

Letnik 12, št. 2, december 2019

Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2020

Kazalo

2 Uvodnik

3 Napovedi 2020



NLB Skladi

Uvodnik

Leto 2019 je obeležilo 10. obletnico (9. marec 2019), ko je finančna kriza, ki je dosegla neslutene razsežnosti po propadu banke Lehman Brothers, delnice potisnila globoko v rdeče številke. Špekuliralo se je o zlomu finančnega sistema in propadu kapitalizma kot družbeno ekonomske ureditve. A danes, več kot 10 let po teh temačnih scenarijih, smo še vedno tu. Od 9. marca 2009 do dne pisanja tega uvodnika so naši vzajemni skladi dosegli izjemne donosnosti in nagradili vse, ki so bili v tistih negotovih časih pripravljene nositi oziroma sprejeti naložbeno tveganje. Naš verjetno najboljši reprezentant delniških trgov, podsklad NLB Skladi – Globalni delniški, je v tem obdobju porasel za približno 200 %, podsklad NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, ki v svojem portfelju nima porajajočih se trgov, za približno 235 % ter naš največji in najbolj prodajan podsklad NLB Skladi – Globalni uravnoteženi, ki ima približno polovico sredstev naloženih v varne naložbe, za približno 94 %. Vlagatelj, ki je torej leta 2009 vztrajal v naložbah z zmernim tveganjem, je svojo naložbo do danes praktično podvojil. Tisti, ki je bil pripravljen sprejeti več tveganja in je naložil leta 2009 denimo 100.000 EUR na delnice razvitih trgov preko našega podsklada NLB Skladi – Svetovni razviti trg delniški, pa ima danes »v žepu« kar 335.000 EUR¹. Naklonjenost tveganju je bila torej v omenjenem obdobju bogato poplačana.

Za družbo NLB Skladi je bilo leto 2019 zelo uspešno. Bilo je namreč rekordno po vplačilih v vzajemne sklade in storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Sredstva v upravljanju presega 1,5 milijarde evrov, zaupa pa nam več kot 70.000 vlagateljev. Poleg truda naših finančnih svetovalcev lahko uspeh pripišemo tudi vse večjemu zavedanju ljudi, da se je v razmerah realno, pa marsikje v Evropi tudi že nominalno, negativnih obrestnih mer treba ozreti drugam. Po naložbah, ki prinašajo kaj več od 0 %. Čeprav se na prvo žogo denar na vpogledni vlogi zdi varno naložen in če pridno varčujemo, ga je tudi vsak mesec in vsako leto več, je dejstvo, da realno izgubljam. Racionalno gledano, za varčevalce, ki varčujejo v takšnih naložbah, je smiselno, da svoje prihranke že danes porabijo za uresničitev svojih ciljev. V nasprotnem primeru bodo z varčevanjem v varnih naložbah ugotovili, da lahko kljub varčevanju s prihranki kupijo manj, kot bi lahko še pred nekaj leti.

Četudi smo se v letu 2019 vsi bali recesije, trgovinskih vojn in brexita, glavna grožnja prihrankom niso finančne krize in krize realnega gospodarstva. Le-te so zgolj katalizator gospodarske aktivnosti. Tihi morilec naših prihrankov je inflacija. Danes znaša letna stopnja v Sloveniji približno 1,5 %, kar ob optimistični predpostavki, da se inflacija v naslednjih 10 letih ne poviša, pomeni, da bo vaših (recimo) 10.000 EUR čez 10 let realno vrednih zgolj še približno 8.600 EUR in to je praktično edino zagotovilo, ki ga imate. Splača se torej pogledati za čim drugim. Za denimo naložbo, ki prinaša lepo pozitivno pričakovano donosnost. In kaj je boljšega kot vzajemni sklad? Ta preprosta, likvidna in v svetu splošno sprejeta naložba, s katero nimate nikakršnega dela, skrbi, stroški pa so primerjalno s podobnimi vrstami naložb nizki.

V leto 2020 vstopamo samozavestno. Že sama letnica je »lepa« in verjamemo, da bo prinesla pozitivne stvari. Delniške naložbe so ena redkih naložbenih kategorij, ki obetajo pozitivne donosnosti. Naj zgolj navedem, da prezrte in osovražene evropske banke v tem trenutku prinašajo kar 5,6 % dividendno donosnost. Kaj smo za leto 2020 še izbrskali za vas in kaj napovedujemo, pa si lahko preberete v pričujočem, že tradicionalnem Analitskem pregledu družbe NLB Skladi.

Srečno in donosno leto 2020!

Blaž Bračič
član uprave

¹ Upošteva VEP na 18. 12. 2019, torej v času pisanja tega uvodnika.

Napovedi 2019 – smo zadeli?

Ameriške delnice so konec leta 2018 izgubile skoraj 20 % vrednosti, nič kaj bolje se v drugi polovici prejšnjega leta ni godilo niti preostalim borzom po svetu. Strah med vlagatelje so takrat zasejale čedalje bolj pogoste novice o skorajšnjem prihodu recesije in Trumpovo zaostrovanje trgovinske retorike. Naše mnenje pred skorajda natanko enim letom je bilo, da je **strah pretiran**, in hkrati smo **napovedali višjo možnost pozitivnega presenečenja**. Posledično smo **napovedali okoli 11 % donosnost globalnih delnic**, kar je bila **naša najvišja napoved v zadnjem desetletju oziroma vse od leta 2009**. Ob polovici leta smo kljub novim rekordom na borzah ostali optimisti in vlagateljem odsvetovali prodaje zgolj zaradi tempiranja. Tako smo sredi leta našo **napoved** ob boljšem razpletu dogajanja glede na naš najverjetnejši scenarij **še dvignili**, in sicer **na okoli 20 %**.

Čeprav smo v očeh vlagateljev konec lanskega leta morda delovali kot pretirano optimistični, pa se je izkazalo, da smo bili celo premalo pogumni pri svoji napovedi, saj so **globalne borze letos porasle za 29,7 %²**. Uresničila se je tudi naša napoved, da kitajske fiskalne in denarne spodbude v letu 2019 ne bodo zadoščale za spodbuditev tamkajšnje gospodarske rasti, kar bi prek povečanega uvoza surovin vneslo nov val optimizma na trge v razvoju, ki so od razmer na trgu surovin znatno bolj odvisni. Posledično je **donosnost na trgih v razvoju zaostala za donosnostjo delnic v razvitem svetu**. Hkrati so skladno z našimi pričakovanji lepo donosnost ob ugodnih vrednotenjih in dobri gospodarski situaciji v Sloveniji, kljub ohlajanju velikega dela razvite Evrope, dosegle tudi slovenske delnice.

Znatno slabše, vendar še vedno dobro in tudi precej bolje od naših pričakovanj so jo odnesle tudi varne naložbe. Negotovost glede trgovinske vojne in brexita v prvih 9 mesecih leta ter ohlajanje globalnega gospodarstva sta v nasprotju z našo napovedjo **povzročila vsesplošen upad obrestnih mer**. Tako so kljub že v izhodišču nizkim obrestnim meram celo kožo odnesli tudi bolj konservativni vlagatelji, ki so imeli premoženje naloženo **v evrskih podjetniških obveznicah (+6,5 %)**. Na ohlajanje globalnega gospodarstva in krepitev negotovosti so z napovedjo še bolj ohlapnih denarnih politik odreagirale najpomembnejše centralne banke, kar je pripomoglo k **fantastičnemu borznemu letu 2019**. Cena, ki so jo vlagatelji v delnice plačali za nihajnost tečajev in negativno donosnost v letu 2018, je bila v letošnjem letu več kot poplačana. Znova se je torej potrdil borzni rek, da **na dolgi rok največ tvega tisti, ki nič ne tvega**.

Preglednica 1: Napovedi 2019 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2019*			Dejanske donosnosti v 2019**	
	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij		
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska ...)	0%	+12%	+24%	ZDA	+33,7%
				Evropa	+27,3%
				Japonska	+23,5%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija ...)	-12%	+8%	+28%	Razvijajoči se trgi	+21,4%
Zahodni Balkan	-14%	+11%	+36%	Hrvaška	+18,8%
				Srbija	+2,0%
				Bosna	+23,1%
				Makedonija	+34,6%
Slovenija	-5%	+15%	+35%	Slovenija	+21,8%

* Sredi leta smo dvignili napoved za donosnost globalnih delnic z 11 % na 20 %

** Donosnost od 31. 12. 2018 do 18. 12. 2019, upošteva investicijo prejetih bruto dividend (kjer je ta podatek na voljo, sicer brez).
Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2019, Bloomberg, lastni izračuni; vse donosnosti so nominalne.

² Vse donosnosti delniških naložb upoštevajo reinvesticijo bruto dividend ter so izračunane v EUR do vključno 18. 12. 2019.

Kaj napovedujemo za leto 2020?

Globalna gospodarska rast se je letos upočasnila. Nemčija se je v tretjem letošnjem četrtletju za las izognila tehnični recesiji, gospodarska rast na Kitajskem pa je bila najpočasnejša v zadnjih 27 letih. Ena svetlih točk so ZDA, vendar je tudi tamkajšnje gospodarstvo v drugi polovici leta izgubilo zagon. Za nazaj gledano se je rast umirila, mednarodne inštitucije pa so tekom leta vse po vrsti revidirale napovedi glede gospodarske aktivnosti navzdol. Mednarodni denarni sklad je tako v svoji oktobrski napovedi denimo oceno globalne gospodarske rasti za leto 2019 znižal za 0,3 % točke na 3,0 %, za leto 2020 pa za 0,2 % točki na 3,4 %, pri čemer so bile spremembe navzdol prisotne praktično po vseh regijah.

Centralni bankirji skrbijo za nadaljevanje plesa na borzah

Na ohlajanje so, po našem mnenju sicer nepotrebno, odgovorile centralne banke po svetu, ki so med sabo tekmoval v nižanju obrestnih mer. Če smo še pred enim letom pričakovali nadaljevanje dvigovanja ključnih obrestnih mer, je bila situacija v letošnjem letu ravno obratna.

Tako je denimo Powell, šef ameriškega Fed-a, na oktoberskem srečanju povedal³, da bi šele po znatnem dvigu stopnje inflacije nad 2 %, pri čemer bi na višjih nivojih vztrajala dlje časa, pri Fed-u razmislili o dvigih ključnih obrestnih mer. Hkrati je omenil, da razmišljajo tudi o možnih inovacijah. Pri tem je omenil spremembo okvira, ki jih vodi pri odločitvah, z namenom lažjega doseganje ciljne stopnje inflacije, kar bi dosegli z uvedbo tolerančnega pasu okrog ciljne inflacije. Z drugimi besedami, Fed bo **pri prihodnjih dvigih** tudi v primeru rasti osnovne stopnje inflacije nad 2 % **zelo potrpežljiv**. V prid potrpežljivosti pri dvigovanju ključnih obrestnih mer v ZDA v prihodnjem letu govorijo tudi predsedniške volitve novembra prihodnje leto. Zgodovinsko gledano Fed s svojimi odločitvami ni želel dati vtisa, da je kakorkoli vplival na izid volitev, s čimer želi ohraniti nepristranskost in neodvisnost pri svojem delovanju. Dvigi obrestnih mer v volilnem letu so sicer nekaj običajnega, vendar izkušnje iz preteklosti učijo, da Fed v mesecih tik pred volitvami ni dvigoval obrestnih mer, četudi bi bilo glede na stanje gospodarstva takrat to smiselno.

Tudi ECB je letos posegla po novih ukrepih, ki med drugim obsegajo dodatno znižanje depozitne obrestne mere (za 10 bazičnih točk na -0,50 %). Tako ne čudi, da so se ob upočasnitvi evrskega gospodarstva pričakovanja na kapitalskih trgih glede hitrosti zaostrovanja denarne politike ECB močno znižala. V evroobmočju bodo po trenutnih pričakovanjih **depozitne obrestne mere negativne vse do prve polovice leta 2025** (slika 1), pri čemer s(m)o vlagatelji še pred enim letom pričakovali, da bodo depozitne obrestne mere v pozitivno območje prešle »že« v prvi polovici leta 2021.

Centralne bankirje danes bolj kot previsoka **skrb** **preizkušnja inflacija oziroma celo deflacija**, saj imajo v okolju nizkih obrestnih mer omejeno možnost, če sploh, za dodatne spodbude gospodarstvu prek svojih standardnih ukrepov. Posledično so **pripravljeni sprejeti začasno višjo inflacijo od ciljne**, saj bi to postopoma omogočilo rast obrestnih mer do nivojev, ko bi dejansko centralne banke zopet pridobile svoj konvencionalen ukrep za boj proti gospodarski krizi, in sicer nižanje obrestnih mer. Vse omenjeno kaže na to, da bodo centralne banke podaljšale trenutni cikl, saj z dvigi obrestnih mer ne bodo dušile gospodarske rasti.

Okrepitev gospodarske rasti

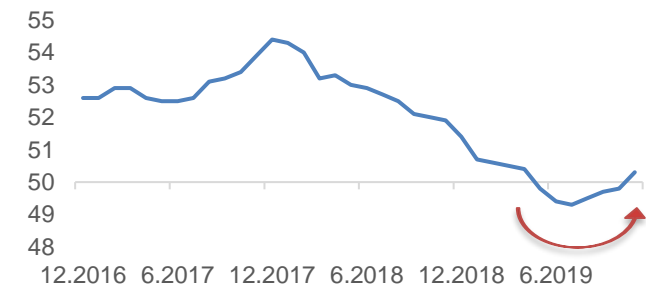
Poleg nadaljevanja ohlapne denarne politike centralnih bank v letu 2020 pričakujemo **pospešek pri gospodarski rasti**. Da je slednje verjeten scenarij, kaže med drugim obrat pri globalni proizvodni aktivnosti v zadnjih nekaj mesecih (slika 2). Indeks proizvodne aktivnosti je rast zabeležil 4 mesece zapored, pri čemer je novembra globalna proizvodna aktivnost zrasla najhitreje letos. Veliko zaslug za okrepitev aktivnosti imajo v zadnjih mesecih razvijajoče se države, kjer izstopa Kitajska. Ta je namreč kot odgovor na upočasnitev rasti v letošnjem letu okrepila fiskalne

Slika 1: Depozitna obrestna mera ECB in pričakovanja (v %)



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

Slika 2: Anketni indeks prihodnje globalne proizvodne aktivnosti



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

³ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20191030.pdf>

spodbude, katerih učinek bo viden v znatni meri šele v prihodnjem letu (slika 3). Tudi evropske države so v letošnjem letu vodile bolj ohlapno fiskalno politiko, deloma pa bo tudi v tem primeru učinek viden šele v letu 2020. Hkrati se stanje v avtomobilskem sektorju, ki so ga v zadnjem letu prizadeli predhodno povečanje zalog in spremenjeni standardi okoljskih emisij ter je bil v Evropi glavni krivec za letošnje krčenje proizvodne aktivnosti, izboljšuje (slika 4). To je vidno po prodaji vozil v Evropi (ponovno prisotna rast) in na Kitajskem, kjer se je upad prodaje vozil močno upočasnil.

Pričakovali smo dogovor med Kitajsko in ZDA

V zadnjih nekaj mesecih se je napetost med ZDA in Kitajsko znižala, kar je bilo ključno pri rasti delniških tečajev od septembra dalje. Naš najverjetnejši scenarij je že konec lanskega leta predvideval, da Trump pred volitvami novembra prihodnje leto ne bo želel ogroziti ameriškega gospodarstva, saj bi mu to močno zmanjšalo možnosti za nov predsedniški mandat. Hkrati smo kot **najverjetnejši scenarij** napovedali neko obliko »začasnega dogovora«, do katerega bo prišlo tik pred volitvami. Poleg tega je Trump, morda celo načrtno, z zaostrovanjem trgovinske retorike tekom leta pritisnil tudi na Fed. Ta je bil v luči krepitve negotovosti in ohlajanja globalnega gospodarstva primoran nižati obrestno mero, kar bo v volilnem letu pomagalo ameriškega gospodarstvu in s tem povečalo Trumpove možnosti za nov predsedniški mandat. Glede na povedano lahko pri Trumpovi retoriki pričakujemo nadaljevanje trenda zadnjih nekaj mesecev, ko je strategijo maksimalnega pritiska zamenjal bolj umirjen ton. Drugače povedano, **Trump ne bo po nepotrebnem vzel kapitalskih trgov**, kar bi lahko ogrozilo tako globalno kot ameriško gospodarstvo.

Trumpu najverjetneje nov predsedniški mandat, a tveganja ostajajo

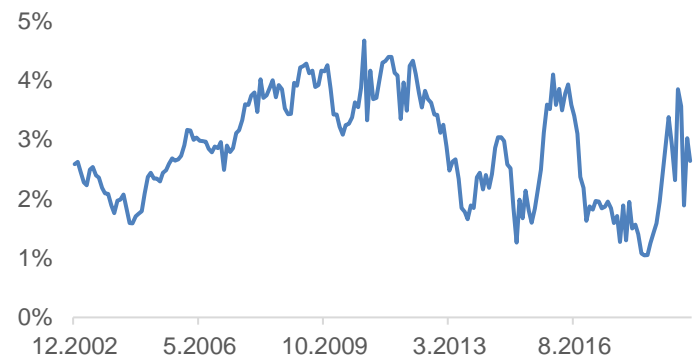
Kljub umiritvi trgovinske vojne **Trump ostaja vir največjega tveganja** tudi za prihodnje leto. Še pred pol leta so bili kapitalski trgi pesimistični glede dogovora, danes pa vlagatelji zrejo z optimizmom v prihodnje odnose med Trumpom in Džinpingom. Vendar ta optimizem po našem mnenju ni tako samoumeven, kot se zdi na prvo žogo. Če bi bile predsedniške volitve danes, Trump najverjetneje ne bi dobil novega mandata. Nekaj nižja podpora obstoječemu predsedniku je sicer za ta čas povsem običajna. Če bo gospodarska situacija ostala dobra, potem lahko pričakujemo rast podpore Trumpu v volilnem letu in v končni fazi tudi nov predsedniški mandat, kar je naš najverjetnejši scenarij. A izid volitev bo glede na trenutno znana dejstva tesen.

Če Trump kljub dobri kondiciji ameriškega gospodarstva v prvi polovici leta ne bi pridobil na podpori, potem obstaja **možnost, da močno zaostri svojo retoriko tako glede Kitajske in Hongkonga kot tudi Irana** ter si tako skuša dvigniti podporo. Trump bi se namreč v primeru Kitajske skušal prikazati kot edini pravi »vodja« v boju proti nepošteni trgovinski praksi in nespoštovanju človekovih pravic. V primeru Irana pa denimo kot »vodja« proti jedrskim grožnjam za ZDA in njene zaveznice. Tak scenarij bi vnesel strah na kapitalne trge in povzročil razprodajo delnic ter selitev v bolj varne obvezniške naložbe.

Delnice bodo boljša izbira kot varne obveznice ali denar

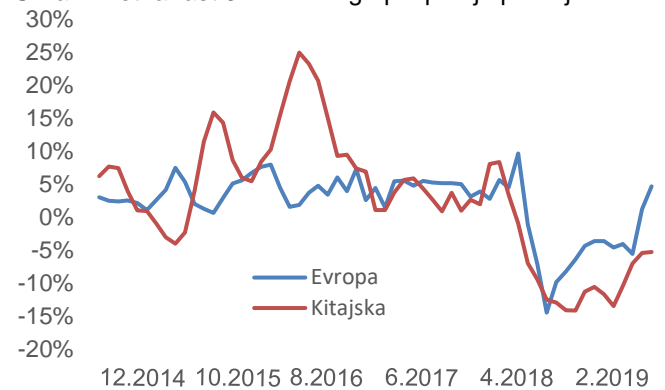
Letošnje leto je bogato nagradilo vlagatelje in ga bo prihodnje leto težko ponoviti, vendar ne zaradi poslabšanja gospodarskih kazalnikov. Ravno nasprotno, geopolitična tveganja so se znižala, gospodarski izgledi pa so se v zadnjih mesecih izboljšali. Ob optimističnih potrošnikih, ki so že v letošnjem letu skrbeli za nadaljevanje rasti globalnega gospodarstva, tudi proizvodni sektor znova kaže znake življenja. Hkrati so podporo gospodarstvu napovedali tudi centralni bankirji, ki bodo v prihodnjem letu ohranili ohlapno denarno politiko. Vse omenjeno, kratkoročno gledano, govori v prid boljšemu razpletu od naše napovedi sredi letošnjega leta, ko smo recesijo napovedali proti koncu leta 2021. Ob bolj previdnih centralnih bankirjih v kombinaciji z okrepljeno gospodarsko rastjo **recesijo tako pričakujemo nekoliko kasneje, v prvi polovici leta 2022**. Do recesij namreč zelo poredko pride, ko centralne banke vodijo ekspanzivno denarno politiko. Še bolj poredko pride izven gospodarskih recesij do večjih in dlje trajajočih korekcij na borzah. Tvegane naložbe oziroma **delnice** bodo prihodnje leto **solidna**

Slika 3: Fiskalne spodbude Kitajske



* gre za rast 12-mesečnih državnih izdatkov glede na BDP
Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

Slika 4: Letna rast 3-mesečnega povprečja prodaje vozil

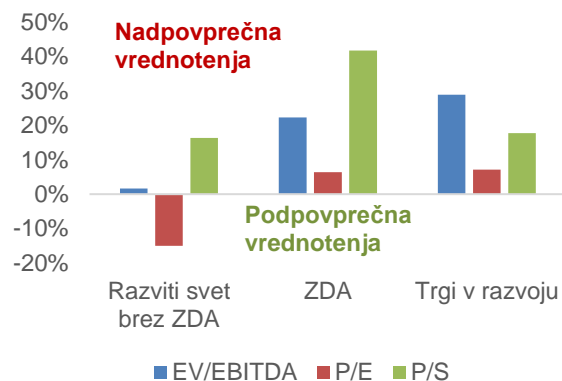


Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

naložba. Leta 2021 pa bodo zaradi čedalje močnejših inflacijskih pritiskov centralne banke prisiljene bolj agresivno poseči po dvigih obrestnih mer, kar bo v prvi polovici leta 2022 zadušilo gospodarsko rast. Z rastjo delniških tečajev v letošnjem letu so se **vrednotenja delnic poslabšala**, pri čemer negativno izstopajo predvsem ameriške delnice, ki so po vseh kazalnikih nad dolgoletnim povprečjem (slika 5). Vendar le-ta **niso kritična**. Vrednotenja evropskih delnic so namreč povprečna, trgov v razvoju pa rahlo nad povprečjem. Še več, ko delnice primerjamo z varnimi obvezniškimi naložbami, ugotovimo, da so **vrednotenja delnic pravzaprav podpovprečna**. Tako lahko na sliki 6 vidimo, da je danes kot posledica nizkih obrestnih mer celo v **ZDA premija za tveganje nadpovprečno visoka**, kar kaže na nadpovprečno relativno privlačnost delniških naložb glede na obvezniške.

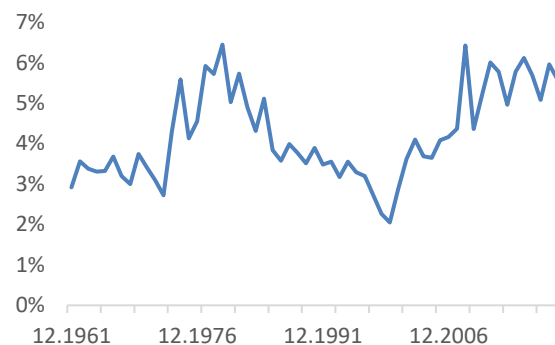
Po znižanju obrestnih mer v letošnjem letu, kar je botrovalo k pozitivni donosnosti obvezniških naložb, je potencial za dodatno nižanje zelo omejen. Ob izboljšanju gospodarskih obetov v kombinaciji z ohlapno denarno politiko pričakujemo celo rahel **dvig obrestnih mer na srednjem in daljšem delu krivulje**, kar posledično **zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb**, zlasti dolgoročnih. Vlagatelji v varne evrske naložbe bodo po našem mnenju v prihodnjem letu skoraj zagotovo obsojeni na realno, najbrž pa tudi nominalno negativne donosnosti. Nizka pričakovanja za obvezniške naložbe letos še bolj kot lani govorijo **v prid delniškim naložbam**. Kljub manj optimističnim pričakovanjem glede delniških naložb kot lani ob tem času smo povečali delež delnic glede na obveznice. Glede na predstavljeno **za leto 2020 pričakujemo zmerno pozitivno, a rahlo podpovprečno globalno rast delniških tečajev**. Ta bo v našem **najverjetnejšem scenariju** precej nižja kot v lanskem letu in bo znašala **okoli 7 %⁴**. V nadaljevanju si pogledjmo, **katere regije, države in dejavnosti bodo zanimive v letu 2020**.

Slika 5: Premija/diskont glede na 20-letno sredinsko vrednost (v %)



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 6: Premija za tveganje v ZDA



Vir: Damodaran, Bloomberg, NLB Skladi.

Preglednica 2: Napovedi 2020

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2020	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska ...)	-5%	+7%	+19%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija ...)	-13%	+7%	+27%
Zahodni Balkan	-16%	+9%	+34%
Slovenija	-10%	+10%	+30%

Vir: lastne napovedi in izračuni.

Regije

Optimisti glede evropskih delnic

Pritisk na evropske bančne delnice, ki imajo visoko utež v vodilnem indeksu evropskih delnic, se je v nasprotju z našimi pričakovanji nadaljeval. Z upočasnitvijo gospodarske rasti v evroobmočju so namreč **srednje- in dolgoročne obrestne mere v evroobmočju upadle na novo dno**. Letna zahtevana donosnost nemških 10-letnih državnih obveznic je denimo avgusta upadla celo pod -0,7 %, kar je pri vlagateljih upravičeno sprožilo skrb, kako bodo banke uspele v prihodnosti ustvarjati dobičke. To nenazadnje kaže nizka donosnost lastniškega kapitala (približno 6,5 %). Poleg tega je negotovost v bančni sistem v zadnjih letih vnesel prihod digitalizacije in fintech podjetij, ki klasičnim bankam predstavljajo vse večjo konkurenco. Posledično so tečajji bančnih delnic zaostali za splošno rastjo na borzah, vrednotenja pa so zgolj rahlo porasla in ostala **blizu najugodnejših v zadnjih 20 letih**.

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

A evrske banke se novim razmeram prilagajajo tudi z uvajanjem »ležarin« oziroma negativnih obrestnih mer na depozite pravnih in tudi fizičnih oseb. Fintech podjetja pa ob izgubah nad gladino držijo (zaenkrat) radodarni vlagatelji s kontinuiranimi dokapitalizacijami, zato obstaja resen dvom v obstojnost modela brezplačnih bančnih storitev. Hkrati imajo **banke lepo 5,6 % dividendno donosnost**. Poleg vsega se je percepcija tveganja evropskih finančnih družb v letošnjem letu še znižala, s čimer se je razkorak med vrednotenjem delnic in obveznic teh družb še povečal (slika 7). Ob vsem omenjenem v kombinaciji z bistveno boljšo kapitalizirano kot pred finančno krizo in znatno večjo previdnostjo pri podeljevanju novih kreditov v obdobju po finančni krizi pa pričakujemo, da se bo **pesimizem glede bank znižal**, sploh če se uresniči naš scenarij o okrepitvi gospodarske rasti v evrobmočju in rasti obrestnih mer na daljšem delu obrestne krivulje. V okolju višjih obrestnih mer in zlasti bolj strme krivulje banke generalno lažje ustvarjajo dobičke. Prek rasti tečajev tako pričakujemo zaprtje škarij iz slike 7 in ostajamo **naklonjeni evropskim bankam**.

Hkrati ostajamo **optimistični tudi glede skupine dejavnosti Trajne dobrine**. Ob čedalje večjih plačnih pritiskih in hitrejši globalni gospodarski rasti pričakujemo povečano investicijsko dejavnost, kar bo pozitivno za tečaje družb iz te dejavnosti, ki ima podobno kot banke v evropskem borznem indeksu nadpovprečno utež. Ob vsem omenjenem v kombinaciji z ugodnimi vrednotenji (slika 8) evropskih družb **ohranjamo tudi v letošnjem letu nadpovprečno utež evropskih delnic v naših skladih in portfeljih**.

Brexit še ni zaključen

Brexit je tekom večine letošnjega leta vnašal negotovost na evropske borze. Oktobra pa je postalo jasno, da trdi brexit res ni najbolj verjeten scenarij. Po parlamentarnih volitvah sredi decembra, na katerih je bil absolutni zmagovalec **Boris Johnson**, ki je na predčasnih volitvah slavil najboljši izid za torijce po Margaret Thatcher leta 1987, se je negotovost še dodatno znižala. Najslabši scenarij oziroma najverjetneje kar katastrofo za imetnike britanskih delnic bi zaradi svojega skrajno populističnega programa predstavljala zmaga laburistov s Corbynom na čelu. Johnson je tako dobil jasen mandat, da do konca januarja podpiše sporazum o izstopu. A potem se resno delo šele začne, saj se mora Velika Britanija v prehodnem obdobju do konca leta 2020 z EU dogovoriti o prihodnjih odnosih. Prehodno obdobje se sicer lahko podaljša, vendar Johnson vztraja, da je **konec leta 2020 skrajni rok**. Celoten proces lahko oteži še **vzpon škotske nacionalistične stranke**, ki se zavzema za neodvisnost Škotske. Kljub možnim zapletom (zaenkrat) **ostajamo optimisti in trdega brexita še vedno ne pričakujemo**.

Podpovprečna izpostavljenost ZDA

Okrepitev globalne gospodarske rasti govori v prid cikličnih sektorjev (vključno s finančnim sektorjem), ki imajo večjo utež na borzah izven ZDA. Hkrati bo negotovost, povezana z razpletom ameriških predsedniških volitev, pri čemer v družbi NLB Skladi pričakujemo zelo tesno zmago Trumpa s precejšnjo možnostjo presenečenja, **zaviralno delovala na rast tečajev ameriških delnic**. Vsi resni demokratiški kandidati so namreč napovedali, da želijo v večji ali manjši meri **preklicati Trumpovo davčno reformo iz leta 2017**, kar bi negativno vplivalo na dobičke ameriških družb. Poleg tega ameriški trg delovne sile še naprej cveti, ob pomanjkanju delavcev pa je rast plač v ZDA nadpovprečna. Omenjeno bo tudi v prihodnjem letu predstavljalo **pritisk na marže ameriških družb**, ki so blizu zgodovinskih vrhov, a že nakazujejo trend upadanja.

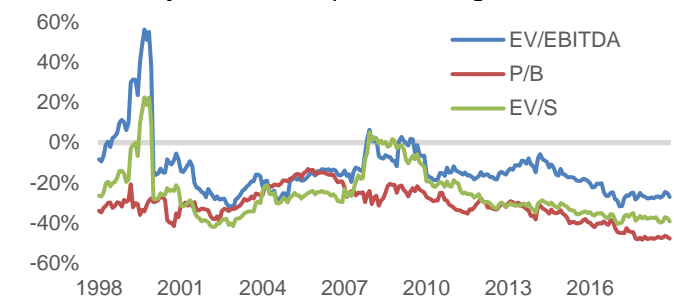
Kljub vsemu omenjenemu bo za donosnost ameriških delnic **ključna donosnost tehnoloških delnic**. Z nadpovprečno donosnostjo le-teh v zadnjem desetletju je namreč delež tega sektorja (upoštevaje tudi družbe, kot so Amazon, Google, Netflix ..., ki po GICS klasifikaciji niso vključene v sektor informacijske tehnologije) v vodilnem ameriškem delniškem indeksu S&P 500

Slika 7: Vrednotenje evrskih bank



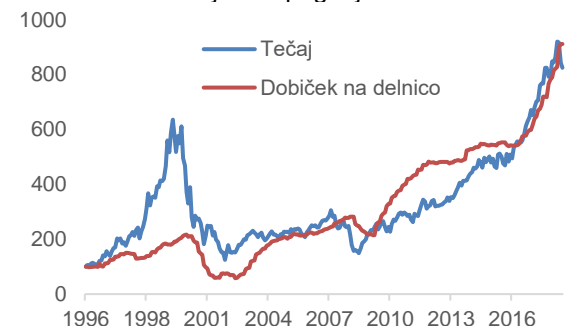
* CDS spread – cena zavarovanja za primer nevrčila dolga
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 8: Premija/diskont evropskih delnic glede na ameriške



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 9: Rast tečajev so poganjali dobički



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

porasel na več kot 30 %, kar je največ po poku tehnološkega balona pred skoraj dvema desetletjema. Nadpovprečna donosnost sama po sebi ni problematična, če so rast tečajev poganjala utemeljena pričakovanja o prihodnjih dobičkih. Iz slike 9 lahko vidimo, da je v primeru tehnoloških delnic rast **na borzi sovpadala z rastjo dobičkov teh družb**. Takšna rast dobičkov je bila možna v pomembni meri zaradi investicij IT družb, ki so še **ob prelomu tisočletja približno 50 % svojega denarnega toka iz poslovanja namenile za investicije** (slika 10). **Danes** je delež le-teh okrog **20 %**. Tako ne čudi, da je danes letna pričakovana rast dobičkov v prihodnjih 2 letih (12 % letna rast) precej nižja, kot je znašala rast dobičkov pred finančno krizo (50 % letna rast), torej v času, ko so tehnološke družbe žele sadove predhodnih enormnih investicij.

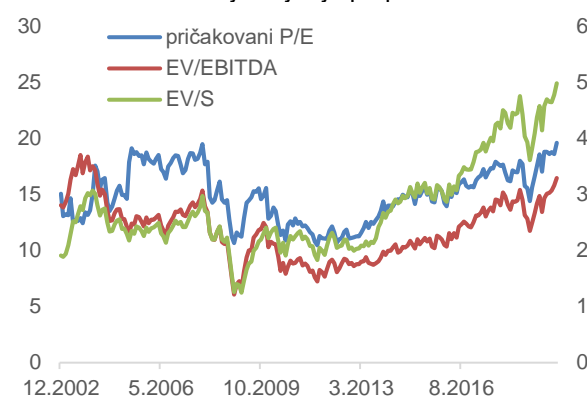
Slika 10: Delež denarnega toka za investicije



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Hkrati so danes **vrednotenja** tega sektorja **najvišja po poku pikakomovskega balona** (slika 11). In to ravno v času, ko tehnološke družbe manj investirajo, kar pomeni nižjo prihodnjo rast dobičkov. Po drugi strani imajo te družbe visoke marže, kar kaže na njihovo **tržno moč**. Tem družbam je to uspelo deloma zaradi same velikosti, kar jim je omogočilo (tudi prek prevzemov manjših konkurentov) **ohranitev konkurenčnih prednosti**, ki so ključne pri vzdrževanju marž. Vendar se na ta podjetja zaradi kvazi monopolne moči, vprašljivega varovanja zasebnih informacij in cenzure spletnega govora **krepi regulatorni pritisk**, kar bo predstavljalo **veter v prsi prihodnji rasti dobička**.

Slika 11: Vrednotenja najvišja po poku balona



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Pomemben del rasti dobička na delnico v zadnjih letih izvira tudi iz **odkupov lastnih delnic**. Tako so denimo Microsoft, Google, Apple in Oracle v zadnjem poslovnem letu od skupaj 184 milijard dolarjev denarnega toka iz poslovanja kar 129 milijard dolarjev namenile za odkupe lastnih delnic. V povprečju⁵ so te družbe v zadnjem poslovnem letu odkupile za dobrih 7 % delnic, pri čemer velja izpostaviti Oracle, ki je odkupil približno 18 % vseh izdanih delnic. A ob danes višjih vrednotenjih lahko družbe **z enakim zneskom odkupijo čedalje manj delnic**, kar pomeni po eni strani manjšo podporo tečaju na strani povpraševanja, po drugi strani pa tudi počasnejšo prihodnjo rast dobička na delnico iz tega naslova. Ob predpostavki, da bodo družbe v novem poslovnem letu odkupom lastnih delnic namenile podoben znesek, bodo potemtakem odkupile za okvirno 21 % manj delnic. Možno je sicer, da družbe povečajo sredstva za odkupe delnic, a to pomeni še manj investicij v prihodnje poslovanje in posledično najverjetneje nižjo rast dobička na delnico v prihodnjih letih.

Ob vsem omenjenem smo **ZDA manj naklonjeni kot Evropi in podobno kot trgov v razvoju**, pri čemer smo malenkost znižali razlike pri izpostavljenosti glede na benchmark med posameznimi regijami.

Kratkoročni izgledi za trge v razvoju so solidni, vendar strukturne težave ostajajo

Podpovprečna izpostavljenost trgov v razvoju, ki smo jim v družbi NLB Skladi v splošnem podpovprečno izpostavljeni že vse od konca 2007, se je zopet izkazala kot **dobra odločitev**. Posledično si lahko, podobno kot pred letom, ponovno postavimo vprašanje, če je glede na pesimizem in možno pozitivno presenečenje ob čedalje bolj ugodnih vrednotenjih smiselno vsaj kratkoročno staviti na to regijo. Ohlapna denarna politika najpomembnejših centralnih bank in pričakovana krepitev globalne gospodarske rasti sicer govorita v prid trgov v razvoju, vendar **ključna neznanka ostaja Kitajska**.

Lani smo se vprašali, če bo Kitajska na ohlajanje gospodarstva odgovorila s spodbudami. Ker so pretekle spodbude precej povečale zadolženost kitajskega gospodarstva in s tem ogrozile njeno stabilnost, smo za letošnje leto napovedali precej bolj zmerne spodbude. Hkrati smo ocenili, da bodo kitajski voditelji želeli omejiti finančne ekscese, posebno v nepremičninskem sektorju. Vendar je vrag odnesel šalo v luči najhitrejšega ohlajanja gospodarstva v zadnjih 27 letih, zaradi česar želijo kitajski politiki s spodbudami, denimo znižanjem obveznih kapitalskih rezerv, znižanjem davkov in z investicijami v javno infrastrukturo, okrepiti gospodarsko rast. **Te spodbude bodo tokrat preprečile nadaljnje ohlajanje Kitajske**, a še vedno gospodarstva ne bodo oživile v tolikšni meri kot leta 2016 ali po finančni krizi 2009.

⁵ Gre za navadno povprečje.

Trgovinska vojna med Kitajsko in ZDA se je s **sklenitvijo prve faze sporazuma umirila**. Večjih zaostritev, ki bi ogrozile ameriško gospodarsko rast in s tem Trumpovo izvolitev, pred predsedniškimi volitvami ne pričakujemo. Kljub temu pa rivalstvo za geopolitično prevlado med Kitajsko in ZDA ne bo izginilo čez noč. **Po volitvah** lahko torej vnovič pričakujemo **zaostritev trgovinskih odnosov med tema velesilama**. Poleg tega države v razvoju v dobi poceni denarja, z občasnimi izjemami, **zamujaajo z nujno potrebnimi reformami**, ki bi izboljšale tamkajšnje gospodarske obete.

Kljub omenjenemu solidna vrednotenja delnic iz trgov v razvoju, hitrejša gospodarska rast in ohlapna denarna politika centralnih bank iz razvitih držav govorijo v prid prilivu kapitala v to regijo v prihodnjem letu. Ob vsem povedanem ocenjujemo, da bo **donosnost delnic iz trgov v razvoju podobna donosnosti ameriških, a pod donosnostjo evropskih delnic**.

Skupine dejavnosti

Poleg že omenjene naklonjenosti bankam, posebno evropskim, in skupini dejavnosti Trajne dobrine smo za leto 2020 rahlo **dvignili utež cikličnih panog**, ki se bolje izkažejo v času pospeška pri gospodarski rasti v kombinaciji z ohlapno denarno politiko. Kljub vsemu agresivnih premikov iz necikličnih v ciklične skupine dejavnosti nismo izvedli, saj je po naši oceni v globalnem gospodarstvu prišlo do mini pozitivnega cikla v pozni fazi ekspanzije. V slednji pa je še vedno smiselno imeti izpostavljenost tudi necikličnim družbam.

Močnejše spodbude kitajskemu gospodarstvu, ki predstavlja 50 % globalne porabe glavnih industrijskih kovin, bodo leta 2020 ustvarjale podporo cenam surovin, zaradi česar smo **dvignili priporočilo za skupino dejavnosti Surovine in predelovalna industrija na nevtralno**. Slednje je posredno vplivalo tudi na boljšo oceno za trge v razvoju, ki so od trga surovin bolj odvisni. Hkrati smo ob ugodnih vrednotenjih, znižanju obrestnih mer v razvitem svetu in prvih znakih, da se krčenje v avtomobilski industriji umirja, **dvignili priporočilo za skupino dejavnosti Avtomobilska industrija na rahlo nadpovprečno**.

V tehnološkem sektorju ob prej naštetih razlogih ohranjamo nevtralno oceno za dve skupini dejavnosti od treh (Strojna oprema in preostala oprema ter Polprevodniki in oprema za polprevodnike). Kljub visokim vrednotenjem ohranjamo tudi **rahlo nadpovprečno izpostavljenost vročemu sektorju Programska oprema in storitve**. Družbe iz te skupine dejavnosti imajo zelo vzdržne konkurenčne prednosti, kar jim prek skoraj monopolnega obnašanja še vedno omogoča višje cene svojih storitev ter s tem višje marže. Je pa tokrat glede na že prej predstavljena tveganja med analitiki družbe potekala vroča debata o morebitnem znižanju ocene tudi te skupine dejavnosti na nevtralno.

Napovedi 2020 – obveznice

Glede na našo napoved o hitrejši gospodarski rasti v prihodnjem letu pričakujemo rahlo rast srednje- in (zlasti) dolgoročnih obrestnih mer, kar bo ob nizki tekoči donosnosti negativno za donosnost obvezniških naložb. Poleg tega pričakujemo, da bo v prihodnjih letih stopnja inflacije porasla bolj od trenutnih pričakovanj, ki za ZDA in Nemčijo za prihodnjih 10 let predvidevajo 1,77 % oziroma 0,98 % letno stopnjo inflacije. V prid višji inflaciji od pričakovane po našem mnenju govori več dejavnikov. Centralne banke vodijo ultra ohlapno denarno politiko, pri čemer so centralni bankirji naklonjeni začasno višji inflaciji, globalna gospodarska rast pa se bo okrepila. Hkrati imajo podjetja na trgu dela veliko težavo, da najdejo primerne kadre, kar se kaže v čedalje večjih plačnih pritiskih. V evroobmočju je 2,5 % letna rast plač najvišja po finančni krizi. V Sloveniji je denimo letna rast plač že skoraj 5 %, še višja pa je v srednji Evropi (blizu 10 %). V ZDA, kjer je že vse od začetka leta 2018 na voljo več delovnih mest kot brezposelnih, je več kot 3 % letna rast plač že na nivojih izpred finančne krize. S hitrejšo gospodarsko rastjo in dodatnim zaposlovanjem se bodo **plačni pritiski še okrepili**, kar ob trenutni stopnji inflacije pomeni rast razpoložljivega dohodka in bolj optimistične potrošnike. Ob (pre)nizkih investicijah v preteklih letih in posledično na kratek rok omejeni ponudbi bodo podjetja na večje povpraševanje odgovorila z dvigi cen.

Ob vsem omenjenem smo **ohranili nizko trajanje** (nizka občutljivost tečajev na rast obrestnih mer). Z oživitvijo programa dodatnih nakupov obveznic v evroobmočju večjega pritiska na prabitke ne pričakujemo, zato smo **povečali utež evrskih obveznic z nižjo bonitetno oceno**. Hkrati ob nekaj bolj optimističnih vlagateljih glede trgov v razvoju pričakujemo rahlo znižanje prabitkov tamkajšnjih obveznic (izdanih v dolarjih), ki so trenutno povprečni glede na zgodovino zadnjih 15 let, a precej višji glede na obveznice iz razvitih držav. Posledično smo **povečali tudi utež dolarskih obveznic iz trgov v razvoju**.

Marko Bombač, CFA, FRM
vodja analiz

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**
2019*	Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	0%	12%	24%	ZDA +34% Evropa +27% Japonska +24%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +21%
	Zahodni Balkan	-14%	11%	36%	Hrvaška +19% Srbija 2% Bosna 23% Makedonija 35%
	Slovenija	-5%	15%	35%	Slovenija 22%
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%

	Regije	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu**
2013	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +26% Evropa +21%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	11%	31%	Japonska +22% Razvijajoči se trgi -7%
	Zahodni Balkan	-32%	7%	32%	Hrvaška +2% Srbija +4% Bosna -2% Makedonija +2%
	Slovenija	-10%	10%	30%	Slovenija +3%
	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +13% Evropa +18% Japonska +6%
2012	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +16%
	Zahodni Balkan	-18%	7%	32%	Hrvaška -0% Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija +8%
	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%
2011	Zahodni Balkan	-13%	12%	37%	Hrvaška -20% Srbija -22% Bosna -22% Makedonija -12%
	Slovenija	-8%	12%	32%	Slovenija -32%
	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%
	Zahodni Balkan	-12%	13%	38%	Hrvaška +4% Srbija -11% Bosna -10% Makedonija -19%
2010	Slovenija	-9%	11%	31%	Slovenija -13%
	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%
	Zahodni Balkan	-30%	10%	50%	Hrvaška +18% Srbija +10% Bosna -14% Makedonija +30%
	Slovenija	-20%	10%	40%	Slovenija +10%

* v EUR, upošteva reinvencijo bruto dividend

** Za leto 2019 je upoštevana donosnost od 31. 12. 2018 do 18. 12. 2019

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. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB). Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so vlagateljem 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 (poslovalnice 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 6. 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 katerihkoli 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 bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 12, številka 2, december 2019

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 2019

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