

Letnik 11, št. 1, julij 2018

# Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2018

Kazalo

- 2 Uvodnik
- 3 Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta
- 6 Italija = Grčija? NE!
- 9 Zakaj investirati družbeno odgovorno?



NLB Skladi

## Uvodnik

### Normalizacija na kapitalskih trgih

V prvem polletju tekočega leta so se na kapitalskih trgih pričele dogajati nenavadne stvari – namreč trgi so se pričeli normalno odzivati na nove informacije. Po veliki evforiji v letih pred 2008, hudi finančni krizi, nato močnemu odboju, kombiniranem z zgodovinsko nizkimi obrestnimi merami, nazadnje pa še zgodovinsko nizki nihajnosti na trgih lani, je letos sledilo izrazito »učbeniško« prvo polletje. Dokazi?

Prvič. Ameriški trg dela se še nadalje krepi nad pričakovanji. Vsak, ki želi delati, že ima službo. Še več, prostih delovnih mest je čedalje več. Edini možni način resnega zaposlovanja postane prevzemanje zaposlenih od drugih delodajalcev. Transmisijski mehanizem se sproži: višje plače novo zaposlenih sprožijo višje plačne zahteve vseh zaposlenih. To bo povečalo delež dohodkov prebivalstva zaposlenih, posledično tudi povpraševanje in s tem končno tudi inflacijo. Le-ta sproži tudi povratno zanko ne le pri plačah, ampak tudi drugih dohodkih (recimo pokojninah, plačah v javnem sektorju), kar zopet vpliva povratno na rast inflacije. Posledica za kapitalske trge: dvignejo se obrestne mere, pride do večjih izgub pri imetnikih dolgoročnih varnih dolarskih obveznic.

Drugič. Ne moreš hkrati imeti torte in jo pojesti, kot pravi angleški pregovor. Italijanski volivci so naveličani stagnacije zadnjih 10+ let, pa ne le njihovih dohodkov, ampak tudi relativno na druge evropske države. Na volitvah več kot pol glasov prejmejo stranke, ki hkrati obljubijo boljše sedanost in prihodnost ter konec zategovanja pasu. Po možnosti z delnim odpisom dolgov državi, ki bi omogočili novo zadolžitev? Seveda to ne deluje, trajalo je manj kot 10 dni, da so obvezniški trgi soočili ne le politike, ampak zlasti volivce, s posledicami na prvo žogo vsečnih napovedi. Obrestne mere so najprej močno porastle, pribitki na nemške državne obveznice so postali prva novica večernih poročil, po testu realnosti so se delno znižali proti predhodnim nivojem. Italija (še) ni utrpela podobne škode kot Združeno kraljestvo zaradi ekonomsko neracionalnih odločitev volivcev.

Tretjič. Ko pride do globalne gospodarske rasti po letih nizke cene nafte in nizkih investicij v nova črpališča nafte, nobeni OPEC dogovori in ameriški politični pritiski ne morejo več preprečiti dviga cene nafte. Če se je sprva zdelo, da se je cena nafte dvignila zaradi ravnanj Rusije in kartela, podatki tega ne potrjujejo kljub sovpadanju rasti z novicami o dogovorih - namreč ne le črpanje, tudi delež držav OPEC v črpanju je v zadnjih letih, tudi letos, ob rastočem črpanju precej stabilen.

Četrtič. Trgovinske vojne sicer niso verjeten dogodek, a so bolj verjeten, kot so bile pred pol leta. Pa ne zaradi Donalda Trumpa, njegovo politiko zaostrovanja smo tudi napovedali, ampak zaradi nepričakovano (vsaj zaenkrat) bojevitih odzivov Kitajske in Evropske unije, vsaj pred mikrofoni. Povsem logični (učbeniški) posledici sta krepitev ameriškega dolarja (ZDA bodo *manj na slabšem*, če pride do znatnega negativnega vpliva na mednarodno trgovino) in padec cen delnic tako ameriških kot evropskih in kitajskih izvoznikov.

S temi, le nekaj naštetimi primeri se nadejamo, da bo tudi naslednjih nekaj let »normalnih«, pri čemer pa vedno izhajamo iz tega, da večino nenadnih večjih premikov na finančnih trgih povzročijo presenečenja. Pričakujemo nekoliko več pozitivnih kot negativnih.

Želimo vam prijetno poletno branje!

Kruno Abramovič, CFA  
Predsednik uprave

## Pregled dogodkov prvega polletja in napoved za preostanek leta

**Geopolitični pretresi in povečana volatilitnost na eni strani ter solidni gospodarski podatki in lepa rast dobičkov na drugi strani so ključni poudarki, ki so zaznamovali prvo polletje. Sodeč po rahlo podpovprečnih evrskih donosnostih globalnih borz so kljub vsemu pri vlagateljih pretehtali prvi. V nadaljevanju prispevka si pogledjmo, kako uspešni smo bili pri naših napovedih konec lanskega leta in kaj pričakujemo za preostanek letošnjega leta.**

### Večja volatilitnost nas ni presenetila

Konec lanskega leta smo v naših napovedih napovedali rahlo podpovprečno leto. Konkretno, za leto 2018 smo ob večjem številu dogodkov, ki bodo vnašali negotovost na kapitalske trge, napovedali 6,5 % rast delniških tečajev<sup>1</sup>. Posledično smo ob znižanju verjetnosti pozitivnega presenečenja nekoliko znižali uteži delniških naložb v naših portfeljih ob koncu leta 2017, kot ključni tveganji pa omenili bolj protekcionistično trgovinsko politiko ZDA in morebiten odliv kapitala iz trgov v razvoju v kombinaciji z ohlajanjem kitajskega gospodarstva. Po drugi strani nas je negativno presenetila burna reakcija vlagateljev na sicer precej pričakovane rezultate parlamentarnih volitev v Italiji.

### Delnice bodo tudi v preostanku leta boljše izbira

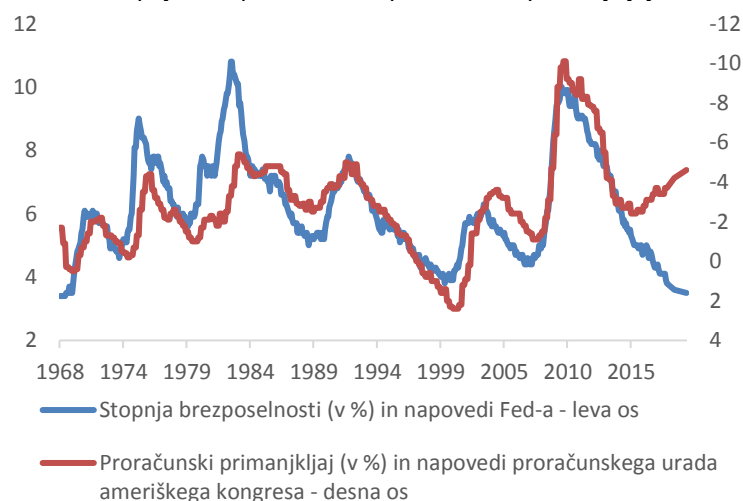
Vsi omenjeni dogodki, ki so vnašali nervozo na kapitalske trge, so preprečili nadpovprečno donosnost delniških naložb. Skladno z našimi napovedmi globalna gospodarska rast namreč ostaja robustna, kar je vidno tudi v lepi rasti dobičkov družb po svetu. Hkrati so najpomembnejše centralne banke z izjemo ameriškega Fed-a, ki postopoma zvišuje obrestne mere, ohranile ohlapno denarno politiko. Posledično se je uresničila naša napoved, da bodo delnice v takšnem okolju boljše izbira, pri čemer bo donosnost delnic podpovprečna glede na zgodovinsko povprečje. **Globalni delniški indeks**<sup>2</sup> je tako v prvi polovici leta porasel za **+2,8 %**, medtem ko so **evrske podjetniške obveznice izgubile 0,7 % vrednosti**<sup>3</sup>.

Dobre gospodarske razmere, posebno v razvitem svetu, in solidna rast dobičkov bodo tudi v preostanku leta nudile veter v hrbet delniškim tečajev. Po drugi strani bo zmanjševanje denarnih spodbud centralnih bank, v razvitem svetu se namreč s krčenjem razpoložljivih kapacitet čedalje bolj krepijo inflacijski pritiski, zaviralo še hitrejšo rast delniških tečajev in hkrati negativno vplivalo tudi na dosežene donosnosti naložb v obvezniške portfelje. Ob vsem omenjenem bodo **delnice** po naših napovedih **tudi v preostanku leta boljše izbira**. Pričakujemo, da bo donosnost globalnega delniškega indeksa v letošnjem letu skladna z našimi napovedmi konec leta 2017, zato smo v naših portfeljih **ohranili nadpovprečno izpostavljenost delnicam**.

### Ameriški gospodarski stroj s polno paro napreje

Kljub zelo dobri kondiciji ameriškega gospodarstva smo bili konec leta zaradi visokih vrednotenj ameriških delnic tej regiji podpovprečno naklonjeni, kar se je zaenkrat izkazalo za **zgrešeno naložbeno odločitev**, saj so ameriške delnice **po donosnosti presegle** večino preostalih pomembnejših kapitalskih trgov. Hkrati vodilni kazalniki nakazujejo, da je največje svetovno gospodarstvo v drugem letošnjem četrtletju zrastle kar za 4 %, prevedeno na letno raven. Še več, medtem ko se ameriško gospodarstvo sodeč po anketnih indeksi prihodnje proizvodne aktivnosti še vedno krepi, pa se gospodarska rast v preostalem svetu ohlaja. **Eno ključnih vprašanj**, ki smo si jih v družbi NLB Skladi zastavili, je, če bodo ob dobri kondiciji ameriškega gospodarstva tamkajšnje delnice tudi v preostanku leta dosegle nadpovprečno donosnost.

Slika 1: Stopnja brezposelnosti in proračunski primanjkljaj v ZDA



Vir: Congressional Budget Office, Bloomberg, lastni izračuni.

<sup>1</sup>

[https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski\\_pregled/2017/NLB\\_Skladi\\_Analitski\\_pregled\\_I\\_10\\_t\\_2\\_21\\_12\\_2017.pdf](https://www.nlbskladi.si/resources/files/pdf/publikacije/Analitski_pregled/2017/NLB_Skladi_Analitski_pregled_I_10_t_2_21_12_2017.pdf).

<sup>2</sup> Evrska donosnost upošteva reinvencijo bruto dividend do vključno 29.6.2018.

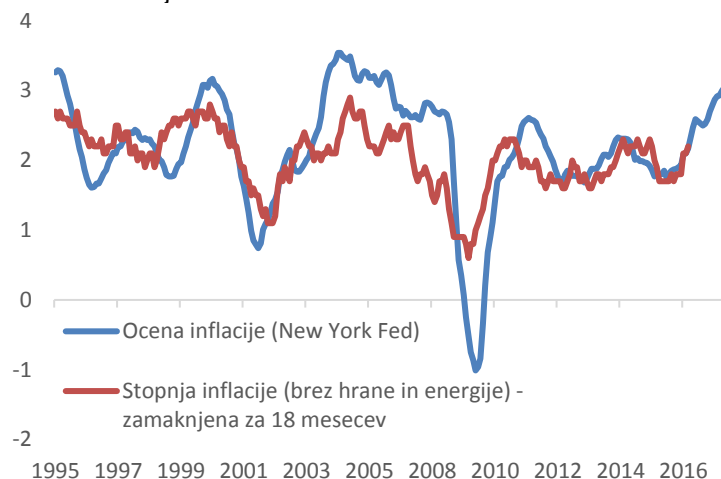
<sup>3</sup> Evrska donosnost upošteva reinvencijo bruto obresti do vključno 29.6.2018.

V prid zgornjemu scenariju govori morebitno stopnjevanje Trumpovega protekcionizma, saj nižji obseg mednarodne trgovine manj negativno vpliva ravno na ameriško, relativno zaprto gospodarstvo (več si lahko preberete na: <https://www.nlbskladi.si/strategi-v-zadregi>). Dobro stanje potrjuje tudi 3,8 % stopnja brezposelnosti, kar je 48 letno dno. Danes je v ZDA celo prvič po podatkih ameriškega statističnega urada (Bureau of Labor Statistics) **več prostih delovnih mest, kot je brezposelnih Američanov.**

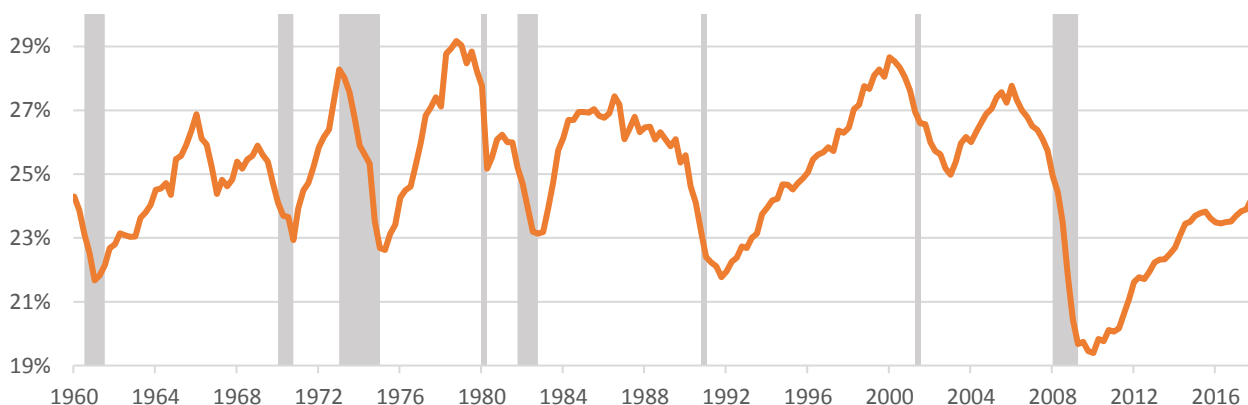
V tako dobrem gospodarskem stanju je skladno z ekonomsko teorijo smiselno, da države varčujejo, saj s tem, prvič, ne prilivajo olja na ogenj pri pregrevanju gospodarstva, in drugič, prihranijo manevrski prostor za fiskalne spodbude za čas recesije, ko so te veliko bolj potrebne. Da slednje v povprečju skozi zgodovino drži, kaže tudi slika 1, kjer nižja stopnja brezposelnosti sovpada z nižjimi proračunskimi primanjkljaji, in obratno. To je veljalo vse do izvolitve Trumpa in njegovih fiskalnih spodbud v obliki nižjih davkov in napovedanih javnih investicij. Ob povsem zapolnjenih kapacitetah v ZDA bodo spodbude povzročile  **dodatno pregrevanje na ameriškem trgu dela in krepitev rasti plač**, ki je v letošnjem letu po nekaterih podatkih že precej pridobila na hitrosti. Čeprav slednje še ni v večji meri vidno v rasti uradne stopnje inflacije, pa je po podatkih newyorškega Feda, ki je zgodovinsko zelo dobro napovedala uradno stopnjo inflacije z zamikom 18 mesecev (slika 2), **stopnja inflacije danes že nad 3 %**. Ameriški Fed bo po naših pričakovanjih konec letošnjega leta v razponu med 2,25 % in 2,50 % in na mestu je vprašanje, če so **obrestne mere že tako visoke, da zaviralno vplivajo na tamkajšnje gospodarstvo?**

**Najverjetneje NE**, vsaj če sodimo po gibanju ciklične porabe (slika 3), ki je izmed vseh segmentov najbolj občutljiva na gibanje obrestnih mer. Ciklična poraba glede na BDP je namreč še vedno v rastočem trendu in je tudi kar precej oddaljena od preteklih vrhov. Ob optimističnih Američanih, ki so se v zadnjih letih močno razdolžili in pri katerih se prava rast plač šele pričinja, bo **trošenje ob fiskalnih ukrepih še naprej poganjalo svetovno lokomotivo naprej.**

Slika 2: Inflacija v ZDA



Slika 3: Ciklična poraba v % potencialnega BDP



\* zatemnjeni stolpiči ponazarjajo pretekle ameriške recesije  
Vir: Congressional Budget Office, Bloomberg, lastni izračuni.

Ob vsem povedanem smo ob polletju **dvignili delež ameriških delnic**, pri čemer je ta še vedno rahlo podpovprečen. Dobri izgledi v ameriškem gospodarstvu so namreč sodeč po vrednotenjih tamkajšnjih **delnic že vključeni v delniške tečaje**, ki bi se ob morebitnem negativnem presenečenju takoj znašli pod pritiskom. Vrednotenja so namreč (tudi po prilagoditvi za različno panožno sestavo) visoka tako glede na zgodovinska vrednotenja kot tudi v primerjavi s preostalim svetom.

### **Negativna povratna zanka na trgih v razvoju, a vrednotenja postajajo čedalje bolj mikavna**

**Naši pomisleki** glede trgov v razvoju, posebno glede Turčije, Brazilije in J. Afrike, so se sodeč po donosnosti tamkajšnjih borz **izkazali za pravilne**. Na trgih v razvoju se je ustvarila tipična **negativna povratna zanka**, ko rasti obrestnih mer v razvitem svetu v kombinaciji s težavami držav v razvoju sledi deprecijacija lokalnih valut. Posledično centralne banke tamkajšnjih držav dvigujejo domače obrestne mere, kar ustvari pritisk na njihova gospodarstva. To znova privede do odliva kapitala iz trgov v razvoju in nove deprecijacije tozadevnih valut. Celoten proces otežuje še povečanje zadolženosti teh gospodarstev v zadnjih 15 letih, pri čemer je dolarska zadolženost glede na BDP že nad nivoji iz konca devetdesetih let, ko je svet pretresla kriza trgov v razvoju.

**Visoka dolarska zadolženost predstavlja** težavo, ker se z deprecijacijo lokalnih valut realno povečuje celotni dolg, ki sčasoma lahko postane nevzdržen. Ta zanka se nadaljuje, dokler je zunanji impulz ne pretrga. Tak dogodek bi lahko bili novi monetarni in fiskalni ukrepi Kitajske, pomoč Mednarodnega denarnega sklada ali pa napoved resnih strukturnih reform, ki bi države z neravnotežji vrnile na vzdržno pot. Gospodarsko stanje po našem mnenju **še ni dovolj akutno za sprožitev vsaj ene od navedenih možnosti**.

Konec leta 2009, ko smo postali do trgov v razvoju močno nenaklonjeni, so bila za to regijo ob podpovprečnih gospodarskih izgledih značilna tudi visoka vrednotenja, ki pa postajajo s podpovprečno donosnostjo delnic iz omenjene regija manj visoka in **vkliučujejo že veliko slabih novic**. Vrednotenja turških delnic so denimo blizu najugodnejšim vrednotenjem vse od preloma tisočletja. Tako bi že manj slab razplet od pričakovanega lahko za nekaj deset odstotkov dvignil tečaje delnic iz te regije. Zato smo **po dolgem času dvignili utež te regije v naših portfeljih**, ki pa ob neugodnih gospodarskih razmerah še vedno **ostaja podpovprečna**. Z drugimi besedami, pred izboljšanjem bo moralo biti najprej slabše.

### **Tveganja v Evropi precenjena**

Evropskim delnicam je v primerjavi z ostalimi regijami kazalo dobro vse do italijanske politične »krize« v kombinaciji z nekaj slabšimi podatki za evrsko gospodarstvo. Olje na žerjavico je dodala upočasnitev Kitajske in drugih trgov v razvoju, s katerimi je evroobmočje prek izvoza v to regijo znatno bolj povezano kot denimo ZDA.

Z okrepljenim protekcionizmom ZDA in bolj negotovo politično situacijo v Italiji so proizvodna podjetja iz evroobmočja postala bolj previdna. Gospodarska rast evroobmočja se je junija sodeč po anketnem indeksu prihodnje proizvodne in storitvene aktivnosti sicer malenkost okrepila, a po mnenju ekonomistov IHS Markitovega instituta bi se lahko rast v drugi polovici leta dodatno upočasnila. Poleg tega ima rast cene nafte relativno bolj negativen vpliv na evrsko gospodarstvo, ki večino nafte uvozi.

A kljub upočasnitvi rasti evrskega gospodarstva **razlogov za preplah po našem mnenju ni**. Naklonjenost evru se je v evrskih državah v zadnjih letih okrepila, tudi denimo v Italiji, kjer ne pričakujemo negativnega razpleta (več si lahko preberete v drugem prispevku publikacije). Ohlapna denarna politika ECB, realne obrestne mere so močno negativne, bo pomagala gospodarstvu vsaj do konca tega desetletja. Hkrati bodo tudi evrske države ob bolj uravnoteženih proračunih gospodarstvu pomagale z višjo javno porabo. Z upadanjem stopnje brezposelnosti pa bodo podpora regiji nudili tudi bolj optimistični evropski potrošniki. Ocenjujemo, da so **tveganja glede evroobmočja močno precenjena**, zato ob še vedno ugodnih vrednotenjih glede na druge regije **ohranjamo nadpovprečno utež evropskih delnic v naših portfeljih**, ki pa smo jo zaradi opisanih dejavnikov v drugih regijah vseeno rahlo znižali.

Drugih večjih sprememb na naših portfeljih ob polletju nismo naredili, saj ocenjujemo, da so naše napovedi s konca leta 2017 še vedno primerne. Kot je davno izjavil g. Templeton: »Borzni bik se rodi v okolju pretiranega pesimizma. Z vrnitvijo optimizma borze nadaljujejo svojo rast. Ko pa pride do evforije na borzah, smo blizu konca bikovskega trenda.« Danes na borzah ni govora o evforiji, ki bi bila vidna v visokih vrednotenjih in v močnem pregrevanju svetovnega gospodarstva, zato v družbi NLB Skladi **ostajamo zmerni optimisti**. Hkrati pričakujemo tudi **nadaljevanje obdobja s precej višjo volatilnostjo**, kot so jo bili vlagatelji vajeni zadnjih nekaj let pred letošnjim letom.

Marko Bombač, CFA, FRM  
vodja analiz

## Italija = Grčija? NE!

V Italiji se je s sestavljanjem koalicije po parlamentarnih volitvah, ki vključuje populistično stranko Gibanje 5 zvezd ter skrajno desno stranko Liga, močno okrepila nervoza med vlagatelji. Do vrhunca negotovosti je prišlo konec maja, ko je italijanski predsednik Sergio Mattarella izkoristil možnost veta za njihov izbor ministra za gospodarstvo, ekonomista Paola Savone, znanega po nasprotovanju skupni evropski valuti in tudi Evropski uniji na splošno. Sledil je klavrn dan na obvezniškem trgu, posebno italijanskem, kjer so tečajji kratkoročnih državnih obveznic upadli največ v zadnjih 25 letih. Vlagatelji so se začeli spraševati, če se morebiti ponavlja Grčija in če je glede na velikost Italije celo bolj kot kadarkoli prej ogrožena usoda evra.

### Kaj je prestrašilo vlagatelje?

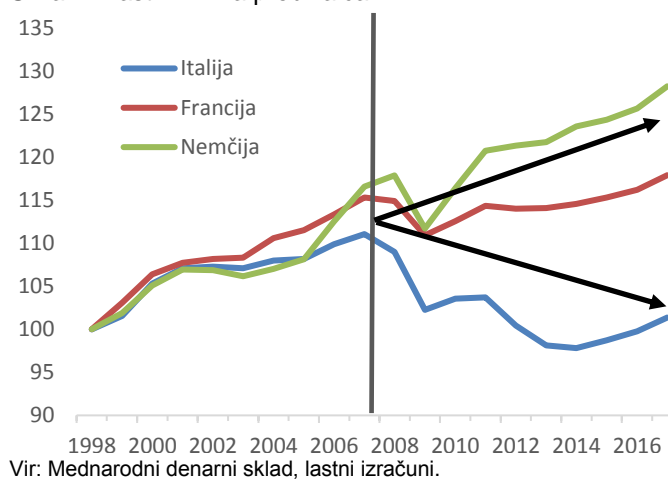
Po vstopu v evroobmočje leta 1999 je Italija na račun preveč ohlapne denarne politike ECB, s čimer je ta takrat želela spodbuditi anemično nemško gospodarstvo, in posledično poceni zadolževanja **beležila solidno rast blaginje**, ki je bila podobno hitra kot v evroobmočju (slika 4). A globalna finančna kriza je dvignila na površje vse tegobe italijanskega gospodarstva, med drugim nizko produktivnost, staranje prebivalstva in bančno luknjo, sicer manjšo kot na Irskem in v Španiji. Ravno manjša bančna luknja je Italiji omogočila, da je lahko odlašala z nujno potrebnimi strukturnimi in varčevalnimi reformami ter s sanacijo bančnega sistema, kar bi podobno kot v Španiji in na Irskem izboljšalo italijansko gospodarsko sliko. Nasprotno, po skoraj desetletju upadanja **BDP na prebivalca** je ta **danes nižji kot ob sprejetju evra**. Z nižanjem blaginje pa se je krepilo tudi nezadovoljstvo med Italijani. Če je bila še ob prelomu tisočletja podpora evru v Italiji med najvišjimi med evrskimi državami, je ta danes najnižja med prav vsemi državami evroobmočja (slika 5).

Nezadovoljstvo med Italijani je v kombinaciji z nekaterimi izvedenimi potrebnimi strukturnimi reformami, med katerimi po neodobravanju v Italiji izstopa zvišanje starostne meje za upokojitev, omogočila **vzpon zgoraj omenjenih populističnih in skrajnih strank**. Te so rešitev za Italijo in njeno visoko zadolženost (dolg glede na BDP) videle predvsem v imenovalcu oziroma višjem BDP-ju, kar bi dosegli prek fiskalnih spodbud, in ne v varčevanju na plečih Italijanov. To naj bi gospodarstvo spodbudilo do te mere, da bi več kot kompenziralo novo nastali proračunski primanjkljaj. A omenjeni fiskalni ukrepi bi po ocenah znašali približno 100 milijard evrov, kar bi italijanski proračunski primanjkljaj dvignilo proti 7 % BDP-ja. To je v kombinaciji z evroskeptično retoriko teh strank povzročilo **vihar na italijanskem obvezniškem trgu**, saj so se vlagatelji začeli spraševati, če **lahko Italija** ob svoji velikosti in močnejši pogajalski poziciji še bolj **ogrozi obstoj evra** kot Grčija.

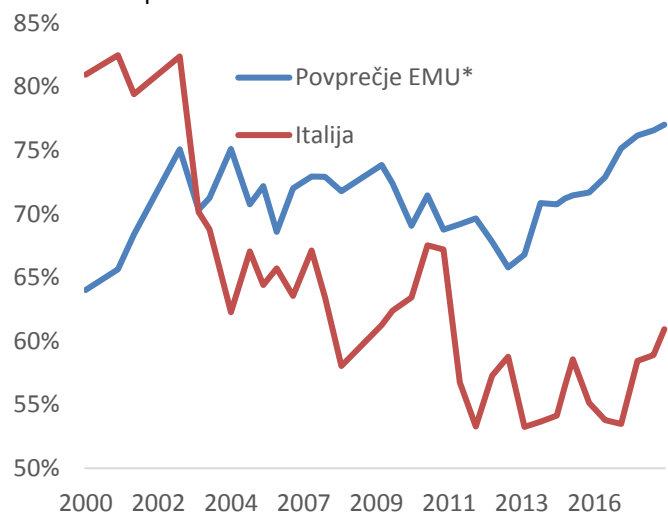
### Trgi disciplinirali populistično koalicijo že pred nastopom mandata

Čeprav kapitalske trge skrbi evroskeptična retorika koalicijskih strank, je po našem mnenju **strah pretiran**. Luigi di Maio, vodja Gibanja 5 zvezd, je namreč že pred volitvami poudaril, da je izhod iz evra zgolj skrajna možnost, v kolikor Bruselj ne bi sprostil stroge proračunske omejitve. Vodja Lige, Salvini, pa je opravičilo našel kar v italijanski ustavi, po kateri je referendum o evru illegalen. Dejstvo je, da kljub upadu podpore evru med Italijani ostaja s približno 60 % podporo ta še vedno močna (slika 5). Še več, ocenjujemo, da bi se podpora evru v primeru zaostrovanja situacije in rasti obrestnih mer še okrepila. V Grčiji je denimo skrajno populistična grška Syriza po manj kot letu dni na oblasti ter skorajšnjem izstopu iz evroobmočja, kar je vodilo celo v začasno

Slika 4: Rast BDP na prebivalca



Slika 5: Podpora evru



\* navadno povprečje Francije, Nemčije, Belgije, Portugalske, Španije, Grčije, Avstrije, Finske, Irske, Luksemburga, Nizozemske.  
Vir: Eurobarometer, lastni izračuni.

zaprte bank, po vnovičnih volitvah postala sredinska stranka, naklonjena evru, kar je bilo skladno z ideološkimi preferencami Grkov. Podobno bi v Italiji z občutnejšo rastjo obrestnih mer na javni dolg postal tamkajšnji bančni sektor nesolventen. To bi še bolj kot v primeru Grčiji povzročilo nestrinjanje s tako politiko, saj bi bilo **v primeru izstopa iz evroobmočja ogroženo premoženje Italijanov**, pri čemer je severna Italija ena od premožnejših regij v Evropi. Nekaj dni omenjanja rasti pribitka italijanskih obveznic glede na nemške v glavnih poročilih je zadoščalo, da se je javno mnenje izrazilo premaknilo in vplivalo na ti populistični stranki.

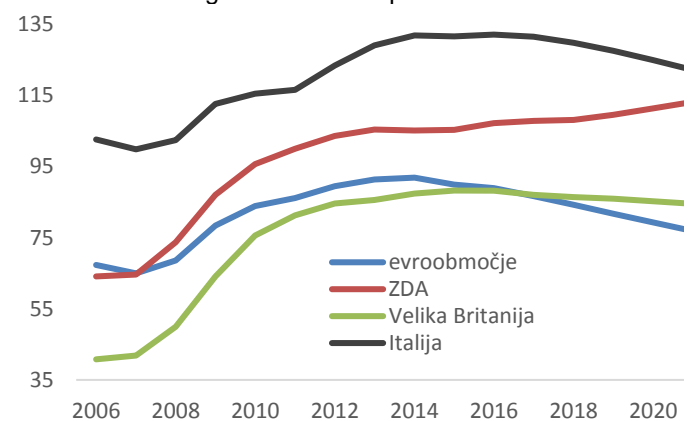
Tako se je že v inavguracijskem govoru<sup>4</sup> predsednik nove vlade, zavedajoč se preference Italijanov, dotaknil vseh pri vlagateljih perečih tem. Enotna davčna stopnja naj bi tako imela olajšave, kar naj bi ohranilo progresivno obdavčitev. To posledično ni več enotna davčna stopnja, kaj pa je imel v mislih, bo čas pokazal. Še več, govor je celo nakazoval na reforme na strani ponudbe, denimo pri ukrepih za vključitev mladih v delovno silo, izboljšanje korporativnega upravljanja, reformo neučinkovitega sodstva, zmanjšanje korupcije in privilegijev politikov ter zmanjšanje birokracije. Vse to so reforme, ki jih Italija še kako potrebuje. Ob omembi pokojninske reforme ni bilo govora o ukinitvi predhodnih sprememb, ki so dvignile starostno mejo upokojitve, marveč le še o zaščiti tistih upokojencev, ki jim dohodki ne omogočajo človeku dostojnega življenja. Resda gre zgolj za en govor, a čas za reforme, kakršnekoli že, je načeloma na začetku mandata, ko imajo vlade še poln politični kapital. Zelo zanimivo, koalicija je kljub vetu na gospodarskega ministra oblikovala vlado, čeprav bi bilo glede na pridobivanje podpore koalicijskih strank po volitvah verjetno zanje politično bolj smiselno, če bi dopustili nove volitve. Rezultat volitev bi bil v tem primeru najverjetneje še bolj v prid obstoječi, populistični koaliciji. To kaže, da **italijanski politiki ne želijo hoditi po robu**, deloma so jih **kapitalski trgi prek rasti obrestnih mer na javni dolg disciplinirali** že pred samim nastopom mandata.

V primeru italijanskih zahtev po fiskalnih spodbudah gre po našem mnenju zlasti **za pogajalsko taktiko**, pravi cilj je dejansko pridobiti dovoljenje Evropske komisije za znižanje primarnega proračunskega presežka, s čimer želijo prek fiskalnih spodbud omogočiti hitrejšo rast. To naj bi prek znižanja stopnje brezposelnosti izboljšalo počutje Italijanov in prek večje porabe nadalje dodatno spodbudilo gospodarstvo.

### Razdolžitev evroobmočja

Za razliko od preostalega sveta, denimo Velike Britanije, Japonske in nenazadnje ZDA, države evroobmočja nimajo lastnih centralnih bank, ki bi neposredno prek nakupov javnega dolga financirale visoke proračunske primanjkljaje. S skupno valuto tudi nimajo možnosti povečanja konkurenčnosti in izboljšanja prihodnjih gospodarskih izgledov prek deprecijacije lastne valute. Posledično so bile evrske države po finančni krizi primorane neravnovesja v svojih gospodarstvih reševati tudi z interno devalvacijo, ki je veliko bolj boleča za prebivalce, saj ljudje drugače občutimo neposredno nižanje dohodkov kot posredno prek deprecijacije lastne valute. In to kljub temu, da interna devalvacija za razliko od deprecijacije lokalnih valut ne zniža vrednosti lokalnega premoženja in hkrati državo prisili tudi v strukturne reforme, ki imajo pozitiven učinek na produktivnost, kar je **ključni dejavnik pri dolgoročni blaginji** prebivalcev neke države.

Slika 6: Bruto dolg v % BDP in napovedi



Vir: Mednarodni denarni sklad, lastni izračuni.

Ob skupni centralni banki (ECB) in pritiskih Evropske komisije na proračune članic evrske skupine se je zadolženost evroobmočja (slika 6), tudi Italije, od leta 2006 povečala znatno manj kot denimo Velike Britanije in ZDA, pri čemer imajo države evroobmočja, tudi Italija, danes bolj ali manj uravnotežene proračune.

Izboljšanje bilanc držav evroobmočja je verjetno prehodno povzročilo počasnejšo rast kot sicer, a po drugi strani imajo danes relativno boljše izhodišče za naprej, saj imajo **več manevrskega prostora za spodbuditev gospodarstva** prek fiskalnih spodbud v primeru negativnih dogodkov.

<sup>4</sup> [http://www.governo.it/sites/governo.it/files/5giugno2018\\_Comicazioni\\_Conte\\_Senato.pdf](http://www.governo.it/sites/governo.it/files/5giugno2018_Comicazioni_Conte_Senato.pdf);  
<https://tg24.sky.it/politica/2018/06/05/senato-discorso-conte.html>

### Ranjiv bančni sistem

Vlagateljem sive lase povzročča tudi italijanski bančni sistem. A kljub težavam in odlašanjem z očiščenjem bančnih bilanc se na koncu tunela vendarle vidi luč. Država je prek dokapitalizacij pomagala **pri izboljšanju kapitalske ustreznosti bank** (slika 7), hitrejša gospodarska rast pa je dodatno dvignila sposobnost gospodarskih subjektov vrniti dolgove, s čimer se od leta 2015 tudi v Italiji **znižuje delež slabih posojil** med vsemi posojili (slika 8).

Poleg tega v prid razrešitvi bančnih težav govori tudi, da Italija za razliko od Španije, Irske in tudi Slovenije ni imela nepremičninskega balona. Nasprotno, ocenjujemo, da so nepremičnine v Italiji med bolj ugodno vrednotenimi v Evropi nasploh. Tako bi že nizka, a stabilna pozitivna gospodarska rast, ki bi okrepila optimizem Italijanov, v kombinaciji z nizkimi obrestnimi merami ECB spodbudila povpraševanje in posledično tudi investicije v nepremičnine. Glede na velik pomen nepremičninskega trga za gospodarstvo bi že morebiten mini nepremičninski bum dvignil gospodarsko rast v Italiji, kar bi pomagalo celotnemu podjetniškemu sektorju, ki bi s tem lažje odplačeval bančna posojila.

Po drugi strani vsaka krepitev negotovosti v Italiji pomeni novo oviro v procesu sanacije bančnega sektorja. Prvič, s počasnejšo

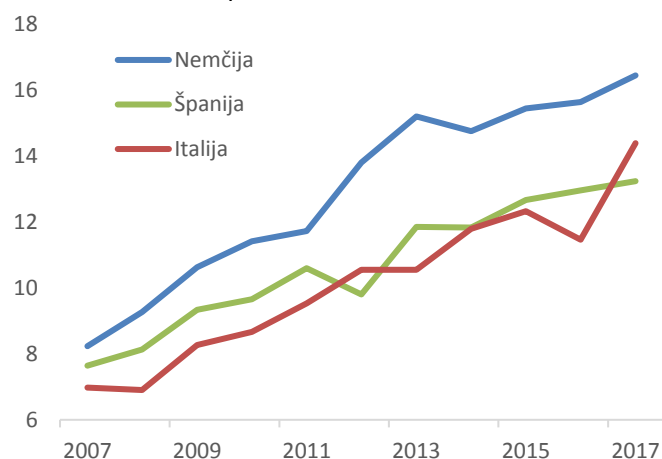
gospodarsko rastjo bi se upočasnil trend nižanja deleža slabih posojil. In drugič, z rastjo obrestnih mer na javni dolg, italijanske banke so namreč pomemben lastnik lokalnega javnega dolga, bi banke zaradi negativnega vpliva na kapital omejile posojilno aktivnost, kar bi dodatno negativno vplivalo na gospodarsko rast.

### Zaključek

**Strukturna nekonkurenčnost**, tudi kot posledica slabe izobrazbe Italijanov in velikih regionalnih razlik, je verjetno **ena najbolj perečih težav Italije**, s katero se bo ta morala močneje spopasti v prihodnjih letih in desetletjih. Potrebna bo prilagoditev bodisi prek strukturnih reform bodisi prek interne devalvacije, ki bi/bo pri Italijanih najverjetneje naletela na močan odpor. Dvomi vlagateljev glede pripravljenosti italijanske politike sprejeti v začetni fazi boleče in nezaželene reforme krepijo negotovost in višajo obrestne mere na italijanski javni dolg.

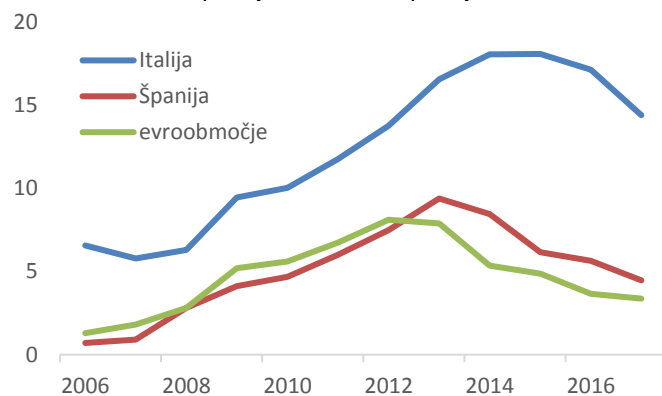
A vlagatelji podobno kot grških in španskih v času evrske dolžniške krize tudi nemških reform v začetku tisočletja niso pričakovali. Še manj so verjeli v sposobnost izvedbe reform v Franciji. Do trenutka, ko je do teh dejansko prišlo. In ravno ta **negativna pričakovanja** glede sposobnosti italijanske politike izvesti nujno potrebne reforme **povečujejo možnost pozitivnega presenečenja**. Bo pa verjetno pot do cilja trnova. Zahteve italijanske politike in pogajanja z Evropsko komisijo bodo verjetno vnašale negotovost, kar bo prek začasne rasti obrestnih mer na italijanski javni dolg ustvarilo pritisk na italijansko politiko za sprejetje potrebnih reform. A **tveganja glede Italije in evroobmočja nasploh so danes po našem mnenju precenjena**, zato smo ob solidnih gospodarskih izgledih in ugodnih vrednotenjih v evroobmočju **nadpovprečno naklonjeni delnicam družb iz te regije**. Hkrati so nam znotraj evrskega obvezniškega segmenta **všeč ravno italijanske državne in podjetniške obveznice**. Visoki pribitki italijanskih obveznic glede na nizko tvegane, denimo 130 bazičnih točk letno pri 2 letni italijanski državni obveznici glede na primerljivo nemško, po našem mnenju več kot odtehtajo tveganja.

Slika 7: % Tier 1 kapitala



Vir: Bloomberg.

Slika 8: % slabih posojil med vsemi posojili



Vir: Bloomberg.

Marko Bombač, CFA, FRM  
vodja analiz



## Zakaj investirati družbeno odgovorno?

Začetki družbeno odgovornega investiranja segajo v 18. stoletje, ko so bile v ospredju predvsem pravice delavcev in potrošnikov. Sčasoma se je z rastjo okoljske in družbene osveščenosti definicija družbene odgovornosti razširila in sedaj upošteva tudi vpliv poslovanja družb na varovanje okolja ter družbo kot celoto. Čeprav podjetja z zviševanjem standardov povečujejo stroške poslovanja in je nabor družbeno odgovornih družb posledično manjši, empirične študije nakazujejo, da se vlagatelji v družbeno odgovorne vzajemne sklade ne odrekajo donosnosti.

Koncept družbene odgovornosti je bil sprva osredotočen predvsem na pravice delavcev in deloma tudi potrošnikov. Leta 1758 je na primer krščansko gibanje Prijatelji (angl. Quakers) na letnem srečanju v Filadelfiji svojim članom **prepovedalo sodelovanje v trgovini s sužnji** in na ta način začelo promovirati pravice vseh delavcev<sup>5</sup>. V približno enakem obdobju je John Wesley, eden od ustanoviteljev protestantskega gibanja Metodizem<sup>6</sup>, v eni izmed svojih tez zapisal, da posameznik ne sme škoditi sočloveku z investiranjem v družbe, ki ogrožajo zdravje delavcev, denimo v kemično industrijo. Sčasoma je družbeno odgovorno investiranje z negativno selekcijo iz nabora potencialnih naložb izločilo tudi družbe, ki so se ukvarjale s proizvodnjo orožja, tobaka in alkohola.

V novejši zgodovini je družbeno odgovorno investiranje dobilo zagon v 60-ih letih prejšnjega stoletja. Takrat se je v ZDA začela kulturna revolucija, ki je v ospredje potiskala predvsem pravice žensk in črnega prebivalstva. Posledično so bile pri družbeno odgovornih investitorjev zaželene investicije v podjetja, ki niso diskriminirala glede na spol ali raso. Z začetkom vojne v Vietnamu so se dodatno povečevali pritiski na obrambno industrijo. Leta 1972, ko je po medijih zakročila slika 9-letne deklice Phan Thi Kim Phuc, ranjene v napadu z napalmom, je družbeno odgovorna javnost obrnila hrbet družbi Dow Chemical, odgovorni za izdelavo napalma, in drugim **orožarskim družbam, ki so se okoriščale na račun vietnamske vojne**. V 70-ih in 80-ih letih je več ameriških vzajemnih skladov odprodalo delnice družb, ki so poslovale v J. Afriki ter s tem obsodilo apartheid. Na ta način so pripomogli k ozaveščanju zainteresirane javnosti o razmerah v Južnoafriški republiki, kar je nekoliko pripomoglo k povečanju pritiskov in posledični **odpravi apartheida**. Ob prelomu tisočletja se je pozornost javnosti preusmerilo tudi **na okoljske teme**, še posebej na problematiko t.i. globalnega segrevanja in onesnaževanja (Exxon Valdez). Družbeno odgovorni vlagatelji so tako začeli vse bolj podpirati tudi dolgoročne okoljske projekte ter družbe, ki so minimizirale svoj vpliv na okolje. Z vse bolj učinkovitimi medijskimi kanali, prek katerih je postalo opozarjanje na škodljive poslovne prakse in slabo korporativno upravljanje bolj enostavno, pa je družbeno odgovorno investiranje dodalo tudi vidik kakovostnejšega upravljanja družb, denimo raznolikosti v upravah družb.

Ameriški forum za vzdržno in odgovorno investiranje ocenjuje, da je v ZDA petina vseh vzajemnih skladov vsaj delno upravljanih po družbeno odgovornih načelih. Da je družbeno odgovorno investiranje tržno zanimivo, potrjuje tudi dejstvo, da je ameriška investicijska banka Goldman Sachs do konca leta 2016 v družbeno odgovornih skladih upravljala prek 10 milijard USD sredstev, še dodatnih 70 milijard pa v vzajemnih skladih, ki uporabljajo t.i. negativno selekcijo oziroma ne investirajo v družbe, ki poslujejo na področju vojaške industrije, tobačne industrije ali industrije alkoholnih pijač. Po podatkih družbe Morningstar je bilo samo v ZDA leta 2017 ustanovljenih 40 novih družbeno odgovornih skladov, katerih število se je povečalo na 235, skupna vrednost sredstev v upravljanju pa se je povzpela na približno 95 milijard USD.

Raziskave<sup>7</sup> kažejo, da več kot 80 odstotkov t.i. milenijcev (rojnih med sredino 80ih in koncem 90ih let prejšnjega stoletja) in več kot 70 % žensk meni, da je potrebno pri odločitvi o varčevanju v vzajemnih skladih poleg donosa in tveganja upoštevati tudi družbeno odgovorne dejavnike. Po nekaterih ocenah naj bi milenijci v prihodnjih 50 letih **podedovali do 30.000 milijard ameriških dolarjev**<sup>8</sup> premoženja, kar bi lahko izdatno vplivalo na razvoj družbeno odgovornega investiranja.

V družbi NLB Skladi že od leta 2012 v analitskem procesu upoštevamo transparentnost družb glede okoljskih, družbenih in korporativnih dejavnikov. Glede na vedno večje povpraševanje po družbeno odgovornih produktih in v povezavi z dejstvom, da empirične študije ne kažejo na nižje donosnosti družbeno odgovornih skladov v primerjavi s klasičnimi, pa smo se odločili, da obstoječim in potencialnim strankam **ponudimo tudi vzajemni podsklad**, preko katerega lahko **varčujejo za svoje finančne cilje**, pri tem pa **hkrati vplivajo na globalno višjo kakovost življenja**. Sredstva podsklada NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški so tako zaradi višje družbene odgovornosti podjetij iz razvitih držav kot večje zanesljivosti podatkov investirana

<sup>5</sup> <http://www.the-ethical-partnership.co.uk/historyofethicalinvestment.htm>

<sup>6</sup> <https://www.thebalance.com/a-short-history-of-socially-responsible-investing-3025578>

<sup>7</sup> <https://triboroinvestment.com/wp-content/uploads/2017/12/SRI-Appeal.pdf>

<sup>8</sup> [https://www.accenture.com/nl-en/-/media/Accenture/Conversion-Assets/DotCom/Documents/Global/PDF/Industries\\_5/Accenture-CM-AWAMS-Wealth-Transfer-Final-June2012-Web-Version.pdf](https://www.accenture.com/nl-en/-/media/Accenture/Conversion-Assets/DotCom/Documents/Global/PDF/Industries_5/Accenture-CM-AWAMS-Wealth-Transfer-Final-June2012-Web-Version.pdf)

izključno na razvite trge, panožna sestava podsklada pa praviloma sledi panožni strukturi ameriškega in evropskega gospodarstva. Pri izbiri naložb sicer zasledujemo **strategijo izbora najboljših predstavnikov panoge**, a šele po tem, **ko predhodno opravimo negativno selekcijo**. Na ta način iz naložbenega univerzuma podsklada najprej izločimo vsa podjetja iz naftne in orožarske industrije, cestnega transporta, rudarske industrije, tobačne industrije in alkoholnih pijač. Hkrati tudi znotraj posameznih panog izbiramo s pomočjo analitskih priporočil družb Sustainalytics in RobecoSAM zgolj med tistimi družbami, ki so nadpovprečno ocenjene na področju družbeno odgovornega poslovanja.

**Podsklad NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški** pomembno dopolnjuje ponudbo družbe NLB Skladi. Vlagatelji imajo možnost, da svoje prihranke ustrezno razpršijo, dodatno pa z varčevanjem v podskladu NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti trgi delniški prispevajo k dolgoročno vzdržnemu okoljskemu in družbeno odgovornem poslovanju. Kot je nekoč dejal znani poslovnež Henri Ford: **»Nobena družba ne bo preživela brez dobička. A če bo zgolj skrbela za to, sploh ne bo preživela.«**

mag. Matej Mazi, CFA  
samostojni upravitelj premoženja

## Priloga: Arhiv napovedi in dejanskih donosnosti

		Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Dejanske donosnosti v posameznem letu**
	Regije				
2017*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +9% Evropa +12% Japonska +12%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +20%
	Zahodni Balkan	-17%	8%	33%	Hrvaška -5% Srbija +9% Bosna -3% Makedonija +23%
	Slovenija	-12%	8%	28%	Slovenija +15%
2016*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +18% Evropa +2% Japonska +9%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	3%	23%	Razvijajoči se trgi +14%
	Zahodni Balkan	-19%	6%	31%	Hrvaška +22% Srbija +13% Bosna -5% Makedonija +23%
	Slovenija	-11%	9%	29%	Slovenija +7%
2015*	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-4%	8%	20%	ZDA +12% Evropa +10% Japonska +19%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-15%	5%	25%	Razvijajoči se trgi -5%
	Zahodni Balkan	-15%	10%	35%	Hrvaška -2% Srbija -5% Bosna -4% Makedonija -1%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija -7%
2014	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	0%	12%	24%	ZDA +30% Evropa +8% Japonska +10%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-11%	9%	29%	Razvijajoči se trgi +10%
	Zahodni Balkan	-34%	9%	34%	Hrvaška -4% Srbija +12% Bosna -5% Makedonija +5%
	Slovenija	-5%	15%	35%	Slovenija +19%
2013	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-3%	9%	21%	ZDA +26% Evropa +21% Japonska +22%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-9%	11%	31%	Razvijajoči se trgi -7%
	Zahodni Balkan	-32%	7%	32%	Hrvaška +2% Srbija +4% Bosna -2% Makedonija +2%
	Slovenija	-10%	10%	30%	Slovenija +3%
2012	Razviti svet (ZDA, Evropa , Japonska,...)	-2%	10%	22%	ZDA +13% Evropa +18% Japonska +6%
	Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-12%	8%	28%	Razvijajoči se trgi +16%
	Zahodni Balkan	-18%	7%	32%	Hrvaška -0% Srbija +0% Bosna -4% Makedonija -13%
	Slovenija	-15%	5%	25%	Slovenija +8%

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

\* v EUR, upošteva reinvencijo bruto dividend

\*\* Za leto 2017 je upoštevana donosnost od 31. 12. 2016 do 19. 12. 2017

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2017.

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 d.d., Ljubljana. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje 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 d.d.) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://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 uravnoreženi 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 uravnoreženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 2, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 5, NLB Skladi – Slovenija mešani 5, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6, NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 4 in NLB Skladi – ZDA delniški 5. Pretekli podatki, ki se uporabljajo pri izračunu sintetičnega kazalnika, niso nujno zanesljiv pokazatelj profila tveganja v prihodnosti. V skladu z dejanskim poslovanjem sklada v prihodnosti se bo ocena tveganja in potencialne donosnosti lahko spremenila. Najnižja kategorija ne pomeni naložbe brez tveganja. Najvišji vstopni stroški podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški pa 1,00 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Ocene družbe NLB Skladi so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere družba ocenjuje, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamči. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo 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 bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

---

Letnik 11, številka 1, julij 2018

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Marko Bombač, CFA, FRM

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

Brezplačni izvod, julij 2018

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

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

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

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | [www.nlbskladi.si](http://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](http://www.nlbskladi.si)