



NLB Skladi

2025

Analitski pregled

Januar 2025

Avtorji:

Simon Logar, mag.
Direktor Sektorja investicijskih skladov

Mag. **Matej Mazi, CFA**
Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

Mateja Živec, CFA, FRM, CAIA
Svetovalka direktorja Sektorja alternativnih investicijskih skladov

Rok Potočnik, CFA
Višji upravitelj premoženja

Matej Gosar, CFA
Upravitelj premoženja

Kazalo

Uvodnik.....	2
Globalna gospodarska slika	3
Priložnosti na delniških trgih v letu 2025	7
Priložnosti na obvezniških trgih v letu 2025	13
Umetna inteligenca kot naložbena priložnost.....	18
Jedrsko energija v prihodnosti: priložnosti in tveganja.....	28
Infrastruktura kot naložbeni razred.....	32

Uvodnik

Dragi bralci,

vstopamo v čas, poln izzivov in priložnosti. Svet okoli nas se spreminja hitreje kot kdaj koli prej – tehnološke inovacije vidno spreminjajo naše vsakdanje življenje, medtem ko geopolitični dogodki puščajo svoj pečat na globalni ravni in nas nemalokrat težko pustijo ravnodušne.

Za nami je izredno donosno leto, predvsem po zaslugi delnic, povezanimi z bliskovitim razvojem umetne inteligence. Verjamemo, da te naložbe niso muha enodnevnica, ampak bodo ena izmed večjih naložbenih priložnosti v naslednjem desetletju. Zato si ta tematika v naši publikaciji zasluži posebno poglavje, kjer smo jo obdelali z različnih zornih kotov; tudi skozi oči vlagatelja, ki mora poskrbeti za ustrezno stopnjo razpršitve.

Veseli nas, da se zavedate koristi, ki jih prinaša dolgoročno varčevanje v skrbno izbranih vzajemnih skladih. Sredstva v upravljanju družbe NLB Skladi so presegla 3 milijarde EUR, neto prilivi v vzajemne sklade družbe NLB Skladi pa so v letu 2024 presegli 285 milijonov evrov, kar predstavlja več kot polovico vseh neto prilivov v vzajemne sklade slovenskih družb za upravljanje.

Zahteve po nizkoogljičnem poslovanju ponujajo tudi svojevrstne naložbene priložnosti, ki jih je nemalokrat težko uresničiti preko klasičnih vzajemnih skladov. Prisluhnili smo vlagateljem, ki so iskali dodatno razpršenost svojih naložb in jim tako preko alternativnih skladov ponujamo možnost, da tudi sami postanejo del obetajoče zgodbe zelenega prehoda.

Želim vam prijetno branje in v imenu celotne ekipe NLB Skladov zdravo, uspešno in donosno leto 2025!

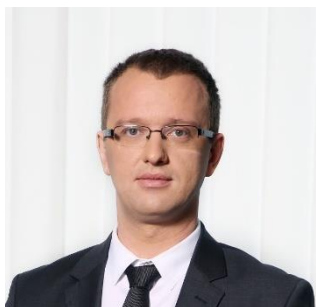


Simon Logar, mag.

Direktor Sektorja investicijskih skladov

Globalna gospodarska slika

Po našem osnovnem scenariju se bo globalna gospodarska rast nadaljevala tudi v letu 2025. V razvitem svetu bodo glavni motor gospodarske rasti Združene države Amerike, medtem ko bo rast v Evropski uniji večinoma skromnejša.



mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

Ključni dejavniki gospodarske rasti bodo dobro razpoložen potrošnik, nadaljevanje državnega trošenja, zniževanje obrestnih mer s strani večine ključnih centralnih bank ter predvidoma tudi znižanje davkov in uvedba novih tržnih reform. Kljub temu bomo, podobno kot letos, opazili velike razlike v stopnjah rasti med posameznimi državami. Glede na to, da ne pričakujemo globalnega gospodarskega pregrevanja in da trenutno ni na vidiku novih ponudbenih šokov, v prihodnjih četrletjih ne predvidevamo pomembnejše rasti inflacije.

ZDA

Gospodarska rast in potrošnik

Gospodarska rast v ZDA bo po napovedih ameriške centralne banke (Fed) v letu 2024 znašala 2,5 %¹, v letu 2025 pa naj bi se znižala na 2,1 %. Ključni prispevek k rasti bo imela zasebna

potrošnja, ki trenutno predstavlja približno 70 % ameriškega BDP. Ob solidni gospodarski rasti v zadnjih dveh letih in upadajoči inflaciji ameriški delavci uživajo precej višjo realno rast plač, kot so je bili deležni pred pandemijo. Poleg tega se ameriški potrošnik od finančne krize leta 2008 postopno razdolžuje in je danes najmanj zadolžen v zadnjih 25 letih, merjeno z razmerjem med dolgom in razpoložljivim dohodkom. Visoke cene nepremičnin in rekordne vrednosti delniških tečajev na ameriški borzi dodatno krepijo občutek večjega bogastva, kar bi lahko še spodbudilo prihodnjo potrošnjo.

Nadpovprečna rast produktivnosti

Rastoča produktivnost dela, ki je po pandemiji doživela pospešek, pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Razlogi za nadaljevanje višje rasti produktivnosti vključujejo nadpovprečna vlaganja v raziskave in razvoj ter razcvet podjetništva; po pandemiji se namreč v ZDA vsako leto ustanovi od 30 % do 45 % več podjetij kot pred pandemijo.

Državna potrošnja in pričakovane Trumpove reforme

V letu 2025 pričakujemo pozitivne vplive na gospodarsko rast tudi zaradi višje državne potrošnje, predvidenega znižanja davkov in debirokratizacije javnega ter zasebnega sektorja.

1

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fo mcprojt20241218.htm>

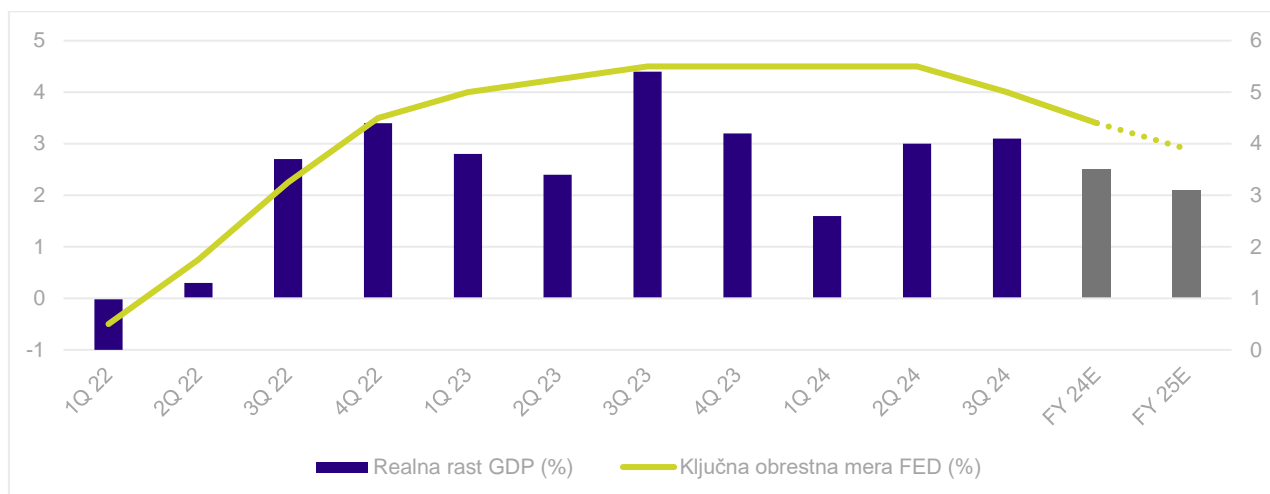
Tveganja

Med tveganji za nadaljevanje gospodarske rasti v ZDA je treba izpostaviti morebitno ustavitev trenda zniževanja inflacije, kar bi lahko vplivalo na spremembo denarne politike Fed-a. Prav tako predstavlja tveganje poslabšanje razmer na trgu

dela, ki ima pomemben vpliv na zasebno potrošnjo.

Ameriško gospodarstvo bo še naprej raslo

Gospodarska rast in ključna obrestna mera Fed



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2024

Evropa

Gospodarska rast

Organizacija OECD napoveduje 0,8 % gospodarsko rast v EU za leto 2024 ter 1,3 % v letu 2025. Razlogi za nižjo gospodarsko rast in produktivnost dela v primerjavi z ZDA so številni. Vztrajanje pri večji proračunski uravnoteženosti ob ponavljajočih se političnih krizah ter odsotnost finančne in bančne unije bo onemogočalo zadovoljivo financiranje gospodarske rasti. Gospodarska rast bo v letu 2025 spodbujena predvsem s poceni denarjem, ki ga bo zagotavljala vse ohlapnejša denarna politika ECB.

Zgrešena energetska politika

Napačna energetska politika povzroča višje stroške električne energije, kar zmanjšuje dobičkonosnost evropskih podjetij v proizvodnem sektorju in bi lahko tudi v letu 2025 prispevala k selitvi dela proizvodnje izven EU.

Izgubljammo izvozni trg – Kitajsko

Kitajska je dosegla raven razvoja, kjer proizvode, ki jih je prej kupovala v EU, zdaj izdeluje sama, nekatere pa celo izvažata v EU po konkurenčnejših cenah. Med njimi še posebej izstopa kitajska avtomobilska industrija, ki bo v prihodnjih letih pomembno preoblikovala globalni avtomobilski trg.

Obramba

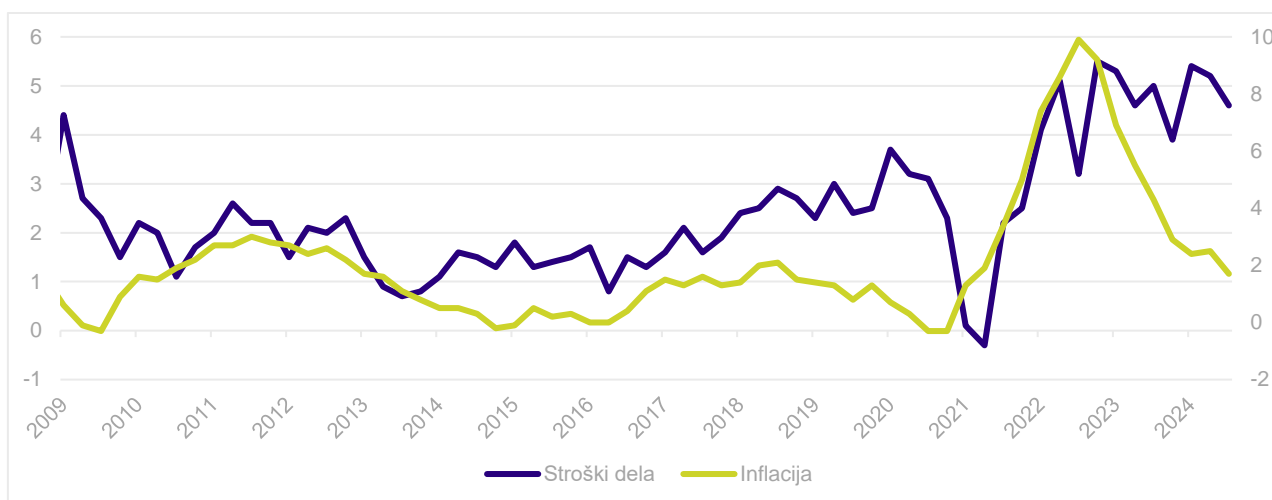
Tveganje za EU predstavlja tudi vojna v Ukrajini. Leta zniževanja obrambnih izdatkov pri večini članic EU so se v zadnjih letih izkazala za veliko napako. Nadaljnja krepitev evropske obrambe je nujna za zmanjšanje strateških tveganj, hkrati pa bo pozitivno vplivala na del evropskega proizvodnega gospodarstva.

Carine

Vpliv morebitnih carin na evropsko gospodarstvo ostaja dokaj nepredvidljiv. Anketni podatki iz ZDA kažejo, da carine med ameriškimi volivci niso med prednostnimi vprašanji, zato Donald Trump verjetno ne bo pod pritiskom, da brezkompromisno uvede carine na uvozne proizvode. Namesto tega jih bo verjetno uporabljal pragmatično kot pogajalsko orodje.

Rast plač ostaja višja od inflacije

Stroški dela in inflacija



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2024

Trgi v razvoju

Kitajski vpliv

V letu 2025 v povprečju pričakujemo podobno gospodarsko rast kot v letu 2024. Kitajsko gospodarstvo, ki se sooča z razdolževanjem nepremičninskega sektorja in zelo slabo razpoloženim potrošnikom, bodo pomembno zaznamovale morebitne carine, uvedene s strani ZDA, ter močnejša vrednost ameriškega dolarja. Kitajska vlada bo poleg ohlapnejše denarne politike v letu 2025 sprejela tudi več fiskalnih ukrepov za stabilizacijo gospodarstva. Pričakujemo, da se bo gospodarska rast Kitajske,

ocenjena na 4,8 % v letu 2024, v letu 2025 nekoliko znižala.

Trgovinske vojne

Potencialna trgovinska vojna med ZDA in Kitajsko predstavlja tveganje predvsem za Kitajsko in nekatere njene trgovinske partnerice. Kljub temu bi lahko imela trgovinska vojna med velesilama pozitiven vpliv na gospodarsko rast Indije in Indonezije, saj naj bi nekatera zahodna podjetja v letu 2025 preselila proizvodne obrate s Kitajske v ti dve državi. Po napovedih švicarske banke UBS naj bi indijsko gospodarstvo v letu 2025 doseglo 6-odstotno gospodarsko rast, medtem ko naj bi gospodarska rast Indonezije znašala 5 %.

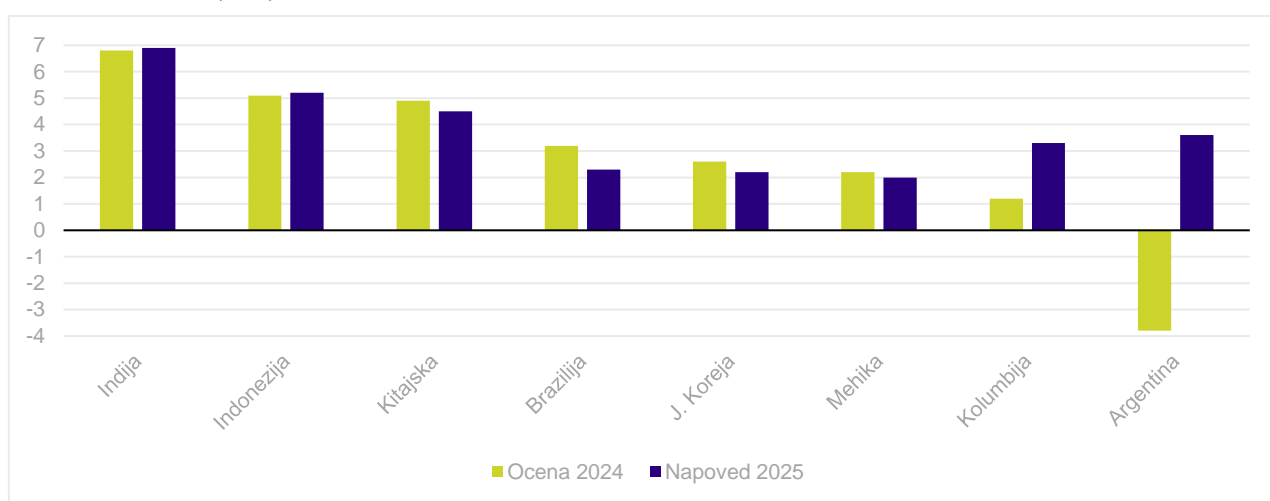
Latinska Amerika

Slabše obete glede stopnje rasti BDP ima brazilsko gospodarstvo. Po oceni organizacije OECD naj bi se namreč gospodarska rast, tudi zaradi vlade, ki ni naklonjena tržnemu gospodarstvu, znižala z ocenjenih 3,2 % v letu 2024 na 2,3 % v letu 2025. Povsem drugačna zgodba pa se napoveduje za argentinsko gospodarstvo, ki se ne sooča več s previsoko

inflacijo in je pravkar izšlo iz globoke recesije. OECD pričakuje, da bo gospodarska rast v Argentini v letu 2024 znašala -3,8 %, v letu 2025 pa naj bi dosegla 3,6 %.

Pričakujemo okrevanje argentinskega gospodarstva

Realna rast BDP (v %)



Vir: OECD Economic Outlook, december 2024

Priložnosti na delniških trgih v letu 2025

Pri ocenjevanju privlačnosti posameznih delniških trgov upoštevamo gospodarske trende, politična tveganja in vrednotenja. V prvem koraku trge razvrstimo na podlagi pričakovanj o gospodarski rasti v letu 2025, pričakovane denarne politike in inflacije. Nato tako razvrščene trge prilagodimo glede na vrednotenja, pri čemer upoštevamo tudi morebitna politična tveganja. Trenutno se soočamo s solidno gospodarsko sliko in rahlo nadpovprečnimi vrednotenji v ZDA, medtem ko je v večini drugih držav situacija ravno obratna.

mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

ZDA

Ugodno okolje, visoka vrednotenja

Delniški tečaji ameriških podjetij bodo v letu 2025 podprti s solidno gospodarsko rastjo, ohlapnejšo denarno politiko, fiskalnimi ukrepi in nižjimi davki. Nizko strateško tveganje dodatno povečuje privlačnost ameriških delnic. Čeprav so vrednotenja na prvi pogled nekoliko nadpovprečna, obstaja več razlogov, zakaj ameriške delnice ostajajo zanimiva izbira za vlagatelje in zakaj smo ameriškim delnicam rahlo nadpovprečno naklonjeni.

Trend dobičkov

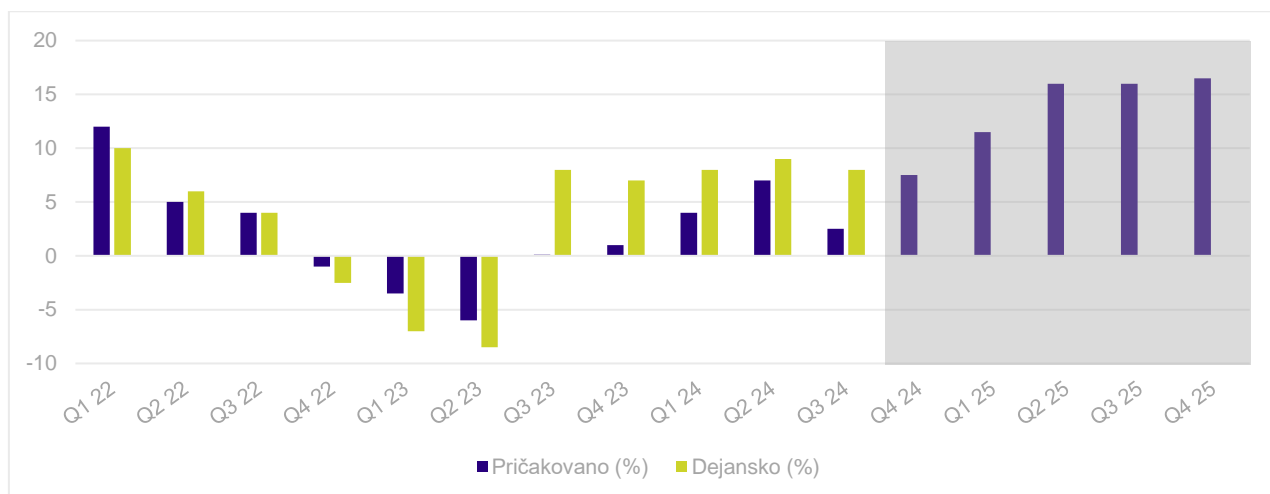
Nadpovprečno visoka vrednotenja ameriških delnic so v veliki meri posledica visoko vrednotenih podjetij iz t. i. skupine "veličastnih 7",

ki ima delniškem indeksu S&P 500 skoraj 35-odstotno utež. Njihova visoka vrednotenja temeljijo na nadpovprečnih stopnjah rasti poslovanja in dobičkov. Preostali del trga pa je rahlo podpovprečno vrednoten, zaradi česar je enakomerno tehtan indeks S&P 500² povprečno vrednoten. Prav tako pričakujemo ugodno dinamiko rasti dobičkov v prihodnjih letih. Verjamemo, da bo rast dobičkov spodbujena z višjo produktivnostjo dela, nižjimi plačnimi pritiski, davki, cenami surovin in energentov ter nižjimi obrestnimi merami. Za leto 2025 pričakujemo, da bo rast delniških tečajev temeljila predvsem na rasti dobičkov, za razliko od leta 2024, ko so bili pomemben dejavnik višja vrednotenja.

² Prilagojen delniški indeks S&P 500, v katerem imajo vsi reprezentanti enako utež

Pričakujemo rast dobičkov

Pričakovan in dejanski trend rasti dobičkov



Vir: Goldman Sachs, Factsheet

Umetna inteligenca

Pričakujemo, da bodo investicije v razvoj in implementacijo umetne inteligence v letu 2025 dosegle nove rekordne ravni. Podjetja, ki so vodilna v razvoju tehnološke in programske opreme za umetno inteligenco, bodo še naprej prejemala rekordno visoka naročila, kar jim bo omogočalo ohranjanje nadpovprečne dobičkonosnosti. Prav tako pričakujemo, da bo več podjetij doseglo komercialni uspeh pri prodaji storitev, ki temeljijo na uporabi umetne inteligence.

Pozitiven vpliv Donalda Trumpa

V letu 2025 pričakujemo okrepljene napore nove ameriške administracije za deregulacijo tako v zasebnem kot javnem sektorju, kar bo pozitivno vplivalo na več industrij. Finančna industrija bo največ pridobila, saj se bodo regulatorni stroški zmanjšali, obenem pa se bo povečala možnost prevzemov in združitvev znotraj panoge. Prav tako bodo pomembne koristi deležni sektorji farmacije, biotehnologije in zdravstvene opreme, kjer bo po pričakovanjih lažje patentiranje novih zdravil in pripomočkov. Poleg tega bo širša uporaba umetne

inteligence še dodatno znižala stroške raziskav in razvoja.

Avtomobilska industrija bo pridobila z lažjim dostopom do dovoljenj za testiranje avtonomnih vozil, medtem ko bodo velika tehnološka podjetja občutila manj regulatornih pritiskov, saj je pričakovano zmanjšanje zahtev po razdelitvi teh korporacij na več delov. Vojaška industrija bo deležna dodatnih spodbud za razvoj naprednega orožja in tehnoloških rešitev, kar vključuje tudi povečana sredstva za obrambo in raziskave. Celovita deregulacija bo tako v letu 2025 spodbudila poslovno dinamiko v več ključnih sektorjih in prispevala k večji konkurenčnosti ameriškega gospodarstva.

Negativen vpliv Donalda Trumpa

Manj smo naklonjeni naložbam v zelene vire energije, saj njihov razvoj ni na prednostni listi administracije Donalda Trumpa. Deregulacija naftnega sektorja bo spodbujala povečano proizvodnjo surove nafte, kar bo omejevalo rast cene te surovine in posledično zmanjšalo privlačnost naložb v naftna podjetja. Trumpova

politika podpira domačo energetska industrijo, vključno s premogom in jedrsko energijo, kar bo ustvarilo priložnosti za nekatere energetska intenzivne panoge, vendar bo hkrati oviralo prehod na čistejše vire energije.

Trgovinske vojne, čeprav omejenega vpliva na ZDA, bi lahko imele posledice za panogo hrane in pijače, predvsem zaradi odvisnosti od uvoženih surovin in sestavin. Vpliv bo verjetno trajal, dokler ne bodo izpogajani novi trgovinski sporazumi z državami izvoznicami. Kljub temu pa ohlapnejša regulacija v drugih sektorjih, kot so transport in potrošniški izdelki, ustvarja priložnosti za izbrane naložbe.

Druge priložnosti

Po več letih zapostavljenosti pričakujemo, da bo leto 2025 donosnejše za mala in srednje velika ameriška podjetja. Optimizem temelji na pričakovanjih o nižjih obrestnih merah, znižanih davkih in manjši regulativni obremenitvi. Ta podjetja, ki večino poslovanja ustvarijo znotraj ZDA, bodo tudi manj izpostavljena negativnim vplivom trgovinskih vojn in slabšim gospodarskim razmeram v tujini, kar jih postavlja v ugodnejši položaj.

Poleg tega bo v vse bolj multipolarnem svetu naraščajoča pomembnost intelektualne lastnine in varnost strateško ključnih energetskih, vodnih in drugih infrastrukturnih sistemov še okrepila vlogo podjetij, ki se ukvarjajo s kibernetiko varnostjo. Ta sektor bo ključnega pomena za zaščito poslovanja in nacionalne varnosti, kar ustvarja dolgoročne priložnosti za rast in naložbe.

Evropa

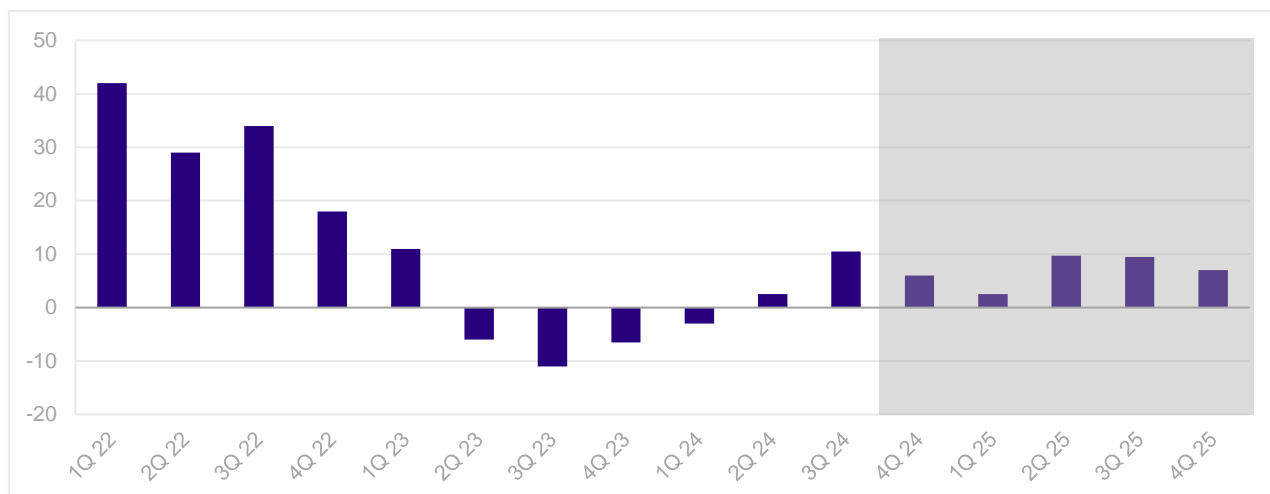
Pred finančno krizo je imela večina največjih ameriških podjetij močne evropske konkurente, danes pa to velja le še za peščico evropskih podjetij. Evropskih družb z globalno prepoznavnimi blagovnimi znamkami je vse manj, kar je posebej očitno v tehnološkem sektorju. V slednjem pozitivno sicer še izstopa ASML Holding, vodilni proizvajalec naprednih strojev za izdelavo polprevodnikov. Evropa pa nima podjetij, ki bi resno konkurirala ameriški skupini "veličastnih 7".

Poleg tega se evropska podjetja, zlasti tista iz avtomobilske industrije, soočajo s kitajskimi tekmeci, ki so postali cenejši konkurenti, ne več partnerji za izvoz. K temu je treba prišteti še zgrešeno energetska politiko, bližino vojne v Ukrajini, manjše državne izdatke, odsotnost skupnih evroobveznic na ravni EU in morebitne carine, kar vse prispeva k neugodnemu okolju za rast. Posledično so številni evropski delniški trgi trenutno rahlo do zmerno podcenjeni glede na zgodovinska vrednotenja.

Glede na navedeno pričakujemo, da bodo evropska podjetja v letu 2025 beležila počasnejšo rast dobičkov v primerjavi z ameriški. Razkorak med vrednotenji evropskih in ameriških podjetij bo po naši oceni vztrajal, zato smo kljub rahlo do zmerno podcenjenim evropskim trgovinam nevtralnou naklonjeni naložbam v evropske delnice.

V Evropi pričakujemo nižjo rast dobičkov kot v ZDA

Indeks STOXX 600 – medletna sprememba EPS (%)



Vir: Bloomberg

Nadpovprečna perspektiva

V prihodnjih štirih letih pričakujemo nadaljevanje pritiska s strani ZDA na evropske države, da povečajo izdatke za obrambo na 2 % BDP. Takšno povečanje izdatkov bo še naprej spodbujalo rast prihodkov in dobičkov evropskih obrambnih podjetij, ki tako ohranjajo nadpovprečno privlačnost za vlagatelje. Ob globalni gospodarski rasti, ki temelji predvsem na realni rasti plač, so perspektivna tudi podjetja, ki prodajajo luksuzne izdelke. Posebej obetavna so tista podjetja, ki niso prekomerno izpostavljena kitajskemu trgu, saj so manj občutljiva na nihanja v tamkajšnjem povpraševanju.

Skupaj ti dejavniki nakazujejo, da so obrambni in luksuzni sektor v Evropi med bolj privlačnimi za naložbe, kljub splošnim izzivom, s katerimi se sooča evropsko gospodarstvo.

Višje tveganje

Zaenkrat smo manj naklonjeni avtomobilski industriji, ki se sooča z večplastnimi izzivi, zaradi katerih postaja vse manj konkurenčna. Nelojalna konkurenca s strani kitajskih proizvajalcev,

počasni razvoj električnih vozil, birokratske ovire, ki omejujejo prodajo manjših in cenovno dostopnejših modelov ter visoke cene elektrike močno zavirajo rast panoge. Poleg tega pričakujemo, da bo odstranitev subvencij za električna vozila v ZDA in Evropi ter povečana protekcionistična trgovinska politika ZDA dodatno obremenila avtomobilski sektor.

V odsotnosti večjih fiskalnih spodbud kitajskemu gospodarstvu ostajamo previdni tudi glede naložb v podjetja, ki znaten del prihodkov ustvarijo na Kitajskem. Slabši gospodarski obeti, povezani s počasnejšo rastjo domačega povpraševanja in šibkim izvoznim trgom, omejujejo možnosti za rast prihodkov teh podjetij. To velja zlasti za industrije, kot so avtomobili, elektronika in luksuzni izdelki, kjer kitajska odvisnost ustvarja dodatna tveganja.

Trgi v razvoju

Trgi v razvoju se bodo soočali s povečano negotovostjo, predvsem zaradi trgovinskih politik novega predsednika ZDA, ki bi lahko negativno vplivale na države z velikimi trgovinskimi presežki z ZDA, kot so Kitajska, Mehika in Vietnam. Kljub

tem izzivom na teh trgih ostajajo dolgoročne priložnosti, ki jih podpirajo nizka vrednotenja, v nekaterih državah ugodnejša demografska slika in možni obsežnejši fiskalni ukrepi na Kitajskem. Tem trgom smo trenutno naklonjeni rahlo podpovprečno, vsaj dokler se negotovosti nekoliko ne zmanjšajo.

Kitajska

Kitajska se sooča z relativno nizko gospodarsko rastjo, ki je še vedno pod pred pandemičnimi trendi. Deflacija, šibko domače povpraševanje in velike težave v nepremičninskem sektorju močno zavirajo gospodarsko okrevanje. Množična brezposelnost, zlasti med mladimi, postaja vse večji socialni problem. To ustvarja pritisk na vlado, da pospeši gospodarsko rast z obsežnejšimi fiskalnimi ukrepi. Doslej so bili stimulatívni ukrepi relativno šibki in nezadostni za popolno okrevanje gospodarstva. Čeprav ima vlada veliko fiskalnega prostora, se zdi, da okleva s sprejemanjem agresivnejših ukrepov.

Trgovinske napetosti z ZDA in negotovosti glede globalnega povpraševanja še naprej vplivajo na izvozno usmerjene sektorje, kar povečuje nihajnost kitajskega delniškega trga. Te napetosti spodbujajo tudi selitev tujih podjetij s Kitajske v države, kot sta Indija in Indonezija, kar pozitivno vpliva na gospodarstvu obeh držav.

Kljub temu so kitajske delnice trenutno bistveno podcenjene v primerjavi z razvitimi trgi, kar predstavlja priložnost za dolgoročne vlagatelje. Tehnološke delnice izstopajo kot posebej obetavne, saj vlada aktivno podpira razvoj naprednih tehnologij, umetne inteligence in obnovljivih virov energije, ki so ključni za prihodnjo gospodarsko transformacijo. Prav tako se odpira prostor za rast cen delnic iz sektorjev trajnih in

potrošnih dobrin, saj vlada z uvajanjem subvencij spodbuja domačo porabo, zlasti pri trajnih dobrinah. To ustvarja ugodno okolje za podjetja, povezana s potrošniško tehnologijo, ki lahko izkoristijo naraščajoče povpraševanje na domačem trgu.

Indija

Indijski delniški trg kljub nedavni korekciji ostaja zanimiv predvsem za dolgoročne vlagatelje zaradi svojih strukturnih prednosti in obetavne gospodarske dinamike. Čeprav je rast nekoliko upočasnjena, predvsem zaradi trenutnih makroekonomskih pritiskov in škandala, povezanega s konglomeratom Adani Group, je Indija še vedno ena izmed najhitreje rastočih svetovnih gospodarstev. Njena močna demografska baza in naraščajoča urbanizacija ustvarjata idealne pogoje za dolgoročni razvoj.

Tehnološke delnice v Indiji so privlačne zaradi vladne podpore digitalizaciji in razvoju tehnološke infrastrukture, kot sta umetna inteligenca in avtomatizacija. Pobude, kot je "Make in India", spodbujajo industrijski razvoj in ustvarjajo priložnosti za podjetja, ki vlagajo v inovacije in napredne tehnologije. Hkrati izstopajo delnice iz sektorja potrošnih dobrin, saj naraščajoči srednji razred in povečanje razpoložljivega dohodka podpirata domače povpraševanje. Vlada uvaja reforme, ki spodbujajo potrošnjo in omogočajo večje možnosti za rast podjetij, povezanih s potrošniškimi izdelki in storitvami.

Poleg tega so indijske delnice kljub nekoliko višjim vrednotenjem v primerjavi z drugimi trgi v razvoju še vedno zanimive zaradi izboljšane makroekonomske stabilnosti in nižje izpostavljenosti globalnim trgovinskim sporom. Tako delnice tehnoloških družb kot delnice podjetij

iz sektorja potrošnih dobrin ponujajo močan potencial za dolgoročno rast, ob podpori strukturnih reform in ugodnega demografskega trenda.

Južna Amerika

Države Južne Amerike se večinoma soočajo z nestabilnimi vladami, ki so pogosto nenaklonjene prostemu trgu. Z vidika vrednotenja, manj pa z vidika politične stabilnosti, izstopa Brazilija. Ta bi

lahko izkoristila relativno močno povpraševanje po bakru, litiju in nafti. Zanimanje priteguje tudi Argentina, ki po dolgotrajnih težavah zaradi visoke inflacije in splošno slabega gospodarskega stanja z novim predsednikom počasi izhaja iz gospodarske krize. Kljub temu strukturna neravnovesja, vključno z omejenimi kapitalskimi tokovi, ostajajo. Z nadaljnjim gospodarskim okrevanjem pa bi lahko argentinske delnice napisale pozitivno dolgoročno zgodbo.

Priložnosti na obvezniških trgih v letu 2025

Tudi v letu 2024 so obvezniški trgi postregli z obilico dogajanja in, kar je še pomembneje, z zelo solidnimi donosi. Verjamemo, da bo tudi leto 2025 dokaj podobno.



Rok Potočnik, CFA

Višji upravitelj premoženja

Pregled leta 2024

Upad obrestnih mer

Po zgodovinsko skromnem letu 2022 so se razmere na obvezniških trgih v zadnjih dveh letih normalizirale, vseeno pa nihajnost cen obveznic ostaja visoka. V letu 2024 smo namreč spremljali visoke spremembe v pričakovanjih analitikov glede zniževanja obrestnih mer centralnih bank. Še posebej zanimivo je bilo dogajanje v ZDA, kjer se je januarja pričakovalo kar šest nižanj obrestne mere do konca leta, tekom pomladi pa se je konsenz oblikoval pri zgolj enem nižanju. Na koncu smo bili priča upadu obrestne mere za 1 %

točko, kar je enakovredno štirim znižanjem. Za prav toliko se je znižala tudi obrestna mera Evropske centralne banke (ECB).

Inflacija je upadla, toda ostaja nad ciljno

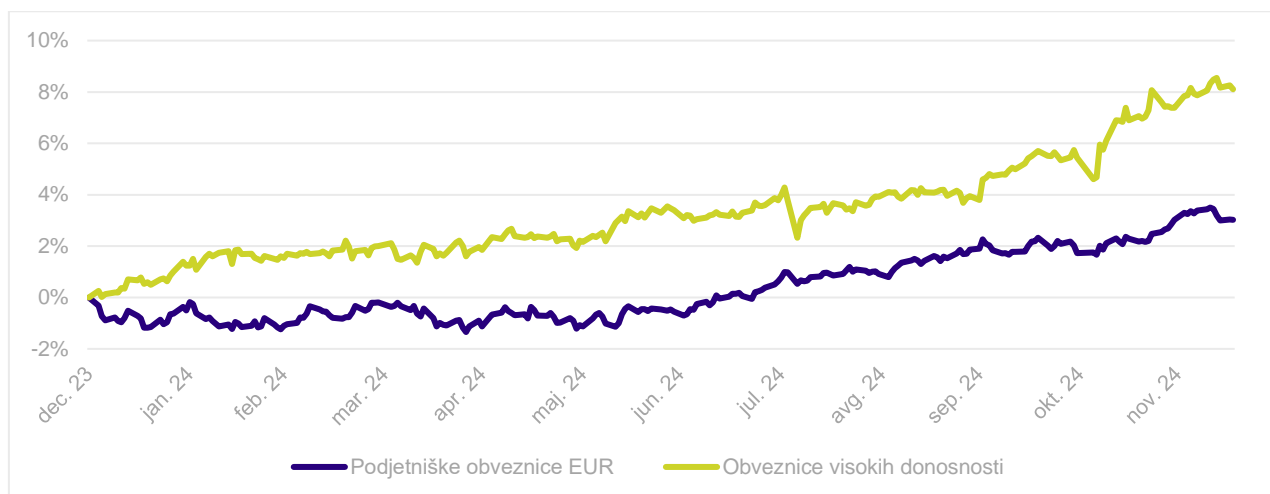
Velik vpliv na cene obveznic ima tudi inflacija, z njo povezana inflacijska pričakovanja in njihove spremembe. Globalno gledano se je inflacija v letošnjem letu zniževala, vendar nekoliko počasneje od pričakovanj. Navkljub dokaj ugodnemu trendu inflacija vztraja nekoliko nad ciljno ravno, ki za večino pomembnejših centralnih bank znaša 2 %. Nekaj nelagodja vzbuja tudi t.i. temeljna inflacija, ki ne vključuje cen hrane in energije. V EU znaša malenkost pod 3 %, v ZDA pa malce nad 3 %.

ZDA z višjo gospodarsko rastjo kot EU

Po drugi strani pa pogled na gospodarsko rast razkriva znatne razlike med ZDA in EU. Evropsko gospodarstvo bo v letu 2024 sicer doseglo pozitivno rast, vendar bo ta nižja od 1 %. ZDA se po drugi strani ponašajo s skoraj 3 % rastjo BDP.

Ugodna donosnost obvezniških podskladov krovnega sklada NLB Skladi

Donosnosti obvezniških podskladov v letu 2024



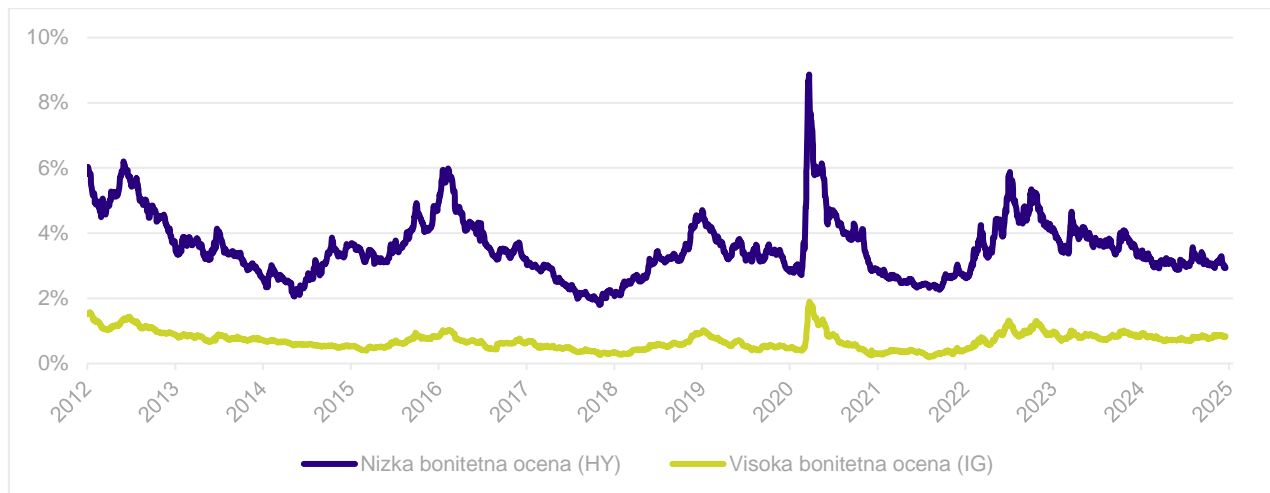
Vir: lastni izračun

Iz zgornjega grafa lahko razberemo, da se je po razmeroma manj ugodnem začetku leta 2024 trend izboljšal, zato sta oba obvezniška podsklada iz naše ponudbe v letu 2024 dosegla solidno donosnost. Poleg nižanj obrestnih mer smo bili priča tudi ugodnim gibanjem pribitkov za kreditno tveganje, ki so se še dodatno znižali, predvsem pri podjetjih z nižjo bonitetno oceno, kar prikazuje spodnji graf. Naj ob tem ponovimo, da kreditni pribitek predstavlja dodatno donosnost (v

primerjavi z netvegano obrestno mero), ki jo vlagatelj zahteva za naložbo v obveznico, ki nosi kreditno tveganje. Po donosnosti izstopa podsklad Obveznice visokih donosnosti, ki je varčevalcem v zadnjem letu prinesel kar 8-odstotno donosnost, tudi po zaslugi znatne krepitve vrednosti ameriškega dolarja. Dolarske obveznice namreč predstavljajo več kot polovico naložb v tem podskladu.

Kreditni pribitki evrskih obveznic so dokaj skromni

Kreditni pribitki evrskih obveznic



Vir: Bloomberg, 19. 12. 2024

Pogled v 2025

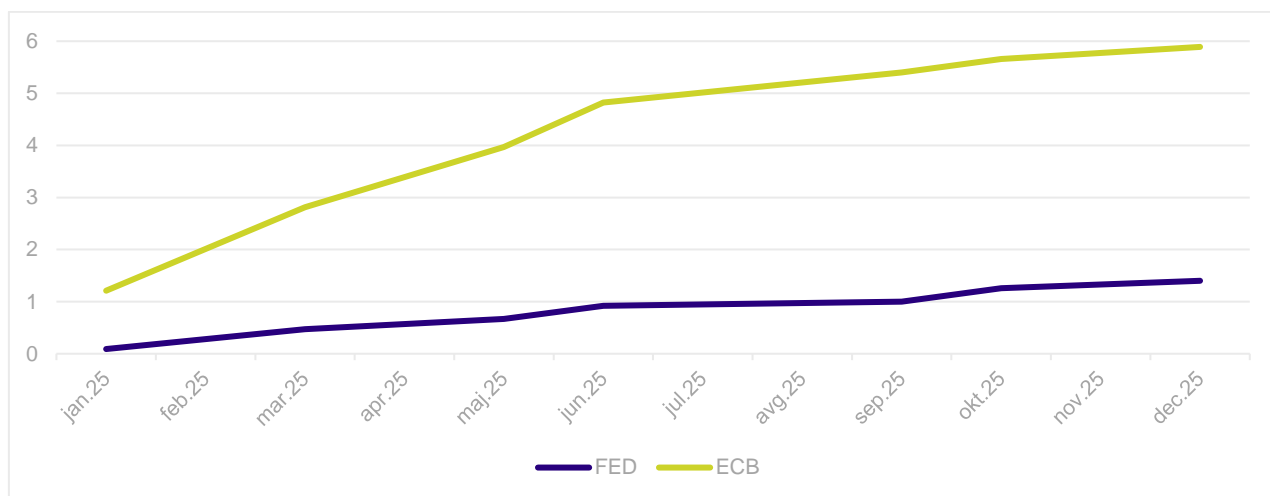
Obrestne mere bodo nadaljevale svojo pot

Kot že omenjeno, sta se v letu 2024 obe glavni centralni banki (ECB in Fed) odločili za identično znižanje obrestnih mer. Vendar pa iz spodnjega grafa vidimo, da se pričakovanja za prihodnje leto precej razlikujejo. Relativno šibkejše evropsko gospodarstvo naj bi v kombinaciji z nižjimi

inflacijskimi pritiski omogočilo ECB več znižanj obrestnih mer. V precej drugačni poziciji je ameriška centralna banka, kjer je gospodarska rast višja, inflacija v storitvenem sektorju bolj vztrajna, nenazadnje pa bo vodenje države prevzel Donald Trump, ki podpira izrazito spodbujevalno fiskalno politiko. Kot je razvidno iz spodnjega grafa, sta trenutno v igri zgolj eno ali dve znižanji.

Visok razkorak v pričakovanih nižanjih obrestne mere v EU in v ZDA

Število nižanj obrestne mere v letu 2025



Vir: Bloomberg

Potencial krepitve dolarja

Tovrstna razlika v monetarni politiki obeh glavnih svetovnih gospodarstev naj bi po pričakovanjih pozitivno vplivala na vrednost ameriškega dolarja. Nadaljnje zvišanje vrednosti najpomembnejše svetovne valute je precej verjetno, kar bi pozitivno vplivalo na vrednost dolarskih obveznic v podskladu Obveznice visokih donosnosti.

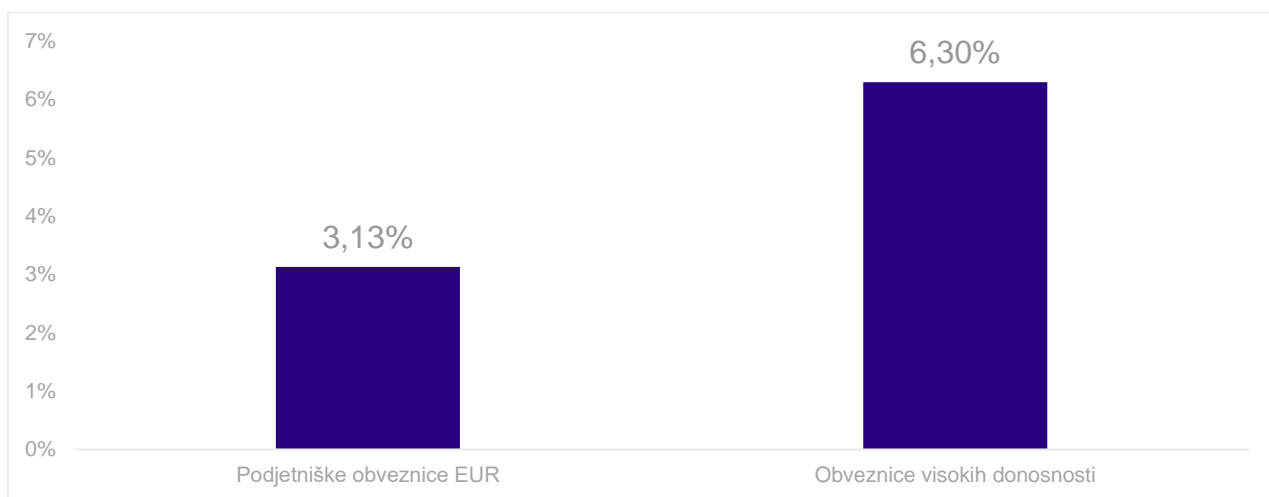
Donosnosti do dospelja so zelo ugodne

Po naših pričakovanjih se bo ugoden trend za obveznice nadaljeval tudi v letu 2025. Čeprav so

pričakovane donosnosti nižje od pričakovanih donosnosti na delniških trgih, obveznice še vedno ponujajo privlačno vstopno točko za varčevalce, ki so manj naklonjeni tveganju. Kot je razvidno iz naslednjega grafa, je donosnost do dospelja varnih evrskih podjetniških obveznic (podsklad Podjetniške obveznice EUR) več kot 3 odstotke, medtem ko bolj tvegane evrske in dolarske obveznice (podsklad Obveznice visokih donosnosti) prinašajo dobrih 6 odstotkov na letni ravni.

Donosnosti do dospelja obeh obvezniških podskladov so ugodne

Donosnost do dospelja obvezniških podskladov



Vir: lastni izračun

Kreditni pribitki so nizki

Nekaj nelagodja vzbujajo nizki kreditni pribitki. Dodatna donosnost za vlagatelje, ki prevzemajo kreditno tveganje, je danes razmeroma skromna,

zlasti pri nižjih bonitetnih ocenah B in BB. Kot je razvidno iz spodnje tabele, se je v zadnjih dveh letih "nagrada" za sprejetje kreditnega tveganja občutno znižala.

Kreditni pribitki evrskih obveznic so se krepko znižali

Pribitek za sprejeto kreditno tveganje evrskih obveznic (v % točkah)

Bonitetni razred	20.12.2022	20.12.2023	18.12.2024
AAA	0,64	0,73	0,61
AA	0,99	0,94	0,63
A	1,40	1,20	0,90
BBB	2,05	1,62	1,14
BB	3,75	2,69	2,01
B	6,20	4,54	3,18
CCC	11,27	12,04	11,00

Vir: Bloomberg, 19. 12 .2024

Menimo, da je potencial za nadaljnje zniževanje kreditnih pribitkov omejen. Kljub temu v luči solidne gospodarske situacije in relativno dobrega finančnega stanja podjetij (z manjšimi izjemami v avtomobilski industriji) ne pričakujemo znatnega zvišanja pribitkov. Nadpovprečno oziroma dodatno izpostavljenost obveznicam z nižjimi bonitetnimi ocenami priporočamo v primeru, da se kreditni pribitki zvišajo.

Sklep

Čeprav za leto 2025 pričakujemo nekoliko višje donosnosti delniških naložb, obvezniške naložbe ostajajo pomemben del portfelja večine varčevalcev. Zniževanje obrestnih mer v kombinaciji z relativno nizko, a pozitivno gospodarsko rastjo podpira obveznice. Verjetnost negativne donosnosti pri najmanj tveganem skladu evrskih podjetniških obveznic v letu 2025 je nizka, saj bi za tak scenarij morali doživeti bodisi skok inflacije bodisi resno ekonomsko-finančno krizo, kar je sicer mogoče, vendar manj verjetno.

Umetna inteligenca kot naložbena priložnost

Verjamemo, da bodo naložbe, povezane z umetno inteligenco, ena izmed večjih naložbenih priložnosti v naslednjem desetletju. Mednje štejemo tudi podjetja, ki bodo zagotovila ključne energetske vire, potrebne za nemoteno in hitro delovanje širšega področja razvoja in uporabe umetne inteligence.



Simon Logar, mag.

Direktor Sektorja investicijskih skladov

Kaj je umetna inteligenca?

Obstaja več definicij in opredelitev umetne inteligence (angl. Artificial intelligence – AI). Evropski parlament jo je definiral na sledeč način: »Umetna inteligenca je sposobnost stroja, da posnema človeške sposobnosti, kot sta logično razmišljanje, učenje, načrtovanje in ustvarjalnost.«

Revolucija umetne inteligence

Decembra 2023 smo v analitskem pregledu zapisali, da nas čaka eksponenta rast področja razvoja umetne inteligence. Še vedno vztrajamo pri tej napovedi.

Že dobri dve leti bo od tega, ko je novembra 2022 Chat GPT postal dostopen širši javnosti. Brez pretiravanja lahko rečemo, da se je začela revolucija umetne inteligence.

Največja podjetja, ki ponujajo storitve v oblaku (Google, Microsoft, Meta, Amazon in Oracle),

znatno investirajo v vzpostavitev infrastrukture, potrebne za treniranje in delovanje jezikovnih modelov ter strojno učenje. Do konca leta 2024 naj bi te investicije presegle 220 milijard USD.

Vsem viden uspeh običajnega Googlovega iskalnika kaže, da se splača investirati zajetne vsote denarja, če si s tem zagotoviš vodilno vlogo na trgu pri uporabi nove tehnologije.

Zato verjamemo, da se bodo iz podobnega vzroka investicije v AI infrastrukturo nadaljevale tudi v naslednjih letih, kar bo pozitivno za podjetja, ki zagotavljajo vso potrebno infrastrukturo. Večino teh podjetij lahko najdemo v panožni skupini polprevodnikov. Sem štejemo predvsem podjetja, ki zagotavljajo grafične procesorje (NVIDIA, AMD itd.), specifične procesorje (Marvell, Broadcom itd.) in tudi vse druge komponente (npr. Arista), ki so potrebne, da so procesorji ustrezno povezani v serverjih (npr. Dell), ti pa nadalje v podatkovnih centrih.

Vpliv investicij na ostale

Ogromne investicije največjih podjetij se bodo pozitivno odražale na kopici različnih področij (nepremičnine za podatkovne centre, inženirstvo, jedrska energija, električna omrežja, proizvodnja elektrike iz obnovljivih virov, tehnologije za ohlajanje, različni izdelki in polizdelki, ki različne sklope povezujejo v celoto itd.).

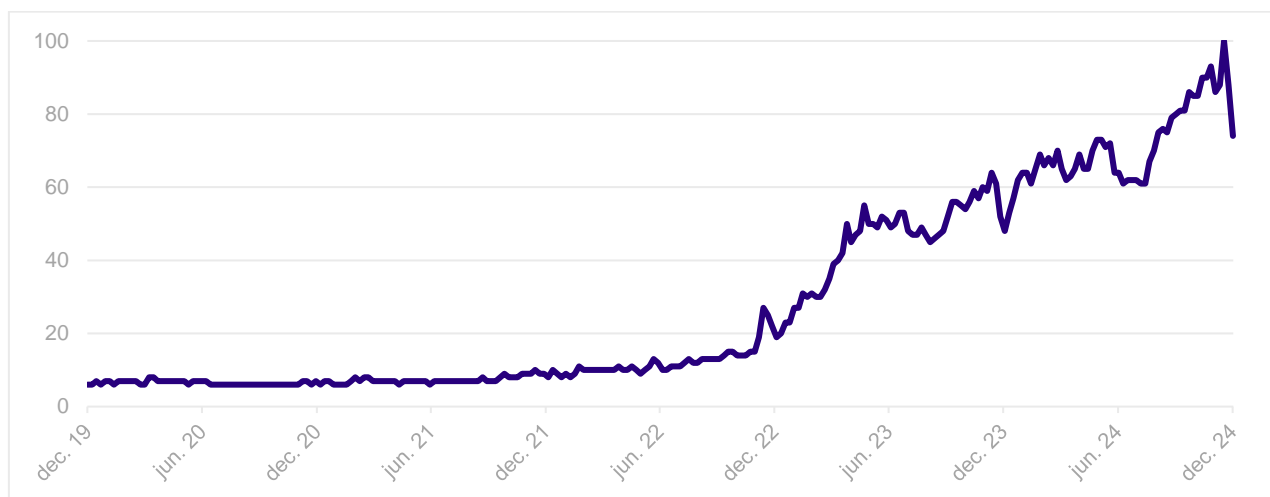
ZDA so vodilna velesila

Levji delež AI razvoja poteka v ZDA. Nikakršnih indecev trenutno ni, ki bi kazali, da bi ZDA lahko v prihodnjih nekaj letih izgubile primat svetovne velesile v razvoju tega področja. Različne omejitve

ameriške vlade pri izvozu visokotehnoloških izdelkov na Kitajsko še dodatno krepijo prevlado ZDA. To pa seveda ne pomeni, da se dobre naložbene možnosti pojavljajo izključno v ZDA.

Umetna inteligenca vedno bolj prodira v javno sfero.

Prijubljenost besedne zveze »Artificial intelligence« v iskalniku Google skozi čas



Vir: Google Trends

Tudi evropska podjetja so zelo pomembna v AI dobaviteljski verigi polprevodnikov, infrastrukturi nasploh, vesoljski in obrambni industriji. Nekatera podjetja imajo pri visokotehnoloških proizvodih skoraj monopolni položaj, kot denimo nizozemsko podjetje ASML, ki v letu 2024 zaradi ameriških omejitev izvoza ni moglo povsem nadomestiti izpada prihodkov s Kitajske. Kupcev izdelkov tega podjetja ni veliko, saj najnaprednejši proizvodi (tehnologija ekstremne ultravijolične litografije) dosegajo vrtooglave cene (do 380 milijonov USD).

Enako ima skoraj monopolni položaj uporabnik oziroma glavni kupec proizvodov podjetja ASML, tajvansko podjetje TSMC, ki lahko edino v večjih količinah proizvede najnaprednejše procesorje za podjetja, kot so: AMD, NVIDIA ali Apple (npr. A18 Pro procesor v iPhonih 16 Pro, izdelan v 3nm

tehnologiji). V letu 2025 lahko pričakujemo že uporabo 2nm tehnologije pri proizvodnji najnovjših procesorjev. ZDA se zavedajo superiornosti tajvanskega podjetja, zato so subvencionirale izgradnjo tovarn tega podjetja v Arizonski puščavi, severno od Phoenixa. Prva postavljena enota je že najmodernejša tovarna (t.i. fab) za proizvodnjo procesorjev, ki je kadarkoli stala v ZDA. Ameriški Intel je kljub zajetnim subvencijam namreč še vedno precej oddaljen od masovne proizvodnje najnaprednejših procesorjev.

Čeprav so ZDA vodilne pri razvoju in uporabi umetne inteligence, to še ne pomeni, da dobre naložbene priložnosti na tem področju obstajajo izključno v največjem gospodarstvu na svetu.

NVIDIA Blackwell GB200 GPU

Blackwell je najbolj pričakovana grafično procesna enota za postavljanje in uporabo modelov umetne inteligence, ki se bo masovno proizvajala v letu 2025. Mimogrede, grafično procesne enote so že dolga desetletja poznane zagrizenim igralcem računalniških 3D iger in v kasnejših obdobjih tudi t.i. rudarjem kripto valut. Vodilna tehnološka podjetja so že pohitela s prednaročili, saj naj bi bil Blackwell 25-krat bolj energijsko učinkovit in 30-krat hitrejši kot njegov predhodnik - H100 GPU.

Nekatere ocene kažejo, da bodo do leta 2030 AI modeli za treniranje zahtevali do 10.000-krat večjo računsko moč kot današnji modeli.

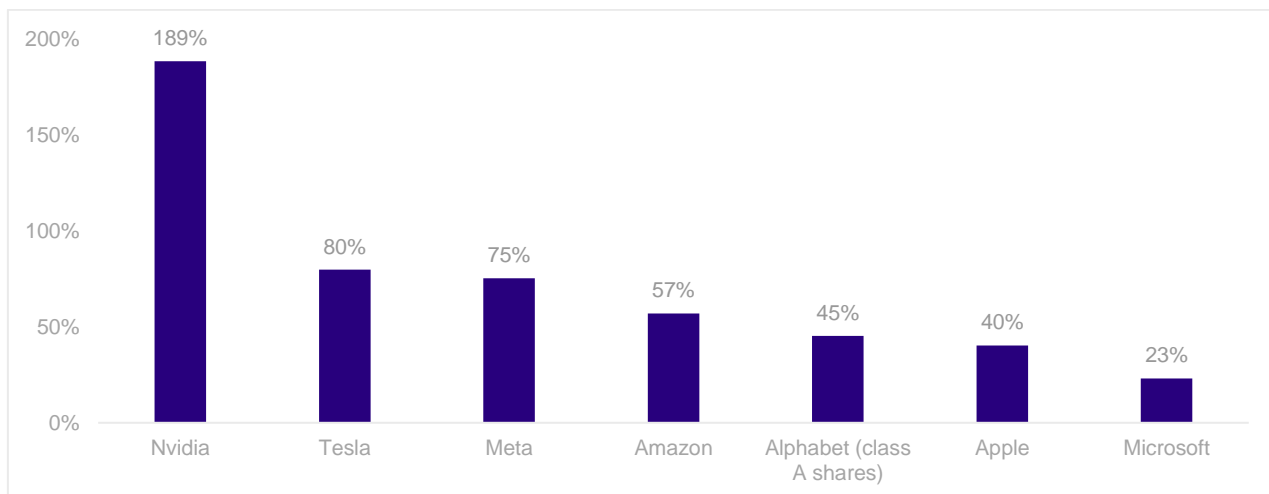
V letu 2025 veliko pričakujemo tudi od nadgradenj obstoječih modelov umetne inteligence, ki jih

uporabniki že dlje časa uporabljamo v praksi. Predsednik podjetja OpenAI, Sam Altman, nam za leto 2025 obljublja model GPT-5, ki naj bi omogočal napredno razmišljanje, večjo zanesljivost in avtonomne t.i. AI agente, ki bodo kos realnim problemom brez nadzora oziroma usmerjanja ljudi.

Če se bodo napovedi izkazale za točne, GPT-5 ne bo samo "pametnejši," ampak bo omogočil prehod iz pasivnega pomočnika (odgovarjanje na vprašanja, predlogi) v aktivnega sodelavca, ki lahko prevzame kompleksne naloge in jih opravi avtonomno. To bi močno povečalo učinkovitost v podjetjih, hkrati pa sprožilo etična vprašanja o zaupanju, odgovornosti in vplivu na delovna mesta.

Nvidia najdonosnejša med podjetji v skupini »veličastnih 7«

Donosnost delnic »veličastnih 7« v letu 2024 v EUR



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2024.

SLM, odprtokodni sistemi, kvantno računalništvo in ostalo

Modeli ne postajajo samo pametnejši, hitrejši in bolj kompleksni. Razvoj hkrati poteka tudi v smeri manjših modelov (Small Language Model – SLM), ki so veliko cenejši in zahtevajo manj podatkov ter bistveno manj energije. Dodatna prednost je, da manjši modeli lahko delujejo lokalno na različnih napravah (pametni telefon, PC, itd.), torej se ne zanašajo na podatke iz oblaka.

Zelo aktivno na tem področju je denimo podjetje Qualcomm z najnovejšimi procesorji serije Snapdragon, ki se zaenkrat še lahko prodajo tudi na Kitajskem (zaradi sankcij je izvzeta prodaja podjetju Huawei, ne pa tudi podjetju Xiaomi).

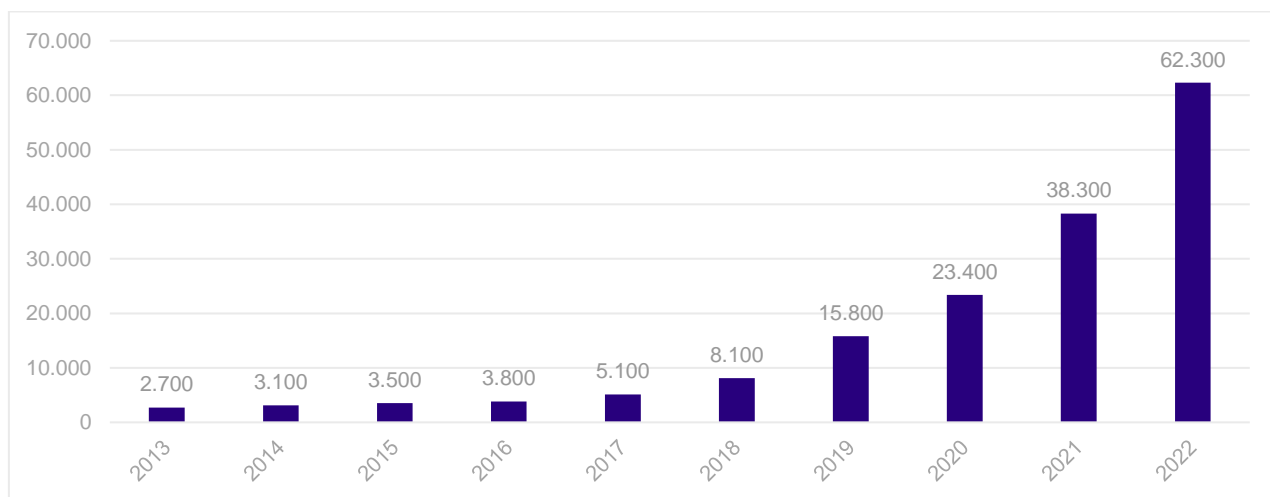
Pri izdelavi modelov seveda prednjačijo največja tehnološka podjetja z najvišjimi denarnimi tokovi,

ki jih lahko namenijo izdatnim naložbam, razpolagajo pa tudi z največjo računsko močjo. Na drugi strani smo priča hitremu razvoju manjših odprtokodnih modelov. Spletna stran Hugging Face, ki je nekakšno omrežje entuziastov, je gostila v času pisanja tega prispevka že 900.000 različnih modelov, kar kaže na hitro rastočo konkurenco.

Odprtokodni modeli niso značilnost samo malih razvijalcev, saj nanj stavi tudi Meta (model LLaMA), ki na ta način želi izničiti začetno prednost podjetja OpenAI (kljub imenu »open« gre tu za zaprt sistem). Da je področje umetne inteligence zares hitro rastoče, kaže tudi globalni trend registriranih patentov. V letu 2010 je bilo registriranih 2.000 patentov, v letu 2022 pa že preko 60.000.

Razvoj umetne inteligence hitro napreduje

Število patentov, povezanih z AI (globalno)



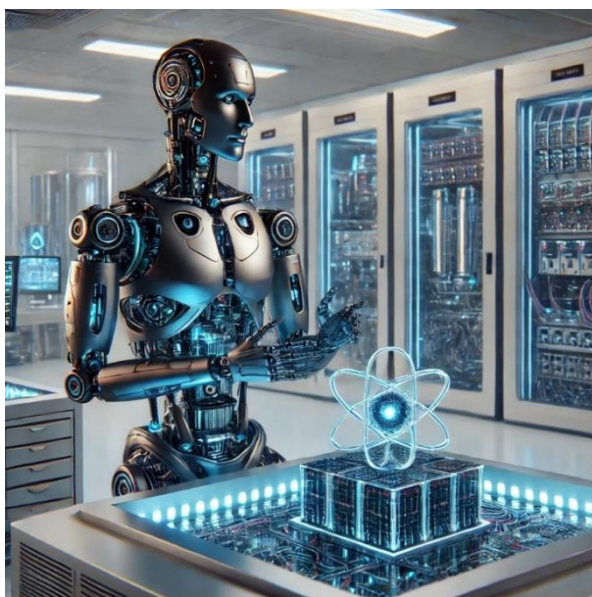
Vir: Stanford HAI Research.

Google je decembra 2024 razkril kvantni procesor Willow, ki naj bi po besedah proizvajalca določene probleme rešil v 5 minutah, za kar naj bi obstoječi super računalniki potrebovali več časa, kot obstaja

vesolje (10^{25} let). Teh trditev seveda ni možno ravno preveriti, postaja pa vedno bolj jasno, da so kvantni računalniki svojo pot našli tudi pri gradnji

AI modelov (Google Quantum AI, IBM Quantum Machine Learning – QML).

Največja uporabnost kvantnih sistemov je pričakovana na področjih, kot so odkrivanje novih zdravil, optimizacija naložbenih portfeljev, odkrivanje novih surovin, jedrska fuzija, optimizacija baterij (tudi za daljše vožnje z električnimi vozili).



Velika tehnološka podjetja ponujajo storitve kvantnih platform v oblaku (Amazon Braket, IBM Quantum Experience itd.), tako da na tem področju svoj prostor pod soncem lahko najdejo zagonska podjetja.

Posebno poglavje so modeli, ki so grajeni na omrežju za veriženje blokov (blockchain), kjer nekateri projekti skušajo odpraviti pomembno kritiko največjih obstoječih AI modelov – centralizacijo. To je tudi eden izmed očitkov (poleg profitnega motiva in povezave z Microsoftom) Elona Muska Samu Altmanu, predsedniku podjetja OpenAI.

Zakaj poteka razvoj AI modelov tudi na blockchain omrežju?

- Decentralizacija: noben posameznik ali organizacija ni ekskluzivni lastnik takšnega modela.
- Spodbude: razvijalci tekmujejo med sabo pri ustvarjanju najboljših možnih rešitev in so nagrajeni s kripto žetoni, ki jih lahko prodajo tudi na prostem trgu.
- Dobro nastavljen model razvoja in nagrad lahko pritegne razvijalce s celega sveta, brez zamudne birokracije pri zaposlovanju.
- Špekulacije: rast cen kripto žetonov pritegne dodatne nove razvijalce.
- Celovitost podatkov: blockchain zagotavlja, da podatki, ki jih uporabljajo modeli umetne inteligence, ostanejo varni in nespremenljivi.
- Lastništvo in izvor: blockchain lahko sledi uporabi modela in vzdržuje zgodovino sprememb.
- Tudi odprtokodni sistemi, kot je LLaMA podjetja Meta, nimajo vseh prednosti decentraliziranega blockchain modela.

Vpliv AI na geopolitične razmere

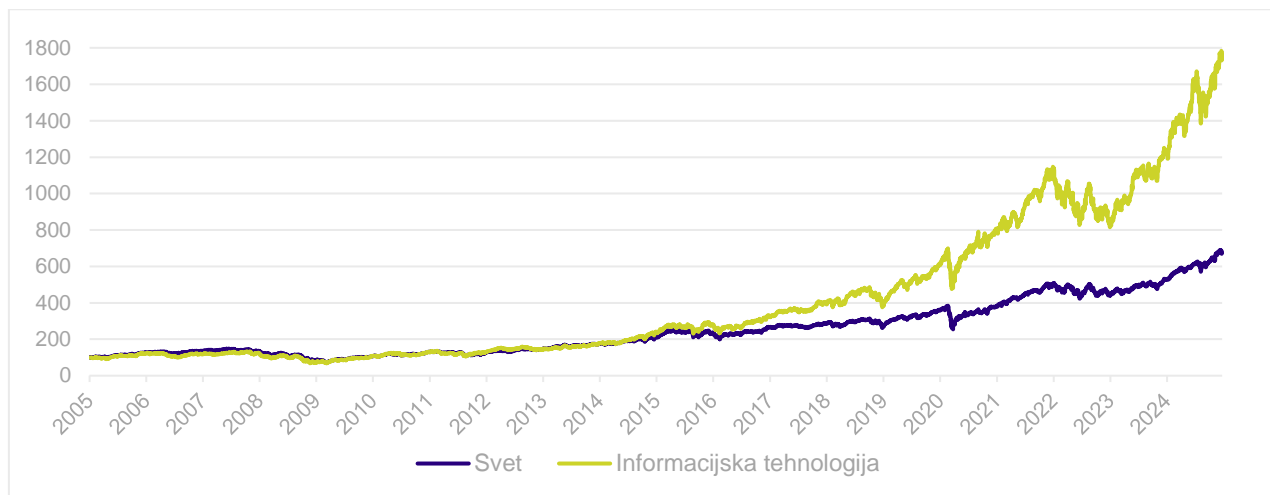
Uporabnost umetne inteligence ima vedno večji geostrateški pomen, saj lahko predstavlja ključno prednost v primeru različnih svetovnih konfliktov. Na eni strani lahko pričakujemo še več protekcionističnih ukrepov, po drugi strani pa celo hitrejši napredek, saj bodoča Trumpova administracija teži k nižji stopnji regulacije na različnih področjih.

Zaradi izvoznih omejitev so ameriška podjetja, ki ustvarijo pomemben del prihodkov izven ZDA, poslovno v zahtevnejšem položaju v primerjavi s

tistimi, ki večinoma poslujejo v ZDA oziroma z njenimi tesnimi zaveznicami.

Delnice visokotehnoloških družb so precej donosnejše od povprečja kapitalskih trgov

Primerjava donosnosti svetovnega delniškega indeksa ter indeksa delnic informacijske tehnologije v EUR



Indeksi: MSCI World Total Return Index, MSCI World Information Technology Total Return Index

Vir: Bloomberg, 20. 12. 2024

Razporeditev AI naložb na področja

Naložbe, ki so povezane z AI, lahko razdelimo na več osnovnih področjih ali faz: infrastrukturno področje oziroma faza gradnje, faza uporabe in transformacijska faza. Menimo, da je z naložbenega vidika še vedno med bolj privlačnimi infrastrukturno področje, ki lahko ustvarja največ prostega denarnega toka, medtem ko se podjetja iz faze uporabe (predvsem podjetja iz širše panožne skupine programske opreme) s široko odprtimi denarnicami borijo za prve pošiljke novih polprevodnikov (denimo za že omenjeni Blackwell GB200 GPU). Kot rečeno, lahko na infrastrukturnem področju najdemo podjetja, ki so vodilna tudi v Evropi in Aziji, zato ponuja ta segment odlično geografsko razpršitev.

V naslednje področje sodijo podjetja, ki zagotavljajo uporabnikom različna AI orodja za osebno in poslovno rabo (generiranje besedil,

video posnetkov, slik, pripomočkov za kodiranje oziroma programiranje, govor itd.).

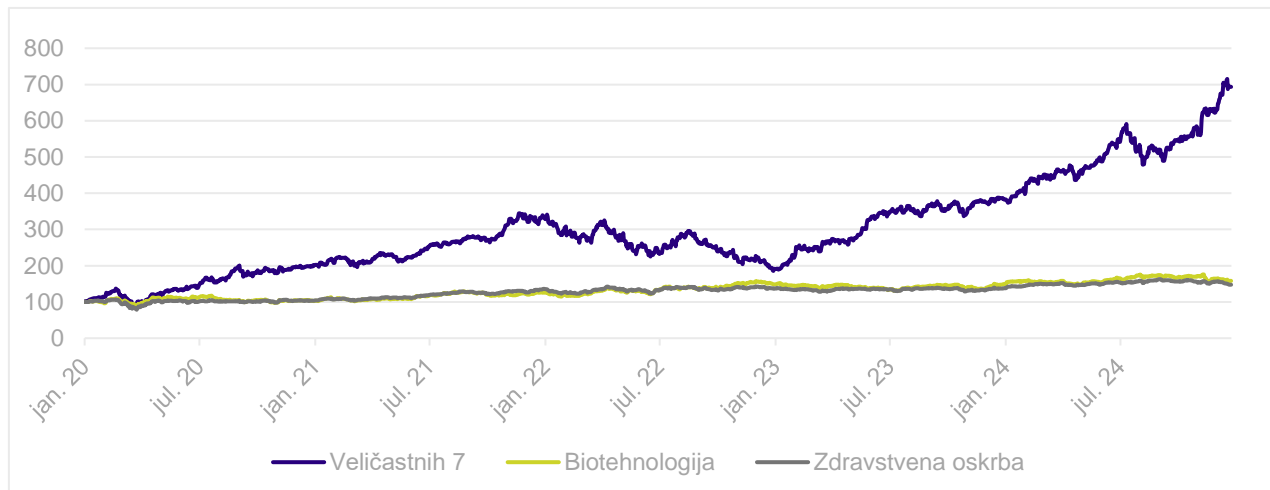
Podjetja iz te faze zaenkrat enormno povprašujejo po izdelkih z infrastrukturnega področja, sam denarni tok, ki ga generirajo, pa pri večini podjetij še ne opravičuje velikih investicij. Ta trenutek ni možno z veliko stopnjo verjetnosti izbrati bodočega zmagovalca med temi podjetji, zato je nujno potrebna še večja stopnja razpršitve kot pri naložbah v delnice podjetij z infrastrukturnega področja. Microsoft ima preko kapitalске naložbe v podjetje OpenAI in uporabe nekaterih rešitev v MS Copilotu do neke mere vodilni položaj na trgu, vendar mu drugi hitro sledijo.

Na tretjem področju so podjetja (npr. iz panog zdravstvene oskrbe in biotehnologije), ki bodo z uporabo AI rešitev iz druge faze lahko opazno preoblikovala obstoječe poslovne modele.

Nekatera izmed teh področjih nekoliko bolj podrobno predstavljamo v nadaljevanju.

Naložbe v zdravstvo se v zadnjih letih niso izkazale

Primerjava donosnosti izbranih indeksov v EUR



Indeksi: Bloomberg Magnificent 7 Total Return Index, MSCI World Biotechnology Gross Total Return Index, MSCI World Health Care Gross Total Return Index

Vir: Bloomberg, 20. 12. 2024

Zdravstvena oskrba in biotehnologija

Panogi zdravstvene oskrbe in biotehnologije sta, morda nekoliko neupravičeno, v zadnjih letih znatno zaostajali za velikimi ameriški tehnološkimi podjetji. Panogi namreč nimata zanemarljivega potenciala v dobi umetne inteligence, predvsem v smislu sposobnosti analiziranja velikih podatkovnih nizov.

Stroški sekvenciranja DNK so v zadnjih desetletjih drastično upadli – s 100 milijonov USD leta 2001 na zgolj 50 USD leta 2022 za sekvenciranje enega človeškega genoma. Ta napredek prinaša izjemne možnosti za izboljšanje učinkovitosti in znižanje stroškov razvoja novih zdravil ter odkritij na področju terapij. Pomembno vlogo pri novih odkritjih imajo modeli umetne inteligence in izračuni s pomočjo kvantnih računalnikov.

Banke in finančne storitve

V finančni industriji vidimo več področij, kjer lahko umetna inteligenca bistveno izboljša delovanje bank in finančnih institucij:

- Večja učinkovitost kodiranja.
- Napredno pridobivanje podatkov.
- Uporaba virtualnih asistentov in pogovornih botov.
- Avtomatizacija procesov.
- Posamezniku prilagojeni finančni nasveti.
- Preventivno zaznavanje tveganj.
- Povečanje konkurenčnosti: tiste institucije, ki uspešno vključujejo AI v svoje poslovanje, lahko pridobijo strateško prednost pred konkurenco.

Robotika in kibernetska varnost

Kibernetski kriminal postaja ena največjih groženj sodobni družbi. V takem okolju je umetna

inteligenca ključna za avtomatizacijo procesov, od zaznave groženj do analize njihove nevarnosti.

Sistemi, podprti z umetno inteligenco, omogočajo zelo hitro odzivanje.

V prihodnje lahko pričakujemo, da bo varnost postala še večji delež proračunov podjetij, pri čemer bodo največ pridobili ponudniki rešitev za zaščito infrastrukture in podatkov.



Področje robotike prav tako odpira nove, vznemirljive možnosti. Napredne tehnologije, kot so avtonomna vozila in humanoidni roboti, ki jih poganja umetna inteligenca, postajajo resničnost. Ne preseneča, da je nedavno predstavljeni robot Optimus podjetja Tesla, požel veliko zanimanja. Hkrati pa je, vsaj kar se tiče vrednotenja v očeh vlagateljev, Teslo v še večji meri prestavil iz avtomobilske industrije v tehnološki sektor.

»Stara« ekonomija

Veliki apetiti tehnoloških podjetij postajajo vse bolj povezani z razpoložljivostjo električne energije in ustrezne infrastrukture. Razveseljivo je, da bodo od te rasti imela koristi tudi podjetja iz t. i. "stare ekonomije", ki so v preteklosti pogosto stagnirala (denimo iz sektorja javne oskrbe).

Za podjetja, ki delujejo na področju infrastrukture, obnovljivih virov energije in proizvodnje surovin, se

odpira veliko priložnosti. Rast povpraševanja po bakru, aluminiju in drugih ključnih materialih bo poganjala vlaganja v rudarsko industrijo in reciklažo surovin.

Ocenjuje se, da bo povpraševanje po energiji s strani podatkovnih centrov do leta 2030 naraslo za kar 160 %, kar bo povzročilo rast porabe električne energije v ZDA in Evropi na ravni, kakršne nismo videli že več desetletij. Pričakuje se, da bodo podatkovni centri do leta 2030 predstavljali približno 8 % celotne porabe električne energije v ZDA, kar je precejšen skok v primerjavi s trenutnimi 3 %.

Kakšno vlogo bi pri zagotavljanju potrebne energije za podatkovne centre lahko imeli mali modularni jedrski reaktorji (SMR) in obnovljivi viri s sistemi za shranjevanje energije, podrobneje pišemo v ločenih prispevkih.

Tveganja

Na kratek rok so kakršnekoli naložbe v delnice tvegane, še posebno v tiste, ki kotirajo pri visokih kazalnikih vrednotenja zaradi (pre)optimističnih prihodnjih pričakovanj. To nedvomno drži za delnice podjetij, kjer so vključena optimistična pričakovanja glede nadaljnega razvoja umetne inteligence. Dodatno bi radi opozorili na koncept tematskega vlaganja pri obetajočih novih tehnologijah.

Splošne »resnice« pri novih tehnologijah

Prihod nove tehnologije tipično prinese veliko zanimanje javnosti, uporabnikov in pritegne veliko svežega kapitala. Pričakovanja so velika, vrednosti delnic pionirskih podjetij letijo v nebo. Mamljive marže privabljajo nove konkurenčne družbe, ki ogrožajo dobičke obstoječih podjetij, s

tem pa ustvarjajo tudi pritisk na tržno vrednost kapitala prvotnih zmagovalcev.

Veliko takih primerov smo že videli v zgodovini, kot na primer izum in komercializacija telefona, radia, osebnih računalnikov in interneta. Marsikdo se še spomni vzpona osebnih računalnikov, ki ga je v osemdesetih letih vodilo podjetje IBM.

Hitro večanje konkurence je nekatere takratne vzpenjajoče se zvezde spravilo ob posel, med drugimi tudi ameriški Commodore in britanski Sinclair Research, ki sta bila zelo priljubljena tudi v Sloveniji z modeli Commodore 64 in ZX Spectrum 48K. Nekaj preživelih podjetij si je še dolga leta lizalo bojne rane, industrija pa je sčasoma postala zrelejša z zgolj peščico zmagovalcev.



Empirične analize sicer kažejo, da večje tehnološke inovacije (v vzorec je bilo vzeto obdobje med 1825 in 2000) pri skoraj treh četrtinah primerov vodijo v nastanek balona na delniških trgih.

To pa ne pomeni, da nova tehnologija ne bo uspela. Iz tovrstnih zgodb vedno izstopijo tudi zmagovalna podjetja, seveda tudi na račun zatona ostalih, ki se jih potem spominjamo z nostalgijo in

občudujemo v muzejih zaradi njihove pionirske vloge.

Dobra stran je, da na račun povečane konkurence največ pridobi potrošnik, ki lahko uživa v novih izdelkih in storitvah po nižjih cenah. Bo denimo OpenAI brez uvedbe novih funkcionalnosti še dolgo lahko zaračunaval 20 USD mesečne naročnine, ko pa je ravnokar postal širše dostopen Muskov Grok 2.0, ki je brezplačno na voljo uporabnikom znotraj platforme X? Po prvih vtisih lahko Grok opravi okoli 90 % stvari običajnih uporabnikov enako dobro kot plačljiva različica ChatGPT.

Zaključna misel

Menimo, da kljub nadpovprečni pretekli rasti tehnološki sektor še ni šel preko vseh razumnih mej vrednotenja. Nenazadnje je od vrha, doseženega tik pred veliko finančno krizo (2007–2009), povprečni dobiček na delnico globalnega tehnološkega sektorja kumulativno zrasel za 400 %, medtem ko so vsi ostali sektorji dosegli relativno skromno 25 % rast.

Nedvomno so trenutna vrednotenja delnic visoka, ne gre pa za ekscesne nivoje kot v 70-ih (t.i. Nifty Fifty balon), v 80-ih (japonski balon) ali kot na prelomu tisočletja, ko je prišlo do poka tehnološkega balona (.com).

Po donosnosti v zadnjih letih prednjači ozka skupina največjih podjetij po tržni kapitalizaciji. Pomembno je, da poleg osnovne razpršitve premoženja tudi znotraj vlaganja v podjetja na področju AI zares dobro razpršimo premoženje.

Poleg klasičnih velikanov tehnološkega razvoja vidimo priložnost v dodatni razpršitvi in vključitvi manjših, manj znanih podjetij. Čeprav je v tem

segmentu težje prepoznati bodoče zmagovalce, so potencialne nagrade za uspešno izbiro toliko večje.

Celoten trg je močno odvisen od nekaj visoko donosnih zmagovalnih podjetij. Če ta izpustimo, lahko pride do nadpovprečno visoke kolateralne škode v portfelju. Pri tem moramo upoštevati tudi občasne cenovne popravke vrednosti delnic, ki so običajen pojav na kapitalskih trgih, tudi v bikovskih trendih.

Jedrska energija v prihodnosti: priložnosti in tveganja

Ali je jedrska energija ključ do energetske trajnostne prihodnosti? Z novimi tehnologijami, kot so mali modularni reaktorji (SMR), ponuja priložnosti za stabilno oskrbo z elektriko in vlaganja v rudarjenje urana, kapitalne dobrine ter javne storitve, a hkrati odpira vprašanja o stroških, kompleksnosti projektov in cenovni vzdržnosti.



Matej Gosar, CFA

Upravitelj premoženja

V energetiki se že desetletja izraža jasna potreba po stabilnem viru energije, ki ne povzroča izpustov ogljikovega dioksida. Predvsem evropske države so svojo prihodnjo energetske usmeritev gradile na obnovljivih virih, torej takih, ki niso fosilnega izvora. Jedrske energije v nacionalnih energetskih strategijah sprva niso namenjale večje pozornosti. Po jedrski nesreči v Fukušimi leta 2011 se je v javni razpravi uveljavilo stališče o postopnem opuščanju jedrske energije, kar je bilo najizraziteje opazno v Nemčiji, ki se je odločila zapreti vse delujoče jedrske elektrarne.

Energetska kriza leta 2022

Tako se je Evropa pri oblikovanju svoje energetske prihodnosti zanašala predvsem na obnovljive vire, kot sta sončna in vetrna energija, ter na uvoz zemeljskega plina, ki je nekoliko paradoksalno fosilnega izvora. Rezultat takšne energetske politike je bila energetska kriza, ki je izbruhnila leta 2022. Povzročili so jo številni dejavniki: neugodne

vremenske razmere, povečano povpraševanje po energiji po koncu pandemije, tehnične težave v francoskih jedrskih elektrarnah in postopno opuščanje premoga. Sprožilni dogodek pa je bila ruska invazija na Ukrajino, ki je razgalila evropsko odvisnost od enega dobavitelja zemeljskega plina.

Globalna potreba po električni energiji

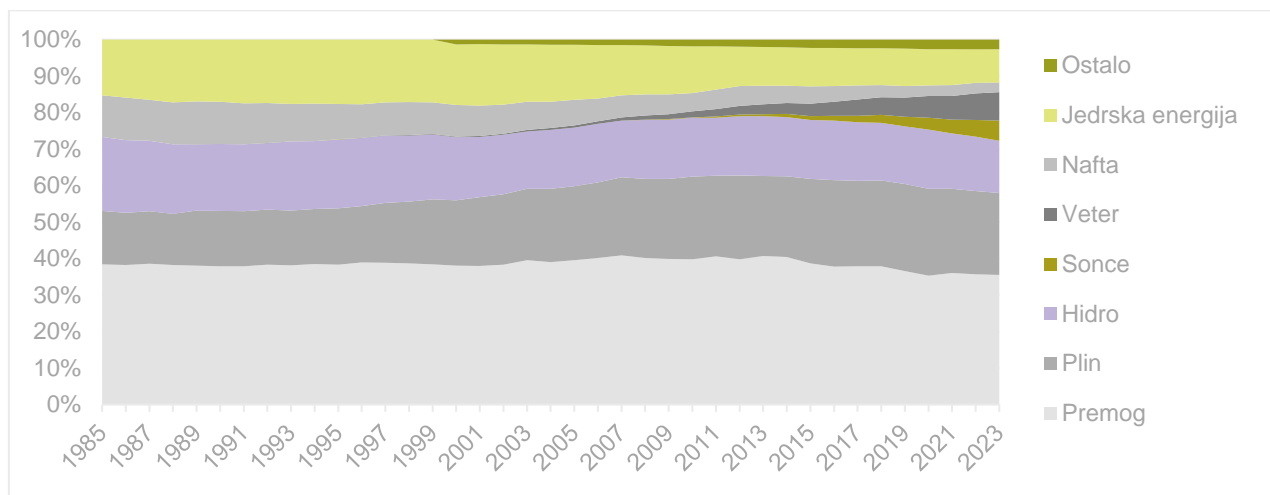
V kombinaciji z omenjenimi energetske izzivi naj bi se po ocenah mednarodnih energetskih agencij in evropskih institucij poraba električne energije v Evropi do leta 2040 povečala za 20–30 %. Glavni razlogi za to rast so predvsem elektrifikacija in zeleni prehod v prometu, širša uporaba toplotnih črpalk pri ogrevanju ter elektrifikacija industrije. Drugod po svetu naj bi se poraba elektrike do leta 2040 povečala še bolj, in sicer za 40–50 %. Poleg dejavnikov, značilnih za Evropo, k temu prispevajo hitra gospodarska rast, naraščajoča urbanizacija, rastoče svetovno prebivalstvo, digitalizacija in razvoj novih tehnologij, zlasti umetne inteligence (AI). V ZDA je vpliv AI še posebej izrazit, saj tam razvoj in uporaba tovrstne tehnologije doživljata pravi razcvet. Opaziti je tudi trend, da uporabniki za iskanje informacij namesto klasičnih spletnih iskalnikov vedno pogosteje uporabljajo rešitve, ki temeljijo na AI. Med njimi izstopa ChatGPT, za katerega konservativne ocene navajajo že okoli 200 milijonov uporabnikov. Poraba energije pri posameznem iskanju z uporabo ChatGPT naj bi znašala do 25-krat več kot pri iskanju s pomočjo Googla. Poleg tega se z razmahom AI hitro

povečuje tudi razpršenost platform, ki jo uporabljajo – AI klepetalne asistente danes najdemo v iskalnikih, aplikacijah, delovnih okoljih

in številnih integriranih sistemih. Ocenjuje se, da bo umetna inteligenca do leta 2030 porabila toliko energije, kot jo danes porabi celotna Francija.

Fosilna goriva še vedno prevladujejo

Viri energije za proizvodnjo elektrike med letoma 1985 in 2023 – globalno



Vir: Our world in data

Zaradi vseh naštetih dejavnikov se jedrska energija ponuja kot edina preverjena in zanesljiva tehnologija, ki lahko v stabilni obliki zagotovi velike količine potrebne električne energije, neodvisno od vremenskih razmer. V vse bolj zaostrenih geopolitičnih razmerah lahko pomembno prispeva k zmanjšanju odvisnosti od uvoza energije. Hkrati to dosega s skoraj ničelnim ogljičnim odtisom ter tako pripomore k boju proti podnebnim spremembam, ne da bi pri tem negativno vplivala na razvoj in gospodarsko rast.

Novi pristopi

V razmišljanju odločevalcev na državni in zasebni ravni je tako prišlo do hitrega preobrata v dojemanju jedrske energije kot vira prihodnosti. Pospešilo se je načrtovanje naložb v razvoj novih jedrskih tehnologij ter širitev zmogljivosti, ki temeljijo na starejših rešitvah. Med novimi pristopi največ pozornosti pritegnejo mali modularni

reaktorji (SMR), ki v primerjavi z uveljavljenimi, večjimi reaktorji izkazujejo številne prednosti. Odlikuje jih modularna zasnova, serijska proizvodnja in hitrejša gradnja, kar zniža začetne stroške, zmanjša finančno tveganje in poenostavi vpeljavo v energetske sistem. Manjša velikost in modularnost omogočata postopno prilagajanje zmogljivosti dejanskim potrebam trga, kompaktna zasnova ter uporaba pasivnih varnostnih sistemov pa zagotavljata višjo stopnjo varnosti in manjšo verjetnost hudih nesreč. SMR omogočajo preprostejšo umestitev v različna geografska območja, lažjo integracijo z raznolikimi energetske viri, spodbujajo inovacije pri izrabi jedrskega goriva ter tako vzpostavljajo temelje za dolgoročno, cenovno dostopno in okoljsko sprejemljivo jedrsko energijo. Pri tem je pomembno poudariti, da so mali modularni reaktorji relativno nova tehnologija. Trenutno so reaktorji, ki so že v uporabi in priključeni na omrežje, samo na Kitajskem in v Rusiji. Priključitev

na omrežje pa se v kratkem pričakuje tudi v ZDA, Argentini in Kanadi.

Priložnosti v posameznih panogah

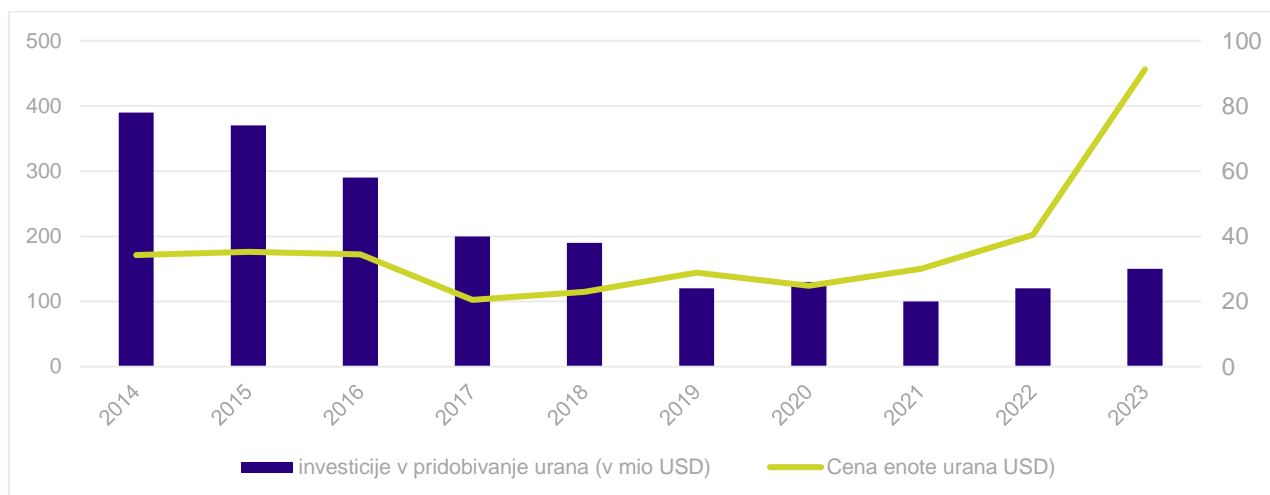
Priložnosti, povezane z jedrsko energijo, se pojavljajo predvsem v panogah materialov (rudarjenje urana), trajnih dobrin (capital goods) in javnih storitev (utilities). Med temi se morda najbolj očitne priložnosti nahajajo prav v panogi rudarjenja urana. Ta panoga je bila zaradi dolgoletno nizkih cen urana, ki niso pokrivale

stroškov proizvodnje, precej zunaj zanimanja vlagateljev, kar se je odrazilo tudi na občutnem upadu že tako nizkih vrednosti naložb.

Prenizke investicije panoge in njena tehnološko zahtevna narava bi lahko povzročili, da ob povečanju povpraševanja po uranu ne bo na voljo dovolj proizvodnih kapacitet. To bi lahko privedlo do občutnega dviga cen urana, kar bi posledično omogočilo višje dobičke podjetjem, ki so že uveljavljena v tej panogi. Do določene mere se to že dogaja.

Investicije v rudnike urana precej zaostajajo za ceno urana

Gibanje cen urana v primerjavi z vrednostno investicij v rudarjenje urana

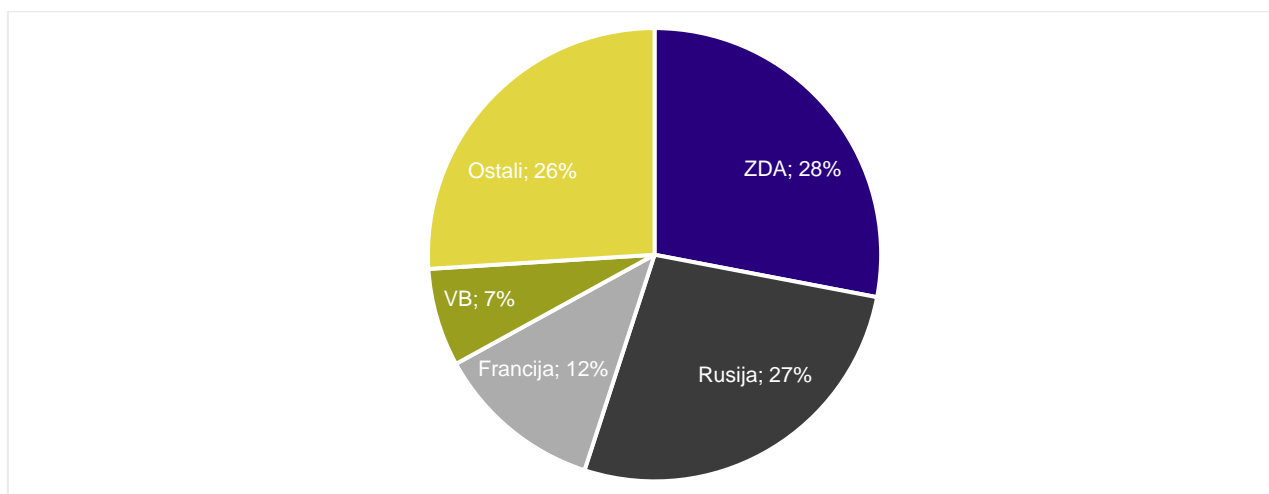


Vir: Bloomberg, Alpine Macro

Dodaten izziv v panogi predstavlja tudi relativno majhno število držav, ki so vir obogatene urana, primerne za gorivo v jedrskih elektrarnah. To lahko povzroča dodatne ovire pri hitrem povečanju količine urana ob povečanem povpraševanju, kar

pa hkrati pomeni prednost za obstoječa podjetja v panogi. Iz grafa je razvidna geografska razpršitev virov urana, ki se trenutno uporablja v jedrskih elektrarnah v ZDA.

Izvor urana, uporabljenega v jedrskih elektrarnah ZDA



Vir: Alpine Macro

V panogi trajnih dobrin se je mogoče izpostaviti podjetjem, ki delujejo kot dobavitelji opreme in komponent za jedrske elektrarne, ter tistim, ki razvijajo male modularne reaktorje (SMR). Privlačna so tudi podjetja, ki dobavljajo ključna orodja za zagotavljanje varnosti, na primer za merjenje in analizo sevanja. Zaradi zahtevnosti izgradnje jedrskih elektrarn so lahko zanimive naložbe tudi podjetja, ki ponujajo celovite storitve skozi celoten jedrski življenjski cikel. To vključuje svetovanje, terenske storitve, tehnologijo, rezervne dele, podporo za reaktorje, razgradnjo in upravljanje odpadkov ter inženirske storitve. Ob povečanem povpraševanju se lahko pojavi tveganje za pomanjkanje kadra z ustreznimi znanji.

Tveganja

Vsako priložnost spremljajo tudi tveganja, kar velja tudi za investicije v jedrsko tehnologijo. Z ekonomskega vidika se pri tovrstnih projektih pojavljata dve glavni vrsti tveganj:

1. Pravočasen zaključek projekta v okviru predvidenega proračuna. Pri novejših projektih, zlasti v Evropi, se je izkazalo, da stroški in časovni okviri pogosto močno presegajo prvotne načrte – v nekaterih primerih celo za več kot 100 %.
2. Ustrezna pokritost stroškov z bodočo ceno električne energije. Uspešnost projekta je odvisna od tega, ali bo cena električne energije omogočila pokritje stroškovne cene na enoto. Če se napovedi bodočega povpraševanja izkažejo za napačne, lahko cena elektrike na dolgi rok stagnira ali celo upade. V nekaterih primerih bi se države lahko odločile za vlaganje v jedrsko energijo, tudi če bi na enoto električne energije pričakovale izgubo. Takšne odločitve bi temeljile na strateškem premisleku o varnosti in stabilnosti oskrbe z električno energijo.

Infrastruktura kot naložbeni razred

Infrastrukturne naložbe se v zadnjih letih uveljavljajo kot nov naložbeni razred dolgoročne narave. Ponuja stabilne in zanesljive donose, zaščito pred inflacijo ter pomembno prispeva k razpršitvi tveganj v portfelju.



Mateja Živec, CFA, FRM, CAIA

Svetovalka direktorja Sektorja alternativnih investicijskih skladov

Ključno vprašanje za vlagatelje je, kako in kdaj vključiti tovrstne naložbe v portfelj glede na posamezne cilje in strategije. Med profesionalnimi vlagatelji pa skorajda ni več dvoma o pomembnosti strateške alokacije sredstev, ki vključujejo alternativne naložbe, med njimi tudi infrastrukturo. Takšno razmišljanje postaja vse bolj razširjeno tudi med premožnejšimi posamezniki, ki aktivno upravljajo svoje premoženje.

Kaj so infrastrukturne naložbe?

Infrastrukturne naložbe so vlaganja v fizična sredstva, ki omogočajo osnovne storitve in javne dobrine, bistvene za delovanje gospodarstva in družbe. Sem sodijo:

- Transportna infrastruktura: ceste, železnice, letališča in pristanišča.
- Energetska infrastruktura: elektrarne, daljnovodi in distribucijska omrežja.

- Vodna in sanitarna infrastruktura: vodovodi, kanalizacija ter čistilne naprave.
- Telekomunikacijska infrastruktura: omrežja za mobilne in internetne storitve ter podatkovni centri.
- Socialna infrastruktura: bolnišnice, šole in drugi javni objekti, kot so zapori.

Tradicionalno je razvoj infrastrukture financirala država. Vendar pa so se z rastjo infrastrukturnih potreb, omejenimi proračunskimi sredstvi in iskanjem dolgoročnih stabilnih donosov razvile tudi oblike vlaganja zasebnega kapitala.

Zasebni kapital danes dopolnjuje javne naložbe, pri čemer prispeva inovativne rešitve, povečuje učinkovitost in omogoča dostop do globalnih finančnih virov, kar podpira trajnostni razvoj.

Prednosti za vlagatelje

Infrastrukturne naložbe vlagateljem zagotavljajo stabilne denarne tokove zaradi dolgoročnih pogodb in reguliranih prihodkov, kar zmanjšuje nihajnost. Poleg tega nudijo zaščito pred inflacijo, saj so prihodki pogosto indeksirani nanjo, infrastrukturalna sredstva pa ohranjajo svojo vrednost. Nizka korelacija z drugimi razredi sredstev omogoča boljšo razpršitev tveganj.

Pristop profesionalnih vlagateljev

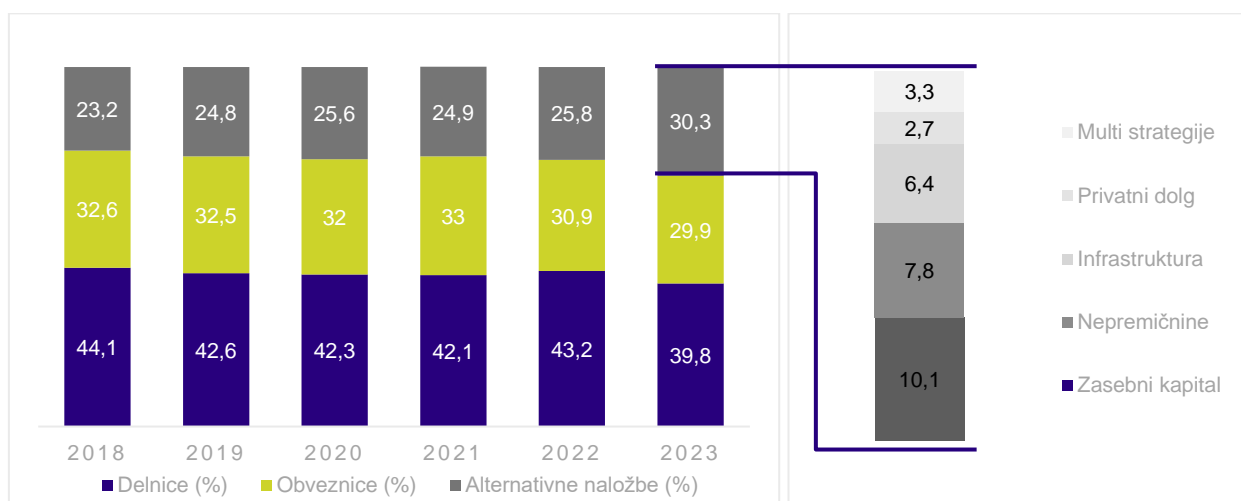
Profesionalni vlagatelji v zadnjih letih v svoje portfelje vse bolj vpeljujejo alternativne naložbe

vključno z infrastrukturnimi naložbami. Pokojninski skladi in zavarovalnice so zaradi dolgoročne narave svojih obveznosti, ki se sklada z dolgoročno naravo infrastrukturnih naložb, še posebej primerni vlagatelji. Podatki iz spodnjega grafa kažejo, da se je v obdobju od leta 2018 dalje delež alternativnih naložb vztrajno povečeval in po

zadnjih podatkih obsega v povprečju dobrih 30 % portfelja.

Delež alternativnih naložb se vztrajno povečuje

Struktura naložb institucionalnih vlagateljev



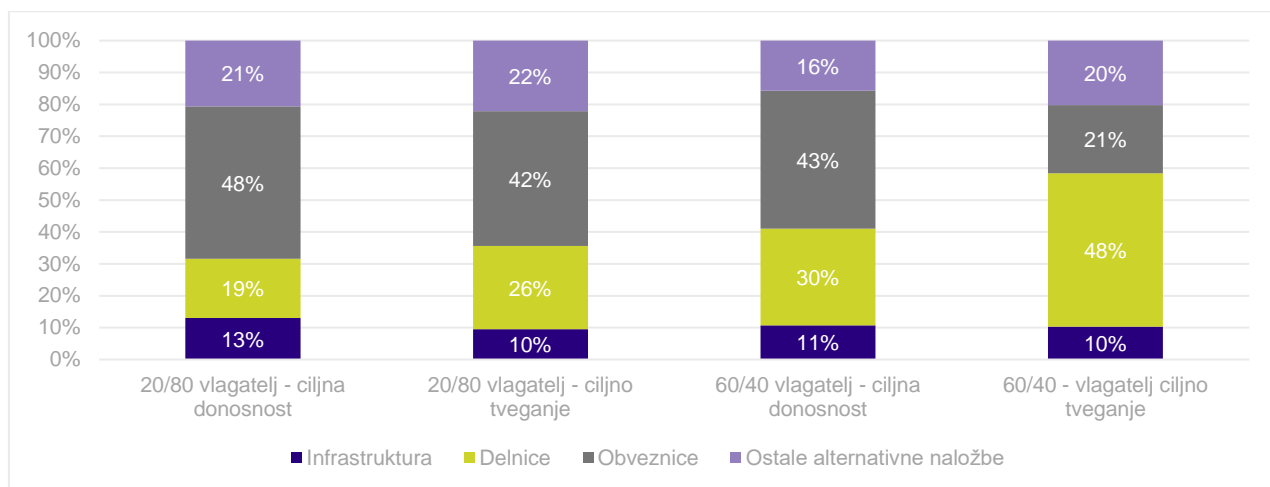
Vir: McKinsey Global Private Markets Review 2024, Private markets: A slower Era

Številni akademski članki obravnavajo tematiko optimalne strukture naložb za različne vrste investitorjev. Med bolj zastopanimi so študije, ki proučujejo naložbene politike pokojninskih skladov in ena zanimivejših v zadnjem času je ravno prispevek inštituta EDHECInfra, ki ugotavlja, da se optimalni delež infrastrukturnih naložb giblje okoli 10 % portfelja ne glede na profil

pokojninskega sklada. Pri bolj konservativnih vlagateljih je zgolj nekoliko večji delež infrastrukturnih dolžniških naložb in manjši delež lastniških. Kot vidimo je v praksi še nekaj razkoraka med dejansko alokacijo (6,4 %) in teoretičnim optimumom (10-13 %), vendar se vrzel vztrajno manjša.

Optimalni delež infrastrukturnih naložb se giblje okoli 10 % ne glede na profil vlagatelja

Primer optimizacije za konservativnega (20/80) in agresivnega (60/40) profesionalnega vlagatelja



Vir: EDHECinfra: SAA with Unlisted Infrastructure, februar 2021.

Načini investiranja v infrastrukturo

Infrastrukturne naložbe ponujajo različne načine dostopa, ki se razlikujejo po zahtevnosti upravljanja, likvidnosti in korelaciji s tradicionalnimi naložbenimi razredi. Vlagatelji lahko izbirajo med naslednjimi pristopi:

Infrastrukturne naložbe na borzi

To so naložbe v podjetja ali infrastrukturne sklade, ki kotirajo na borzi in se ukvarjajo z upravljanjem infrastrukture.

Infrastrukturni skladi zasebnega kapitala:

Ti skladi omogočajo vlaganje v infrastrukturne projekte, ki niso na borzi, kar pogosto vključuje večjo prilagodljivost in širši spekter sektorjev.

Direktne naložbe

Neposreden vstop v infrastrukturne projekte preko namenskih projektnih družb. Ta način omogoča največji nadzor, a zahteva tudi največjo angažiranost in strokovno znanje.

Infrastrukturni skladi zasebnega kapitala povečujejo učinek razpršitve portfelja

Ključne značilnosti posameznih načinov vlaganja:

Način investiranja	Korelacija s tradicionalnimi naložbenimi razredi	Zahtevnost upravljanja	Likvidnost
Infrastrukturne naložbe na borzi	visoka	nizka	visoka
Infrastrukturni skladi zasebnega kapitala	nizka	srednja	nizka
Direktne naložbe	nizka	visoka	nizka

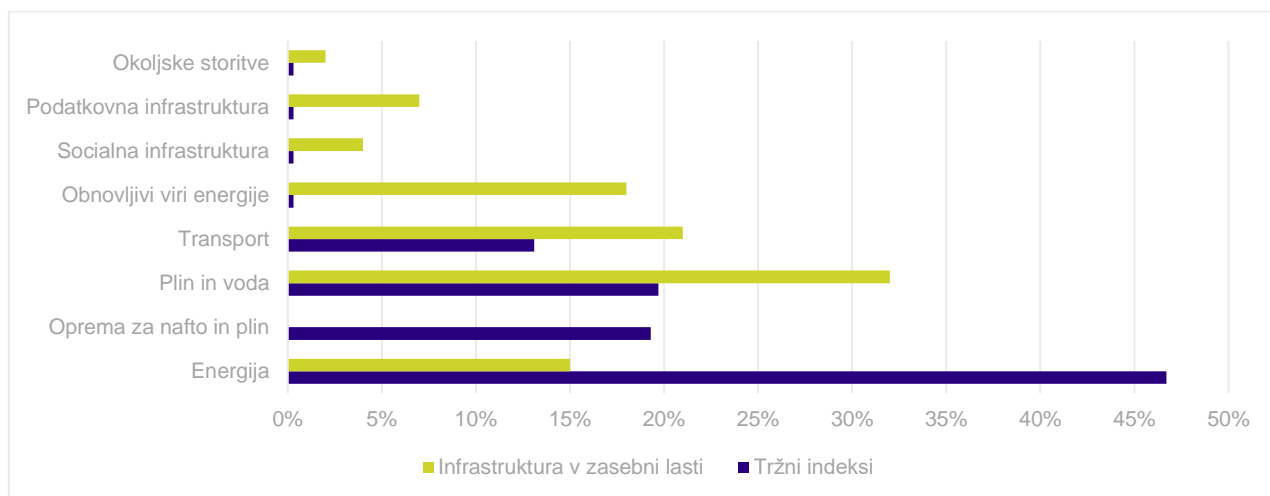
Naložbe na borzi so priljubljene zaradi svoje visoke likvidnosti in enostavnega upravljanja, vendar pogosto kažejo visoko korelacijo s tradicionalnimi naložbami, kar zmanjšuje njihovo učinkovitost pri razpršitvi tveganj. Nasprotno pa infrastrukturni skladi zasebnega kapitala predstavljajo uravnoteženo alternativo, saj omogočajo širšo izpostavljenost sektorjem, kot so obnovljivi viri energije in podatkovna infrastruktura, vendar zahtevajo sprejemanje manjše likvidnosti. Za vlagatelje, ki iščejo še večjo stopnjo nadzora in prilagodljivosti, so na voljo direktne naložbe. Te so sicer zaradi visokih kapitalskih zahtev, kompleksnosti in omejene likvidnosti primerne predvsem za institucionalne vlagatelje z dolgoročno strategijo.

Zakaj razmisliti o skladih zasebnega kapitala?

Skladi zasebnega kapitala postajajo vse bolj privlačna izbira, saj omogočajo dostop do premalo zastopanih sektorjev, kot so obnovljivi viri energije in podatkovna infrastruktura, ki jih tradicionalni borzni indeksi pogosto zanemarjajo. Ti skladi vlagateljem omogočajo dostop do inovativnih projektov, ki niso dostopni prek borznih naložb. Prav tako zmanjšujejo izpostavljenost nihajnosti delniških trgov in povečujejo diverzifikacijo portfelja.

Skladi zasebnega kapitala omogočajo dostop do manj zastopanih sektorjev

Primerjava sektorske strukture tržnih indeksov s sektorsko strukturo infrastrukture v zasebni lasti



Indeks: S&P global listed infrastructure index

Vir: EDHECinfra: SAA with Unlisted Infrastructure, februar 2021.

Izbira načina investiranja je odvisna od ciljev vlagatelja, njegove tolerance do tveganja, likvidnostnih potreb in časovnega okvira. Borzne naložbe so primerne za tiste, ki iščejo enostavnost in likvidnost, medtem ko skladi zasebnega kapitala in direktne naložbe ponujajo bolj specializirano in

dolgoročno usmerjeno izpostavljenost infrastrukturnim sektorjem.

Aktualni trendi na področju zasebnih infrastrukturnih skladov

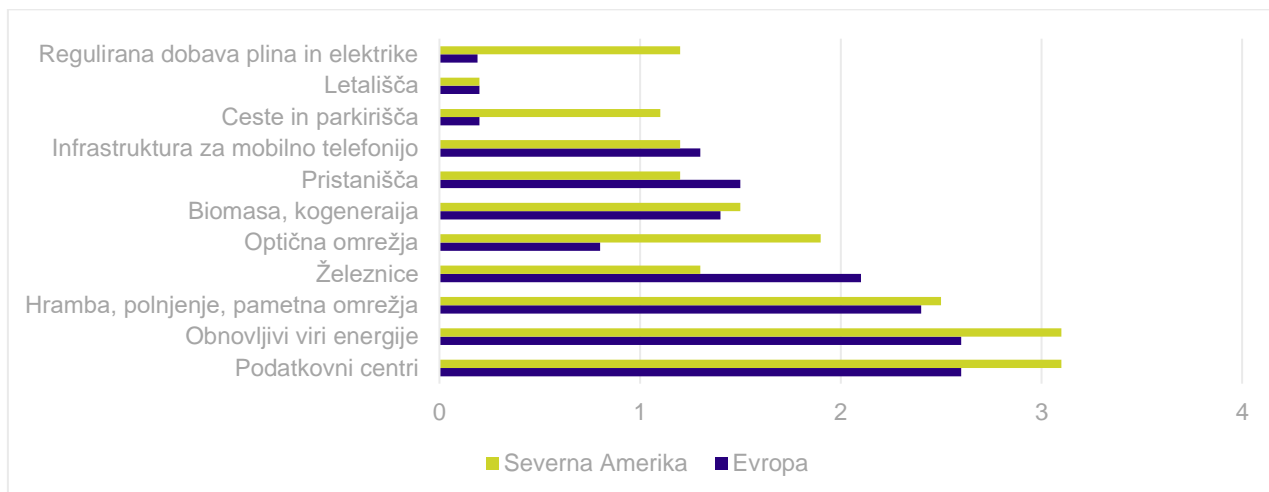
Infrastrukturne naložbe so tesno povezane z megatrendi, kot so razogljichenje, digitalizacija,

deglobalizacija in demografske spremembe. Povečan razvoj umetne inteligence in njenih infrastrukturnih potreb je močno vplival na usmeritev investicij, zlasti v digitalno infrastrukturo in proizvodnjo energije. V skladu s temi trendi raziskave med upravljavci napovedujejo, da bodo

v letu 2025 najbolj perspektivne naložbe usmerjene v podatkovne centre, sledile pa jim bodo naložbe v obnovljive vire energije, rešitve za shranjevanje energije, pametna omrežja in polnilnice za električna vozila.

Z razvojem UI se je zanimanje za digitalno in energetska infrastrukturo močno povečalo

Anketa o privlačnosti kategorij infrastrukturnih naložb



Anketa je bila izvedena med upravjalci zasebnih infrastrukturnih skladov, ocena -5 pomeni izredno neugodne, +5 pa izredno ugodne razmere za investiranje

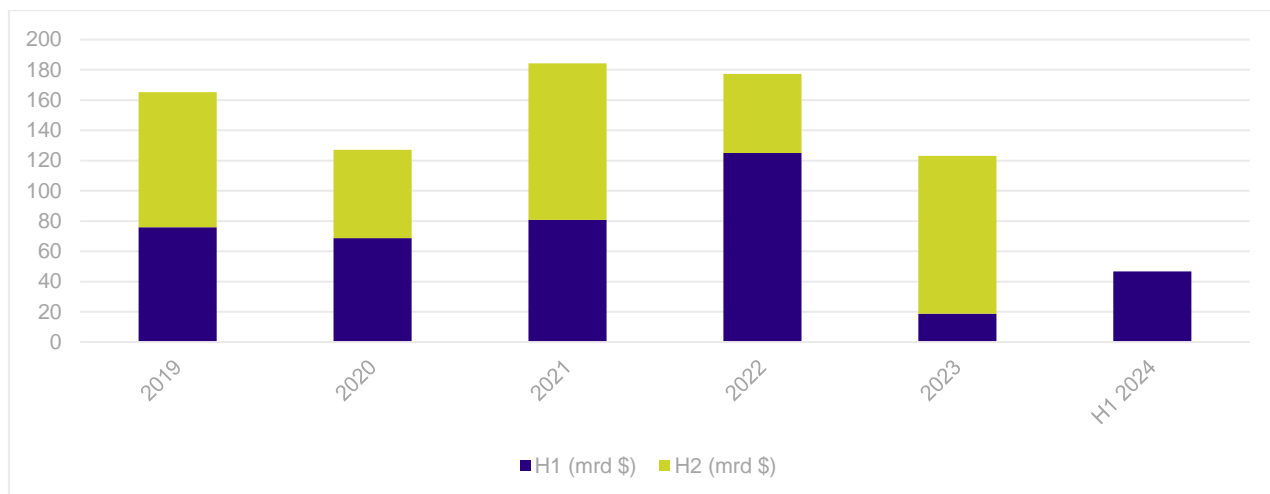
Vir: GIA Alvarez & Marsal Infrastructure Pulse Survey, Q2 2024

Pogosto se različne rešitve združujejo v posamezne projekte, na primer podatkovni centri, ki se napajajo z obnovljivimi viri energije in vključujejo sisteme za shranjevanje, kar omogoča t.i. 24-urno zagotovljeno dobavo energije. Na tem področju so bili zasebni infrastrukturni skladi v zadnjih letih izjemno aktivni. V rekordnih letih 2021 in 2022 so zbrali več kot 170 milijard USD zavez

letno, kar deloma odraža odziv na državne spodbude med pandemijo. Tudi v bolj umirjenih obdobjih, kot je leto 2023, ki so ga zaznamovale višje obrestne mere in strožji pogoji financiranja, so zaveze presegale 120 milijard USD. Napovedi za leti 2024 in 2025 kažejo, da bodo številke iz leta 2023 presežene.

Pričakovati je rast prilivov v zasebne infrastrukturne sklade

Zbrane zaveze v zasebne infrastrukturne sklade



Vir: Infrastructure Investor Fundraising report H1 2024

Glavna področja investiranja ostajajo obnovljivi viri energije in digitalna infrastruktura. Največji sklad (upravljalca Brookfield) je zbral kar 28 milijard USD zavez, medtem ko povprečna velikost skladov znaša približno 1 milijardo USD. To kaže na naraščajoč pomen zasebnega kapitala pri financiranju ključnih infrastrukturnih rešitev za prihodnost.

Sklepna misel

Infrastrukturne naložbe se vse bolj uveljavljajo kot ključen del portfeljev profesionalnih vlagateljev. Njihova edinstvena kombinacija stabilnih donosov, zaščite pred inflacijo in nizke korelacije z drugimi razredi sredstev omogoča vlagateljem učinkovito razpršitev tveganj in dolgoročno rast premoženja.

Vse večja osredotočenost na megatrende, kot so digitalizacija in prehod na obnovljive vire energije, dodatno krepi pomen infrastrukturnih naložb, medtem ko zasebni kapital omogoča financiranje inovativnih projektov, ki prispevajo k trajnostnemu razvoju.

Z razpoložljivimi različnimi načini vlaganja – od borznih naložb do skladov zasebnega kapitala in neposrednih naložb – so infrastrukturne naložbe primerne za širok spekter vlagateljev, od posameznikov do institucionalnih akterjev. Pravilna izbira pristopa je ključna in mora upoštevati individualne cilje, toleranco do tveganja in časovni okvir vlagatelja.

Opozorilo vlagateljem

Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 77/2018 s spremembami in dopolnitvami, v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družbi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB) in NLB Skladi ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu 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. Družbi NLB in NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tem dokumentu 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 se podaja mnenja. Družba NLB Skladi upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi NLB. Pred sprejemom katerekoli naložbene odločitve glejte Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumente s ključnimi podatki za vlagatelje za posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi, ki so vlagateljem v slovenskem jeziku brezplačno 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. Celotno opozorilo vlagateljem na voljo na: <https://www.nlbskladi.si/opozorilo-vlagateljem>. V tem gradivu uporabljeno poimenovanje Individualno upravljanje premoženja družba NLB Skladi uporablja za storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti skladno z določili ZISDU-3. Družba NLB Skladi opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti le na pobudo stranke. Naložbe v finančne instrumente so tvegane. Informacije o investicijskih storitvah NLB Skladi, o tveganjih ter stroških in nadomestilih so objavljene v Splošnih pogojih poslovanja s finančnimi instrumenti NLB Skladi, dostopnih na spletni strani www.nlbskladi.si, na sedežu družbe NLB Skladi in v Privatnem bančništvu NLB d.d., kjer je mogoče skleniti poslovno razmerje za opravljanje investicijskih storitev. Krovni sklad NLB Skladi in storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti družbe NLB Skladi nista bančni storitvi in ne prinašata zajamčene ali garantirane donosnosti. Terjatve iz razmerij v zvezi s finančnimi instrumenti in opravljanjem investicijskih storitev neprofesionalnih strank zapadejo pod sistem jamstva za terjatve vlagateljev po določilih Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki je kot informacija dostopen na sedežu družbe NLB Skladi, v Privatnem bančništvu NLB d.d. in na spletni strani družbe www.nlbskladi.si. Naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi in posamezne portfelje 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. Razmnoževanje, redistribucija ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja družbe NLB skladi ni dovoljeno.

Januar 2025

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

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

Brezplačni izvod, januar 2025

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si

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. Pridružujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.

Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave oziroma ob sklenitvi pogodbe o gospodarjenju preverite veljavne pogoje in lastnosti posamezne 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