

Letnik 11, št. 2, december 2018

Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2019

Kazalo

2 Uvodnik

3 Napovedi 2019



NLB Skladi

Uvodnik

V borznih krogih velja rek, da borze napovejo sedem od dejanskih štirih recesij. Vprašanje za milijon evrov torej je, ali korekcija delniških trgov v letu 2018 že napoveduje prihajajočo gospodarsko recesijo. Če drži, da se bliža recesija, bodo delnice že kaj kmalu zelo mamljiva naložba. Zgodovinsko gledano so namreč vlagatelji realizirali najvišje donose, če so vplačali v delnice v recesiji, medtem ko so bile delniške naložbe najmanj donosne za tiste, ki so na trge vstopili v času močnega optimizma v pozni ekspanziji. V pričujočem Analitskem pregledu bomo torej skušali razložiti, zakaj menimo, da recesije še ne pričakujemo in da je večina negativnih dejavnikov, ki je v zadnjem letu zniževala vrednosti delniških tečajev, za nami in se nam obeta ponovno nadpovprečna rast na borzah.

Največ rdeče barve so po delniških tečajih v letu 2018 zlili normalizacija denarnih politik najpomembnejših centralnih bank, ameriški predsednik Donald Trump, ki je prišel na idejo, da so trgovinske vojne lahko koristne, pa italijanska vlada, ki je skušala prodreti s populistično proračunsko politiko (pre)visokega primanjkljaja, ter nenazadnje Kitajci, katerih gospodarstvo se kar znatno ohlaja.

Leto 2020 je volilno leto in Donald Trump si ne more privoščiti, da bi bile ZDA ravno v volilnem letu v recesiji, če želi ponoviti predsedniški mandat. Evropska komisija je že letos uspela disciplinirati Italijo pri sprejemanju proračuna, tako da verjetno največja nevarnost svetovnim borzam prihaja iz nadaljevanja normalizacije obrestnih mer ter Kitajske in posledično ostalih trgov v razvoju.

Čeprav se na prvi pogled zdi, da so v Evropi gospodarski obeti precej slabi, je nam Evropa od vseh regij, kamor nalagamo, najbolj všeč. Zakaj? Verjamemo, da smo ljudje v splošnem racionalna bitja, tako da se nam zdi scenarij trdega brexita praktično neverjeten. Četudi se bo še nekajkrat zatresla gora, menimo, da bomo na koncu z Britanci v takšni ali drugačni obliki še naprej živeli pod isto streho. Trdi brexit je namreč Britancem v še manjšem interesu kot EU. Vsaj navidezno ohlajanje avtomobilskega trga v Evropi je v veliki meri povzročil prehod na standard merjenja emisij WLTP, ki je jeseni povzročil veliko negotovosti na avtomobilskem trgu. Med evropskimi delniškimi trgi kot posebej obetavnega ocenjujemo slovenskega. Delnice izdajateljev z Ljubljanske borze so ugodno vrednotene, velik delež v slovenskem indeksu pa imajo neciklične dejavnosti, ki se bolje odrežejo v fazi pozne ekspanzije.

Na koncu naj se vsem vlagateljem v naše vzajemne sklade zahvalim za zaupanje in vam zaželim mirno ter donosno leto 2019.

Blaž Bračič
član uprave

Napovedi 2019

Napovedi 2018 – smo zadeli?

Za leto 2018 smo ob zelo optimističnih vlagateljih konec lanskega leta napovedali več dogodkov, ki bodo vnašali negotovost na borze. Ob hkrati nadpovprečnih vrednotenjih smo postali malenkost bolj previdni in za letošnje leto napovedali **podpovprečno, okoli 6,5 % donosnost globalno razpršenega delniškega portfelja**, kar je **naša najnižja napoved v zadnjem desetletju**. A ob hkratnem povečanju negativnih dogodkov, kot so trgovinska vojna med ZDA in Kitajsko, rast obrestnih mer v ZDA (kot posledica izjemno dobre kondicije največjega svetovnega gospodarstva) in postopna normalizacija denarnih politik drugih pomembnejših centralnih bank, pogajanja glede brexita ter politična negotovost v Italiji, je bila dosežena donosnost še nižja, celo negativna. Globalni delniški indeks¹ je tako v letošnjem letu upadel za 7,90 %, kar je prva negativna donosnost v posameznem koledarskem letu po letu 2011, ko so se tečajji globalnih delnic znižali za 3,92 %. Znova se je izkazal pomen starega reka, da ne nosi vseh jajc v eni košari, oziroma razpršitve, saj so se donosnosti posameznih regij precej razlikovale (Preglednica 1). Najbolj so po negativni donosnosti izstopali trgi v razvoju, ki smo jim bili izmed vseh regij najmanj naklonjeni. Rahlo manj negativno donosnost so imele evropske delnice, katerim smo bili zaradi pričakovanj o pozitivnem razpletu italijanskih volitev in nadaljevanju robustne rasti na krilih optimističnih potrošnikov najbolj naklonjeni. Po drugi strani so s precej nižjo negativno donosnostjo »pozitivno« izstopale ameriške delnice.

Leto 2018 ni prizaneslo niti praviloma varnim obvezniškim naložbam. Donosnost evrskih podjetniških obveznic je bila ob postopni normalizaciji denarne politike Evropske centralne banke (ECB), ki bo z novim letom prenehala z dodatnimi neto nakupi obveznic, tudi negativna (-1,33 %).

Preglednica 1: Napovedi 2018 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2018			Dejanske donosnosti v 2018*	
	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij		
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska ...)	-5%	+7%	+19%	ZDA	-5,6%
				Evropa	-10,9%
				Japonska	-10,8%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija ...)	-17%	3%	+23%	Razvijajoči se trgi	-11,1%
Zahodni Balkan	-16%	+9%	+34%	Hrvaška	-3,9%
				Srbija	+0,5%
				Bosna	+13,3%
				Makedonija	+38,7%
Slovenija	-11%	+9%	+29%	Slovenija	+4,6%

*Donosnost od 31. 12. 2017 do 24. 12. 2018, upošteva investicijo prejetih bruto dividend.

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2017, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne.

Kaj napovedujemo za leto 2019?

V letošnjem letu se je nadaljevala solidna gospodarska rast v razvitem svetu zlasti na račun ZDA, saj je Trump s spodbudami nudil podporo tamkajšnjemu gospodarstvu tudi v času krepitve negotovosti. Največje svetovno gospodarstvo je tako v drugem in tretjem letošnjem četrtletju zraslo najhitreje po letu 2014, pri čemer je bila okvirna 4 % četrtletna rast (prevedena na letno raven) tudi na nivojih pred globalno finančno krizo leta 2008. Ob pomanjkanju prostih kapacitet se svetovna lokomotiva, ki dela s polno paro, postopoma pregreva. Trenutna gospodarska rast je tako nad potencialno, kar vodi v krepitev inflacijskih pritiskov. Na vse omenjeno je odreagirala ameriški Fed, ki je v letošnjem letu s štirimi dvigi nadaljeval politiko postopnega zviševanja ključne obrestne mere, kar je v kombinaciji s postopnim zmanjševanjem denarnih spodbud v evroobmočju vneslo nervozo na kapitalске trge.

¹ Vse donosnosti delniških naložb upoštevajo reinvesticijo bruto dividend ter so izračunane v EUR do vključno 24. 12. 2018.

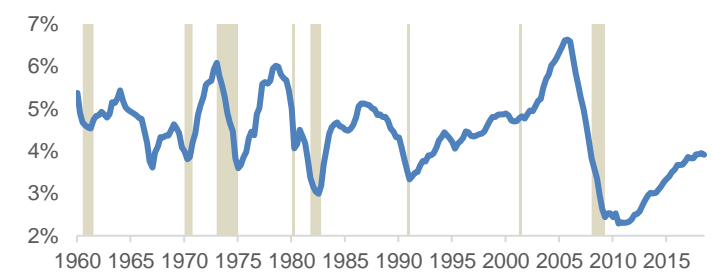
Normalizacija obrestnih mer

Normalizacija obrestnih mer nervozno vnaša prek več različnih mehanizmov. Prvič, višje obrestne mere ob predpostavki nespremenjene gospodarske rasti pomenijo nižjo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov družb (npr. dividend), kar drugače povedano pomeni nižjo vrednost družb. Drugič, z rastjo obrestnih mer s skoraj ničelnih nivojev postanejo dolgoročne obveznice znova primeren ščit pred slabimi časi, kar povzroča delno selitev iz bolj tveganih delniških v manj tvegane obvezniške naložbe. In tretjič, z rastjo ključne obrestne mere v ZDA proti 2,5 % so se vlagatelji začeli spraševati, če tak nivo obrestnih mer že deluje zaviralno na gospodarstvo svetovne lokomotive, kar bi lahko ZDA in preostali svet pahnilo v recesijo. Da je to možen scenarij, naj bi po mnenju udeležencev na kapitalnih trgih kazala prodaja stanovanj v ZDA, ki se je v zadnjih mesecih upočasnila. Nakup nepremičnine se navadno financira pretežno s kreditom, zato višina obrestnih mer pomembno vpliva na odločitev o nakupu in s tem na nepremičninski trg, ki predstavlja pomemben del gospodarstva

Po našem mnenju **razlogov za pretiran strah ni**. Za razliko od nepremičninskega zloma po letu 2006, ki je vodil v finančno krizo, zadolženost Američanov, ki so se v zadnjem desetletju močno razdolžili, ni zaskrbljujoča. Hkrati je zmožnost servisiranja dolgov gospodinjstev še vedno najvišja v zadnjih 20 letih. Tudi pri bankah je spomin na slabo prakso pri odobravanju nepremičninskih kreditov še močno živ, kar kaže tudi konservativnost pri odobravanju kreditov. Dostopnost nepremičnin pa je kljub rasti obrestnih mer in cen nepremičnin v zadnjih letih še vedno precej višja kot v obdobju pred zadnjo recesijo. Poleg vsega omenjenega je delež lastniških nepremičnin v preteklem desetletju upadel proti zgodovinskemu minimumu, z višjimi plačami in bolj zanesljivimi službami pa pričakujemo, da se bodo mladi Američani znova bolj opogumili za nakup novih nepremičnin.

Glede na vse povedano se lahko vprašamo, zakaj je prišlo do zaustavitve pri prodaji nepremičnin v ZDA, če je vse v najlepšem redu. Del odgovora je najverjetneje v precej višji obrestni meri za nepremičninske kredite kot pred letom dni, zaradi česar so se krediti podražili, Američani pa so pri najemanju le-teh posledično postali (začasno) bolj previdni. Hkrati se po rasti cen nepremičnin v zadnjih letih ob še vedno svežem spominu na zlom nepremičninskega trga že marsikdo sprašuje, če se morda napihuje že nov balon. Skrb je zaenkrat odveč! To potrjuje Slika 1, iz katere je razvidno, da je delež investicij v stanovanjske nepremičnine kljub rasti še vedno podpovprečen in naraščajoč, kar kaže, da rast obrestnih mer še ne predstavlja vetra v prsi nepremičninskemu trgu. Še več, relativno dolgo obdobje podpovprečnih investicij, zaradi česar je na trgu prisotno pomanjkanje stanovanj, govori v prid rasti investicij v novogradnje.

Slika 1: Investicije v stanovanjske nepremičnine (v % BDP)



Bolj položna obrestna krivulja

Medije v zadnjih tednih polni tudi čedalje bolj sploščena obrestna krivulja v ZDA, ki prikazuje razliko med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero. Ko je bila ta razlika v preteklosti negativna (obrestna krivulja postane invertirna), je – sicer z nekaj lažnimi signali – dobro nakazovala prihod recesije in obratno. Bližanje omenjene razlike negativnemu območju vnaša strah na borze, saj lahko denimo prek vpliva na bolj previdno obnašanje bank ali podjetij sproži negativno spiralo, ki vodi v recesijo. A **strah** je po našem mnenju zaenkrat **pretiran**. Prvič, razlika je še vedno pozitivna. Če bi se vlagatelj maja leta 1995, torej v času (zaenkrat) najdaljše ameriške ekspanzije, z upadom omenjene razlike na trenutne nivoje umaknil iz delniških v obvezniške naložbe, bi **do marca leta 2000 zamudil več kot 200 % donosnost ameriških delnic**. In drugič, dolgoročne obrestne mere so danes zaradi specifičnih dejavnikov² nižje, kot bi sicer bile. To pomeni, da bi bila po prilagoditvi za te dejavnike obrestna krivulja bolj strma, s čimer bi nakazovala pozitivna pričakovanja vlagateljev glede ameriškega gospodarstva.

Kdaj bo prišlo do gospodarske recesije?

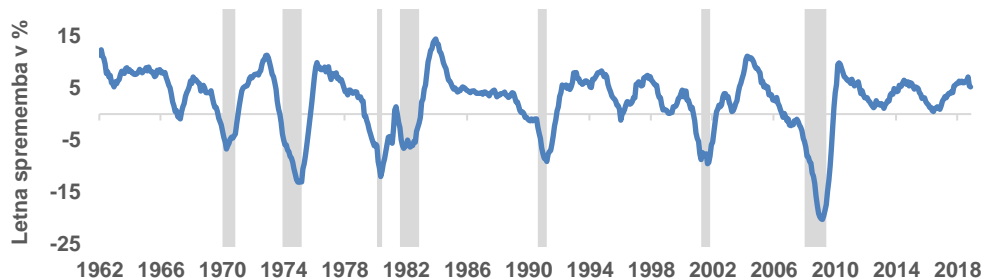
Ob optimističnih Američanov, ki so se v zadnjih letih močno razdolžili in pri katerih se tudi realne plače zvišujejo, bo **trošenje ob fiskalnih ukrepih še naprej poganjalo svetovno lokomotivo naprej**. Podobno kot v letošnjem bodo namreč tudi v prihodnjem letu nove fiskalne spodbude, ki bodo sicer nižje, še vedno nudile veter v hrbet ameriškega gospodarstvu. Pozitivno presenečenje bi lahko sprožila tudi napoved dodatnih infrastrukturnih projektov, sploh ob dejstvu, da so le-tem naklonjeni tudi demokrati, ki so prišli v kongres. Na tem področju bi lahko našli skupni jezik s Trumpom, ki bo pred predsedniškimi volitvami 2020 želel preprečiti recesijo, s čimer bi si izboljšal možnosti za novo izvolitev. Da je **bojazen glede skorajšnje recesije odveč**,

² Premija za ročnost se je po ocenah Fed-a znižala z 2,5 % leta 1990 na -0,1 %.

potrjuje tudi indeks vodilnih ekonomskih indikatorjev (Slika 2), ki je kljub upočasnitvi še vedno relativno visok in kaže na robustno ameriško rast v prihodnjem letu. Približevanje tega kazalnika negativni vrednosti je namreč z nekaj izjemami v preteklosti v povprečju dokaj dobro napovedovalo prihod recesije.

Da je tudi ohlajanje evropskega gospodarstva ter upadanja zaupanja med potrošniki in podjetniki morda že za nami, pa kaže barometer **zdravja globalnega gospodarstva, Švedska**. Največje skandinavsko gospodarstvo je močno izvozno naravnano in odvisno od globalnih proizvajalcev, kot so Atlas Copco, Volvo, Electrolux ... Posledično švedski indeks prihodnje proizvodne aktivnosti zelo dobro nakazuje razmere v globalnem gospodarstvu. V družbi NLB Skladi sicer z nestrpnostjo čakamo na objavo decembrske vrednosti, ki bo v začetku januarja 2019, a **zadnji podatki kažejo na stabilizacijo globalnega gospodarstva** (na sicer nekaj nižjih nivojih kot pred letom dni). V prid nadaljevanju gospodarske rasti v evroobmočju pa govori tudi **pocenitev nafte**, kar bo ob čedalje hitrejši rasti plač še **dodatna spodbuda trošenju**.

Slika 2: Indeks vodilnih ekonomskih indikatorjev nakazuje nadaljevanje gospodarske rasti



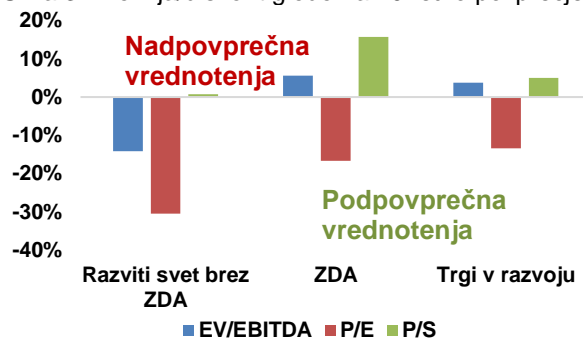
Vir: Bloomberg, NBER, lastni izračuni.

Zaradi še živega spomina na posledice finančne krize že sama omemba recesije sproži med vlagatelji nelagodje, čeprav se recesija takšnih razsežnosti najverjetneje kar nekaj časa ne bo ponovila. Napovedovanje prihodnosti in s tem tudi recesij je sicer izjemno težko opravilo, saj je prihodnost odvisna od dogodkov, ki jih danes ne poznamo. Tako tudi ameriška centralna banka (Fed), ki je ena najpomembnejših ali celo najpomembnejša svetovna institucija, od 8 recesij v zadnjih 60 letih ni pravilno napovedala niti ene.

Kljub težavnosti pri napovedovanju v prid optimističnim napovedim govori še vedno **(preveč) ohlapna denarna politika v velikem delu sveta**. V evroobmočju so realne obrestne denimo močno negativne, tudi v ZDA pa po našem mnenju trenutni nivo obrestnih mer še ne deluje restriktivno. **Splošno pravilo** pravi, da je denarna politika ohlapna, ko so obrestne mere nižje od nominalne gospodarske rasti, in obratno. Investicije, financirane z zadolževanjem, so v nekem gospodarstvu namreč smiselne vse do trenutka, ko so nominalne obrestne mere nižje od nominalne rasti (donosnosti gospodarstva). Tudi fiskalna politika ne zavira oziroma predstavlja v povprečju dodatno spodbudo globalnemu gospodarstvu.

Poleg tega, če smo lahko še ob koncu lanskega leta govorili o nizkem indeksu strahu, velja danes ravno nasprotno. Medijske bombe tekom leta so namreč vlagateljem pognale strah v kosti. **Velika mera strahu in negativna pričakovanja** pa govorijo v prid **večji možnosti pozitivnega presenečenja**. Hkrati so se **vrednotenja v letošnjem letu precej izboljšala**. Ta so danes z izjemo ZDA podpovprečna (Slika 3), še posebej ko ob bok vrednotenju delnic postavimo vrednotenje varnih naložb (obveznic in depozitov).

Slika 3: Premija/diskont glede na 20-letno povprečje (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Sredi leta 2017 smo ob izpolnitvi določenih predpostavk v družbi NLB Skladi recesijo napovedali v prvi polovici leta 2020³. A ob preveritvi takrat upoštevanih predpostavk ocenjujemo, da bo do recesije prišlo pozneje, kot smo sprva predvideli. Z ohlavitvijo globalnega gospodarstva, posebno v Evropi in na trgih v razvoju, je pregrevanje gospodarstev počasnejše, kot smo takrat pričakovali, vrednotenja pa so ugodnejša. Vse omenjeno govori tudi v prid počasnejšemu zaostrovanju denarne politike od sprva pričakovane. Z drugimi besedami, zaradi negotovosti tekom letošnjega leta, ki so do neke mere upočasnile gospodarsko rast,

³ https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/2017/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_10_t_1_5_7_2017-final.pdf

pričakujemo, da bo do recesije prišlo slabo leto pozneje. **Po našem najverjetnejšem scenariju novo gospodarsko recesijo pričakujemo proti koncu leta 2020, morda celo šele v letu 2021.**

Če pa vseeno držijo bolj pesimistične napovedi, da se bliža recesija, ki je zgodovinsko gledano najboljši čas za nakup delniških naložb, potem bodo delnice že kaj kmalu zelo mamljiva naložba. V povojnih ameriških gospodarskih recesijah so se delniški tečaji od vrha, kar je približno 6 mesecev pred nastopom recesije, do dna v povprečju znižali za približno 27 %. Glede na to, da so od začetka oktobra tečaji ameriških delnic upadli že za skoraj 20 %, potem smo ob predpostavki povprečnega scenarija že zelo blizu dna in odlične nakupne priložnosti.

Pred nami je lepo, a volatilno leto

Z nadaljevanjem krepitve globalnega gospodarstva pričakujemo v kombinaciji s postopno normalizacijo obrestnih mer rahel **dvig obrestnih mer po celotni krivulji**, kar posledično **zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb**, zlasti dolgoročnih. Vlagatelji v varne evrske naložbe bodo po našem mnenju tudi v prihodnjem letu skoraj zagotovo obsojeni na realno negativne donosnosti. Vse navedeno letos še bolj kot lani govori **v prid delniškim naložbam**. Posledično smo v naših portfeljih ohranili nadpovprečno izpostavljenost delnicam. Kljub bolj optimističnim pričakovanjem kot lani ob tem času smo delež delnic glede na obveznice in denar ohranili približno nespremenjen, saj višjo nihajnost pričakujemo tudi v prihodnjem letu. Negotovost bo po našem mnenju vsaj v prvi polovici leta ostala nadpovprečna, a novih medijskih bomb, ki bi pretresale borze, bo vseeno manj kot v letu 2018. Še več, na nekaterih odprtih frontah pričakujemo pozitiven razplet, zaradi česar ocenjujemo, da je možnost pozitivnega presenečenja v letu 2019 višja kot denimo lani v tem času. Glede na predstavljeno **za leto 2019** po nekaj letih nižanja naših pričakovanj glede donosnosti delniških naložb znova pričakujemo lepše, a še vedno volatilno leto z rahlo nadpovprečno rastjo delniških tečajev. Ta bo v našem **najverjetnejšem scenariju znašala okoli 11 %⁴**. V nadaljevanju si pogledjmo, **katere regije, države in dejavnosti bodo zanimive v letu 2019.**

Preglednica 2: Napovedi 2019

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2019	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska ...)	0%	+12%	+24%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija ...)	-12%	+8%	+28%
Zahodni Balkan	-14%	+11%	+36%
Slovenija	-5%	+15%	+35%

Vir: lastne napovedi in izračuni.

Regije

Čas za evropske delnice?

Evropskim delnicam je v primerjavi z ostalimi regijami na začetku leta 2018 kazalo dobro. Nato je zabavo na evropskih borzah pokvarila italijanska politična »kriza«, olje na žerjavico pa sta dodala upočasnitev Kitajske in drugih trgov v razvoju, s katerimi je evroobmočje prek izvoza v to regijo znatno bolj povezano kot denimo ZDA, ter negotovost glede brexita. Gospodarska rast evroobmočja se je posledično tekom leta, sodeč po anketnem indeksu prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti, ki je novembra upadel na 4-letno dno, upočasnila. K upočasnitvi evroobmočja pa so prispevali še protesti v Franciji in s septembrom vzpostavljeni novi standard merjenja emisij na vozilih v Evropi (WLTP), kar je začasno znižalo proizvodnjo vozil z ustrezno homologacijo.

V Evropi trenutno izgleda vse črno. A vpliv novih avtomobilskih standardov se bo izpel, tudi v Franciji se bodo razmere postopoma umirile. Hkrati barometru zdravja globalnega gospodarstva, Švedski, sodeč po anketnih indeksih proizvodne aktivnosti, kaže bolje, kar je pozitivno predvsem za izvozno usmerjeno evroobmočje. Podpore evrskemu gospodarstvu pa bi lahko na račun najhitrejše rasti plač po finančni krizi leta 2008, pri čemer je rast hitrejša tudi od inflacije, v prihodnjem letu nudili potrošniki. Slednje je predsednik ECB-ja omenil kot enega od temeljnih razlogov za zaključek ECB-jevega programa dodatnih neto nakupov obveznic.

Tudi v Italiji so se okvirno dogovorili o proračunu za prihodnji leti, hkrati pa podpora evru med prebivalci evroobmočja ostaja dobra (Slika 4). To velja tudi za Italijo, kjer se je – zanimivo – kljub trenjem med Evropsko komisijo in Italijo podpora evru še okrepila. Verjetno je del razloga v tem, da gre v primeru severne Italije za eno najbogatejših regij v Evropi, tamkajšnji prebivalci pa si najverjetneje grškega scenarija ali celo izhoda iz evroobmočja ne želijo, saj bi to močno negativno vplivalo na njihovo premoženje.

⁴ Ocena nominalne donosnosti v EUR, vključujoč reinvesticijo bruto dividend, za globalno razpršen delniški portfelj.

Do uradnega datuma, ko bi se moral brexit zgoditi, je še manj kot 100 dni. Potem ko je postalo jasno, da predsednica britanske vlada Mayeva v parlamentu ne bo dobila zadostnega števila glasov za podporo sporazumu o brexitu, je glasovanje preložila v novo leto. Po novem bo skušala od Evropske unije dobiti še kak korenček, a čedalje bolj verjeten postaja bodisi **nov referendum ali neke vrste sporazum, ki ne bo bistveno odstopal od obstoječega**, kar pomeni, da bi prišlo do uradne ločitve, a bi še naprej živeli pod isto streho.

V zadnje pol leta je prišlo s krepitvijo negotovosti pri evropskih bankah do podobne situacije kot v prvi polovici leta 2016 (Slika 5), torej v času kolapsa cene nafte in izglasovanega brexita. Z večanjem nervoze so namreč v letošnjem letu tečaji bančnih delnic upadli, s čimer so se močno znižala tudi sama vrednotenja (znižanje cene bank glede na knjigovodsko vrednost oziroma P/B – desna os, inverzna skala). Temu pa ni sledila rast cene zavarovanja za nevračilo podrejenih dolgov finančnih institucij (leva os), kar kaže, da vlagatelje ne skrbi zdravje bank (kapitalska ustreznost), temveč predvsem dobičkonosnost. V družbi NLB Skladi smo mnenja, da bi se z uresničitvijo naših pričakovanj znižal pritisk na evrske banke, škarje pa bi se z rastjo tečajev bančnih delnic zaprle. To govori **v prid nadpovprečni izpostavljenosti evrskim delnicam**, saj imajo evropske banke visoko utež v vodilnem evropskem borznem indeksu. Podpovprečna donosnost evrskih bank je bila namreč ob nadpovprečni donosnosti ameriškega tehnološkega sektorja ključna pri zaostanku evropskih delnic glede na ameriške v zadnjih nekaj letih (Slika 6). Hkrati smo z nadaljevanjem rasti v globalnem gospodarstvu optimistični tudi glede skupine dejavnosti Trajne dobrine. Ob čedalje večjih plačnih pritiskih in visoki zasedenosti prostih kapacitet namreč pričakujemo povečano investicijsko dejavnost, kar bo pozitivno za tečaje družb iz te dejavnosti, ki ima v evropskem borznem indeksu nadpovprečno utež. Ob vsem omenjenem v kombinaciji z ugodnimi vrednotenji (Slika 7) **ohranjamo tudi v letošnjem letu nadpovprečno utež evropskih delnic v naših skladih in portfeljih**. A vendar hkrati opozarjamo, da kljub pričakovanjem o kratkoročni umiritvi političnih tveganj v Evropi, srednje- in dolgoročno tveganja, denimo heterogenost držav in interesov ter neobstoječa fiskalna unija evrskih držav, ostajajo. Šele z odpravo teh slabosti bi postali gospodarski izgledi tudi dolgoročno bolj svetli.

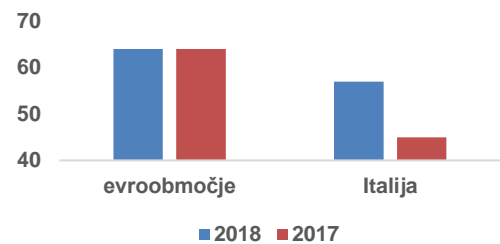
Ugodna vrednotenja slovenskih družb

Znotraj Evrope **pozitivno po našem mnenju zopet izstopajo delnice slovenskih borznih družb**. Z znižanjem tečajev v letošnjem letu ob hkratni solidni rasti dobičkov so se že tako ugodna vrednotenja še dodatno znižala. Poleg vsega omenjenega pomemben del borznega indeksa predstavljajo tudi neciklične panoge, ki se v splošnem dobro odrežejo v bolj poznem delu cikla.

Nadpovprečno visoka vrednotenja v ZDA

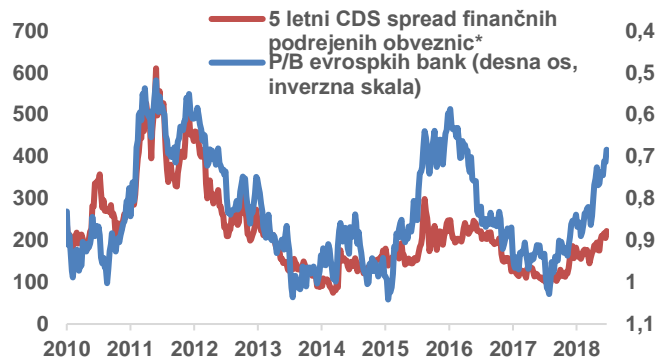
Ameriškem gospodarstvu gre zelo dobro. Gospodarska rast bo ob razpoloženi potrošnikih in menedžerjih tudi v letu 2019 ostala robustna. Pozitivno bo v kombinaciji s fiskalnimi spodbudami na gospodarstvo kljub začasemu zastoju zaradi rasti obrestnih mer še vedno vplival tudi nepremičninski sektor.

Slika 4: Delež anketiranih (v %), ki menijo, da je evro dober za njihovo gospodarstvo



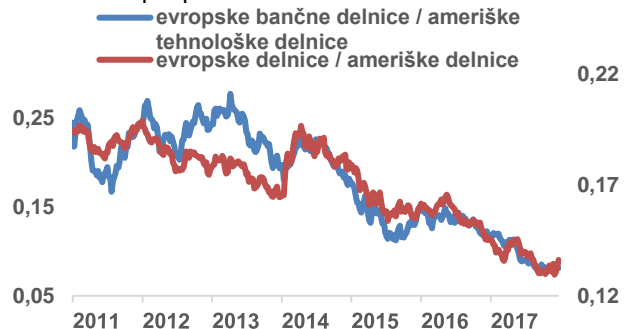
Vir: Evropska komisija.

Slika 5: Vrednotenje evrskih bank



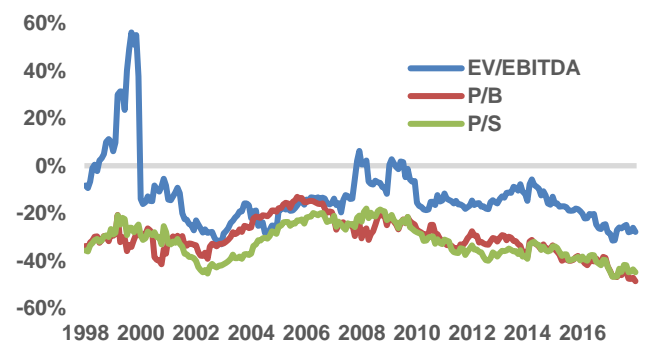
* CDS spread – cena zavarovanja za primer nevračila dolga
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 6: Podpovprečna donosnost evrskih bank in delnic



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 7: Premija/diskont evropskih delnic glede na ameriške



Vir: Bloomberg, lastni izračuni

Ob že nekaj let višji gospodarski rasti glede na potencialno se bo pregrevanje ameriškega gospodarstva tako stopnjevalo. Že tako nizka stopnja brezposelnosti se bo še malenkost znižala, kar bo privedlo do še močnejših plačnih pritiskov, ki so že nekaj časa precej očitni, in s tem do rasti stopnje inflacije. Fed bo posledično nadaljeval z dvigi ključne obrestne mere. V zadnjem mesecu so ob slabši prodaji stanovanj v kombinaciji z ohlajanjem globalnega gospodarstva znižali napoved glede dvigov v letu 2019 na dva, vlagatelji pa v prihodnjem letu pričakujejo zgolj en dvig. A z umiritvijo negotovosti v globalnem gospodarstvu pričakujemo, da bo Fed primoran poseči po še **hitrejših dvigih ključne obrestne mere, pričakujemo dva ali tri dvige, kar bi lahko ponovno strašilo vlagatelje.**

Tako višje obrestne mere kot rast plač bosta čedalje bolj **pritiskala na marže ameriških družb**. Res je sicer, da so se **vrednotenja** po zadnji korekciji znižala, a so ta danes **po večini kazalcev še vedno visoka**. Razkorak pri vrednotenjih pa je v regijski primerjavi blizu najvišjega v zadnjih 20 letih. Z visokimi vrednotenji pa bodo ameriške družbe ob podobnih skupnih zneskih, namenjenih za odkup lastnih delnic, lahko odkupile čedalje manjše število delnic, kar bo poleg marž dodatno **zaviralo hitrejšo rast dobička**. Ob vsem omenjenem smo **ZDA manj naklonjeni kot Evropi, a bolj kot trgov v razvoju.**

Kljub zaostanku še ni pravi čas za trge v razvoju

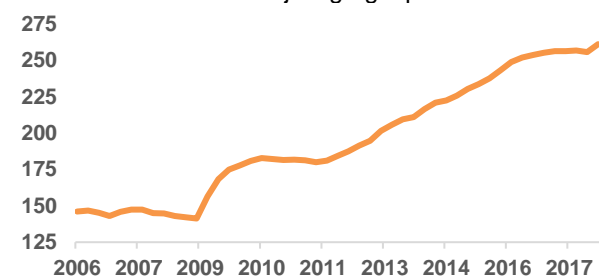
Lani smo ob tem času imeli največ pomislekov glede trgov v razvoju, ki smo jim v družbi NLB Skladi v splošnem podpovprečno izpostavljeni že vse od konca 2007. Ohranitev podpovprečne izpostavljenosti se je izkazala kot dobra, saj so bili ti trgu tudi v letu 2018 na tapeti. Glede na pesimizem in možno pozitivno presenečenje ob čedalje bolj ugodnih vrednotenjih se znova poraja vprašanje, če je smiselno vsaj kratkoročno staviti na to regijo. Pri odgovoru na to vprašanje ostajajo po našem mnenju ključne neznanke Kitajska, ki porabi približno polovico vseh osnovnih industrijskih kovin, od katerih so trgi v razvoju znatno bolj odvisni, ter vrednost ameriškega dolarja in obrestne mere v razvitem svetu, ki vplivajo na priliv/odliv kapitala iz rastočih gospodarstev. Z normalizacijo obrestnih mer v razvitem svetu ter rastjo vrednosti ameriškega dolarja in tudi evra glede na košarico valut pričakujemo nadaljnji odliv dela špekulativnega kapitala s trgov v razvoju.

Kitajsko gospodarstvo se ohlaja

Razlog za upočasnitev rasti kitajskega gospodarstva, ki je negativno vplivala tudi na preostale trge v razvoju, je v letošnjem letu predvsem na strani domače porabe, saj izvoz kljub trgovinskemu zaostrovanju v letošnjem letu lepo raste. Na roko kitajskemu izvozu gresta tako začasno premirje z ZDA kot tudi znižanje vrednosti kitajskega juana v letošnjem letu. Toda vpliv preteklih uvedenih carin bo v prihodnjih mesecih šele prišel do izraza, kar potrjuje tudi anketni indeks izvoznih naročil, ki v zadnjih mesecih upada in tudi sicer zelo dobro nakazuje prihodnje gibanje kitajskega izvoza.

Poleg tega smo v družbi tudi mnenja, da sta **Kitajska in ZDA zgolj začasno zakopali bojno sekuro**, s tem pa bodo trgovinske napetosti predstavljale **oviro kitajskemu izvozu tudi v letu 2019**. Trgovinski primanjkljaj ZDA bo namreč z rastjo vrednosti dolarja glede na košarico valut v kombinaciji z optimističnim ameriškim potrošnikom še porasel. Tega se zaveda tudi Trump, ki bo posledično nadaljeval trgovinsko vojno s Kitajsko vsaj do predsedniških volitev novembra 2020, saj bi v primeru prehitrega dogovora s Kitajci svojim volivcem, ki so tudi sicer nenaklonjeni prosti trgovini, težko pojasnil naraščanje trgovinskega primanjkljaja. To pa bi močno zmanjšalo možnost za njegovo vnovično izvolitev.

Slika 8: Zadolženost kitajskega gospodarstva v % BDP



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Seveda se poraja tudi vprašanje, če in v kolikšni meri bo Kitajska posegla po močnih spodbudah, ki bi podobno kot leta 2016 spodbudile tako Kitajsko kot tudi ostala gospodarstva v razvoju. A **pretekle spodbude so precej povečale zadolženost kitajskega gospodarstva (Slika 8) in s tem ogrozile njeno stabilnost**. Kitajska vlada zatorej danes precej težje poseže po podobnih ukrepih kot v preteklosti brez dodatnega povečevanja nestabilnosti. Potencialne nevarnosti takega početja omenjajo tudi ekonomisti Mednarodnega denarnega sklada (MDS)⁵. Hkrati bo po njihovih izračunih zadolženost Kitajske glede na BDP, ki v dolg upošteva tudi posojila lokalnim oblastem in državnim družbam, konec letošnjega leta že blizu 80 %, do leta 2023 pa naj bi ob trenutni dinamiki porasel proti 100 % BDP. Poleg tega MDS skrbi tudi dolžina kreditne ekspanzije, ki je z naskokom najdaljša v zadnjih 100 letih, kar pomeni, da je bilo v preteklosti precej slabih naložb, to pa predstavlja potencialno težavo za kitajske banke. Za povrh se je kitajski bančni sistem močno razbohotil, saj danes predstavlja več kot 300 % BDP oziroma trikrat več kot na trgih v razvoju in tudi več kot v razvitih državah.

⁵ Credit Booms – Is China Different; IMF Working Paper (januar 2018)

Vseh nevarnosti se zaveda tudi kitajska administracija, ki je na zadnjem kongresu komunistične partije **napovedala strukturne reforme**, s čimer želi zmanjšati odvisnost od investicij, zaradi katerih so že tako na Kitajskem prisotne presežne kapacitete. Kljub vsemu je kitajska administracija v zadnjih mesecih sprejela določene ukrepe za spodbuditev gospodarske rasti. A za razliko od preteklih spodbud bodo tokratne usmerjene predvsem v spodbuditev potrošnje, od katere bo korist imela pretežno Kitajska, saj Kitajska sama proizvede večino potrošnih dobrin (več kot 80 % kitajskega uvoza namreč predstavljajo surovine).

Ob vsem povedanem smo ohranili **podpovprečno izpostavljenost tej regiji**. Države v razvoju namreč, z nekaj izjemami, v zadnjih letih niso izvedle nujno potrebnih reform, ki bi izboljšale gospodarske obete. Upočasnjevanje kitajske gospodarske rasti pa se bo s transformacijo gospodarstva nadaljevalo. Kot že nekaj let opozarjamo v družbi NLB Skladi, pred izboljšanjem bo moralo biti najprej slabše. Šele takrat bo pripravljenost za reforme večja. Tudi vrednotenja, ki so se sicer precej izboljšala v zadnjih letih, po našem mnenju še niso na dovolj nizkih nivojih, ki bi upravičevali vsa omenjena tveganja.

Skupine dejavnosti

Poleg že omenjene naklonjenosti bankam, posebno evropskim, in skupini dejavnosti Trajne dobrine smo za leto 2019 deloma **dvignili utež necikličnih panog**, ki se bolje izkažejo v času višje volatilnosti in v pozni fazi cikla.

Apresiasija ameriškega dolarja in evra ter prehod kitajskega gospodarstva, ki porabi 50 % glavnih industrijskih kovin, od proizvodnega k potrošniškemu bosta tudi leta 2019 ustvarjala pritisk zoper nadaljnjo rast cen surovin. **Rast tečajev surovinskih delnic bo tako po našem mnenju počasnejša** od rasti splošnega indeksa, posledično ohranjamo nekoliko podpovprečno izpostavljenost tej dejavnosti. Po drugi strani ohranjamo **rahlo nadpovprečno naklonjenost skupini dejavnosti Energija**, saj z okrevanjem razvitega sveta in z nižjo ceno nafte pričakujemo rast povpraševanja po nafti, kar bo ob geopolitičnih negotovostih na Bližnjem vzhodu predstavljalo podporo njeni ceni. Glede na danes znana dejstva pričakujemo v prihodnjih nekaj letih gibanje cene nafte v razponu med 45 in 60 dolarjev za sodček nafte, pri čemer v prihodnjem letu pričakujemo ceno blizu zgornje meje tega razpona.

O tehnološkem sektorju smo nedavno izdali publikacijo⁶, v kateri smo opozorili na (preveč) optimistična pričakovanja in visoka vrednotenja. Posledično ohranjamo nevtralno oceno za dve skupini dejavnosti od treh v tem sektorju (Strojna oprema in preostala oprema ter Polprevodniki in oprema za polprevodnike). A kljub visokim vrednotenjem smo zaradi pričakovanj o višjih investicijah družb tudi v programsko opremo, s čimer bodo te družbe poskušale izboljšati produktivnost ob rastočih plačnih pritiskih, zaenkrat **ohranili rahlo nadpovprečno izpostavljenost vročemu sektorju Programska oprema in storitve**.

Napovedi 2019 – obveznice

Kapitalske trge, navajene že skoraj desetletje trajajočih ultra ohlapnih denarnih politik centralnih bank, je letošnja normalizacija obrestnih mer v razvitem svetu, posebno v ZDA, presenetila. A s čedalje manj presežnimi kapacitetami in posledično večjimi plačnimi zahtevami se povečujejo tudi inflacijski pritiski. Z drugimi besedami, teorija Phillipsove krivulje, o (ne)veljavnosti katere je bilo v zadnjih letih veliko razprav, še vedno drži. V ZDA se bo po našem srednjem scenariju pritisk na rast plač še okrepil. Podjetja imajo namreč na trgu dela, kjer je več prostih delovnih mest kot znaša število brezposelnih, veliko težavo, da najdejo primerne kadre. Tudi v evroobmočju se z upadanjem stopnje brezposelnosti stopnjujejo plačni pritiski, ki so največji po letu 2008 in kar se bo postopoma odrazilo v višji stopnji inflacije.

Upad cene severnomorske nafte Brent v letošnjem letu s skoraj 90 dolarjev za sodček proti 50 dolarjem za sodček bo sicer znižal pritisk na krepitev inflacije, a zgolj začasno. Posledično bodo centralne banke na krepitev inflacijskih pritiskov, ki so najbolj vidni na trgu dela, odgovorile z zaostritvijo denarnih politik in s postopnim višjem obrestnih mer. ECB in Fed bosta posledično tudi prihodnje leto nadaljevala z normalizacijo obrestnih mer, kar bo najbolj negativno vplivalo na tečaje dolgoročnih obveznic v tem obdobju.

Posledično smo ob vsem omenjenem **ohranili nizko trajanje** (nizka občutljivost tečajev na rast obrestnih mer). Z zaključkom programa dodatnih nakupov obveznic v evroobmočju bodo pod pritiskom manjšega povpraševanja ravno najbolj tvegane obveznice, ki jih ECB še lahko kupuje. Posledično smo **znižali utež obveznic z nižjo bonitetno oceno**.

Marko Bombač, CFA, FRM
vodja analiz

⁶ <https://www.nlbskladi.si/strategi-v-zadregi/clanek/Pok-tehnoloskega-balona-znova-pred-vrati-1del> in <https://www.nlbskladi.si/strategi-v-zadregi/clanek/Trgovinske-vojne-nas-ne-skrbijo-2-del>

Priloga: Arhiv napovedi in dejanskih donosnosti

	Regije	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu**
2018*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-5%	7%	19%	ZDA -6% Evropa -11% Japonska -11%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi -11%
	Zahodni Balkan	-16%	9%	34%	Hrvaška -4% Srbija 1% Bosna 13% Makedonija 39%
	Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija 5%
2017*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +9% Evropa +12% Japonska +12%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +20%
	Zahodni Balkan	-17%	8%	33%	Hrvaška -5% Srbija 9% Bosna -3% Makedonija 23%
	Slovenija	-12%	8%	28%	Slovenija 15%
2016*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +18% Evropa +2% Japonska +9%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +14%
	Zahodni Balkan	-19%	6%	31%	Hrvaška +22% Srbija +13% Bosna -5% Makedonija +23%
	Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija +7%
2015*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +12% Evropa +10% Japonska +19%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-15%	5%	25%	Razvijajoči se trgi -5%
	Zahodni Balkan	-15%	10%	35%	Hrvaška -2% Srbija -5% Bosna -4% Makedonija -1%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija -7%
2014	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	0%	12%	24%	ZDA +30% Evropa +8% Japonska +10%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-11%	9%	29%	Razvijajoči se trgi +10%
	Zahodni Balkan	-34%	9%	34%	Hrvaška -4% Srbija +12% Bosna -5% Makedonija +5%
	Slovenija	-5%	15%	35%	Slovenija +19%
2013	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +26% Evropa +21% Japonska +22%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	11%	31%	Razvijajoči se trgi -7%
	Zahodni Balkan	-32%	7%	32%	Hrvaška +2% Srbija +4% Bosna -2% Makedonija +2%
	Slovenija	-10%	10%	30%	Slovenija +3%

		Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu**
	Regije				
2012	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +13% Evropa +18% Japonska +6%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +16% Hrvaška -0%
	Zahodni Balkan	-18%	7%	32%	Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija +8%
2011	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +4% Evropa -10% Japonska -13%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-13%	7%	27%	Razvijajoči se trgi -16% Hrvaška -20%
	Zahodni Balkan	-13%	12%	37%	Srbija -22% Bosna -22% Makedonija -12%
	Slovenija	-8%	12%	32%	Slovenija -32%
2010	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +23% Evropa +12% Japonska +24%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-10%	10%	30%	Razvijajoči se trgi +27% Hrvaška +4%
	Zahodni Balkan	-12%	13%	38%	Srbija -11% Bosna -10% Makedonija -19%
	Slovenija	-9%	11%	31%	Slovenija -13%
2009	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	5%	25%	35%	ZDA +22% Evropa +32% Japonska +3%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	0%	20%	40%	Razvijajoči se trgi +74% Hrvaška +18%
	Zahodni Balkan	-30%	10%	50%	Srbija +10% Bosna -14% Makedonija +30%
	Slovenija	-20%	10%	40%	Slovenija +10%

* v EUR, upošteva reinvencijo bruto dividend

** Za leto 2018 je upoštevana donosnost od 31. 12. 2017 do 24. 12. 2018

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2018.

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Pretekla donosnost naložbe ni pokazatelj njene donosnosti v prihodnosti. Kategorije sintetičnega kazalnika tveganj in donosa podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo: NLB Skladi – Azija delniški 6, NLB Skladi – Dinamični razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 5, NLB Skladi – Finance delniški 6, NLB Skladi – Globalni delniški 5, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 4, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 5, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 5, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 2, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 5, NLB Skladi – Slovenija mešani 4, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA delniški 5. Pretekli podatki, ki se uporabljajo pri izračunu sintetičnega kazalnika, niso nujno zanesljiv pokazatelj profila tveganja v prihodnosti. V skladu z dejanskim poslovanjem sklada v prihodnosti se bo ocena tveganja in potencialne donosnosti lahko spremenila. Najnižja kategorija ne pomeni naložbe brez tveganja. Najvišji vstopni stroški podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški pa 1,00 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Ocene družbe NLB Skladi so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere družba ocenjuje, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamči. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 11, številka 2, december 2018

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Marko Bombač, CFA, FRM

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, december 2018

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo. Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.



NLB Skladi

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si