

Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 8, št. 2, december 2015

KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Napovedi 2016
- 8 Naftne družbe – priložnost ali past?

Za nami je leto mešanih borznih občutkov. Medtem ko so borze razvitih finančnih trgov dosegle lepe pozitivne donosnosti, so težave povzročale predvsem borze razvijajočih se trgov na čelu s Kitajsko. Kitajska borza je v zadnjih letih dosegala izjemne rasti, vrednotenja tega delniškega trga pa so bila izrazito neugodna. Kljub izjemni gospodarski rasti, ki jo dosegla kitajsko komunistično-kapitalistično gospodarstvo, pritoku tujih investicij in skokoviti rasti domače zasebne potrošnje je vrednotenje kitajskega delniškega trga kazalo prav vse simptome borznega balona. Ta je v letu 2015 končno počil. Dejansko se na Kitajskem ni zgodilo nekaj nepričakovanega, le prehitelo je pričakovanja vlagateljev. Poleti je tako Kitajska nekoliko zamajala tudi razvite trge, a se je hitro potrdilo, da nismo priča scenarijem iz leta 2008, temveč običajni korekciji, ki je tudi posledica nervoze vlagateljev po izjemnih rasteh delniških trgov v zadnjih skoraj 7 letih. Borze razvitih trgov so tako v letu 2015 dosegle rahlo višje donosnosti od zgodovinskih povprečij, po drugi strani pa so bile donosnosti občutno boljše kot pri varnejših oblikah naložb.

Nizko tvegane naložbe s fiksnim donosom kljub temu zaostanku danes, še bolj kot pred letom dni, prinašajo kvečjemu malo več od nič. Tu je lahko govora tako o obveznicah kot vezanih depozitih. Denarja je v sistemu enostavno preveč in najosnovnejši zakon ponudbe in povpraševanja pravi, da ceno denarja (obrestno mero) določa količina denarja v obtoku in povpraševanje po njem. Tudi v letu 2016 ne pričakujemo izboljšanja razmer za obveznice. Nasprotno, če se bodo deflacijska pričakovanja umirila, bi utegnile dolgoročne obresti nekoliko narasti, kar dela v tem trenutku dolgoročne in varne obvezniške naložbe še manj privlačne. Ob slabih obetih za naložbe s fiksnim donosom se vse več vlagateljev ozira proti delnicam. Trenutno so delnice kljub že omenjeni 7-letni rasti delniških tečajev še vedno primerjalno najbolj zanimiva opcija za varčevanje. Ob sicer višjem prevzetem tveganju prinašajo najvišje pričakovane donosnosti. Njihovo ne več poceni, a še vedno razumno vrednotenje, pa potrjujejo tudi visoke dividendne donosnosti, ki tudi če se delniški tečaji nikamor ne premaknejo, prinašajo vlagateljem na nekaterih razvitih borzah celo do 5 % letne donosnosti. Ob številnih možnostih, pasteh in pričakovanjih se poraja legitimno vprašanje, kam naložiti denar, da se bo ta karseda dobro plemenitil. Morda dobite kakšno idejo tudi ob prebiranju Analitskega pregleda, ki je pred vami in v katerem naši analitiki podajajo svoja pričakovanja o borzah v letu 2016.

Počasi in (žal) s precejšnjim zamikom se tudi prihranki slovenskih varčevalcev selijo na kapitalske trge, v največji meri ravno preko vzajemnih skladov. Do konca novembra so neto prilivi v slovenske vzajemne sklade znašali 136,5 mio EUR, kar je rezultat, ki ga v Sloveniji nismo beležili vse od leta 2007. V evropske vzajemne sklade se je po podatkih evropskega združenja družb za upravljanje do konca oktobra steklo kar 500 mrd EUR. Appetit po varčevanju v vzajemnih skladih, zlasti delniških, je torej med vlagatelji zelo velik.

Naj se za konec v imenu celotne družbe NLB Skladi zahvalim vsem vlagateljem za izjemno zaupanje, ki ste nam ga izkazali v letu 2015. Verjamem, da bomo izkazano zaupanje upravičili s profesionalnostjo, skrbnostjo in etičnimi standardi, ki jih zasledujemo vse od začetka našega poslovanja. Želimo vam zdravo, uspešno in donosno leto 2016!

Blaž Bračič
vodja oddelka za trženje in prodajo

Napovedi 2016

Napovedi 2015 – smo zadeli?

Za leto 2015 smo napovedovali **zmerno, rahlo podpovprečno, okoli 7 % donosnost globalno razpršenega delniškega portfelja** ter bili zaradi ekstremno nizkih obrestnih mer oz. donosnosti do dospelja **nenaklonjeni obvezniškim naložbam**. Naša pričakovanja so se v splošnem izkazala za izrazito pravilna, saj je globalni delniški indeks¹ v letošnjem letu porasel za 8,8 %, pri čemer smo bili priča velikemu razkoraku med donosnostjo razvitih in razvijajočih se držav. Medtem ko so prve v 2015 rahlo presegle naša pričakovanja, ki so bila na ravni zgodovinskih povprečij, pa so donosnosti delnic razvijajočih se držav zaostale za našimi že tako podpovprečnimi pričakovanji (Preglednica 1), podobno velja tudi za naš borzni trg in še nedavno popularne bližnje trge.

Preglednica 1: Napovedi 2015 in dejanske donosnosti

Regije	Napovedi 2015			Dejanske donosnosti v 2015*	
	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij		
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%

*Donosnost upošteva reinvesticijo prejetih bruto dividend.

Vir: NLB Skladi - Analitski pregled december 2014, Bloomberg, lastni izračuni, vse donosnosti so nominalne

Kaj napovedujemo za leto 2016?

Pričakujemo nadaljevanje globalnega gospodarskega okrevanja in v splošnem še vedno ohlapno denarno politiko centralnih bank, predvsem evropske, japonske in kitajske, s tem pa tudi nizke obrestne mere. Resda težko trdimo, da so vrednotenja delnic še vedno ugodna, po našem mnenju so danes celo nad zgodovinskimi povprečji, a so tudi pričakovane nominalne donosnosti varnih naložb danes izjemno nizke, velikokrat celo negativne. Še več, deflacijski pritisk v razvitih državah, kot posledica nižanja cen surovin in energentov, se bo v drugi polovici leta izpel. To bo ob nadaljevanju okrevanja razvitih držav in čedalje nižjih stopnjah brezposelnosti verjetno vsaj rahlo dvignilo dolgoročne obrestne mere, kar posledično zmanjšuje privlačnost obvezniških naložb, posebno varnih in dolgoročnih. Tako bodo vlagatelji v še večji meri donose iskali v bolj tveganih delniških naložbah, pri katerih že zgolj dividendne donosnosti v povprečju presegajo depozitne obrestne mere in zahtevane donosnosti državnih obveznic varnih držav. Kljub vsemu se je po našem mnenju verjetnost za kakšno negativno presenečenje na borzah glede na lani nekoliko povečala, zaradi česar smo rahlo povečali ciljni delež denarja (povečanje gre na račun še nekoliko nižjega deleža obveznic). Oportunitetni strošek denarja je danes izredno nizek in nudi poceni prilagodljivost, da povečamo izpostavljenost tisti kategoriji, ki bi jo doletela korekcija, in izkoristimo priložnosti za poceni nakupe.

¹ Indeks MSCI ACWI, vključujoč reinvesticijo bruto dividend; v EUR do vključno 28.12.2015

Temelji naših napovedi za leto 2016

Delnice splošno

Gospodarska rast razvitega sveta se bo v 2016 okrepila, a bo še vedno nižja kot v preteklih porecesijskih obdobjih. Če je Mednarodni denarni sklad še pred štirimi leti za leto 2015 napovedoval 4,8 % globalno gospodarsko rast, bo ta po zadnjih ocena bistveno nižja (3,1 %). Kljub vsemu okrevanje razvitega sveta niža brezposelnost, kar ob pocenitvi energentov in nizkih obrestnih merah krepi potrošniško razpoloženje. Bolje razpoloženi potrošniki več trošijo, kar dviguje prihodke in dobičke družb, ki posledično več zaposlujejo. Pričakujemo, da bo omenjena pozitivna povratna zanka v razvitem svetu prisotna tudi v prihodnjem letu. Po drugi strani je v **razvijajočih se državah** sicer prisotna hitrejša rast, a se slednja znižuje. Mediana gospodarske rasti razvijajočih za leto 2015 naj bi po zadnjih ocenah znašala 3,2 %, kar je, z izjemo leta 2009, najnižja stopnja vse od azijske krize konec preteklega stoletja.

Najpomembnejše centralne banke še vedno ohranjajo izjemno ohlapno denarno politiko, zaradi česar so obrestne mere in zahtevane donosnosti varnih držav izjemno nizke, velikokrat celo negativne. Kljub vsemu je v letošnjem letu prišlo do razkoraka v politiki posameznih centralnih bank. Na eni strani skušata evropska in japonska centralna banka z dodatnimi denarnimi ukrepi spodbuditi inflacijo in posredno gospodarsko rast. Tudi kitajska centralna banka bo zaradi ohlajanja tamkajšnjega gospodarstva v prihodnjem letu najverjetneje nižala obrestne mere. Po drugi strani je ameriški Fed prvič v skoraj desetletju dvignil ključno obrestno in za prihodnje leto napoveduje dodatne dvige, kar pa utegne demotivirati omenjene centralne banke v vztrajanju v izjemni ohlapnosti. V splošnem je politika centralnih bank še vedno ekspanzivna, kar govori v prid delnicam, v manjši meri pa tudi bolj tveganim obveznicam.

Vrednotenja delnic so po nekaterih kazalcih (za cikel prilagojeni kazalci, cena glede na prodajo) v primerjavi z zgodovinskimi vrednotenji že nadpovprečna, po drugih kazalcih (cena glede na dobiček) pa še vedno ne moremo trditi, da so delnice precenjene. A ob nadpovprečno visokih profitnih maržah, čedalje nižji stopnji brezposelnosti, kar počasi, a vztrajno ustvarja pritiske na rast plač, in rahlem višanju obrestnih mer pričakujemo počasnejšo rast dobičkov v prihodnjih letih, ki so ključni pri poganjanju delniških tečajev. Kljub vsemu so delniške naložbe v okolju izredno nizkih obrestnih mer in s tem nizkih pričakovanih donosnosti varnih naložb s fiksnim donosom (depozit in obveznice) še vedno nadpovprečno privlačna naložbena možnost, pri čemer se vrednotenja po posameznih regijah in državah močno razlikujejo.

V nadaljevanju si pogledajmo, **katere regije, države in panoge bodo zanimive v letu 2016**. Seveda pri vsaki napovedi ne **moremo mimo tveganj**, ki bodo v letu 2016 intenzivnejša kot v zadnjih letih. Glede na predstavljeno **v letu 2016** zopet pričakujemo zmerno, rahlo podpovprečno globalno rast delniških tečajev, ki bo po našem **najverjetnejšem scenariju znašala okoli 7 %²**.

Preglednica 2: Napovedi 2016

Pričakovane donosnosti delniških trgov posameznih regij v 2016	Pesimistični scenarij	Srednji scenarij	Optimistični scenarij
Razviti svet (ZDA, Evropa, Japonska,...)	-4%	+8%	+20%
Razvijajoči se trgi (Kitajska, Rusija, Brazilija, Indija,...)	-17%	+3%	+23%
Zahodni Balkan	-19%	+6%	+31%
Slovenija	-11%	+9%	+29%

Vir: lastne napovedi in izračuni.

Regije

V okviru geografske alokacije delniških naložb v letu 2016 dajemo **prednost evropskim delniškim trgov**. Ob še vedno prisotnem pesimizmu zaradi dogodkov v zadnjih nekaj letih (rusko-ukrajinska in grška kriza, vpliv ohlajanja Kitajske na evropske izvoznike, itd.) so **vrednotenja evropskih delnic med najugodnejšimi**. Te imajo danes približno 3,6 % dividendno donosnost, kar je precej več kot denimo v ZDA (2,2 %) in tudi bistveno več, kot lahko danes vlagatelji dobijo z varčevanjem v depozitih ali varnih obveznicah. V prid evropskim delnicam govori tudi **ohlapna denarna politika ECB**, ki je pred kratkim sprejela nove denarne spodbude, kar prek šibkejšega evra v primerjavi z ameriškim dolarjem koristi evropskim izvoznikom. Ob delno izvedenih strukturno-varčevalnih reformah pričakujemo tudi **nadaljevanje okrevanja**, ki ga bodo ob nizki ceni nafte, kar zlasti evroobmočju močno koristi, saj kar 94 % porabljene nafte uvozi, še dodatno spodbudili čedalje bolj optimistični evropski potrošniki. Večje trošenje bo spodbudilo prihodke in dobičke evropskih družb, ki so še vedno precej pod nivoji izpred finančne krize leta 2008.

² Ocena nominalne donosnosti v EUR, vključujoč reinvesticijo bruto dividend, za globalno razpršen delniški portfelj.

Najvišjo donosnost pričakujemo v tistih državah, ki so bile v preteklih letih najbolj na udaru vlagateljev (Portugalska, Italija, Španija, Slovenija in deloma tudi Avstrija). V teh državah so vrednotenja, kot posledica še vedno prisotnega pesimizma, nadpovprečno ugodna. To ob ekspanzivni politiki ECB in delno izvedenih reformah viša verjetnost pozitivnega presenečenja. Denimo španske delnice imajo danes približno 4,9 % dividendno donosnost, kar je bistveno več kot pri francoskih (3,1 %) in nemških delnicah (2,7 %). Veter v prsi je Španiji v letošnjem letu predstavljala predvsem močna povezanost z Latinsko Ameriko, ki se zaradi upada cen surovin in energentov nahaja v recesiji. A Španija je pod pritiski vlagateljev in Evropske komisije v zadnjih nekaj letih delno izvedla strukturne-varčevalne reforme, kar pozitivno vpliva na okrevanje Španije, ki je z več 3-odstotno gospodarsko rastjo v letošnjem letu eno najhitrejših med državami evroobmočja sploh. S posledičnim upadom stopnje brezposelnosti (s skoraj 27 % proti 20 %) so Španci bistveno bolj optimistični in posledično več trošijo, kar je pozitivno za dobičke družb. To nadalje viša optimizem v podjetniškem sektorju, ki posledično dodatno zaposluje. S tem se je ustvarila t.i. pozitivna zanka, ki se bo po našem mnenju nadaljevala še nekaj let. Kljub bistveno boljšemu gospodarskemu izgledu pa je bila donosnost španskih delnic tako v letošnjem letu kot v zadnjih nekaj letih podpovprečna, pričakujemo pa, da se bo v letu 2016 to spremenilo. Po drugi strani smo manj naklonjeni delnicam družb iz »varnih« držav evroobmočja (Francija in Nemčija), ki imajo danes znotraj Evrope nadpovprečna vrednotenja.

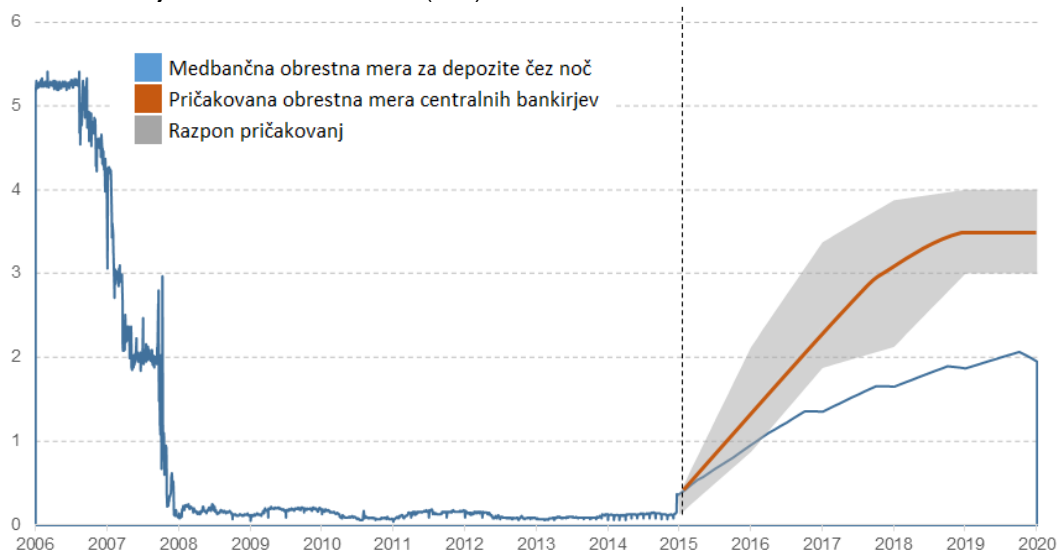
Temelji prihodnje gospodarske rasti Evrope so solidni, a prisotna so tudi precejšnja tveganja, ki lahko ob neugodnih razpletih močno zamajajo okrevanje Evrope. Odnosi med Rusijo in Evropo so napeti, a se kljub nedavnemu podaljšanju sankcij proti Rusiji za 6 mesecev umirjajo. V Franciji in Italiji tveganje predstavljajo prepočasne reforme, ki bi spodbudile gospodarsko rast in s tem omejile rast stopnje zadolženosti. Z upadom cene zadolževanja evrskih držav se je močno zmanjšala politična volja za nadaljevanje začetih ali napovedanih strukturnih reform, kar srednje- in dolgoročno predstavlja največje tveganje, saj upočasnjuje nastanek tako bančne kot fiskalne unije, ki sta potrebni za obstoj evroobmočja. Največje tveganje v regiji za prihodnje leto še vedno predstavlja Grčija, ki jo kljub delni izvedbi ukrepov čaka še precej reform, začenši s temeljito pokojninsko reformo, brez izvedbe katere upniki ne bodo pripravljene na reprogramiranje dolga oz. delni odpis. Morebiten izhod Velike Britanije iz EU (t.i. Brexit), ki ga trgi zaenkrat ocenjujejo kot nedogodek, dopušča možnost negativnega presenečenja, v kolikor bi se mnenje vlagateljev o posledicah oziroma verjetnosti izhoda spremenilo.

Japonska je bila pri izvajanju »abonomics« ukrepov, ki jih sestavljajo tri puščice - povečano državno trošenje, izjemno ohlapna denarna politika in strukturne reforme, uspešna predvsem na področju ultra ohlapne denarne politike. Ključna v boju z deflacijo in stagnacijo je tretja puščica, to so strukturne reforme, ki so bile do sedaj kot že skoraj zadnja tri desetletja zapostavljene. Predsednik vlade Abe je tako sredi leta napovedal nove »abonomics 2.0« ukrepe, ki so usmerjeni ravno v strukturne reforme. Te bodo več poudarka namenile slabemu korporativnemu upravljanju japonskih družb, postopoma bodo zmanjšale zaprtost pred priseljenci ter odpravile že pregovorno rigidnost njihovega trga dela in razbile monopole v panogi javnih storitev. Podpore tem ukrepom bo še naprej nudila tudi japonska centralna banka, ki je ob že drugem zaporednem krčenju japonskega gospodarstva v tretjem četrtletju 2015 sicer ohranila nespremenjen obseg denarnih spodbud, a je obstoječi program odkupovanja državnih obveznic dopolnila z nakupi tudi bolj dolgoročnih vrednostnih papirjev. Hkrati je Japonska podobno kot evroobmočje ena od velikih zmagovalcev upada cene nafte, saj mora praktično vse energente uvoziti. Ključni tveganji, ki vnašata veliko negotovost, ostajata ogromen javni dolg (okrog 245 % BDP-ja) in negativni demografski trendi. Kljub temu smo ob zgodovinsko podpovprečnih vrednotenjih ter še vedno solidni podpora Abejevi vladi in pozitivni dinamiki na področju reform japonskim delnicam rahlo bolj naklonjeni kot ameriškim, a manj kot evropskim.

Ameriška lokomotiva je tudi v 2015 delala s polno paro. To potrjuje okrevanje ameriškega gospodarstva, ki ga ni ustavilo niti ohlajanje Kitajske in trgov v razvoju niti apreciacija dolarja glede na večino najpomembnejših valut, ki negativno vpliva na ameriški izvoz in tako predstavlja oviro hitrejšemu okrevanju ZDA. Cenejša nafta in kontinuirano okrevanje trga dela še naprej skrbita za dobro potrošniško razpoloženje Američanov in s tem domačo potrošnjo, ki predstavlja skoraj 70 % ameriškega gospodarstva. Nižanje cene energentov in surovin ter krepitev dolarja sta ob ohlajanju razvijajočih se trgov skrbela za dodatno znižanje inflacijskih pričakovanj. To je zamaknilo prvi dvig ključne obrestne mere Fed-a vse do zadnjega zasedanja v decembru, ko so obrestno mero, ki se je vse od konca leta 2008 gibala na ravni med 0 % in 0,25 %, dvignili v razpon med 0,25 % in 0,5 %. Ameriški centralni bankirji do konca leta 2016 napovedujejo postopno dvigovanje povprečne obrestne mere do 1,375 %. Tudi v naslednjih dveh letih naj bi se obrestne mere še naprej postopno zviševale in se do leta 2018 po pričakovanjih Fed-a vrnilo na dolgoročno »normalno« raven, okrog 3,5 %. To kaže na to, da ameriški centralni bankirji kljub prisotnim globalnim tveganjem verjamejo v stabilnost ameriškega okrevanja. A trg jim tega zaenkrat ne verjame in pričakuje, da bodo dvigi obrestnih mer v prihodnosti bistveno počasnejši (Slika 1). Tudi mi ameriškim centralnim bankirjem ne verjamemo, da bodo dvigi obrestnih mer tako hitri. To bi ob ohlapni denarni politiki ostalih pomembnejših centralnih bank povzročilo nadaljnjo rast dolarja, kar bi šibilo tako ameriško okrevanje kot inflacijo, s čimer bi se potreba bo tako hitrih dvigov zmanjšala. Po našem najverjetnejšem scenariju bodo dvigi ključne obrestne mere nekoliko hitrejši od pričakovanj trga, kar je rahlo negativno za ameriške delnice. Poleg tega so danes ameriške delnice po večini kazalcev drage in imajo tudi

bistveno višja vrednotenja kot evropske in japonske delnice. Ob zgodovinsko visokih maržah ameriških družb v kombinaciji z visoko izkoriščenostjo proizvodnih kapacitet in nizko stopnjo brezposelnosti, ki se že kaže v počasni rasti plač, lahko v trenutnih razmerah nadaljnji potencial za rast dobičkov ocenimo kot omejen. **Razvijajoči se trgi** kot celota bodo tudi v 2016, vsaj v prvi polovici leta, verjetno še vedno v nemilosti

Slika 1: Gibanje obrestnih mer v ZDA (v %)



* od 29.12.2015 gre za obrestno mero, ki temelji na tržnih pričakovanjih
Vir: Bloomberg, lastni izračuni, spletna stran Federal Reserve.

mednarodnih vlagateljev. Njihov denar se bo najverjetneje, podobno kot v 2015, tudi v 2016 selil v gospodarsko rastoč razviti zahodni svet ter povzročal težave lokalnim centralnim bankirjem (nižanje vrednosti lokalnih valut in nezaželena rast obrestnih mer). V prid azijski regiji sicer govori, podobno kot pri Japonski, pocenitev nafte, ki jo regija večino uvozi. Če k temu dodamo nekaj reformne naravnosti (Indija), spodbujevalne fiskalne in denarne ukrepe (Kitajska) ter danes ugodna vrednotenja kitajskih delnic na hongkonški borzi, potem lahko sklenemo, da si na razvijajočih se trgih največ obetamo ravno od azijske regije. Na drugi strani bo upad cen energentov in surovin najbolj prizadel surovinsko in energetske bogate države (Rusija, Brazilija, Venezuela, arabske države, Južna Afrika itd.), ki v času debelih krav niso izvedle nujno potrebnih strukturnih reform, da bi se zmanjšala odvisnost gospodarstev teh držav od cen surovin in energentov. Poleg tega ima večina naftnih držav iz trgov v razvoju proračune uravnotežene pri vsaj 80 dolarjih na sodček, kar je krepko nad trenutnimi nivoji (več o napovedih glede cen nafte pišemo v naslednjem prispevku).

Od surovinskih držav bi lahko pozitivno presenetile predvsem ruske delnice, ki imajo izjemno ugodna vrednotenja, pričakujemo pa tudi umirjanje napetosti med Rusijo in Evropo. Predsednik Putin je očitno tudi spoznal, da so časi visokih cen nafte za nami, in je v govoru v začetku decembra opozoril na nujnost reform. To potrjujejo tudi govorice o povratku nekdanjega finančnega ministra Alekseja Kudrina, ki je v finančni javnosti cenjen zaradi pretekle skrbne javne porabe, podpore davčni in fiskalni reformi ter naklonjenosti prostemu trgu. Po drugi strani pričakujemo nadaljevanje težav preostalih, zgoraj naštetih »surovinskih« držav. Latinska Amerika na čelu z Brazilijo se je za financiranje porabe in investicij močno zanašala na prihodke od izvoza surovin. Posledično so zaradi premajhnega poudarka drugim delom gospodarstva izgubili na konkurenčnosti, posebno v proizvodnem sektorju. Hkrati so zaradi nizke stopnje varčevanja te države močno odvisne od tujega kapitala, posebno v dolarjih, ki se bo z rastjo obrestnih mer umikal nazaj v ZDA. Poleg tega zadnje ankete³ kažejo, da večina rastočega srednjega sloja v tej regiji še vedno pričakuje nadaljevanje surovinskega razcveta. Realnost o njegovem koncu bodo spoznali s krčenjem gospodarstva, višjimi obrestnimi merami kot posledico odliva kapitala, visoko inflacijo in rastočo stopnjo zadolženosti. Šele ko bo situacija dovolj slaba, bodo njihovi prebivalci in politiki pripravljeni na potrebne spremembe in reforme. Podobno nenaklonjeni kot do Brazilije smo tudi Južni Afriki in Turčiji, kjer se populistične vlade z željo po ohranitvi oblasti na vse pretege otepajo nujno potrebnih varčevalno-strukturnih reform.

Slovenija po letu premora znova postaja zanimiva naložbena destinacija. Zaustavitev privatizacije, ki nas je v letu 2015 negativno presenetila, je sicer zmanjšala privlačnost slovenskih borznih družb. Z bistveno boljšim kratkoročnim gospodarskim izgledom, s čimer se je pritisk na zadolževanje Slovenije močno zmanjšal, pa zasuka pri privatizaciji v letu 2016 še ne pričakujemo. Kljub vsemu so po zadnjem upadu tečajev delnic slovenskih družb te zopet postale relativno bolj ugodno vrednotene. To je vidno tudi iz nadpovprečno visokih dividendnih donosnosti, ki za slovenski indeks SBI TOP znašajo približno 6 %. Ob danes že dokaj visoki stopnji

³ Vir: Latinobarometer

zadolženosti Slovenije in še vedno v deflacijskih razmerah bistveno previsokem proračunskem primanjkljaju pričakujemo, da bodo družbe v vsaj delnem državnem lastništvu ohranile ali pa celo še povečevale dividende. Njihovo rast bo omogočilo predvsem boljše poslovanje družb, ki ga bo dodatno spodbudilo nadaljevanje okrevanja evroobmočja, glavnega slovenskega trgovskega partnerja. Še vedno izrazito negativni fiskalni kazalci pa večajo verjetnost novega privatizacijskega vala kmalu po letu 2016. Za leto 2016 smo tako postali rahlo nadpovprečno naklonjeni do slovenskih borznih družb.

Panoge oziroma skupine dejavnosti

Panožno smo zaradi nadaljevanja okrevanja potrošnika (nižanje brezposelnosti v ZDA, Združenem kraljestvu, rahlo tudi v EU ter močna pocenitev energentov) naklonjeni podjetjem iz skupine dejavnosti trajne potrošne dobrine, npr. gostinstvo, potovanja, hotelske verige, proizvajalci avtomobilov, luksuzne dobrine. Naklonjeni smo tudi tehnološkemu sektorju, kjer so vrednotenja po njihovi nadpovprečni donosnosti v zadnjih nekaj letih sicer precej porasla, kljub vsemu pa so ta še vedno zmerna oziroma vsaj ne izrazito visoka, v prid panogi pa govori tudi okrevanje globalnega gospodarstva. Menedžerji družb iz realnega sektorja so danes optimistični in bi lahko del nakopičenega denarja – podjetja po svetu so namreč po recesiji 2008 podpovprečno investirala in močno povečala finančna sredstva – porabili ravno za tehnološke rešitve, ki bi izboljšale učinkovitost družb. Ob okrevanju in čedalje večjem tako podjetniškem kot potrošniškem zaupanju v evroobmočju so se prebudile tudi banke, ki so že precej omilile kreditne pogoje. Posojila zasebnemu sektorju (gospodinjstvom in podjetjem iz nefinančnega sektorja) po treh letih, sicer precej nižjih nivojev, že nekaj mesecev zopet rastejo, rast posojilne aktivnosti pa se bo po našem mnenju nadaljevala tudi v prihodnjem letu. Posledično smo ohranili nadpovprečno izpostavljenost dejavnosti Banke.

Manj naklonjeni smo skupinam dejavnosti, ki so manj povezane z gospodarskim ciklom. Takšne so denimo telekomunikacijske družbe, družbe iz javnih storitev in družbe, povezane z vsakdanjimi nakupi (trgovci na drobno, proizvajalci hrane, tobaka in pijač). Manj smo naklonjeni tudi farmacevtskim družbam. Staranje prebivalstva, večje število različnih bolezni kot posledica današnjega načina življenja, daljšanje življenjske dobe v razvitem svetu in naraščajoča kupna moč v razvijajočih se trgih sicer ustvarjajo čedalje večje povpraševanje po zdravstvenih storitvah. A to je skupaj s prevzemi v industriji močno dvignilo vrednotenja farmacevtskih družb. Tako smo, kljub temu da pričakujemo rast dobičkov tudi v prihodnjih letih, mnenja, da bo donosnost te panoge zaradi nadpovprečnih vrednotenj v prihodnjih letih podpovprečna. Kljub močno negativni pretekli donosnosti surovinskih družb smo ohranili podpovprečno izpostavljenost. Ohlajanje Kitajske, drugega največjega svetovnega gospodarstva, namreč najbolj negativno vpliva ravno na cene surovin, saj letno porabi več cinka, niklja, bakra in aluminija kot ZDA, Evropa in Japonska skupaj.

Kljub temu da se nam pri trenutnih cenah nafte zdi za dolgoročne vlagatelje že smiselna rahlo nadpovprečna izpostavljenost (več o nafte si lahko preberete v naslednjem prispevku), zaradi negotovosti, ki vlada na naftnem trgu, ohranjamo za prvo polovico prihodnjega leta nevtralnno mnenje. V kolikor bi prišlo do večjega števila stečajev in prestrukturiranj naftnih družb ter bankrotov energetske bogatih držav, bi to po našem mnenju nakazovalo na obrat na naftnem trgu, kar bi verjetno sprožilo dvig priporočila.

Napovedi 2016 – obveznice

S pričakovanim okrevanjem evroobmočja in posledično čedalje nižjo stopnjo brezposelnosti se bo krepil tudi optimizem evropskih potrošnikov. Veter v hrbet potrošnji in gospodarskemu okrevanju v evroobmočju bodo tudi nizke cene nafte. Poleg tega se bo deflacijski pritisk v državah evroobmočja kot posledica nižanja cen surovin in energentov v drugi polovici leta izpel. Vse to ob trenutno izjemno nizkih obrestnih merah govori izrazito proti naložbam v obveznice, posebno varnim in dolgoročnim, v prihodnjem letu. V kolikor bi se uresničila naša pričakovanja, lahko v Evropi kljub nasprotnemu trudu ECB pričakujemo zmerno splošno rast obrestnih mer. V ZDA lahko ob nadaljevanju okrevanja predvsem v začetni fazi dvigovanja ključne obrestne mere pričakujemo dvig obrestnih mer po celotni krivulji. Močnejši ameriški dolar, ki šibi gospodarsko okrevanje ZDA, pa bo deloval zaviralno na večjo rast srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih mer.

Posledično smo ohranili nizko trajanje (občutljivost tečajev na obrestne mere) v obvezniških portfeljih, hkrati pa smo dvignili izpostavljenost obveznicam nižjih bonitetnih ocen, ki zaradi zgoraj zapisanega niso izpostavljene energetske in surovinske sektorju. V letošnjem letu približno 60 % vseh stečajev ameriških družb izhaja ravno iz energetskega in surovinskega sektorja, nadaljevanje podobnega trenda pa pričakujemo tudi v prihodnjem letu, kar bo vnašalo negotovost v ta segment. Z upadom cen energentov in surovin pa so močni rasti pribitkov pri obveznicah nižjih bonitet iz energetskega in surovinskega sektorja sledili tudi pribitki pri ostalih obveznicah nižjih bonitet. V prid slednjih govori globalno gospodarsko okrevanje, zaradi česar pričakujemo izven energetskega in surovinskega sektorja nadaljevanje obdobja nizkega števila oziroma deleža družb, ki ne uspejo poplačati svojih dolgov, in upad pribitkov bolj tveganih obveznic glede na varne.

Marko Bombač, CFA, FRM
vodja analiz

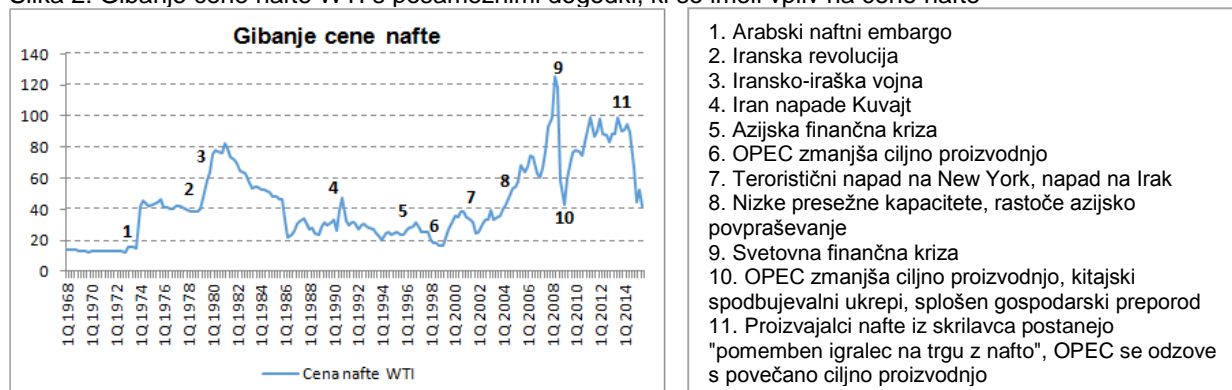
Naftne družbe – priložnost ali past?

Še junija lani je bilo za sodček surove nafte potrebno odšteti 107 USD, danes pa z isto vsoto denarja lahko kupiš skoraj trikrat toliko nafte! Nafta oziroma črno zlato je še vedno ena izmed najpomembnejših energentov, zaenkrat brez enakovrednega "nadomestila". V prispevku pojasnjujemo, kaj je botrovalo k zadnjemu padcu cene nafte, kakšna so naša pričakovanja za prihodnje gibanje cene nafte ter ali je primeren čas za nakup delnic družb iz skupine dejavnosti Energija.

1. Kaj vpliva na ceno nafte?

Na ceno nafte so v preteklosti vplivali predvsem nihaji v povpraševanju, povezani z gospodarskim ciklom, in negotovosti, povezane z dobavo nafte. Na strani ponudbe so bili cenovni šoki pogosto povezani z geopolitičnimi spori, v zadnjem času pa so na povečanje ponudbe vplivale nove tehnologije pridobivanja nafte. Kratak povzetek zgodovine lahko pokaže, kateri dogodki so imeli do sedaj vidnejši vpliv na ceno nafte:

Slika 2: Gibanje cene nafte WTI s posameznimi dogodki, ki so imeli vpliv na ceno nafte



Vir: U.S. Energy Information Administration, lastni prikaz.

2. Kako to, da je v zadnjem letu in pol cena nafte upadla za več kot 60 %?

Obseg načrpane nafte je bil v tem obdobju večji od potrošnje. K presežni ponudbi nafte na trgu so prispevale članice organizacije OPEC⁴, ki danes proizvajajo rekordne količine nafte. Na ta način ob nizkih cenah nafte poskušajo izriniti konkurenco⁵. Tekmeci organizacije OPEC so zlasti ameriški proizvajalci nafte iz skrilavca, ki so v zadnjih letih s pomočjo novih tehnologij močno prispevali k večji ponudbi nafte na trgu. Proizvajalci nafte iz skrilavca imajo višje proizvodne stroške, zato bi ob nižjih cenah nafte lahko »izpadli iz igre«, čeprav so se z razvojem tehnologije stroški že precej znižali.

3. Kaj lahko pričakujemo?

Na trgu je danes dnevno načrpanih približno 1,5 milijona presežnih sodčkov nafte, ob rekordnem obsegu zalog. Če bodo Iranu ukinjene sankcije ob dogovoru o nuklearnem programu, bi na trg dnevno "priteklo" še dodatnih 600.000 sodčkov. A hkrati je proizvodnja nafte iz skrilavca od aprila letos že upadla za 600.000 sodčkov na dan, v naslednjih mesecih se pričakuje še dodaten upad za od 400.000 do 600.000 sodčkov na dan. Tudi porast pribitkov na ceno zadolževanja pri izdaji obveznic energetskih družb kaže, da bi se proizvodnja zaradi težav pri financiranju preteklih investicij lahko zmanjšala, po nekaterih ocenah naj bi se zaradi tega dolgoročno umaknilo še 1 do 1,5 milijon sodčkov na dan.

Povpraševanje po nafti, druga stran enačbe, bo po pričakovanjih še vedno rastoče, a zaradi šibkejših gospodarskih obetov z upočasnjeno stopnjo rasti: porast za 1,2 milijonov sodčkov na dan je nekoliko nižji kot dnevni porast povpraševanja v 2015 (rast za 1,8 milijonov sodčkov)⁶. Navedeno bi tekom leta 2016, ob vsem ostalem nespremenjenem, lahko uravnotežilo ponudbo s potrošnjo in stabiliziralo ceno nafte.

Med možnimi presenečenji velja izpostaviti predvsem nižje povpraševanje zaradi upočasnjene stopnje gospodarske rasti na Kitajskem ter prestrukturiranja gospodarstva iz industrijskega v storitveno. Podoben, sicer kratkoročni učinek bi imela rekordno mila zima v ZDA in Evropi. Hkrati bi se mejni strošek proizvodnje nafte iz

⁴ Organization of Petroleum Exporting Countries; članice OPEC so Alžirija, Angola, Ekvador, Indonezija, Iran, Irak, Kuvajt, Libija, Nigerija, Katar, Savdska Arabija, Venezuela in Združeni Arabski Emirati; k svetovni proizvodnji nafte skupaj prispevajo približno 40 %.

⁵ T.i. "ne OPEC" ponudba, to so ameriški proizvajalci nafte iz skrilavca (ang. *tight oil*), proizvodnja na področjih bivše Sovjetske zveze in Severnega morja. K svetovni proizvodnji nafte skupaj prispevajo približno 60 %.

⁶ EIA, U.S. Energy Information Administration.

skrilavca lahko s tehnološkim napredkom še dodatno znižal, kar bi ob enaki ceni nafte pomenilo večjo proizvodnjo. Tudi nove tehnologije, predvsem pri obnovljivih virih, kjer se je proizvodni strošek v zadnjih letih bistveno znižal, bi lahko bile eden izmed potencialnih virov dodatne ponudbe energije. Vpliv na nižjo ceno nafte bi imela tudi zahteva za omejitev porabe energije na Kitajskem zaradi okoljskih težav ali dodatna ponudba nafte ob morebitni normalizaciji razmer v Iraku.

Na drugi strani bi na rast cene nafte lahko vplivalo povečanje povpraševanja ob stabilizaciji globalnega gospodarstva. Na primer Američani so v prvih 7 mesecih leta 2015 ob solidnem okrevanju postavili nov rekord v prevoženih kilometrih⁷. Dvig cene nafte bi povzročila tudi morebitna zaostritev geopolitičnih sporov, ki bi povzročila moteno dobavo.

Scenarij 1 (10 % verjetnost):	Scenarij 2 (60 % verjetnost):	Scenarij 3 (30 % verjetnost):
<ul style="list-style-type: none"> - Višje povpraševanje po nafti od pričakovanj; - Zmanjšana svetovna ponudba nafte zaradi manjše proizvodnje nafte iz skrilavca kljub dodatni proizvodnji članic OPEC; - Cena nafte poraste, a ob porastu cene se na trg vrnejo proizvajalci nafte iz skrilavca, zato cene nafte ne preseže 60 \$ za sodček. 	<ul style="list-style-type: none"> - Počasnejša, a pričakovana stopnja rasti povpraševanja po nafti kot v 2015; - Začasni umik proizvodnje nafte iz skrilavca uravnoteži dodatno ponudbo iz Irana in članic OPEC; - Cena nafte v letu 2016 ostane na obstoječi ravni oz. blago poraste, do največ 45 \$ za sodček. 	<ul style="list-style-type: none"> - Šibko povpraševanje po nafti, nižje od pričakovanj; - Dodatna proizvodnja s strani Irana in drugih članic OPEC nadvlada umik proizvodnje iz skrilavca; - Nadaljevanje presežne ponudbe, dodaten upad cene nafte, na 20 \$ za sodček.

4. Kaj vse to pomeni za naložbe v družbe iz skupine dejavnosti Energija?

Energetski sektor vključuje predvsem družbe, ki pridobivajo nafto in zemeljski plin. Cena nafte je, poleg gibanja mejnega stroška proizvodnje nafte, ključna za prihodnje dobičke in s tem gibanje tečajev delnic teh družb. Dobički teh družb so, podobno kot cena nafte, v zadnjih 18 mesecih upadli za več kot 60 %. V 2015 je svetovni delniški indeks energetskih družb dosegel najnižjo letno donosnost med vsemi skupinami dejavnosti (do 28.12.2015: -16,4 %).

➤ Pričakujemo prestrukturiranje in tudi stečaje

Ker ustvarjeni denarni tokovi iz poslovanja v obstoječih razmerah ne zadoščajo za financiranje preteklih investicij, so energetske družbe v letu 2015 že oklestile investicije za več kot 30 %, podobno krčenje se pričakuje tudi za leto 2016. To pa najverjetneje ne bo dovolj, pričakujemo lahko tudi najave umika dividend, odprodaje naložb, prestrukturiranja dolgov in dokapitalizacije ter pri najbolj izpostavljenih predstavnikih skupine dejavnosti tudi stečaje. Val stečajev bi sicer lahko sprožil tudi paniko, ki bi kratkoročno dodatno negativno vplivala na tečaje delnic in obveznic, a navadno so dolgoročno ravno taki trenutki zaradi pretiranega pesimizma pravi za nakupe delnic.

➤ Na udaru bodo manjše, zelo zadolžene družbe

Leto 2016 bo bolj "boleče" za manjše energetske družbe (predvsem proizvajalce opreme, ponudnike storitev pri črpanju in vrtin), ki so se med leti 2011 in 2014 močno zadolžile z namenom financiranja investicij v nova nahajališča, kar vnaša negotovost predvsem v segment obveznic nižjih bonitetnih razredov in pretežno izdanih s strani manjših družb. Kljub negativnemu pogledu na manjše družbe bodo najbrž med temi tudi zmagovalci, kot vselej ob bistvenih nihajih.

➤ Vrednotenja in dividende

Vrednotenja delnic, prilagojena za poslovni cikel, so zmerna. Pričakujemo tudi, da bodo največje naftne družbe ohranile solidne dividende, podobno kot so jih ob preteklih pretresih (primer: Exxon in Chevron).

Zanimivo, še pred dvema letoma, ko je bila cena nafte nad 100 USD na sodček, je bila večina vlagateljev optimističnih in prepričanih, da cene nafte pod to mejo niso dolgoročno vzdržne. Danes vlagatelji vidijo ceno nafte tudi pri 20 USD na sodček. Ob precejšnjem pesimizmu vlagateljev bi že manjše izboljšanje sentimenta, ki bi ga sprožila izvedena prestrukturiranja energetskih družb v kombinaciji s stabilno ceno nafte, lahko pozitivno vplivalo na donosnost vrednostnih papirjev iz te skupine dejavnosti. Zaradi navedenega je lahko zmerna do rahlo nadpovprečna izpostavljenost delnicam iz skupine dejavnosti Energija že primerna za dolgoročnega vlagatelja.

Saša Dragonja, CFA
višja upraviteljica premoženja

⁷ Department of Transportation

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 2014

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 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 5, NLB Skladi – Globalni delniški 5, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi 4, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški 6, NLB Skladi – Naravni viri delniški 6, NLB Skladi – Nepremičnine delniški 5, NLB Skladi – Nova Evropa uravnoteženi 4, NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti 4, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR 3, NLB Skladi – Razvita Evropa delniški 6, NLB Skladi – Slovenija mešani 5, NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški 5, NLB Skladi – Visoka tehnologija delniški 5, 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 8, številka 2, december 2015

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

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Marko Bombač, CFA, FRM

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

Brezplačni izvod, december 2015

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

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