

# Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 5, Št. 2, julij 2012

## KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Ogledalo dogodkov in napoved za preostanek leta
- 5 Reševanje evropskih bank
- 7 So visoke profitne marže vzdržne?

## Uvodnik

Prva polovica leta 2012 je bila pozitivna tako za vlagatelje v delnice kot v obveznice. Posebej pozitivno je bilo za vlagatelje prvo četrtno letošnjega leta, ko je Evropska centralna banka (ECB) evropskim bankam ponudila praktično neomejeno likvidnost za obdobje treh let po ugodni obrestni meri. Vlagatelje na kapitalskih trgih so obenem v tem obdobju s pozitivnimi gospodarskimi podatki razveselili tudi v ZDA. Optimizem je v drugem četrtno letošnjega leta nekoliko splahnel, saj je globalno gospodarstvo pričelo kazati čedalje jasnejše znake upočasnitve okrevanja. Vse glasnejši so postajali tudi dvomi vlagateljev o obstoju evrskega območja in evra v sedanjih obliki, saj so se začela ugibanja, ali bo zaradi težav španskih bank za pomoč zaprosila tudi Španija. Junija so evropski politiki pozitivno presenetili z dogovorom, da bo iz mehanizma ESM možno neposredno dokapitalizirati evropske banke v težavah brez dodatnega zadolževanja držav. Jasnejši znaki glede večje stopnje fiskalne povezanosti Evrope pa so poskrbeli za lep zaključek prvega polletja na kapitalskih trgih, saj je bilo tudi drugo četrtno leto pozitivno za vlagatelje.

Konec lanskega leta smo ob izdaji zadnje številke Analitskega pregleda že tradicionalno pogledali v kristalno kroglo, da bi nam olajšala sila nevhvaležno opravilo, in sicer napoved borznih gibanj v letu 2012. Po preteku »prvega polčasa« je primeren čas, da preverimo vmesni rezultat in se odločimo za morebitne »zamenjave«. Temu je namenjen prvi prispevek, v katerem analiziramo naše napovedi iz decembra 2011 in preverjamo, ali so potrebne spremembe priporočil. Vrednotenja so še vedno ugodna, strah glede obstoja evroobmočja pa še vedno visok, kar pomeni, da je verjetnost pozitivnega presenečenja visoka, zato ni razloga, da v preostanek leta 2012 ne bi zrl z zmernim optimizmom.

Evropska dolžniška kriza še vedno ostaja osrednja tema v medijih, negotovost pa povečuje čedalje bolj zaskrbljujoče stanje evropskih bank. Sanacija bank je tako za vrnitev optimizma in vzdržne gospodarske rasti v Evropi nujna. Zato vam v drugem prispevku, »Reševanje evropskih bank«, prikazujemo dobre prakse reševanja bank, po katerih bi se danes Evropa lahko zgledovala.

Profitne marže globalnih družb so na zgodovinsko visokih nivojih. Mnogi analitiki napovedujejo celo nadaljevanje rasti, a zgodovina gibanja marž nas uči, da se bodo te v prihodnje verjetno približale zgodovinskemu povprečju. Ker so te pomemben dejavnik pri prihodnjih dobičkih družb in cenah njihovih delnic, se v zadnjem, tretjem prispevku sprašujemo, ali so tako visoke marže vzdržne oziroma ali je to sploh pomembno za vlagatelje.

Lep pozdrav in prijetno počitniško branje,

Marko Bombač, CFA  
višji upravitelj premoženja

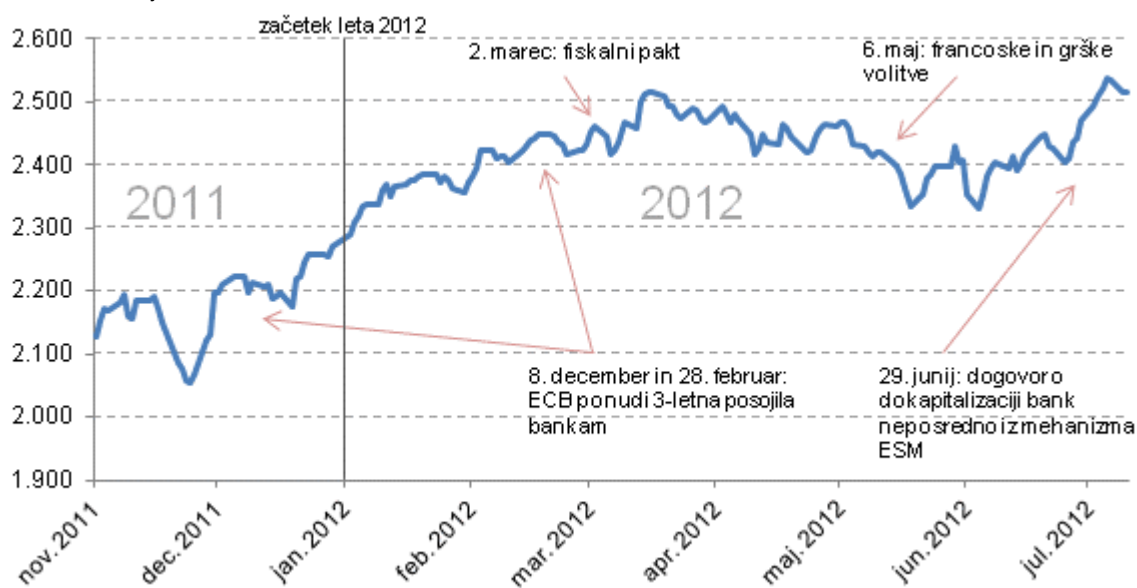
## Ogledalo dogodkov in napoved za preostanek leta

Polovica leta 2012 je za nami. S čim nam je ta postregla, kaj lahko še pričakujemo v drugi polovici leta? Ob polletju navadno na kratko povzamemo tekoče dogodke, izmerimo vmesni rezultat zdaj že tradicionalnih letnih napovedi, pregledamo predpostavke in jih po potrebi prilagodimo.

### Evropske dolžniške težave še vedno v središču pozornosti.

Na kapitalske trge je letos najbolj vplivalo dogajanje okoli evropske dolžniške krize. Za pozitivni premik kapitalskih trgov v začetku leta so najbolj odgovorni uspešni dogovori evropskih politikov glede fiskalne konsolidacije v EU, krepitve mehanizma za pomoč državam »grešnicam« ter sprejetje državnih varčevalnih ukrepov. Močan vpliv je imela tudi Evropska centralna banka (ECB), ki je evropskim bankam z namenom blaženja likvidnostnega krča ponudila ugodna triletna posojila.

Slika 1: Gibanje vrednosti svetovnih delnic v EUR.



Vir: Bloomberg.

Optimizem vlagateljev je v drugem četrtletju letošnjega leta nekoliko splahnel, predvsem na račun manj spodbudnih gospodarskih in političnih razmer. Negotovost, povezana z razpletom volitev v Grčiji, govoriče, da bi ta država lahko celo izstopila iz evroobmočja, razplet francoskih volitev v korist socialistične stranke ter ugibanja, ali bo za pomoč zaprosila tudi Španija, so stopnjevali napetost, kar je negativno vplivalo na tečaje delnic. Svoj delež so pri zaostrovanju razmer prispevali še evropski politiki, ki so bili kljub pogostemu sestankovanju pri iskanju rešitev za izhod iz krize nespretni in veliko prepočasni. Ko v rezultate njihovih zasedanj ni verjel praktično nihče več, so junija vendarle presenetili s sprejemom dogovora, da bo iz mehanizma ESM možno neposredno dokapitalizirati evropske banke v težavah brez dodatnega zadolževanja držav, pri čemer posojila ne bodo prednostno obravnavana. Omenjen dogovor so delniški trgi pozdravili, saj je povečevanje stopnje fiskalne povezanosti v Evropi ob nižji stopnji trošenja posameznih držav evroobmočja spodbuden za finančne trge. Tudi v drugem četrtletju je tako svetovni delniški indeks v evrih zaključil v pozitivnem območju.

### Upočasnitev globalnega okrevanja.

Če smo v začetku leta lahko v ZDA spremljali solidno okrevanje in zelo dobre gospodarske podatke, je optimizem v ZDA tekom prvega polletja nekoliko zbledel. Na slabšo gospodarsko aktivnost kaže predvsem junijsko krčenje proizvodnje aktivnosti in umirjanje rasti storitvenega sektorja. Upočasnitev okrevanja se kaže tudi v podatkih s trga dela, saj število novih nadomestil za brezposelnost trmasto vztraja na nespremenjenem nivoju, število novih delovnih mest pa je že nekajkrat zaporedoma razočaralo. Umirjanje okrevanja ima globalne razsežnosti. V Braziliji se je gospodarska rast praktično ustavila že v sredini minulega leta in tudi v letošnjem letu ostaja nizka. Upočasnjuje pa se tudi gospodarska rast drugega največjega svetovnega gospodarstva, Kitajske, in sicer bolj kot pričakovano, kar je v veliki meri odraz zmanjšane povpraševanja iz tujine. Na ohlajanje brazilskega in kitajskega gospodarstva sta se z znižanjem temeljne obrestne mere odzvali kitajska in brazilska centralna banka, ohlapno denarno politiko pa ohranja tudi ameriška centralna banka (FED).

## Vmesni rezultat in pogled naprej:

### Delnice – splošno

Na prelomu v leto 2012 smo bili pri napovedih za delnice zmerno optimistični, kar smo utemeljili predvsem z nizko, a pozitivno pričakovano gospodarsko rastjo, ekspanzivno denarno politiko, ugodnimi vrednotenji ter z zelo močnim pesimizmom vlagateljev po svetu, kar nas je navdajalo z relativno visoko verjetnostjo pozitivnega presenečenja. Napovedali smo zmerno rast delnic, približno 9 % na letni ravni.

Svetovni delniški indeks (MSCI World Net) je v obdobju od 31. 12. 2011 do 10. 7. 2012 v evrih dosegel zavidljivo 10,5-odstotno donosnost in s tem praktično že presegel naše letne napovedi. Velik del omenjene donosnosti lahko pojasnimo z rastjo dolarja in preostalih najpomembnejših svetovnih valut proti evru (približno 6 odstotnih točk). Z negativno donosnostjo so v polletnem obdobju zaključili le posamezni delniški indeksi iz držav, ki so se znašle v osrčju evropske dolžniške krize.

**Napoved za preostanek leta 2012:** tudi v drugi polovici leta ohranjamo pričakovanja o zmerni pozitivni donosnosti. Naša pričakovanja za letne donosnosti v 2012 v primerjavi z napovedmi z začetka leta opazno višja.

### Delnice - geografske regije

Ameriškemu delniškemu trgu smo ob začetku leta dali prednost pred delniškimi trgi Evrope in razvijajočih se gospodarstev, saj je ameriško gospodarstvo, sodeč po gospodarskih podatkih, najhitreje prešlo v solidno fazo okrevanja.

Ameriške delnice so v prvem polletju skladno z našimi pričakovanji dosegle presežno donosnost. Ameriški delniški indeks S&P 500 je od 31. 12. 2011 do 10. 7. 2012 v evrih presegel donosnost evropskega delniškega indeksa Stoxx EU 600 za več kot 8 odstotnih točk, pri čemer je 6 odstotnih točk prispevala rast vrednosti dolarja proti evru.

**Napoved za preostanek leta 2012:** Glede na to, da se okrevanje ameriškega gospodarstva v zadnjem času umirja ter da so evropske delnice v primerjavi z ameriškimi postale opazno bolj ugodno vrednotene, smo pri napovedih za drugo polovico leta 2012 povišali priporočilo za naložbe v delnice iz Evrope ter znižali priporočilo za delnice izdajateljev iz ZDA.

### Delnice - panožne skupine

V celoti gledano se nam je napoved za panožne skupine obrestovala, skupni učinek naših napovedi za panožne skupine je rahlo pozitiven. Na polovici leta ocenjujemo, da so postale nekoliko bolj privlačne delnice iz panožne skupine Nepremičnine, kar posebej velja za delnice družb iz ZDA, saj bodo pričakovani dodatni stimulatívni ukrepi ameriške centralne banke zelo verjetno usmerjeni v nakupe hipotekarnih vrednostnih papirjev, kar bi ugodno vplivalo na delnice iz ZDA iz te panožne skupine.

**Napoved za preostanek leta 2012:** ohranjamo nespremenjena pričakovanja, za odtenek bolj smo naklonjeni panožni skupini Nepremičnine ter zaradi visokih relativnih vrednotenj nekoliko manj panožni skupini Mediji.

### Obveznice

Povečana likvidnost na kapitalnih trgih kot posledica ekspanzivne denarne politike ECB in optimizem glede situacije v Evropi sta v začetku leta znižala pribitke za kreditno tveganje ter rahlo povišala cene posebej bolj tveganih obveznic, medtem ko so se cene »varnih« obveznic za odtenek znižale. Povečana negotovost tekom polletja v zvezi z Evropsko krizo je začasno umirila inflacijske pritiske, vlagatelje pa ponovno preusmerila v nakupe bolj varnih naložb, kar je dvignilo cene obveznic in znižalo obrestne mere »varnih« obveznic na zgodovinsko nizke nivoje.

**Napoved za preostanek leta 2012:** obveznicam smo v primerjavi z delnicami še vedno nekoliko manj naklonjeni. Še naprej priporočamo izogibanje državnim obveznicam v primerjavi s podjetniškimi, kar velja tako za visoko kot tudi nizko tvegane državne obveznice.

Saša Dragonja,  
upraviteljica premoženja

## Reševanje evropskih bank

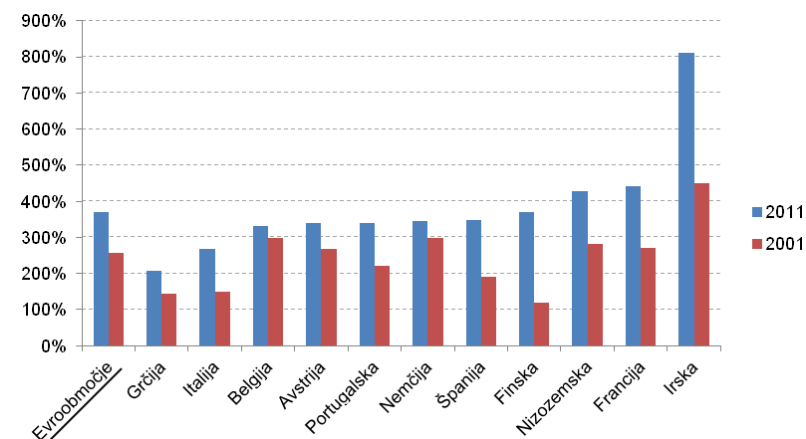
Velik del Evrope ima danes strukturne in fiskalne težave. Kot da to ni dovolj, se v zadnjem letu čedalje bolj kaže tudi ranljivost evropskega bančnega sistema. Sanacija bank je za povrnitev zaupanja in gospodarske rasti nujna, a na kakšen način? V nadaljevanju so tako prikazani problemi evropskih bank ter primeri reševanja, ki so se izkazali kot uspešni in po katerih bi se danes Evropa morala zgledovati.

### Prevelik bančni sistem – Irska in Islandija.

Medtem ko so sredstva evropskega bančnega sistema še v začetku tega tisočletja predstavljala približno 2,5-kratnik bruto domačega proizvoda (BDP) evroobmočja, pa danes znašajo že 3,7-kratnik gospodarstva evroobmočja (Slika 2). Za primerjavo: ameriški bančni sistem je približno 2-krat večji od njihovega gospodarstva. To pomeni, da lahko majhne težave v bančnem sistemu povprečne evropske države povzročijo tej državi velike težave, posebno v primeru, ko težave rešuje država sama.

Ravno to je storila Irska po poku tamkajšnjega nepremičninskega balona in posledični bančni krizi v letu 2008. Irska je namreč prevzela obveznosti nesolventnega irskega bančnega sistema, ki je ob svoji velikosti predstavljal preveliko breme za državo, s tem pa pod vprašaj postavila tudi lastno sposobnost vračila državnega dolga, kljub sicer skoraj vzornemu reševanju fiskalnih in strukturnih težav. Zadolženost Irske je predvsem zaradi reševanja bank porasla s 25 % BDP leta 2007 na 107 % leta 2011.

Slika 2: Delež bančnih sredstev glede na BDP



Vir: ECB, Bloomberg.

Po drugi strani pa je Islandija, kjer je bančni sektor še leta 2008 predstavljal več kot 14-kratnik gospodarstva, po poku tamkajšnjega bančnega in nepremičninskega balona dovolila propad svojih bank, pri čemer so delničarji izgubili celotno premoženje, lastniki obveznic del premoženja, rešilo pa se je domače depozitarje. To je državo na začetku sicer potisnilo na rob propada, a danes se država ob sprejetih varčevalnih in strukturnih ukrepih zadolžuje ceneje kot Irska, Španija, Italija in Slovenija. Hkrati ima ob enem najnižjih proračunskih primanjkljajev tudi eno najvišjih gospodarskih rasti v evroobmočju in eno najnižjih stopenj brezposelnosti. Islandski način reševanja bank nekateri poimenujejo tudi švedski model. V začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja je namreč po poku nepremičninskega balona švedski bančni sistem postal praktično insolventen, Švedska pa se je reševanja lotila na podoben način kot Islandija, torej tako, da je dovolila propad svojih bank. To je skupaj z varčevalnimi in strukturnimi ukrepi takrat omogočilo sanacijo bank, očiščenje gospodarstva in vzpostavitev pogojev za zdravo gospodarsko rast.

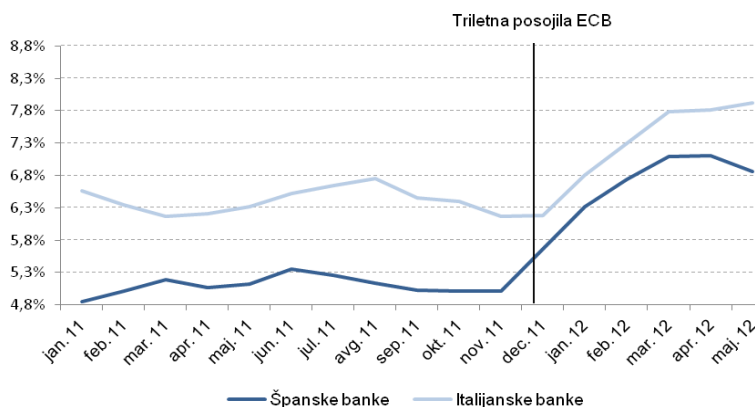
### Kako Evropa danes rešuje svoje banke?

Eden izmed načinov reševanja je prek dokapitalizacij in z izdajanjem garancij, kar posredno bremeni davkoplačevalce, a so države pri takem početju ob velikosti evropskega bančnega sistema omejene.

Ključni akter je tako zaenkrat predvsem ECB, pri čemer sta pomembna predvsem dva ukrepa:

- V okviru prvega je ECB bankam, kot odgovor na rast cene zadolževanja problematičnih držav in s tem posledično tudi bank iz teh držav,

Slika 3: Delež državnih obveznic v sredstvih bank



Vir: ECB, Bloomberg.

zagotovila praktično neomejeno likvidnost za 3 leta, s katerimi so banke kupile obveznice bolj tveganih lastnih držav z višjo obrestno mero (Slika 3). To je znižalo obrestne mere teh držav in jim s tem kupilo čas za izvedbo potrebnih strukturnih reform. Zaradi nesprejetja varčevalnih in strukturnih ukrepov pa so obrestne mere kasneje ponovno porasle, kar ob še večjem deležu teh, bolj tveganih obveznic v lasti bank še povečuje tveganost takšnih bank. Rezultat takšnih ukrepov je verjetno kratkoročno sicer pozitiven, srednjeročno pa negativen.

- Poleg tega lahko centralne banke posameznih držav (CB) v okviru nujne likvidnostne pomoči (Emergency Liquidity Assistance - ELA) svojim bankam dodatno zagotavljajo finančne vire. Posebnost tega ukrepa je v tem, da sama CB določa kvaliteto garancij za posojila. Ob odtoku kapitala in depozitov iz slabih bank ravno ELA omogoča preživetje teh bank, ki nimajo dovolj kakovostnih garancij za pridobitev finančnih virov direktno od ECB. Tako si lahko dve insolventni irski banki finančne vire zagotovita tako, da ena drugi izda obveznico (pri tem ni denarnega toka), nato pa obveznice kot garancijo zastavita pri irski centralni banki v zameno za potrebne finančne vire. Medtem ko takšno posojanje ohranja slabše banke pri življenju, pa to predstavlja potencialno obveznost za centralne banke drugih držav in s tem za proračune teh držav.

V zadnjem času se za reševanje bank čedalje bolj omenja še ne ustanovljeni evropski stabilnostni mehanizem (ESM), ki bi lahko neposredno dokapitaliziral banke v težavah, zaenkrat predvsem španske. Medtem ko je ta ukrep pozitiven, saj se s tem povečuje stopnja fiskalne povezanosti, pa po drugi strani vplačana sredstva povečujejo posredno zadolženost držav evroobmočja.

### **Propad bank ne povečuje nujno tveganosti države.**

Države evroobmočja danes na vsak način želijo preprečiti propad lastnih bank. Za razliko od bank iz držav evroobmočja pa je na Danskem zaradi poka nepremičninskega balona od leta 2008 propadlo že več kot 10 od 130 bank, zaradi česar imajo mnoge danske banke danes težave s pridobivanjem finančnih virov. A tam bančnih težav ne rešujejo na plečih davkoplačevalcev, saj dobijo celotno premoženje ob morebitnem propadu banke vrnjeno samo depozitarji, pa še to samo do zneska v okviru jamstvene sheme. S takšnim načinom reševanja želijo Danci po eni strani omejiti moralni hazard, da pri odločitvah posojilodajalcev, kateri banki posoditi, obrestna mera ni edini dejavnik. Po drugi strani pa takšen način reševanja ne povečuje zadolženosti države, zaradi česar jo danes vlagatelji glede na stroške zadolževanja, kljub ranljivemu bančnemu sektorju, ocenjujejo kot eno izmed najmanj tveganih držav.

### **Ali obstaja rešitev za evropske banke?**

Današnja težava evropskih bank ni likvidnost, temveč solventnost, zato menim, da povečevanje likvidnosti s strani ECB-ja trenutno ni potrebno oziroma vodi v nenavadno obnašanje bank. Evropski bančni sistem je namreč prevelik in premalo kapitaliziran. Banke bi tako po eni strani morale zmanjšati svojo aktivo, tudi z odprodajo državnih obveznic, a jih ECB s svojimi ukrepi praktično spodbuja v nove nakupe. Po drugi strani pa bi lahko tveganost poslovanja znižale prek zagotovitve dodatnega kapitala, kar pa je ob trenutno nizkih cenah delnic bank brez razvrednotenja obstoječih delničarjev težko zagotoviti. Tudi države zaradi lastnih problemov čedalje težje zagotavljajo dodaten kapital.

Odzivi Evrope na bančne probleme so bili zaenkrat premalo odločni. Evropa mora dovoliti propad in prestrukturiranje slabih, insolventnih bank. S tem bi se po eni strani zmanjšala velikost evropskega bančnega sektorja, po drugi strani pa bi se preprečil problem moralnega hazarda in hkrati nagradilo banke, ki so v preteklosti dobro obvladovale lastna tveganja. Obenem mora Evropa s skupnimi ukrepi, tudi prek dokapitalizacij in skupnega jamstva depozitov, zagotoviti obstoj bolj zdravih bank. Nezanemarljiva ne sme ostati niti vloga ECB, ki bi z agresivnimi nakupi državnih obveznic v stilu ameriške centralne banke državam »grešnicam« kupila dovolj časa, da uredijo svoje javne finance in si s tem povrnejo zaupanje vlagateljev. S tem bi se tudi dodatno znižalo tveganje bank, ki so pomembne lastnice teh obveznic. A predpogoj za vse to mora biti fiskalna unija, ki bi zagotovila izvedbo potrebnih strukturnih in varčevalnih ukrepov v državah s strukturnimi in javnofinančnimi težavami.

Marko Bombač, CFA  
višji upravitelj premoženja

## So visoke profitne marže vzdržne?

Navkljub težkim gospodarskim razmeram v svetu se profitne marže podjetij vztrajno povečujejo. Tako so v zadnjem četrtletju v ZDA dosegle zgodovinsko visoke vrednosti, v Evropi pa so se ustavile tik pod vrhom. Mnogi analitiki napovedujejo celo nadaljevanje njihove rasti, a nas zgodovinsko gibanje marž napeljuje k misli, da se bodo profitne marže v prihodnje ponovno približale zgodovinskemu povprečju (ang. mean reversion). Kdaj se bo to zgodilo in ali je to sploh pomembno za vlagatelje?

### Razlogi za rast profitnih marž.

Poglejmo najprej razloge za visoko rast profitnih marž v času počasnega globalnega gospodarskega okrevanja in dolžniške krize v Evropi. Z namenom spodbujanja gospodarske rasti so v preteklih letih centralne banke znižale referenčne obrestne mere praktično na nič odstotkov. Slednje je znatno pocenilo stroške obstoječega dolžniškega kapitala in hkrati omogočilo poceni pridobivanje novih dolžniških virov za financiranje širitve poslovanja na nove segmente poslovanja in nove trge. Predvsem v ZDA so k rasti profitnih marž bistveno pripomogle davčne olajšave: medtem ko so ameriške družbe v zadnjih 25 letih v povprečju plačale 25,6 % davka na dobiček, so ga v letu 2011 le 12,1 %<sup>1</sup>.

Poleg ukrepov držav in centralnih bank sta na profitne marže vplivala tudi globalizacija in tehnološki napredek. Že več let opazujemo trend selitve proizvodnje v države z nižjo ceno delovne sile, kar je predvsem posledica vse močnejše konkurence in negotovih gospodarskih razmer, zaradi česar so družbe prisiljene k racionalizaciji poslovanja. Ugoden vpliv na marže predstavlja tudi tehnološki napredek, ki zvišuje produktivnost dela, pri čemer delavci ob visoki brezposelnosti težko zahtevajo višje plače.

### So trenutni nivoji vzdržni?

V luči zgodovinskih podatkov se poraja vprašanje, ali so trenutni nivoji profitnih marž vzdržni oziroma ali si lahko v prihodnjem obdobju ometamo njihov padec. Zgodovinsko nizke referenčne obrestne mere lahko zaradi počasnega gospodarskega okrevanja pričakujemo še dlje časa, vendar pa centralne banke nimajo več manevrskega prostora za dodatna znižanja obrestnih mer, zaradi česar je njihov prihodnji vpliv na marže vprašljiv. Podobno velja tudi za davčne olajšave v ZDA: medtem ko so v letu 2011 bistveno pripomogle k višjim izkazanim dobičkom, lahko po izteku omenjenih olajšav pričakujemo znaten pritisk na znižanje marž.

Nekoliko manj jasen vpliv na prihodnje profitne marže pa ima globalizacija. Medtem ko so na razvijajočih se trgih prisotne že praktično vse večje družbe iz razvitih držav, je težko pričakovati, da se bodo omenjenim družbam še naprej zniževali stroški dela. Te so namreč pomemben del proizvodnje že preselile v manj razvite regije, zaradi česar je dodaten upad stroškov dela vprašljiv. Vpliv rasti blaginje na omenjenih trgih pa bo imel dva medsebojno izključujoča se vpliva: pozitiven vpliv povečane potrošnje na razvijajočih se trgih, in negativen vpliv višjih stroškov dela. Hkrati velja poudariti, da zaenkrat pritiskov na povečevanje osebnih dohodkov v večini držav EU in ZDA zaradi počasnega gospodarskega okrevanja ter rekordne brezposelnosti praktično ni.

Nekoliko drugačen vpliv na profitne marže ima tehnološki napredek, saj motivacija po novih tehnologijah, ki povečujejo produktivnost, ostaja visoka v vseh delih poslovnega cikla, zaradi česar je vpliv trenutnih gospodarskih težav na tehnološki napredek omejen. Slednje se še najbolj odraža v rekordnih prodajah pametnih telefonov in tabličnih računalnikov v zadnjih letih in v izrazito nadpovprečnih maržah nekaterih večjih proizvajalcev omenjenih tehnologij. Oboje pa na daljši rok ne bo vzdržno brez bistvenega novega tehnološkega napredka, saj potencialno visoki dobički privabljajo nove konkurente v panogo, kar bo postopoma znižalo marže.

Rast marž v ZDA in Evropi je tako v veliki meri pojasnjena z davčnimi olajšavami, poceni viri financiranja in relativno nizkimi stroški dela v zadnjih letih. Na kratek rok ne gre pričakovati bistvenih sprememb na omenjenih področjih, kar lahko pripomore k ohranitvi trenutnih profitnih marž tudi v letu 2013. Ob znatnejšem gospodarskem okrevanju pa se na eni strani lahko pričakuje rast prodaje podjetij, na drugi strani pa postopno zniževanje marž zaradi postopnega dviga obrestnih mer, ukinitve davčnih olajšav in večjih pritiskov na dvig plač ob nižji brezposelnosti. Možnost znižanja marž pa se že odraža v nizkem vrednotenju predvsem tehnoloških družb, ki trenutno dosegajo nadpovprečne marže.

mag. Matej Mazi  
višji upravitelj premoženja

<sup>1</sup> Obdavčitev dobičkov družb v ZDA: <http://www.cbo.gov/publication/42905>

## Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada opravljata na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB), in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih krovnega sklada so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v dokumentih s ključnimi podatki za vlagatelje posameznega podsklada. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblaščenici za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada, vlagatelju brezplačno izročiti dokument s ključnimi podatki za vlagatelja posameznega podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada. Dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje posameznega podsklada, prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada ter druga gradiva, podatki in informacije o krovnem skladu oziroma podskladih krovnega sklada so vlagateljem 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](http://www.nlbskladi.si). Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja posameznega podsklada vsak delovni dan v časniku Finance in na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni podsklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov posameznega podsklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja podsklada. Zaradi neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut obstaja možnost, da vlagatelj med varčevanjem ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v investicijske kupone posameznega podsklada. Podatki o naravi tveganosti posameznega podsklada so navedeni v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi - Kombinirani globalni in NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Kombinirani globalni, NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa znašajo 0,50 % 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 potrilih 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 katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. 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, 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 5, številka 2, julij 2012

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

Odgovorni urednik: mag. Krno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

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

Brezplačni izvod, julij 2012

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](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)