrošne dobrene	22,91 (18,60)	-5,40 (18,97)	1,04
Ciklične storitve	19,60 (17,73)	0,57 (19,43)	1,14
Informacijska tehnologija	22,33 (25,56)	1,40 (25,55)	1,38
Finance	19,97 (16,18)	7,15 (17,23)	1,09
Industrija	17,71 (17,46)	4,16 (19,53)	1,08
<i>Povprečje za ciklične sektorje</i>	20,27 (18,82)	2,25 (19,81)	

Vir: Conover, C. M., Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer J. M., *Sector Rotation and Monetary Conditions*, 2007, str. 19.

V tabeli 4 ugotavljamo ali je donosnost večja v restriktivni ali ekspanzivni politiki. Vidimo, da je donosnost za oba vzorca kriterijski indeks (benchmark) in tržno učinkovitost nižja v obdobjih restriktivne politike. Donosnost v obdobjih ekspanzivne monetarne politike za kriterijski indeks in učinkovitost trga je 17,98 % oziroma 17,41 %. V obdobjih restriktivne monetarne politike pa 5,32 % in 5,34 %. Rezultati v tabeli 4 nam tudi povedo, da če med obdobji ekspanzivne monetarne ekonomije premaknemo svoje premoženje v agresivnejše položaje, dobimo donosnost okoli 20 % namesto 17,98 ali 17,41 %. Vendar bi bilo tudi tveganje malo večje. Najzanimivejši so rezultati, ki nam pokažejo velike koristi, ki jih dobimo s spremljanjem monetarnih pogojev in z določitvijo, kdaj investirati portfelj v agresivnejšo pozicijo. V restriktivnih monetarnih pogojih, je rotacijski portfolio zaslužil enkrat večje donose, kot bi bili donosi pri kriterijskem indeksu ali tržni strategiji. Prav tako pa rotacijska strategija daje večje donose pri manjšem tveganju. V obdobju bikovske rasti ni nevarnosti za investitorje ne glede na strategijo uporabljajo, ki jo uporabljajo za svoje naložbe, le da imajo le dobro razpršen portfelj. Drugače pa je v obdobjih medvedjega padanja. Takrat so portfelji v nevarnosti pred izgubami. Rezultati kažejo, da monetarni pogoji zagotavljajo ugodne pogoje za minimiziranje tveganja po izgubah.

Tabela 4: Kakšni so povprečni donos, standardni odklon ter tveganje pri različnih pristopih vlaganja na trg

<i>Portfolio</i>	<i>Povprečna donosnost v %</i>	<i>Standardni odklon v %</i>	<i>Donosnost glede na tveganje</i>
<i>Obdobja ekspanzivne monetarne politike</i>			
Rotacija sektorjev	20,26	16,58	1,22
Benchmark	17,98	14,32	1,26
Trg	17,41	14,89	1,17
<i>Obdobja restriktivne monetarne politike</i>			
Rotacija sektorjev	10,23	13,95	0,73
Benchmark	5,32	15,39	0,35
Trg	5,34	16,27	0,33

Vir: Conover, C. M., Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer J. M., *Sector Rotation and Monetary Conditions*, 2007, str. 21.

SKLEP

Gospodarstvo je vedno prehajalo skozi različne faze, ki jih imenujemo cikli. In ti cikli imajo na različne gospodarske sektorje drugačne vplive. Tako določeni sektorji v določenih ekonomskih razmerah zagotavljajo boljše rezultate in delnice podjetij, ki so v tem določenem sektorju, boljše donose. Posameznik, ki vlaga v vrednostne papirje, se mora najprej seznaniti vsaj z njihovimi osnovnimi značilnostmi. Prav tako pa se mora opredeliti do tveganja. Tveganje lahko ocenimo s standardnim odklonom donosnosti delnic in kazalnikom beta. Obstaja veliko dejavnikov, ki vplivajo na gibanje cen delnic. Za analizo delnic je mogoče uporabiti tehnično in temeljno analizo.

Časi v gospodarstvu se stalno spreminjajo. Enkrat je gospodarstvo v razcvetu, drugič v zatonu. Prav tako pa se spreminja tudi cena delnic podjetij, ki pa ni odvisna samo od uspešnosti poslovanja posameznega podjetja, temveč tudi od povpraševanja in ponudbe oziroma od psihologije množice, ki je prisotna na delniškem trgu. Nekatere industrijske panoge so občutljivejše na gospodarske cikle kot druge. Zato ločimo med cikličnimi delnicami, ki se na spremembo gospodarskih ciklov hitro odzovejo, in necikličnimi delnicami, na katere gospodarski cikli nimajo tako močnega vpliva.

Sedaj smo v obdobju finančne krize, vendar še vedno obstajajo panoge, na katere finančna kriza nima močnega vpliva. Sem spadajo farmacija, računovodstvo, pravna podjetja, dejavnosti povezane z zdravstvom, telekomunikacije, skratka podjetja, ki ustvarjajo produkte in storitve, brez katerih ne moremo in jih uporabljamo vsak dan. Delnice teh podjetij so neciklične. Na drugi strani pa so podjetja, katerih prodaja in dobički se gibljejo v skladu z gospodarskimi cikli. V času ko nastopi kriza, delnice teh podjetij nadpovprečno padejo in v času ekspanzije nadpovprečno zrastejo. Sem spadajo avtomobilska industrija, transport, tehnološka podjetja, gradbeništvo, torej podjetja, ki proizvajajo dobrine ali ponujajo storitve, ki jih ne potrebujemo vsak dan.

Nikoli ne vemo zagotovo, kdaj se bo posamezen del cikla začel ali končal, vendar si vedno sledijo v zaporedju. Če ugotovimo, v kateri fazi gospodarskega cikla se nahaja gospodarstvo, nam to lahko zelo koristi pri izbranih naložbah. Pri naložbah je potrebno najprej opredeliti sektor, nato pa posamezna podjetja. Prav s tem se ukvarja strategija rotacije sektorjev. V katere sektorje vlagati v določenih delih gospodarskega cikla, da bodo naložbe najdonosnejše? Ugotovili smo, da v času konjunktore, torej na začetku gospodarskega cikla, najbolje kaže transportnemu in tehnološkemu sektorju. V tem času so najperspektivnejše delnice železnic ter drugih podjetij, ki se ukvarjajo s transportom, prav tako tehnoloških podjetij, ki so odvisna od investicij drugih podjetij ter potrošniškega povpraševanja. Na sredini vzpona pride do razcveta težke industrije zaradi visoke izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti. Ugoden čas za nakup je zadnji del poti do vrha gospodarskega ciklusa. Na vrhu gospodarskega ciklusa se spleča vlagati v energetska podjetja ter v rudnike žlahtnih kovin, kajti cena le-teh se dvigne. Na poti navzdol pa pridejo na vrsto neciklične delnice, to so delnice podjetij, katerih potrošnje in storitve potrebujemo vsak dan. Na ta podjetja cikli nimajo močnega vpliva. Na začetku padca gospodarskega cikla je najracionalneje vlagati v zdravstvo in farmacijo, kasneje pa v delnice podjetij, ki nudijo javne storitve. Na koncu padca se situacija obrne in se spet najbolj spleča

vlagati v ciklične potrošne dobrine, v dobrine, katerih prodaja je zelo povezana z gospodarskim ciklom.

Na borzi je poznavanje ciklov zelo pomembno. Pridejo časi za nakupe, časi za prodajo, časi za držanje gotovine. Strategija rotacije sektorjev pa nam pove ali pomaga razumeti, kam in kdaj je najbolje naložiti svoje premoženje. Strategija rotacije sektorjev je lahko zelo uporabna naložbena politika, ki nam omogoča razmeroma velike donose pri zmernem tveganju. Izbira časa je za našo strategijo zelo pomembna. Za pravo časovno načrtovanje lahko uporabimo tudi kazalnike, kot so spremembe obrestnih mer, ki jih uravnava centralne banke. Prav tako se glede na spremembo monetarne politike lahko opredelimo tudi, ali investirati v agresivne ali defenzivne delnice. Rezultati so boljši, kadar centralna banka vodi ekspanzivno monetarno politiko in investiramo v ciklične delnice. Pri restriktivni politiki so donosnejše neciklične delnice. Eno naših najzanimivejših spoznanj in tudi potencialno uporabnih v prihodnosti se nanaša na obnašanje naših sredstev med ekspanzivnimi in restriktivnimi monetarnimi obdobji. Rotacijski portfelj predvideva defenzivne položaje med restriktivno politiko. Med restriktivno monetarno politiko rotacijski portfelj dosega dvakrat boljše rezultate kot benchmark portfelj, in čeprav so donosi veliko večji, je tveganje manjše.

6 LITERATURA IN VIRI

1. *10 Bullish Charts, Signals, Indicators*, (Zimbio stuff, 2008). Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.zimbio.com/Business+News/articles/53/10+Bullish+Charts+Signals+Indicators>
2. Achelis, S. B. (2001). *Cycles*. Najdeno 13. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.equis.com/free/taaz/cycles.html>
3. Aktivni pristop k upravljanju premoženja. (www.publikum.si, 2009). Najdeno 2. marca 2009 na spletnem naslovu http://pwm.publikum.si/nas_pristop/proces_upravljanja
4. *Analiza delnic podjetja*. (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 3.8.2007), Najdeno 3. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=435&sid=>
5. Anderson, J. L. (1995). *Explaining long-term economic change*. Cambridge: Cambridge University Press.
6. *Borzniki se sprašujejo: smo v recesiji ali ne?* (Mojdenar, 2007). Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.mojdenar.com/borza/tuji_trgi.asp?komentar=333
7. Bošković Brodnjak, M. (2007). *Premor je lahko dobra stvar*. Finančna točka, 24. september, Najdeno 20. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.publikum.si/sl/novinarsko_sredisce/clanki_in_prispevki/80
8. *Business Cycle & Stock Performance*. (Fidelity, 2005). Najdeno 7. maja 2008 na spletnem naslovu <http://personal.fidelity.com/products/funds/content/sector/cycle.shtml#chart>
9. Conover, C. M., Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer J. M. (2007), *Sector Rotation and Monetary Conditions*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.cfainstitute.org/pv_obj_cache/pv_obj_id_8A21F03C96F90DF12B552ED461BD781D6D110200/filename/sector_rotation_study.pdf
10. *Cyclical versus non – Cyclical Stocks*. (Investopedia, 2000). Najdeno 10. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/00/082800.asp>
11. *Dejavnosti, ki ne poznajo krize*. (Cekin.si, b.l.). Najdeno 20. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://cekin.si/clanek//kariera_in_izobrazevanje/dejavnosti-ki-ne-poznajo-krize.html
12. Dolenc, G. (2007). Vpliv novic na borzno dogajanje in psihologija množic. *Moj broker*, (junij 2007), (2), str. 8.
13. Dolenc, G., Lebar, S. & Klemenčič, A. (2002). Izbira investicijskega stila pri investiranju v vrednostne papirje v tujini. *Moj Broker*, julij 2002, številka 4. Najdeno 13. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.gbd.si/docs/moj_broker/MojBroker_Julij2002.pdf
14. Durham, B. J. (2005). *More on Monetary Policy and Stock Price Returns*. Financial Analysts Journal, str. 83-90.
15. *ETF and Sector rotation*. (Investorguide, b.l.). Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.investorguide.com/igu-article-984-etfs-sector-etf-rotation-strategies.html>
16. *Gospodarstvo ZDA*. (Wikipedia, 2007). Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://sl.wikipedia.org/wiki/Gospodarstvo_ZDA

17. Grahek, A. (2005). Temeljna analiza - pogledimo v drobnejše podjetja. *Moje finance*, (maj 2005). Najdeno 15. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/134698/Temeljna_analiza_poglejmo_v_drobnejse_podjetja
18. Hildebrand, G. (2000). *Business cycle indicators and measures*. Chicago Illinois: Probus publishing company
19. Hribar, B. (2007). So delnice v svetu danes poceni ali drage. *Finance*, (13. december 2007). Najdeno 1. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/199145/So_delnice_v_svetu_danes_poceni_ali_drage, <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=4767>)
20. Jagrič, T. (2002). *Poslovni cikli*. str.3. Najdeno 6. junija 2008 na spletnem naslovu http://epf-se.uni-mb.si/skupna_raba/Bussines_c,cles.pdf
21. Jakhel, Č. (2006). *Gospodarski ciklus, borzni ciklus - kateri panožno usmerjeni skladi so aktualni?* Finančna točka. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=4767>
22. Jakhel, Č. (2006). *Gospodarski ciklus, borzni ciklus - kateri panožno usmerjeni skladi so aktualni?* Finančna točka, (27.6.2006).
23. Jensen, G. R. & Johnson R.R. (1995). Discount Rate Changes and Security Returns in the U.S. 1962-1991. *Journal of Banking and Finance*, str. 79-95.
24. Jensen, G. R., Conover, C. M., Johnson, R. R. & Mercer J. M. (2005). Is Fed Policy Still Relevant for Investors? *Financial Analysts Journal*, (januar-februar 2005), str. 70-79.
25. Jensen, G. R., Mercer, J. M. & Johnson R. R. (1996). Business Conditions, Monetary Policy and Expected Security Returns. *Journal of Financial Economics*. (februar), str. 213-238.
26. Jesenek, M. (2003). *Vodnik za preračunljivo investiranje*. Škofja Loka: Založba Pozoj
27. Kenda, V. & Bobek, V. (2003). *Osnove mednarodnih ekonomskih odnosov*.
28. Kent N. T. (2007). *Understanding Cycles Part 2: Stocks & The Economy*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://financialphilosopher.typepad.com/thefinancialphilosopher/2007/12/understanding-1.html>
29. Kleindienst, R., (1999). *Vrednotenje poslovnih bank*. Ljubljana: Založba Ljubljana
30. Kleindienst, R., (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*, Ljubljana: Založba Ljubljana
31. Klemenčič, A. (2007). *Tipičen borzni cikel*. Moj broker, (2), str. 8.
32. Kuhelj, K., Edita, M. K., Groznik, P. (2003). *Osnove poslovnih financ*. Ekonomska fakulteta. Ljubljani: str. 28.
33. Little, K., (2004). *Stock sector – how to classify stocks*. Najdeno 3. julija 2008 na spletnem naslovu <http://stocks.about.com/od/understandingstocks/a/stocksectors.htm>.
34. Menciger, B. (2008). *Prva znamenja, da ste dno že zamudili*. *Moje finance*, (september), str. 24-25.
35. Mencinger, B. (2008). *10 kazalcev, ki kažejo na borzno dno*. Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/226289/10_kazalcev_ki_ka%BEejo_na_borzno_dno
36. Nordhaus, S. (2002). *Ekonomija*. šestnajsta izdaja. Ljubljana: GV Založba.
37. Pike, W. H. (1996). *Why stocks go up(and down)*. Druga izdaja. Ohio: Thomson executive press Cincinnati, Ohio.
38. Razpet A., Tič, Vesel M., Verčič D. (2003). *Spoznajte svoje finančne javnosti*. Manager, (25.4.2003), str.169.

39. Reilly, F. K. & Norton, E. A. (1999). *Investments*. Philadelphia: The Dryden Press
40. *Sector ETF Rotation Strategies*. (Investorguide, 2005). Najdeno 7. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investorguide.com/igu-article-984-etfs-sector-etf-rotation-strategies.html>
41. Šimon, A. (1996). *Metode za analizo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Samozaložba
42. *Slovar pojmov*. (Vzajemci, b.l.). Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_slovar.php
43. *Triglav top sektorji - letno poročilo 2007*. (Mojfond, 2007). Najdeno 8. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.mojfond.hr/modules/mod_fond/data/629_PROSPEKT_S_PRAVILI_U_PRAVLJANJA_APRIL_2008.pdf
44. Turković, Z. (2003). *To je borza*. Ljubljana: Soleco,d.o.o.
45. Turkovic, Z. (2005). *Skrivnosti borze*. Ljubljana: založba Soleco