

Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 7, št. 3, december 2014

KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Napovedi 2014 - smo zadeli?
- 6 Napovedi 2015

Uvodnik

Leto, ki se izteka je bilo vsekakor zanimivo. Politično smo bili priča kar nekaj pretresom, tako v državi na sončni strani alp, kjer smo šli ponovno na predčasne volitve, kot tudi drugod po svetu. Trenutno sta najbolj aktualna spora rusko-ukrajinski konflikt ter izjemna politična nestabilnost v Siriji, ki je botrovala vzponu t.i. islamske države (IS). Upravljalce premoženja in seveda tudi vlagatelje, kateri jim premoženje zaupajo, najbolj zanimajo dogodki, ki na to premoženje, preko rasti ali padcev delniških tečajev, najbolj vplivajo. Leto 2014 je bilo dobro za večino naših vlagateljev. Globalni delniški trgi so namreč v povprečju porasli za visokih 19 %, do živega jim ni prišla niti precej resna rusko-ukrajinska kriza, v katero se je znatno vključil tudi razviti svet z ZDA in EU na čelu. Slabe novice so namreč kot neprebojni ščit odbili pozitivni gospodarski podatki, zlasti iz ZDA, kjer poročajo o zelo robustni gospodarski rasti. Ameriški delniški trg je bil tako najbolj donosen med razvitimi kapitalskimi trgi, kar je bilo presenečenje tudi za nas. Podobno velja tudi za naložbe v obveznice, ki so predvsem zaradi nadaljevanja ohlapnih denarnih politik ameriške in evropske centralne banke, znova dosegle nadpovprečne donosnosti.

Če bi ne bili Slovenci, bi zelo verjetno spregledali izjemno rast slovenskega delniškega trga, ki smo mu bili priča v letu 2014. Tečaj delnic slovenskih izdajateljev so rastle predvsem na krilih prevzemnih špekulacij. V letu 2014 smo bili priča kar nekaj pomembnim prevzemom (Mercator, Aerodrom Ljubljana, Letrika, Helios), z visoko donosnostjo pa so bili nagrajeni tudi vlagatelji v podsklad NLB Skladi – Slovenija delniški, katerega vrednost enote premoženja je porasla za izjemnih + 65,5 %. Čeprav smo prepričani, da se bodo nekateri prevzemi še zgodili, pa ocenjujemo, da tako visoke donosnosti, kot smo ji bili priča v letu 2014 na slovenskem trgu ne gre več pričakovati.

Leto 2014 je bilo torej nadpovprečno uspešno in veliko vlagateljev je dobro zaslužilo. Kako pa bo v 2015? Naložbe s fiksno donosnostjo prinašajo in bodo prinašale tudi v letu 2015 zgolj malenkost več kot 0 %. Nizko tvegano je postalo tudi zelo nizko donosno, kar je prav in v skladu z ekonomsko logiko. Delnice, čeprav ponekod niso več zelo ugodno vrednotene, bodo zelo verjetno tudi v letu 2015 najbolj donosna naložbena kategorija. Svetujemo preudarno nalaganje v globalno razpršen portfelj delnic. Tistim, ki ste bolj preudarni, kljub nizkim donosnostim do dospelja, svetujemo nalaganje tudi v obveznice, za tiste, ki si želite visokih donosnosti, pa verjetno največ priložnosti (ponovno) prinaša balkanska regija.

Z radostjo, ki smo ji bili priča na Ljubljanski borzi, se vrača tudi zaupanje v vzajemne sklade. Ponosni smo, da ste vlagatelji letos v naše vzajemne sklade vplačali izjemnih 90 mio EUR. S prevzemom dejavnosti individualnega upravljanja premoženja od NLB d.d. smo v družbi NLB Skladi postali največja družba za upravljanje. Vse skupaj v NLB Skladih upravljamo tričetr milijarde evrov. Hvala za zaupanje.

Naj vam za konec zaželimo veselo praznovanje novega leta, v 2015 pa veliko uspehov, tako na zasebni kot poslovni strani.

Blaž Bračič
vodja oddelka za trženje in prodajo

Napovedi 2014 – smo zadeli?

Za leto 2014 smo napovedovali **zmerno okoli 10 % donosnost globalno razpršenega delniškega portfelja** ter bili zaradi ekstremno nizkih obrestnih mer oz. donosnosti do dospelja **nenaklonjeni obvezniškim naložbam**. Naša pričakovanja glede delniških naložb so bila presežena, saj je globalni delniški indeks¹ v 2014 porasel za + 19 %, pri čemer smo bili priča presenetljivo močni presežni donosnosti ameriških delnic (Preglednica 1).

Lani smo pričakovali nadaljevanje močne gospodarske rasti, še posebej v ZDA, a tudi v Evropi, predvsem njeni PIIGSS regiji. V splošnem lahko ocenimo, da so se naša pričakovanja tako glede rasti kot donosnosti delnic v splošnem uresničila, še posebej v ZDA, PIIGSS (predvsem Slovenija, Španija, Irska, v manjši meri preostale) ter v nekaterih državah s trgov v razvoju. Da naša pričakovanja niso bila izpolnjena v še večji meri gre pripisati predvsem dvema dejavnikoma/razpletoma, ki sta nas in vlagatelje po svetu močno presenetila in močno zaznamovala borzno leto 2014:

1. Ukrajinska kriza oz. zamrznitev gospodarskih odnosov med Rusijo in zahodom

Delnice: Sestrelitev malezijskega letala v Ukrajini ter uvedba vzajemnih gospodarskih sankcij med Rusijo in EU sta bistveno prispevala k zastoju nemškega (izvoz avtomobilov in zahtevnejše strojne opreme), avstrijskega (avstrijske banke so bile med bolj aktivnimi na ruskem trgu in širši regiji) in upočasnitev grškega gospodarstva (izvoz hrane) ter splošno rast negotovosti v vodstvih evropskih podjetij zaradi naraščajočega političnega tveganja. Vse povedano je bistveno prispevalo k zastoju evropskega gospodarstva tekom jeseni 2014 in spodbudilo agresivnejše ukrepanje Evropske centralne banke (ECB). Slednje je poleg dodatnega nižanja ravni obrestnih mer povzročilo tudi deprecijacijo evrske valute (evro je v primerjavi z dolarjem v 2014 izgubil 11,6 % vrednosti). Vse navedeno pa se je od junija dalje odrazilo tudi v presenetljivo močnem razkoraku med donosnostjo evropskih in ameriških delnic ter prek tretjinskem padcu vrednosti delnic ruskih družb (v evrih) in ruskega rublja (v primerjavi z evrom).

Obveznice: Tudi v 2014 zelo solidni donosi obvezniških naložb so številne, tudi nas, močno presenetili. Agresiven odziv ECB na posledice ukrajinske krize v gospodarstvu evroobmočja ter občasen umik vlagateljev v varnejše naložbe so dodatno nižali donosnosti do dospelja evrskih obveznic ter šibile pritiske na višanje obrestnih mer v sicer gospodarsko močno rastočih ZDA in Združenem kraljestvu. Če k temu dodamo dodatno agresivnost japonske centralne banke ter prvo nižanje referenčne obrestne mere na Kitajskem, potem postane jasno, zakaj so bile obveznice v splošnem tudi v 2014 donosna naložba.

2. Nafta

Cena nafte se je v drugi polovici 2014 znižala za okvirno 40 %. Posledično so bile v 2014 vse naložbe povezane z nafto oz. energenti nizko oz. negativno donosne. Glavni »krivec« za sprožitev cenovnega plazua so nove tehnologije črpanja in posledično močno povečano črpanje nafte na ameriških tleh. Oboje nam je sicer bilo znano in tudi vključeno v lanske analize in pričakovanja, pa vendar tako močnega povečanja črpanja ter tako neodzivnega OPEC-a (defacto razpad naftnega kartela) nismo pričakovali. Posledično sta nas presenetila predvsem hitrost in globina naftnega cenovnega padca, ne pa tudi smer.

¹ Indeks MSCI AC World DAily TR Net; v EUR

Preglednica 1: Napovedi 2014 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2014			Dejanske donosnosti v 2014 ¹
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	
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%

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2013, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne

*Donosnost upošteva reinvesticijo prejetih dividend.

V letu 2014 so slovenske delnice skladno z našimi pričakovanji beležile izredno solidne pozitivne donosnosti. Povod letošnje rasti je dejanska izvedba prodaj nekaterih družb s »privatizacijskega« seznama 16 družb, v katerih ima država namen odprodati svoj neposreden ali posreden lastniški delež. Dodatne vzroke za rast pa gre iskati tudi v preteklih ugodnih vrednotenjih, sanaciji bančnega sistema, rasti izvoza in ustavitvi rasti števila brezposelnih. Vse skupaj je imelo za posledico vrnitev kančka optimizma tudi med slovenske podjetnike in potrošnike.

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz

Napovedi 2015

Kaj torej napovedujemo za leto 2015?

Močno okrevanje ameriškega gospodarstva, nadaljevanje zelo ohlapne denarne politike tudi v prihodnje (predvsem ECB in japonska centralna banka), močna pocenitev nafte in energentov, kar koristi potrošnikom, postopno zmanjševanje negotovosti izhajajoče iz ukrajinske krize ter pospešitev evropskega gospodarskega okrevanja govorijo **v prid delniškimi naložbam**. Po drugi strani pričakujemo ravno zaradi močnejše gospodarske rasti razvitih gospodarstev nadaljnje zmanjšanje agresivnosti spodbujevalnih denarnih politik (predvsem ameriška in angleška centralna banka). Slednje bo v 2015, podobno kot v 2013, verjetno **višalo dolgoročne obrestne mere**, kar **zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb**.

Temelji naših napovedi za leto 2015

Delnice splošno

Gospodarska rast razvitega sveta bo v 2015 solidna. Nižanje brezposelnosti, nizke obrestne mere in pocenitev goriva dvigujejo potrošniško razpoloženje in slednje bo po naših pričakovanjih ostalo prešerno tudi po koncu božično-novoletnih praznikov. S tem bo pozitivna zanka (nižanje brezposelnosti ustvarja povpraševanje po izdelkih, kar zopet vpliva na nižanje brezposelnosti) najverjetneje prisotna tudi v prihodnje.

Centralne banke razvitih držav z močno gospodarsko rastjo (ZDA, Združeno kraljestvo) po letih izredno agresivnih spodbujevalnih ukrepov počasi, previdno in postopoma zmanjšuje njihovo moč. V 2015 bomo prvič po več kot 8 letih pričali prvemu dvigu referenčne obrestne mere ameriške centralne banke (FED). Morebitno hitrejše in/ali močnejše zaviranje spodbud denarne politike FED-a kot posledica močnega okrevanja na trgu dela (rast plač) in povišanih inflacijskih pričakovanj predstavlja eno od tveganj in potencialnih virov povečane nihajnosti kapitalski trgov v 2015. Po drugi strani se krepijo pričakovanja po še agresivnejših ukrepih ECB oz. vsaj agresivnejšem izvajanju do sedaj uvedenih ukrepov (dvig bilančne vsote za 50 % na 3.000 milijard evrov). Med svoj nabor ukrepov za spodbujanje bančnega okolja bi lahko vsem političnim nasprotovanjem navkljub vključila tudi neposredno odkupovanje državnih obveznic, posebno če že omenjeni ukrepi ne bi izboljšali evropske gospodarske slike. Napoved povečane aktivnosti ECB vsekakor govori v prid delnicam, v manjši meri tudi obveznicam.

Vrednotenja delnic so po nekaterih kazalcih v delu razvitega sveta na nivojih, ki jih ne moremo več enoznačno opredeliti za ugodne², pa vendar v splošnem ne moremo trditi, da so delnice precenjene. V trenutnem okolju izredno nizkih obrestnih mer in s tem nizkih pričakovanih donosnosti varnih naložbah s fiksnim donosom (depozit, obveznice) dejansko predstavljajo izredno privlačno naložbeno možnost. Kot primer, že samo dividendna donosnost nemškega borznega indeksa petkratno presega pričakovano donosnost 10 letne nemške državne obveznice.

Pocenitev nafte (-40% v zadnjih 6 mesecih) močno koristi državam neto uvoznicam. Učinek neposrednih in posrednih spodbud je v državah evroobmočja in na Japonskem znaten ter dosega do 1,5 % BDP letnega prihranka na računu za nafto. Tako neposreden (cenejše gorivo, ogrevanje, energetske intenzivni izdelki) kot posreden učinek cenejše nafte (višje potrošniško razpoloženje) sta močna argumenta v prid višji gospodarski rasti držav neto uvoznic v primerjavi s tistimi, ki nafto neto izvažajo (npr. Rusija). Cenejša energija ima v splošnem pod črto spodbuden učinek na globalno gospodarsko rast.

Tveganja so številna in močno prisotna. Geopolitična tveganja so izrazita, saj je izredno težko z neko mero gotovosti predvideti odzive posameznih voditeljev na močne mednarodne pritiske. Tako je odziv ruskega predsednika težko predvidljiv. Podobno nepredvidljive so razmere v grški politiki in posledičen odnos do preostale Evrope. Na

Preglednica 2: Napovedi 2015

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2015	Napoved 2015		
	Pesimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)	Srednji scenarij (60 % verjetnost uresničitve)	Optimistični scenarij (20 % verjetnost uresničitve)
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	+8%	+20%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-15%	+5%	+25%
Zahodni Balkan	-15%	+10%	+35%
Slovenija	-15%	+5%	+25%

² Npr. ciklično prilagojeni PE kazalnik ameriških delnic, ki ga je v finančni javnosti uveljavil Nobelov nagajenec leta 2013 g. Shiller.

javne pritiske ni imun niti svet ECB, ki določa ukrepe denarne politike. V splošnem smo optimisti, da bo razum prevladal nad čustvenimi izpadi in parcialnimi interesi ter da se bodo dejanja voditeljev bolj usmerila v mirne rešitve za skupno dobro.

Glede na predstavljeno **v letu 2015** pričakujemo zmerno **rast cen delnic**, rahlo pod ravnijo zgodovinskih povprečij, ki bo tako po našem najverjetnejšem scenariju znašala **okoli 7 %**³.

Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb v letu 2015 dajemo **prednost evropskim delniškim trgom**. Vrednotenja, še posebej tista, prilagojena za poslovni cikel, ostajajo ugodnejša kot drugod v razvitem svetu. Odločnost ECB ohranjati izredno nizke obrestne mere in sprostitev »transmisivskega mehanizma«, to je povečati kreditno aktivnost bank, govori v prid evropskim delnicam. Pretekli napor pri izvedbi strukturnih reform se v zadnjih četrletjih jasno kažejo v višji gospodarski rasti reformnih držav. Posledični prvi znaki nižanja stopnje brezposelnosti so dober obet za nadaljevanje okrevanja nekdanj problematičnega južnega obrobja evroobmočja. Letošnji gospodarski zastoj evroobmočja so zakrville osrednje velike članice evroobmočja, k čemur so pripomogli ohlajeni odnosi z Rusijo. Posledični pesimizem, ki je v zadnjih mesecih v širši evropski javnosti močno prisoten, viša verjetnost pozitivnega presenečenja. Morebitno prenehanje gospodarskih sankcij med Evropo in Rusijo predstavlja primer potencialnega pozitivnega presenečenja v 2015. Pocenitev nafte močno koristi Evropi in še posebej evroobmočju, ki kar 94 % porabljene nafte uvozi, kar predstavlja 3 % BDP-ja. Sama pocenitev nafte torej pomeni kar 1,2 % BDP veliko neposredno spodbudo evropskemu potrošniku, podjetjem oz. državam. Če k temu dodamo še na nafto vezane druge energente (npr. plin) in posredne spodbujevalne učinke, pa je obseg »naftne« spodbude še precej višji. Letošnja pocenitev evra (-11,6 % v primerjavi z USD) je dodatna spodbuda izvoznim podjetjem evroobmočja.

Temelji prihodnje gospodarske rasti Evrope so torej solidni, a prisotna so tudi precejšnja tveganja, ki lahko ob neugodnih razpletih močno zamajajo okrevanje Evrope. Odnosi med Rusijo in Evropo so napeti in nepredvidljivi, medsebojne gospodarske sankcije pa škodijo vsem vpletenim.

Pomanjkanje politične volje za nadaljevanje začelih ali napovedanih strukturnih reform je ob vsesplošnem močnem padcu cene zadolževanja evrskih držav močno prisotno. Da ima to lahko precejšnje negativne posledice lahko jasno razberemo v letošnjih kazalcih gospodarskega zdravja Francije in Italije. Morebitna neodolčnost pri izvedbi s strani ECB napovedanih in pričakovanih ukrepov se lahko hitro spremeni v skrb zbujajočo tematiko in vir negotovosti.

Japonska je ena od energetsko najsiromašnejših držav, ki mora praktično vse energente uvoziti. Uvozi prek 97 % porabljene nafte, nafta in naftni derivati pa predstavljajo kar 5,1 % japonskega BDP. Japonci si skupaj z Indijci delijo prvo mesto med zmagovalci letošnje naftne pocenitve. Slednja bo vsaj malo ublažila posledice do sedaj neuspešnih »abonomics« ukrepov, to je prvih dveh »puščič«, torej povečanega državnega trošenja in pospešenega tiskanja denarja. Ključna je tretja puščica, to so strukturne reforme, ki bi rešile japonsko zaprtost pred priseljenci, ekstremno zaščito japonskih kmetov ter načela pregovorno rigidnost japonskega trga dela (še vedno čislajo doživljensko zaposlitev). Glede na dodaten mandat predsednika Abe-ja ter splošno razumevanje, da so za neuspeh dosedanje politike krivi pretirano zanašanje na površinske ukrepe prvih dveh puščič ter neuporaba tretje, menimo, da bo ravno tretja puščica, torej strukturne reforme, nova osrednja fronta Abe-jeve vojne z deflacijo in gospodarsko stagnacijo (v Abe-ju ljubem vojaškem žargonu). Vsebinsko ključni in nezanemarljivi tveganji ostajata, to sta krčenje delovne sile in ogromen državni dolg. Predvsem slednji je v kombinaciji z morebitno strukturno reformno neambicioznostjo ključen vir tveganja.

Ameriško gospodarstvo je v 2015 utrdilo svoje mesto vodilne lokomotive svetovnega gospodarstva. Kontinuirano okrevanje trga dela, in tudi vse cenejše gorivo, je sprožilo preporod potrošniškega razpoloženja Američanov in zagnalo od preostalega sveta neodvisen (vsaj v 2014 se tako zdi) glavni pogon ameriške lokomotive, to je domačo potrošnjo, ki predstavlja skoraj 70 % ameriškega gospodarstva. Šibkost Evrope, krepitev USD in pocenitev nafte so nižali inflacijska pričakovanja in so zaenkrat poskrbeli za odlog prvega dviga referenčne obrestne mere FED-a (najverjetneje do prihoda pomladi/poletja). A raven brezposelnosti bo konec leta 2015 že zelo blizu 5 % (trenutno 5,8 %), izkoriščenost proizvodnih kapacitet pa občutno prek 80 % (danes 80,1 %), to pa sta ravni, ki sta v preteklosti že sprožili rast pričakovanj po višjih plačah, cenah, ... Zgodovina se sicer ne ponavlja, naj bi se pa rimala. Če to drži, bomo, ob odsotnosti zunanjih šokov, v drugi polovici leta najverjetneje pričali rasti inflacijskih pričakovanj in dvigom referenčne obrestne mere FED-a. Ameriške delnice so primerjalno dražje (od npr. evropskih), njihovo gospodarstvo pa se nahaja v zreli fazi okrevanja, na kar nakazujejo pretekla močna rast dobičkov in tudi visoke marže ameriških družb. Predvsem slednje v kombinaciji z visoko izkoriščenostjo proizvodnih in človeških resursov (nizka brezposelnost) nakazuje,

³ Ocena nominalne donosnosti v EUR za globalno razpršen delniški portfelj.

da je nadaljnji potencial za močno rast dobičkov omejen. Ameriško hitro rastoče črpanje nafte je ključni krivec za pocenitev nafte. Slednja sicer močno koristi ameriškemu potrošniku, a šibi ameriško naftno industrijo. Učinek na celotno ameriško gospodarstvo je sicer občutno pozitiven (ZDA je v 2013 še 35 % nafte uvozila), a ne tako enoznačen kot drugod v razvitem svetu (evroobmočje, Japonska).

Razvijajoči se trgi kot celota bodo v 2015 verjetno v nemilosti mednarodnih vlagateljev. Njihov denar se bo najverjetneje, podobno kot v 2013 tudi v 2015, selil v gospodarsko rastoč razviti zahodni svet, ter povzročal težave lokalnim centralnim bankirjem (nižanje vrednosti lokalnih valut in nezaželeno rast obrestnih mer). V prid azijski regiji sicer govori, podobno kot pri Japonski, pocenitev nafte, ki jo regija večino uvozi. Račun za energijo bo občutno nižji kar ima v razvijajočih se azijskih državah z nižjim razpoložljivim dohodkom (višji delež posledično namenjen za gorivo) še toliko višji spodbujevalni učinek. Če k temu dodamo nekaj reformne naravnosti (Indija), prve spodbujevalne ukrepe denarne politike (Kitajska) ter ugodna vrednotenja, potem lahko sklenemo da si na razvijajočih se trgih največ obetamo ravno od azijske regije. A na drugi strani so države proizvajalke nafte in preostalih surovin, ki s pocenitvijo močno izgubljajo. Rusija ter Latinska Amerika sta močno odvisni od cen nafte, plina in surovin. Močno krčenje naftnih prihodkov neizogibno vodi v težavno prilagoditev, najverjetneje tudi v splošno krčenje gospodarske aktivnosti.

Slovenija ostaja zanimiva naložbena destinacija, a njena privlačnost je po močni rasti cen delnic in močnem padcu cene zadolževanja države občutno upadla. Vrednotenja niso več na »razprodajnih« nivojih, reformni zalet pa občutno pojenjuje. Privatizacija se nadaljuje in njen uspešen zaključek je nujen pogoj za solidno donosnost slovenskih delnic v 2015. Donosnosti iz 2014 pa se žal v 2015 zelo verjetno ne bomo približali.

Panoge oziroma skupine dejavnosti

S panožnega vidika so zaradi okrevanja razpoloženja potrošnika (nižanje brezposelnosti v ZDA, Združenem kraljestvu, rahlo tudi v EU ter močna pocenitev energentov) zanimiva podjetja iz Trajnih potrošnih dobrin, kot npr. avtomobilske družbe, luksuzni izdelki, hotelske družbe ipd. Odločnost centralnih bank pri ukrepih, ki v prvi vrsti koristijo bankam, v splošnem viša dobičkonosnost in posledično naložbeno privlačnost finančnega sektorja. Naložbeno zanimive so tudi družbe iz industrijskega sektorja, predvsem karkoli povezano z investicijami podjetij (z izjemo investicij v nova naftna nahajališča), kot na primer strojna, električna in gradbena oprema. Podjetja so namreč v zadnjih letih predvsem varčevala in le malo vlagala v lastno opremo, kar bi se ob nadaljnjem gospodarskem okrevanju, razpoloženemu končnemu potrošniku ter visokih zalogah denarja lahko kmalu spremenilo.

Ohranjamo nenaklonjenost skupinam dejavnosti, katerih dobičkonosnost poslovanja družb je nizko povezana z gospodarskim ciklom, to so predvsem dejavnosti, povezane z vsakdanjimi nakupi potrošnikov (hrana, pijača, tobak, zdravila,...) ter telekomunikacijske družbe in družbe, ki izvajajo javne storitve.

Nevtravno mnenje imamo do prihodnjih premikov cen nafte. Cena okrog 60 USD za sodček namreč načena profitabilnost novih tehnologij črpanja nafte in utekočinjenega zemeljskega plina. Po drugi strani so se nove tehnologije dokazale in se močno cenijo tako da je povratek v cenovna območja prek 100 USD za sodček tudi malo verjeten. Posledično imamo nevtravno mnenje tudi do naftne panoge kot celote.

Napovedi 2014 – obveznice

Visoka pričakovana gospodarska rast in še ekstremno nizek nivo obrestnih mer govorita proti naložbam v varne obveznice tudi za v prihodnje. V kolikor bi se skladno z našimi pričakovanji solidna gospodarska rast razvitega sveta uresničila ter ključna tveganja postopoma razvodenela (rusko- evropski odnosi, stabilizacija cene nafte) kot mi pričakujemo, potem lahko v drugi polovici leta pričakujemo zmerno splošno rast obrestnih mer. Predvsem v ZDA, v manjši meri morda tudi v evroobmočju. Trajanje (občutljivost na obrestne mere) obvezniških portfeljev smo zato ohranili primerjalno nizko. Prednost še naprej dajemo obveznicam nižjih kreditnih bonitet, v prid katerim govori nadaljevanje solidne gospodarske rasti in s tem pričakovano nadaljevanje obdobja rekordno nizkega števila družb, ki ne uspejo poplačati svojih dolgov.

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz

Priloga: Arhiv napovedi in dejanskih donosnosti

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

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled 2008 do 2013

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Trg Republike 3, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje so v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Pretekla donosnost naložbe ni pokazatelj njene donosnosti v prihodnosti. Kategorije sintetičnega kazalnika tveganj in donosa podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo: NLB Skladi – Azija delniški 6, NLB Skladi – Dinamični razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški 6, NLB Skladi – Globalni delniški 6, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 5, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 7, NLB Skladi – Naravni viri delniški 7, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 6, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 5, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 5, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija delniški 6, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 6, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 6, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva delniški 6 in NLB Skladi – Zahodni Balkan delniški 6, NLB Skladi – ZDA delniški 6. Pretekli podatki, ki se uporabljajo pri izračunu sintetičnega kazalnika, niso nujno zanesljiv pokazatelj profila tveganja v prihodnosti. V skladu z dejanskim poslovanjem sklada v prihodnosti se bo ocena tveganja in potencialne donosnosti lahko spremenila. Najnižja kategorija ne pomeni naložbe brez tveganja. Najvišji vstopni stroški podskladov krovnega sklada NLB Skladi znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški pa 1,00 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Naše ocene so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere menimo, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. 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. 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 izdajatelj 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, Poljski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 7, številka 2, december 2014

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

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

Brezplačni izvod, december 2014

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

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

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

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

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

NLB  **Skladi**

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

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si