

Analitski pregled 2026

Mag. Simon Logar

Direktor Sektorja investicijskih skladov

Mateja Živec, CFA,

FRM, CAIA

Svetovalka direktorja Sektorja alternativnih investicijskih skladov

Rok Vrčkovnik

Upravitelj premoženja

Mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

Matej Gosar, CFA

Upravitelj premoženja

Matej Pejič

Finančni analitik

Avtorji

Kazalo

Uvodnik	1
Priložnosti na delniških trgih v letu 2026.....	4
Priložnosti na obvezniških trgih v letu 2026	11
Strukturni premik svetovnega gospodarstva proti duopolnosti	17
Povečanje porabe elektrike kot naložbena zgodba za leto 2026	23
Zdravstveni sektor pred preobratom	29
Razmere na trgu nepremičnin	36



Simon Logar, mag.

Direktor Sektorja investicijskih skladov

Uvodnik

Dragi bralci,

Za nami je še eno donosno leto, predvsem po zaslugi delnic iz nadpovprečno donosnih regij iz trgov v razvoju, Japonske, Evrope ter ameriških delnic, povezanih z razvojem umetne inteligence. Preteklo leto je bilo zaznamovano tudi z naraščajočim protekcionizmom in presenetljivo odpornostjo gospodarstev, visoko dobičkonosnostjo podjetij in relativno dobro razpoloženim potrošnikom.

V **letu 2026** pričakujemo še dodatno povečevanje investicij, sploh največjih tehnoloških podjetij in povečano trošenje držav, vključujoč ZDA, Kitajsko, Japonsko in deloma tudi Evropo (nemški paket). Prav tako se nakazujejo ekspanzivne denarne politike centralnih bank, kar bo voda na mlin delniškim naložbam.

Ameriško gospodarstvo bo raslo tudi v letu 2026. Rast bo podprta z ohlapnejšo fiskalno politiko, nekoliko bolj usmerjeno v energetiko, obrambo in industrijsko politiko, kar bo dodatno spodbudilo domačo investicijsko aktivnost. Ključni strukturni dejavnik

ameriške rasti ostaja pospešena rast produktivnosti dela. Dodatno bo gospodarsko rast podpiral obsežen investicijski cikel tehnoloških podjetij v polprevodnike in podatkovne centre, ki predstavljajo osnovno infrastrukturo za nadaljnji razvoj umetne inteligence. Ob tem ocenjujemo, da vrednotenja ameriških delnic niso pretirana; glede na raven zahtevane stopnje donosnosti desetletne ameriške državne obveznice so delnice rahlo podpovprečno do povprečno ovrednotene.

Japonski delniški trg je vstopil v izrazitejši bikovski trend že leta 2023, kar je deloma posledica obsežnih korporativnih reform v zadnjih letih. Te so podjetja spodbudile k višji donosnosti za delničarje, večjemu izplačevanju dividend in aktivnejšim programom odkupa lastnih delnic. Nova premierka napoveduje nadaljevanje teh reform in dodatno krepitev vlagateljem prijaznega okolja, kar bi moralo dolgoročno podpreti rast dobičkonosnosti japonskih podjetij.

Za Evropo bi lahko rekli nič novega, saj je še vedno ujeta v počasno gospodarsko rast. Nad Francijo in Nemčijo, ki prestavljata polovico gospodarstva evroobmočja, še vedno bdijo temni oblaki

nekonkurenčnosti, prevelike regulacije in v primeru Francije tudi fiskalne nevzdržnosti. Nemčija ne najde rešitve zaradi visoke cene energije in vse večje konkurence s Kitajske, ki je bila pred leti največji izvozni trg Nemčije, zdaj pa je slednja postala eden glavnih izvoznih trgov Kitajske.

Kljub zahtevnemu makroekonomskemu okolju se v Evropi pojavljajo selektivne naložbene priložnosti, predvsem v sektorjih, kjer regija še vedno ohranja konkurenčne prednosti ali kjer so vrednotenja privlačna.

Po več kot desetletju skromnih donosnosti so naložbene možnosti **na trgih v razvoju** cenovno privlačne, hkrati pa se kažejo postopni pozitivni premiki v poslovanju podjetij, pričakovanja višjih cen nekaterih surovin in ugodnejši geostrateški položaj posameznih držav. Ključno težo znotraj delniških indeksov trgov v razvoju nosi četverica azijskih velikanov Kitajska, Indija, Južna Koreja in Tajvan, pri čemer ima vsaka od teh držav specifične strukturne prednosti in naložbene argumente.

Kitajsko gospodarstvo se kratkoročno sooča z vse bolj neugodnimi trendi. Deflacijski pritiski se poglobljajo, tradicionalni sektorji, zlasti nepremičninski trg, ostajajo v strukturni krizi, zaupanje potrošnikov in zasebnega sektorja pa ostaja šibko. Kljub temu ne gre zanemariti priložnosti, saj Kitajska doživlja razcvet umetne inteligence, vendar po nekoliko drugačnem modelu kot ZDA. Razvoj temelji v okviru javno-zasebnega partnerstva. Kitajske tehnološke in AI naložbe predstavljajo tudi neko vrsto zavarovanja proti ameriškim tehnološkim velikanom, saj so pogosto negativno korelirane z njimi in kotirajo pri bistveno nižjih vrednotenjih.

Naravni viri s cikličnega vidika postajajo vse bolj privlačni kot naložbena možnost. Pomankanje investicij v širitev proizvodnje skozi dolga leta je povzročilo ozka grla na ponudbeni strani, ker je onemogočilo, da bi se ponudba ključnih surovin prilagodila strukturnim premikom svetovnega gospodarstva. Leto 2025 je bilo zaznamovano z nadpovprečno rastjo cen plemenitih kovin, za leto 2026 in tudi srednjeročno pričakujemo, da bodo v ospredju ponovno industrijske kovine, kot so aluminij, baker in tudi uran.

Pišemo tudi o povečevanju porabe **elektrike** in predstavljamo s tem povezane naložbene možnosti. Globalna poraba električne energije je vstopila v fazo strukturne rasti, ki je bistveno hitrejša od rasti skupne porabe energije. Razlog za občutnejšo rast porabe električne energije prav zdaj, po daljšem obdobju relativne stagnacije oz. počasne dinamike, je v tem, da so se hkrati pojavili trije relativno nepovezani dejavniki rasti (podatkovni centri, povezani z razcvetom umetne inteligence, elektrifikacija prometa in uporaba toplotnih črpalk ter vse večja uporaba električne energije za ogrevanje in ohlajevanje).

Priložnosti vidimo tudi v nekoliko pozabljenem **zdravstvenem** sektorju, ki velja za varno zavetje pred nihajnostjo trga, poslovanje podjetij pa je običajno bolj stabilno tudi v kriznih časih. Gre namreč za podjetja, ki proizvajajo izdelke in nudijo storitve, brez katerih zdravstveni sistemi ne morejo delovati, ne glede na to, kakšno je stanje v gospodarstvu. Kljub nedavni stagnaciji tečajev farmacevtska industrija ne stagnira v smislu znanstvenega napredka. Nasprotno, podjetja intenzivno vlagajo v razvoj novih zdravil in terapij. V zadnjih letih smo videli pomembne preboje na področju debelosti, imunologije, zdravljenja Alzheimerjeve bolezni in genskih terapij. Vrednotenja velikih farmacevtskih podjetij pa so bila v nekaterih

primerih kar 50 % pod povprečnimi zgodovinskimi nivoji.

Čeprav je razvoj **umetne inteligence** osrednja globalna tema, ji v tem prispevku ne namenjam ločenega poglavja, saj še vztrajamo na dolgoročnem pogledu, ki smo ga zapisali v lanskem letu. Naložbe v podjetja, ki so vodilna pri razvoju umetne inteligence, niso muha enodnevica, ampak bodo ena izmed večjih naložbenih priložnosti v naslednjem desetletju.

Geopolitične napetosti bi se morale kljub napadu na Venezuelo postopoma zmanjševati, vključujoč napetosti med Kitajsko in ZDA, saj bosta oba predsednika obiskala prestolnici držav. Trump si v luči ameriških novembrskih »midterm« volitev ne bo privoščil zviševanja carin, saj bi višja začasna inflacija lahko vodila v slab volilni rezultat. Gre seveda samo za taktično premirje, ki bi obema stranema omogočila strateško pripravo na večji gospodarski spopad.

Svetovno gospodarstvo se sicer vse bolj oblikuje v dva delno ločena gospodarska in tehnološka pola. Pri tem ne gre za simetrično razdelitev moči. Svet se vse bolj pomika k asimetričnemu duopolu, v katerem ZDA ohranjajo prevlado na področju financ, intelektualne lastnine in vrhunskih tehnologij, medtem ko Kitajska gradi svojo moč predvsem na proizvodnem obsegu, energetiki in nadzoru nad industrijskimi verigami vrednosti.

V iskanju čim večje razpršitve premoženja se vlagateljem vedno bolj ponujajo tudi **alternativne možnosti investiranja**, zato pišemo tudi o možnostih na trgu nepremičnin, ki je vstopil v fazo konsolidacije in večje stabilnosti.

Želim vam prijetno branje in v imenu celotne ekipe NLB Skladov zdravo, uspešno in donosno leto 2026!

Priložnosti na delniških trgih v letu 2026

Po našem osrednjem scenariju se bo bikovski trend na delniških trgih nadaljeval tudi v letu 2026. V ospredju bodo znova Združene države Amerike, kjer bi lahko gospodarska rast pozitivno presenetila, inflacijski pritiski pa se umirili hitreje, kot trenutno pričakuje trg. Takšna kombinacija bi ameriški centralni banki omogočila več maneverskega prostora za postopno rahljanje denarne politike.



mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

Evropa bo nasprotno tudi v prihodnjem letu ostala ujeta v okolje kronično šibke gospodarske rasti. Njen razvojni model je v veliki meri izčrpan, strukturne reforme so omejene, nemški fiskalni ukrepi pa bodo po vsej verjetnosti premalo ambiciozni, da bi lahko bistveno izboljšali srednjeročne obete. Japonska se medtem znova opira na politiko Abenomike, s katero želi spodbuditi nominalno gospodarsko rast, stabilizirati inflacijo v bližini dveh odstotkov ter okrepiti korporativno upravljanje z namenom trajnejšega zviševanja dobičkonosnosti podjetij.

Trgi v razvoju, ki so po donosnosti v zadnjem desetletju zaostajali za razvitimi trgi, kažejo prve znake cikličnega in strukturnega okrevanja ter bi lahko v letu 2026 pozitivno presenetili. V nadaljevanju podajamo regijski pregled naložbenih priložnosti ter izpostavljamo

najbolj perspektivne sektorje in tematske sklope znotraj posameznih regij.

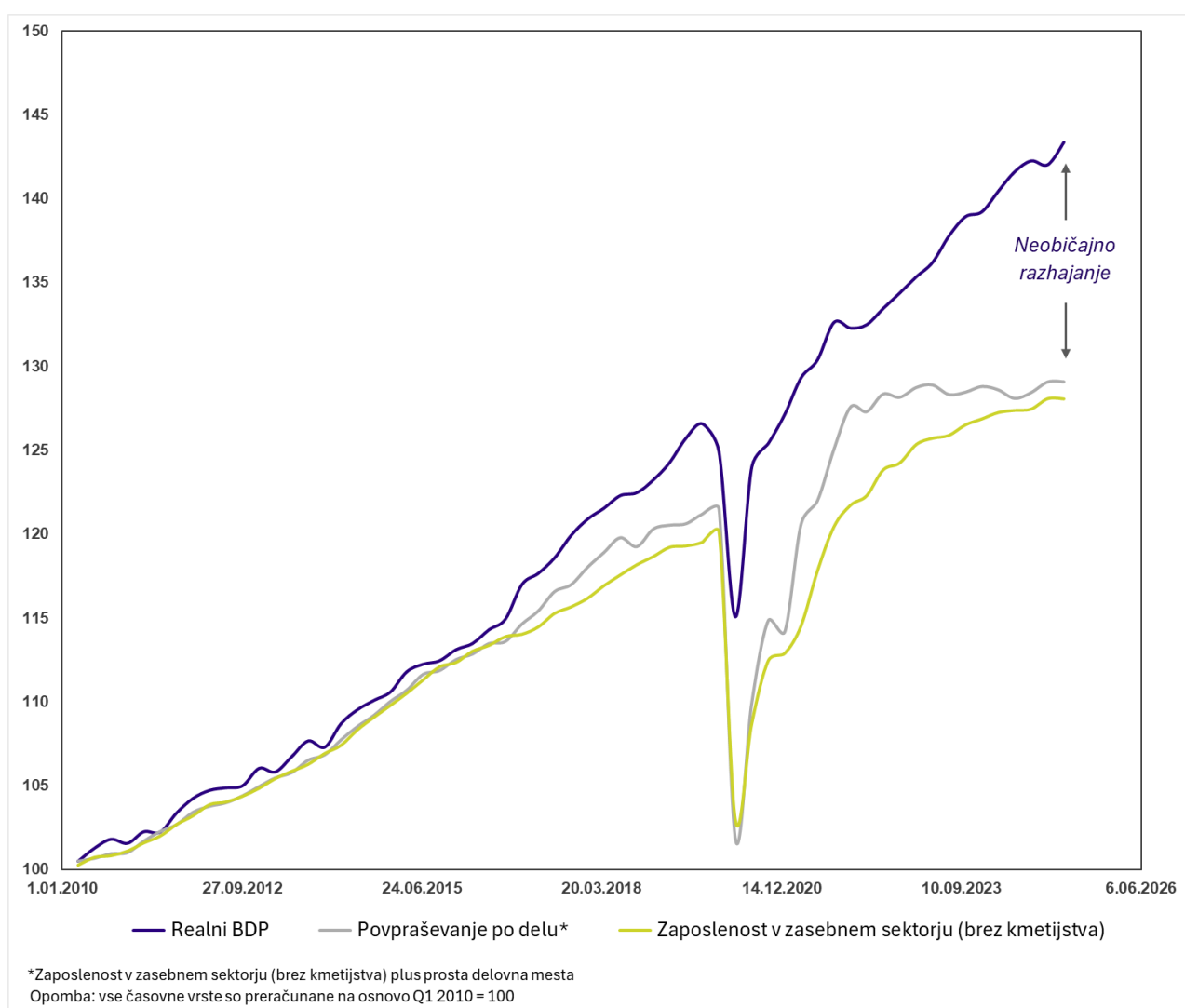
ZDA v cikličnem pospešku

Ameriško gospodarstvo bo raslo tudi v letu 2026. Rast bo podprta z ohlapnejšo fiskalno politiko, nekoliko bolj usmerjeno v energetiko, obrambo in industrijsko politiko, kar bo dodatno spodbudilo domačo investicijsko aktivnost. Sočasno bodo upadanje najemnin, manjši vpliv carin ter nadpovprečno visoka rast produktivnosti dela ključni dejavniki nadaljnjega umirjanja inflacije v ZDA. To bo ameriški centralni banki (Fed) v drugi polovici leta omogočilo dodatna znižanja referenčne obrestne mere, kar bo predstavljalo pomembno podporo delniškim tečajem ameriških izdajateljev.

Ključni strukturni dejavnik ameriške rasti ostaja pospešena rast produktivnosti dela. Medtem ko je ta v preteklem desetletju v povprečju znašala manj kot odstotek letno, v tem desetletju že presega dva odstotka. Rast produktivnosti temelji predvsem na avtomatizaciji in vse večji uporabi umetne inteligence ter bo več kot nadomestila stagnirajočo ponudbo dela, povezano z upočasnitvijo migracij. Dodatno bo

gospodarsko rast podpiral obsežen investicijski cikel tehnoloških podjetij v polprevodnike in podatkovne centre, ki predstavljajo osnovno infrastrukturo za nadaljnji razvoj umetne inteligence. Ob tem ocenjujemo, da vrednotenja ameriških delnic niso pretirana; glede na raven zahtevane donosnosti desetletne ameriške državne obveznice so delnice rahlo podpovprečno do povprečno ovrednotene.

Slika 1: Pozitivni učinki tehnološkega razvoja rastejo



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

V takšnem okolju kot najbolj perspektivne izpostavljamo predvsem ciklične panoge in tehnološki sektor. Med cikličnimi panogami posebej izstopajo

finančne delnice, ki bodo imele koristi od robustnejše gospodarske rasti, oživitve trga prvih javnih ponudb ter povečanega financiranja tehnoloških investicij,

povezanih z umetno inteligenco. Pomembne priložnosti vidimo tudi v panogi investicijskega blaga, zlasti pri podjetjih iz obrambne industrije ter podjetjih, ki delujejo na področju infrastrukturnih projektov, električne opreme in avtomatizacije. V tem segmentu bodo nadpovprečno poslovala podjetja, ki omogočajo avtomatizacijo proizvodnih procesov, pa tudi podjetja, ki sama najbolj učinkovito avtomatizirajo svojo proizvodnjo in s tem izboljšujejo produktivnost ter stroškovno učinkovitost. Dodatno pričakujemo izrazito rast poslovanja podjetij iz panoge električne opreme, saj naraščajoče povpraševanje po električni energiji sproža obsežen investicijski cikel v proizvodnjo, prenos in distribucijo elektrike. Od tega bodo imela neposredno korist podjetja, dejavna pri gradnji in nadgradnji električnih omrežij, elektrarn ter podatkovnih centrov, kar zagotavlja dolgoročno podporo prihodkom in dobičkonosnosti v širšem energetske in industrijske ekosistemu.

Tehnološki sektor ostaja ena ključnih naložbenih tem. Ob pričakovani spremembi retorike Fed-a v smer nižanja obrestnih mer bodo tehnološke delnice po vsej verjetnosti znova v središču pozornosti vlagateljev. V ospredju ostajajo podjetja, kot sta Amazon in Alphabet (Google), ter ponudniki programske opreme in storitev, ki so nepogrešljivi za razvoj in delovanje umetne inteligence. Hkrati ostajamo previdni pri tistih segmentih programske industrije, kjer bi umetna inteligenca lahko strukturno zmanjšala povpraševanje po tradicionalnih storitvah.

Čeprav do defenzivnih panog v splošnem ostajamo zadržani, tudi znotraj teh prepoznavamo selektivne naložbene priložnosti. Panoga javnih storitev se namreč postopno preoblikuje iz tradicionalno stabilnega in glede rasti poslovanja omejenega sektorja v segment z bolj izrazitim potencialom rasti.

Naraščajoče povpraševanje po električni energiji v kombinaciji z omejeno ponudbo omogoča tako rast prodanih količin kot tudi ugodnejšo cenovno dinamiko. Podjetja, ki so najbolj umeščena za širitev proizvodnih zmogljivosti ter nadgradnjo in širitev distribucijskih omrežij, bodo zato tudi v prihodnjem obdobju predstavljala privlačne naložbene priložnosti.

Selektivne priložnosti v zahtevnem evropskem okolju

Evropsko gospodarstvo se bo v letu 2026 še naprej soočalo s številnimi strukturnimi omejitvami, ki bodo zavirale gospodarsko rast. Visoke cene energije zmanjšujejo konkurenčnost energetske intenzivnih panog, kot sta kemična in jeklarska industrija, kar zavira gospodarsko aktivnost in negativno vpliva na kupno moč. Izvoz evropskih izdelkov na Kitajsko, z izjemo nekaterih luksuznih segmentov, ostaja šibak in v kratkem ne gre pričakovati bistvenega izboljšanja. Ključni razlog je v tem, da Kitajska evropskim izdelkom vse pogosteje konkurira s cenovno ugodnejšimi in tehnološko primerljivimi alternativami, zaradi česar se je iz pomembne stranke preoblikovala v neposrednega tekmeca. Dodatno Francijo omejujeta fiskalna kriza in rigidnost trga dela, severna Evropa pa se sooča z oslajeno konkurenčnostjo, prekomerno regulacijo in pomanjkanjem reformnega zagona. Po drugi strani južnoevropske države izkazujejo nekoliko ugodnejšo dinamiko gospodarske rasti in fiskalne stabilnosti, kar naj bi se nadaljevalo tudi v letu 2026.

Kljub zahtevnemu makroekonomskemu okolju se v Evropi pojavljajo selektivne naložbene priložnosti, predvsem v sektorjih, kjer regija še vedno ohranja konkurenčne prednosti ali kjer so vrednotenja privlačna. Med njimi izstopajo proizvajalci investicijske opreme in strojev ter podjetja s področij industrijske avtomatizacije, inženiringa in infrastrukture, ki bi lahko

pomembno pridobila od povečanih globalnih investicij, povezanih z zeleno tranzicijo, digitalizacijo in posodobitvijo infrastrukture. Pozitivno izstopa tudi bančni sektor. Evropske banke so namreč v zadnjih letih bistveno izboljšale kakovost bilanc, okrepile kapitalske količnike in povečale dobičkonosnost, vendar vrednotenja njihovih delnic tega še ne odražajo v celoti. Donosnost kapitala se je vrnila na ravni pred letom 2008, kljub temu pa nekatere banke še vedno kotirajo z opaznim diskontom glede na knjigovodsko vrednost, kar nakazuje, da njihov potencial še ni izčrpan. Ob pričakovanem zmernem gospodarskem okrevanju in nekoliko bolj strmi obrestni krivulji v evroobmočju bi lahko donosnost bančnih delnic v prihodnjem obdobju presegla donosnost širšega evropskega delniškega trga.

Evropski obrambni industriji smo bili izpostavljeni že več let, kar se je izkazalo kot pravilna strateška odločitev, saj je bila ta skupina podjetij eden ključnih dejavnikov nadpovprečnih donosnosti naših podskladov v času spomladanske korekcije v primerjavi z referenčnimi indeksi. V zadnjem obdobju so vrednotenja v sektorju postala izrazito visoka, saj obrambne delnice trenutno trgujejo pri približno dvakratniku vrednotenja širšega trga, merjeno s kazalnikom P/E, medtem ko je bilo to razmerje pred začetkom vojne bližje 1,25. Ob tem so pričakovanja glede prihodnje rasti dobičkov zelo ambiciozna in v veliki meri že vračunana v tečaje. Na tej podlagi smo izpostavljenost do obrambne panoge nekoliko znižali ter del kapitala preusmerili v podjetja, ki bi lahko imela pomembno vlogo pri prihodnji obnovi Ukrajine, med katerimi izpostavljamo Heidelberg Materials, Buzzi in CRH. Ob ohranjeni dolgoročno pozitivni perspektivi obrambnega sektorja ostajamo izrazito selektivni, izpostavljenost pa nameravamo v prihodnje znova povečati ob ugodnejših vrednotenjih.

Abenomika 2.0 kot temelj japonskega delniškega trga

Japonska vstopa v leto 2026 z novo predsednico vlade Sanae Takaiči, ki velja za ideološko naslednico Šinza Abeja. Takoj po izvolitvi je napovedala nov sveženj Abenomike, osredotočen na fiskalno ekspanzijo in tesno usklajevanje z japonsko centralno banko. Vladni stimulus v višini približno 135 milijard ameriških dolarjev ter vztrajanje pri ohlapni denarni politiki naj bi okrepila agregatno povpraševanje in dodatno zmanjšala deflacijske pritiske. Takaičijeva zagovarja izrazito gospodarstvu v prid usmerjeno agendo in ne izključuje nadaljnjih fiskalnih ukrepov, hkrati pa si prizadeva, da centralna banka z umikom od ekspanzivne denarne politike ne bi prehitevala.

Čeprav Japonska že beleži nekoliko višjo inflacijo, je ta v veliki meri posledica šibkega jena, ki je od leta 2021 izgubil več kot polovico svoje vrednosti. Šibkejša valuta sicer podraži uvoz, vendar hkrati izrazito koristi japonskim izvoznikom, saj se je njihova cenovna konkurenčnost na globalnih trgih občutno izboljšala. Prav zato bo japonska centralna banka najverjetneje postopala previdno. Prehitro ali preagresivno zaostrovanje monetarne politike bi lahko povzročilo hitro krepitev jena in posledično zaostri globalne finančne pogoje. Jen namreč predstavlja pomemben in poceni vir financiranja tveganih naložb, zato bi sunkovit dvig njegove vrednosti lahko sprožil prisilno razdolževanje ter prodajo naložb v delnice, kripto in sklade zasebnega kapitala. Zgodovinski precedensi iz let 1998, 2007, 2016 in 2021 potrjujejo, da lahko takšni premiki sprožijo izrazite tržne pretese. Ravnanje in komunikacija centralne banke tako predstavljata ključno tveganje in hkrati potencial za nadaljnjo uspešnost delniških trgov, zato ta vidik zelo skrbno spremljamo.

Japonski delniški trg je vstopil v izrazitejši bikovski trend že leta 2023, kar je deloma posledica obsežnih korporativnih reform v zadnjih letih. Te so podjetja spodbudile k višji donosnosti za delničarje, večjemu izplačevanju dividend in aktivnejšim programom odkupa lastnih delnic. Nova premierka napoveduje nadaljevanje teh reform in dodatno krepitev vlagateljem prijaznega okolja, kar bi moralo dolgoročno podpreti rast dobičkonosnosti japonskih podjetij.

Poleg tega se Japonska vse bolj uveljavlja kot ključni zaveznik Združenih držav Amerike v obdobju ponovne industrializacije Zahoda. Po ocenah številnih investicijskih bank so ZDA pri svojem industrijskem preporodu močno odvisne od vrhunske japonske tehnologije, zlasti na področjih industrijske robotike, tovarniške avtomatizacije, ladjedelništva ter specializirane energetske opreme, vključno z jedrskimi turbinami in elektrodistribucijskimi sistemi. Japonska podjetja imajo na teh področjih dolgoletno globalno vodstvo, ki ga Kitajska in drugi konkurenti le stežka nadomestijo.

Zaradi omejenih domačih zmogljivosti in znanja v ZDA in na širšem Zahodu se v prihodnjih letih odpira možnost večletnega cikla povpraševanja po japonskih industrijskih izdelkih in tehnologiji. To Japonsko postavlja med ključne strukturne zmagovalce v Aziji, saj lahko kot zanesljiv partner z močno industrijsko bazo pomembno pridobiva od globalnega investicijskega cikla. Kljub letošnjim rastem tečajev ostajajo japonske delnice razmeroma ugodno vrednotene, zlasti ob upoštevanju dolgoročnih trendov izboljševanja dobičkonosnosti in korporativnega upravljanja.

Nova dinamika na trgih v razvoju

Po več kot desetletju skromnih donosnosti so delnice izdajateljev s sedežem na trgih v razvoju cenovno privlačne, hkrati pa se kažejo postopni pozitivni premiki v poslovanju podjetij, pričakovanja višjih cen nekaterih surovin ter ugodnejši geostrateški položaj posameznih držav. Ključno težo znotraj delniških indeksov trgov v razvoju nosi četverica azijskih velikanov Kitajska, Indija, Južna Koreja in Tajvan, pri čemer ima vsaka od teh držav specifične strukturne prednosti in naložbene argumente.

Kitajsko gospodarstvo se kratkoročno sooča z vse bolj neugodnimi trendi. Deflacijski pritiski se poglobljajo, tradicionalni sektorji, zlasti nepremičninski trg, ostajajo v strukturni krizi, zaupanje potrošnikov in zasebnega sektorja pa ostaja šibko. Ti dejavniki nakazujejo, da bo v letu 2026 vse večja verjetnost dodatnih stimulativnih ukrepov s strani države, tako na fiskalnem kot tudi na monetarnem področju. Hkrati pa se ob šibkosti tradicionalnega dela gospodarstva zelo hitro razvija nova, tehnološko napredna ekonomija, ki ima potencial, da postopno nadomesti upadajoči prispevek zastarelih panog.

Kitajska vlada razvoj umetne inteligence, digitalizacije in tehnološkega napredka sistematično podpira prek tesnega sodelovanja med državo in korporativnim sektorjem, kar omogoča obsežno javno financiranje infrastrukture in izjemno hitro implementacijo novih tehnologij v gospodarstvo. Za razliko od Združenih držav Amerike, kjer je poudarek predvsem na razvoju najzmogljivejših čipov in računalniške infrastrukture, Kitajska svojo strategijo umetne inteligence gradi na široki uporabi in integraciji umetne inteligence v industrijo, poslovne procese in storitvene dejavnosti. Ta pristop se že jasno odraža v poslovnih rezultatih, saj dobički kitajskih tehnoloških podjetij rastejo hitreje kot

dobički njihovih ameriških primerljivih družb, njihova vrednotenja pa so precej ugodnejša, saj se gibljejo na približno polovici vrednotenja ameriških tehnoloških delnic.

Dolgoročno perspektivne teme na Kitajskem ostajajo umetna inteligenca, fintech, elektronska trgovina, specializirana potrošnja in zeleni prehod. Ob tem ostajamo previdni pri panogah s presežno ponudbo, kot so električna vozila, sončni paneli in jeklo, kjer intenzivna konkurenca in visoke proizvodne kapacitete močno pritiskajo na marže in donosnost kapitala. Vlagatelji morajo upoštevati tudi geopolitična tveganja, zlasti omejitve izvoza naprednih čipov in morebitno nadaljnje zaostrovanje trgovinskih odnosov. Kljub temu pa Kitajska v vse bolj duopolnem svetovnem redu postaja strateško zanimiva naložbena zgodba, saj ostaja ena od dveh ključnih globalnih gospodarskih in tehnoloških sil. Kombinacija nizkih vrednotenj, pričakovanih državnih spodbud in strukturnega tehnološkega napredka ustvarja potencial za pozitivna presenečenja po daljšem obdobju zatišja.

Indija izstopa kot ena najbolj perspektivnih držav v skupini trgov v razvoju. Gre za najhitreje rastoče večje gospodarstvo na svetu, pri čemer se pričakuje, da bo rast BDP tudi v prihodnjih letih presegala 6 odstotkov letno. Država ima izjemno ugodno demografsko strukturo, saj je povprečna starost prebivalstva okoli 28 let, hitro rastoči srednji razred pa zagotavlja dolgoročno podporo domači potrošnji. K privlačnosti prispeva tudi izboljšano poslovno okolje, saj so bile v zadnjih letih izvedene številne strukturne reforme, politično okolje pa ostaja razmeroma stabilno. Zaradi zaostrenega rivalstva med Zahodom in Kitajsko se Indija vse bolj uveljavlja kot ključni partner Združenih držav Amerike, pri čemer številna ameriška in japonska podjetja povečujejo neposredne investicije z

namenom diverzifikacije proizvodnih verig. Močni domači potrošniški trendi ustvarjajo večletni supercikel povpraševanja, zlasti v bančništvu, potrošniških storitvah, telekomunikacijah in infrastrukturi. Kljub nadpovprečni privlačnosti velja upoštevati relativno visoka vrednotenja delniških naložb, saj indeks Nifty 50 trenutno kotira pri razmerju P/E okoli 23, kar presega povprečje drugih trgov v razvoju.

Južna Koreja predstavlja eno ključnih azijskih zgodb znotraj trgov v razvoju in je tesno povezana z razvojem umetne inteligence ter nove industrijske paradigme. Država ponuja razmeroma dobro diverzificirano izpostavljenost umetni inteligenci, saj je dom nekaterih največjih svetovnih proizvajalcev polprevodnikov, kot sta Samsung in SK Hynix. Nedavna rast cen pomnilniških čipov DRAM nakazuje začetek novega ugodnega cikla v industriji pomnilnikov, še pomembnejša pa je skoraj monopolna vloga korejskih podjetij pri proizvodnji naprednih HBM čipov, ključnih za visokozmogljivo procesiranje umetne inteligence. Povpraševanje po teh komponentah naj bi v prihodnjih letih močno naraščalo. Poleg tehnološkega vodstva pa postaja Južna Koreja vse bolj privlačna tudi zaradi izboljšanega korporativnega upravljanja, višjih dividend in programov odkupa lastnih delnic. Skupaj z Japonsko se uveljavlja kot pomemben steber ameriške reindustrializacije, zlasti na področjih ladjedelništva, baterijskih tehnologij ter energetskih in turbinskih sistemov, kar podpira dolgoročni investicijski potencial korejskega trga.

Tajvan ostaja ključen člen globalne tehnološke in polprevodniške verige, saj ima s podjetjem TSMC vodilno vlogo pri razvoju in proizvodnji najnaprednejših čipov na svetu. Prehod na 2-nanometrsko tehnologijo dodatno utrjuje skoraj nenadomestljiv položaj podjetja v ekosistemu umetne

intelligence in visokozmogljivega računalništva, vključno z najnovejšimi generacijami procesorjev. Ob tem TSMC aktivno zmanjšuje geopolitična tveganja z diverzifikacijo proizvodnih kapacitet, predvsem z obsežnimi investicijami v proizvodnjo v Združenih državah Amerike. Kljub v zadnjem letu naraščajočimi

napetostmi s Kitajsko ostaja Tajvan zaradi svoje tehnološke nepogrešljivosti strateško izjemno pomemben in dolgoročno privlačen za vlagatelje, ki iščejo izpostavljenost najnaprednejšim segmentom globalne tehnološke verige.

Priložnosti na obvezniških trgih v letu 2026

Vlagatelji v obveznice bodo v letu 2026 pozorni predvsem na poteze glavnih centralnih bank v kombinaciji s podatki o inflaciji in posledično gibanjem referenčnih obrestnih mer. Poleg tega bo govora o kreditnih pribitkih, ki so se v letu 2025 še naprej zniževali in se trenutno nahajajo na zgodovinsko nizkih nivojih.



Rok Vrčkovnik

Upravitelj premoženja

Pričakuje se nekoliko višja javna poraba držav, saj strukturni izdatki za obrambo, zeleni prehod in infrastrukturo ostajajo visoki. Zadolženost držav evroobmočja bo naraščala, posledično pa lahko pričakujemo večji obseg izdaje državnih obveznic.

Pregled leta 2025

Leto 2025 je bilo na obvezniških trgih nepredvidljivo, zaznamovala ga je visoka volatilnost, ki so jo povzročili specifični fiskalni, monetarni in politični dogodki. V januarju je prišlo do razprodaje ameriških državnih obveznic, saj so bili vlagatelji zaskrbljeni zaradi naraščajočega primanjkljaja in ravnih javnega dolga. Val nestanovitnosti se je marca preselil v Evropo, ko je Nemčija napovedala povečanje javne porabe, kar je zaradi pričakovanih višjih prihodnjih gospodarske rasti in večjega obsega izdaje državnih obveznic privedlo do rasti zahtevanih stopenj donosnosti dolgoročnih

državnih obveznic. Zadnji večji pretres pa se je zgodil septembra zaradi politične krize v Franciji, ki ji je sledila razprodaja francoskih obveznic in povečanje kreditnih pribitkov francoskih obveznic napram nemškim. Kljub povišani volatilnosti pa se je leto 2025 za vlagatelje v evropske obveznice zaključilo s solidnimi donosnostmi, saj so naložbe v evrske obveznice investicijskega razreda v povprečju porasle za skoraj 3 %.

Gospodarska rast in trgovinski pritiski

Razkorak med gospodarsko rastjo ZDA in EU je ostal visok. Ameriško gospodarstvo je kljub uvedbi carin in višjim stroškom uvoza zabeležilo solidno rast BDP, ki pa se je glede na leto 2024 vseeno nekoliko upočasnila. Po drugi strani pa se Evropa še vedno sooča z nizko stopnjo rasti BDP, ki jo bremenijo strukturni problemi, vprašanje glede fiskalne vzdržnosti v nekaterih članicah EU, odvisnost od uvoženih energentov, politična.

Inflacija – od začasnega upada do ponovnega vzpona

Leto 2025 je zaznamovala inflacija v obliki črke »U«. Potem ko se je v prvi polovici leta zdelo, da se inflacija v ZDA približuje ciljni stopnji 2 %, se je trend sredi leta obrnil, tako da se je konec leta 2025 inflacija nahajala na podobnih nivojih kot v začetku leta. K preobratu inflacijskih gibanj so največ prispevale carine ameriške administracije, ki so podražile uvozno blago, ter septembrski skok cen elektrike in plina. Ker gre pri carinah predvsem za enkraten cenovni šok, je ameriški Fed kljub trdovratnejši temeljni inflaciji ocenil, da so razmere primerne za postopno rahljanje denarne politike. To potrjuje tudi gibanje dolgoročnih donosnosti, ki se niso občutno zvišale, Fed pa je na septembrskem zasedanju začel s ciklom zniževanja obrestnih mer, ki se trenutno nahajajo v območju med 3,50 % in 3,75 %. Stopnja inflacije v evroobmočju je

nekoliko nižja in proti koncu leta se je ustalila pri dobrih 2 %. Evropska centralna banka (ECB) je v prvi polovici leta na štirih zasedanjih znižala vse tri ključne obrestne mere, v drugi polovici leta pa jih je ohranila nespremenjene, s čimer znaša trenutna stopnja depozitne obrestne mere 2,00 %.

Kreditni pribitki ostajajo zelo nizki

Kreditni pribitki, ki predstavljajo dodatno zahtevano stopnjo donosnosti za prevzem kreditnega tveganja, so se v letu 2025 še dodatno znižali in se trenutno nahajajo na zgodovinsko zelo nizkih ravneh. Takoj po uvedbi carin ameriške administracije v začetku aprila so sicer močno porasli, saj so vlagatelji pričakovali, da bodo mnoga podjetja težje odplačevala svoje obveznosti, vendar pa se je kasneje izkazalo, da lahko gospodarski sistem carine absorbira bolje od prvotnih pričakovanj.

Slika 1: Kreditni pribitki obveznic špekulativnega razreda



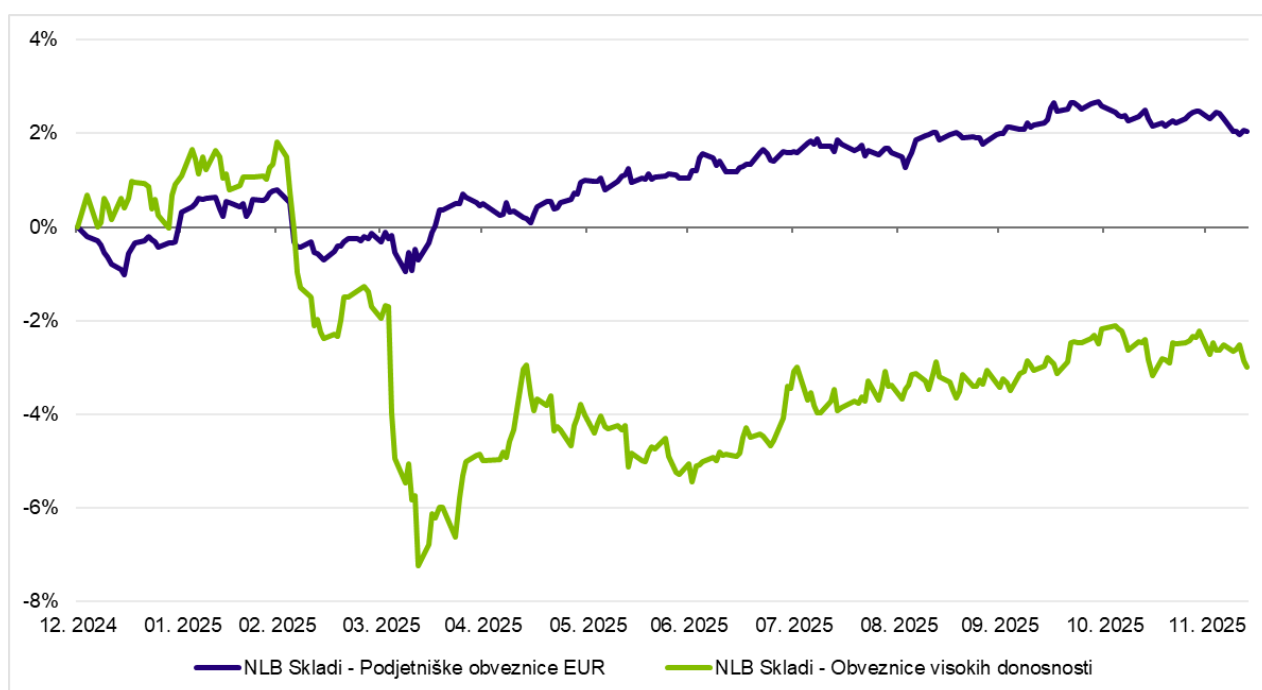
Vir: Bloomberg

Donosnost obvezniških podskladov krovnega sklada NLB Skladi

Podsklad NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti v svojem portfelju ohranja več kot 60-odstotno izpostavljenost do dolarskih obveznic. Kljub nižjim kreditnim pribitkom, ki so pozitivno prispevali k donosnosti podsklada, se je vrednost ameriškega

dolarja v primerjavi z evrom znižala za več kot 12 %, kar je znatno negativno vplivalo na donosnost podsklada NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti. Donosnost podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR je bila v letu 2025 pozitivna po zaslugi nižanja oziroma stabilizacije obrestnih mer v evroobmočju in nižjih kreditnih pribitkov.

Slika 2: Donosnosti obvezniških podskladov v letu 2025



Vir: Lastni izračun

Pogled v leto 2026

Počasnejša gospodarska rast ob nižji inflaciji

Globalna gospodarska rast naj bi v letu 2026 ostala zmerna. Po podatkih Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) naj bi ta v letu 2026 znašala 2,9 % oziroma 0,3 odstotne točke nižje kot leta 2025. Rast naj bi bila podprta s spodbujevalnimi fiskalnimi in denarnimi politikami največjih svetovnih gospodarstev. Glavne centralne banke razvitih gospodarstev bodo po vsej verjetnosti normalizirale osrednje obrestne mere proti nevtralnim ravnam, potem ko so v preteklih letih zaradi visoke inflacije v

obdobju koronavirusa izvedle agresiven cikel zaostrovanje denarne politike. Fiskalna politika naj bi ostala naklonjena spodbujanju gospodarske rasti, saj bodo vlade dajale prednost infrastrukturnim in strateškim naložbam, da bi omilile posledice trgovinskih in geopolitičnih negotovosti. Po konsenzu analitikov z Bloombergja naj bi se inflacija v ZDA in v evroobmočju v prihodnjih četrletjih glede na trenutne nivoje znižala; v ZDA s trenutnih 3,0 % na 2,7 % konec leta 2026, v evroobmočju pa s trenutnih 2,2 % na 1,9 % konec leta 2026.

Razhajanje med denarnimi politikami Fed-a in ECB

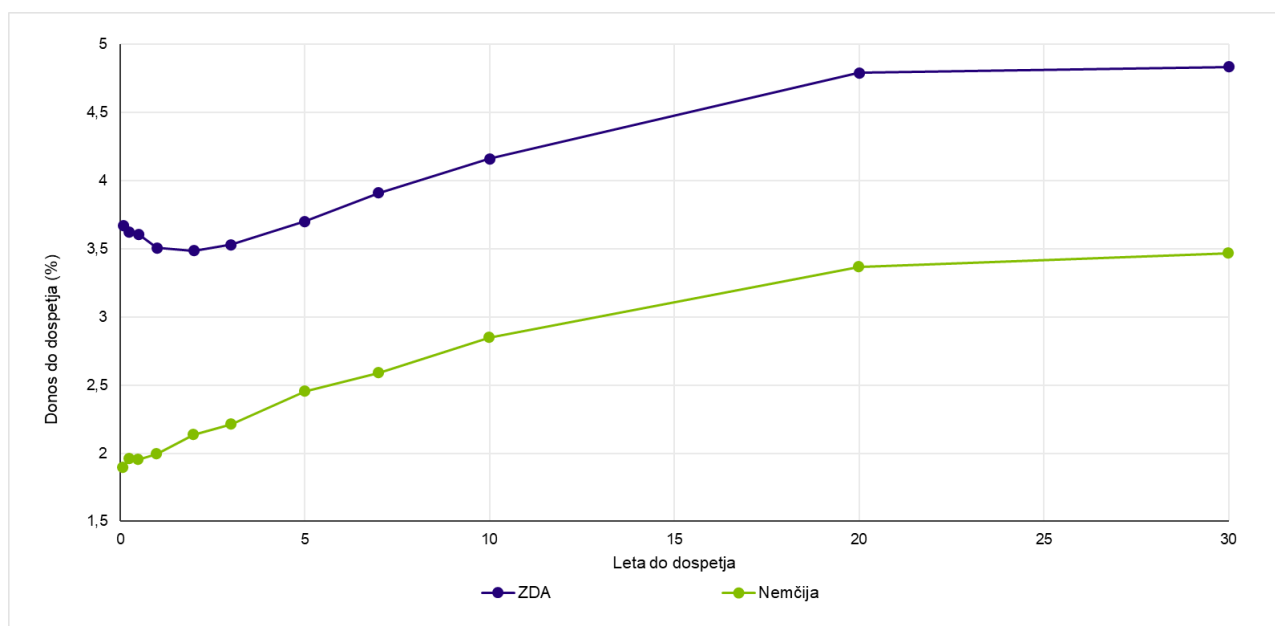
Medtem ko je glede na Bloombergov prikaz pričakovanj glede prihodnjih obrestnih mer razvidno, da tržni udeleženci pričakujejo približno dve nižanji obrestne mere Fed-a v prihodnjem letu, pa se za ECB trenutno pričakuje, da obrestnih mer drugo leto ne bo spreminjala. ECB je izrazila zadovoljstvo s trenutno naravnostjo svoje denarne politike in nakazala, da bi bil rez obrestnih mer potreben le v primeru poslabšanja gospodarskih podatkov.

Normalizacija obrestne krivulje

Po inflacijskem šoku pred nekaj leti so bile obrestne krivulje v praktično vseh glavnih gospodarstvih po svetu močno inverzne, kar je pomenilo, da so bile kratkoročne obrestne mere zaradi agresivnega zaostrovanja denarne politike višje od dolgoročnih. Obrestne krivulje pa so se v letu 2025 normalizirale in niso več inverzne, temveč so znova naraščajoče, kar

pomeni, da dolgoročne obrestne mere presegajo kratkoročne in vlagatelji so znova nagrajeni za sprejeto tveganje ob držanju obveznic daljših ročnosti. Nekateri tržni udeleženci opozarjajo na tveganje ponovne pospešitve inflacije, ki bi jo lahko povzročila prevelika fiskalna ekspanzija držav, morebitno zaostrovanje trgovinskih vojn, višje povpraševanje po določenih izdelkih ali storitvah zaradi visokih investicij v nove tehnologije, ali pa dodatno geopolitično zaostrovanje. Ker pa je rast produktivnosti v ZDA po zaslugi umetne inteligence visoka, pritisk na rast plač pojenja in ker je učinek carin ameriške administracije nižji od prvotnih pričakovanj, pričakujemo, da se utegne inflacija v ZDA znižati bolj od konsenza analitikov. Inflacijska gibanja v evroobmočju bi tudi lahko presenetila navzdol, saj zaradi uvedbe ameriških carin kitajska podjetja preusmerjajo izvoz v Evropo, s čimer na evroobmočje prenašajo deflacijske pritiske. Zaradi omenjenega iščemo priložnosti na srednjem in daljšem delu obrestne krivulje.

Slika 3: Obrestni krivulji ZDA in Nemčije



Vir: Bloomberg

Večja izdaja državnega dolga bo ključna tema leta 2026

Evropske vlade bodo v letu 2026 nadaljevale z obsežnim zadolževanjem zaradi višjih javnih izdatkov, zlasti za obrambo, infrastrukturne projekte in energetske prehode, kar bo postopno povečevalo javni dolg in proračunske primanjkljaje. Povečana ponudba državnih obveznic utegne pritiskati na dolgoročne donosnosti in prispevati k strmejši obrestni krivulji. Evropska komisija napoveduje, da naj bi se razmerje med dolgom in BDP na ravni evroobmočja povzpelo z 88 % v letu 2024 na dobrih 90 % v letu 2027, kar je posledica dejstva, da so povprečni stroški javnega dolga višji od nominalne rasti BDP.

Ali postaja nemška fiskalna politika ekspanzivna?

Marca 2025 je nemški parlament sprejel reformo fiskalne politike, ki iz nacionalnih fiskalnih pravil izvzema vso obrambno porabo nad 1 % BDP, omogoča vzpostavitev posebnega sklada v višini 500 milijard evrov za naložbe v infrastrukturo in podnebne projekte in rahlja pravila glede porabe za zvezne dežele. Po napovedih Evropske komisije naj bi se javna poraba v prihodnjih letih močno povišala, proračunski primanjkljaj države pa naj bi se povišal s trenutnih 3,1 % BDP v letu 2025 na 4,0 % BDP v letu 2026, in sicer zaradi predvidenih višjih izdatkov za obrambo, dodatnih davčnih razbremenitev in povišanih socialnih izdatkov.

Obstaja tveganje, da do vseh napovedanih nemških investicij ne bo prišlo v celoti in ne v predvidenem času, saj nas zgodovina uči previdnosti. Nemško gospodarstvo je v preteklosti zaradi administrativnih in birokratskih omejitev ter političnega zaviranja pogosto zaostajalo za proračunskimi načrti. Za razliko od Francije, ki se sooča s politično krizo, fiskalnimi izzivi in

visokimi socialnimi izdatki, pa ima Nemčija vseeno manevrski prostor za dodatno zadolževanje. Poleg tega so nemške banke najbolj kapitalizirane v zadnjih 20 letih, kakovostno upravljane in se soočajo z nizkimi stopnjami slabih posojil, zaradi česar upravičeno vidimo priložnosti v podrejenih obveznicah nemških bank, ki nudijo privlačne donosnosti ob sprejemljivi ravni tveganja.

Nas nizki kreditni pribitki skrbijo?

Kreditni pribitki pri trenutno zgodovinsko nizkih nivojih nudijo malo nagrade za sprejemanje dodatnega tveganja, zato je selektivnost v takšnem okolju ključna. Predvsem v ZDA utegnejo pričakovano nižje obrestne mere, povečana količina denarja v obtoku (M2) in postopno rahljanje kreditnih standardov ustvariti boljše pogoje financiranja, predvsem za izdajatelje obveznic špekulativnega razreda, kjer je občutljivost na stroške financiranja višja. Temeljni kazalniki podjetij ostajajo solidni, zapadlosti dolga pa so razporejene v prihodnja leta, kar povečuje odpornost v primeru morebitnih nenadnih gospodarskih pretresov. Vseeno ohranjamo v trenutnem okolju nizkih kreditnih pribitkov večjo naklonjenost obveznicam investicijskega razreda, kjer kombinacija kakovosti, stabilnosti in privlačnih donosnosti do dospelja predstavlja boljše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo.

Sklep

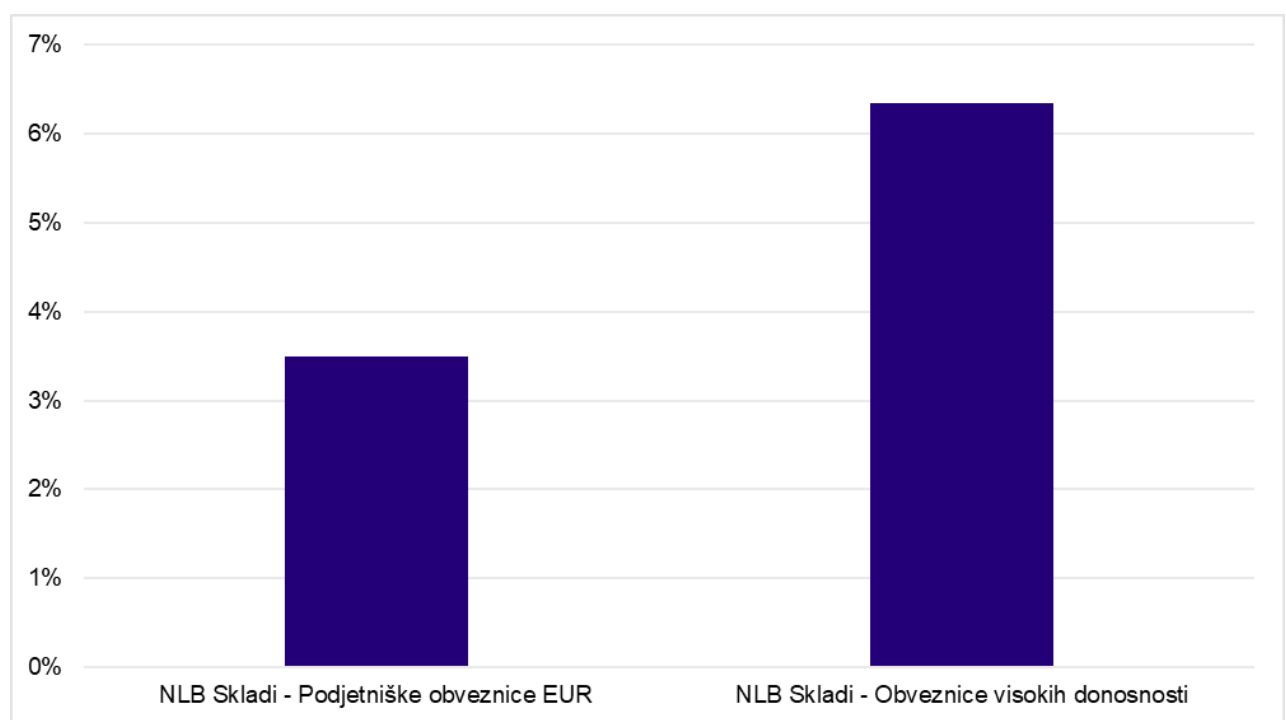
Čeprav kombinacija solidne gospodarske rasti in predvidenega nižanja inflacije ustvarja na splošno ugodno okolje predvsem za delniških naložbe, obveznice ostajajo pomemben del portfeljev vlagateljev. Pričakujemo lahko določena razhajanja v dinamiki gospodarske rasti in inflacije ter v usmeritvah ekonomskih politik, kar bo ustvarjalo priložnosti za

selektivno pozicioniranje glede trajanja in kreditnega tveganja v aktivno upravljanih skladih.

Trenutne donosnosti do dospelja obeh obvezniških podskladov krovnega sklada NLB Skladi so ugodne, zaradi česar sta podsklada koristno dopolnilo delniškim podskladom, sploh v trenutnem obdobju višjih vrednotenj na delniških trgih. Donosnost podsklada NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti bo odvisna od gibanja vrednosti ameriškega dolarja in od višine

kreditnih pribitkov, ki pri trenutnih nivojih ne odražajo morebitne recesije ali ohladitve na kapitalskih trgih, zato je pri vlaganju v podsklad potrebna dodatna previdnost. Hkrati pa se v globalnem obvezniškem prostoru še vedno odpirajo selektivne priložnosti, denimo pri obveznicah držav v razvoju v lokalnih valutah, kjer višje realne obrestne mere in potencialno ugodnejša denarna politika ponujajo privlačno razmerje med tveganjem in donosnostjo.

Slika 4: Donosnosti do dospelja



Vir: Lastni izračun

Strukturni premik svetovnega gospodarstva proti duopolnosti

Po treh desetletjih pospešene globalizacije se svetovno gospodarstvo postopno, a vztrajno pomika v smer večje geopolitične in gospodarske segmentacije.



mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja Sektorja investicijskih skladov

Mednarodne trgovinske povezave, ki so še pred kratkim povezovalе države v razmeroma enoten globalni trg, se vse bolj razgrajujejo in preusmerjajo v dve prevladujoči geopolitični in gospodarski sferi, osredotočeni okoli Združenih držav Amerike in Kitajske. Ta premik ni zgolj geopolitičen, temveč vse bolj neposredno oblikuje dolgoročne kapitalske tokove in investicijske odločitve.

Eden najbolj oprijemljivih pokazateljev tega premika je upad medsebojne trgovinske odvisnosti. Izvoz Kitajske v ZDA danes predstavlja manj kot 10 % celotnega kitajskega izvoza, medtem ko je bil pred začetkom trgovinskih vojn višji od 20 %. Podobno se je delež kitajskih proizvodov v ameriškem uvozu znižal na približno 8 %. Ti podatki ne odražajo zgolj kratkoročnih nihanj, temveč kažejo na globlje, strukturne spremembe v globalni trgovini.

Sočasno se je Kitajska utrdila kot vodilna svetovna proizvodna sila. Njen delež v globalni industrijski proizvodnji danes dosega približno 28 %, medtem ko ZDA prispevajo okoli 17 %. Ta premik proizvodnih zmogljivosti z Zahoda proti Vzhodu ne pomeni zgolj gospodarskega prehoda, temveč tudi pomembno krepitev kitajske geopolitične moči. Nadzor nad proizvodnjo, tehnologijo in ključnimi členi znotraj dobavnih verig vse bolj oblikuje razmerja moči v svetu ter nakazuje prehod iz nekdane dobe globalizacije v vse bolj duopolno svetovno ureditev.

V takšnem okolju se odpirata dve ključni vprašanji: ali lahko katera od velesil dolgoročno doseže prevladujoč položaj ter kakšne so investicijske posledice vse izrazitejše fragmentacije? Razdelitev sveta na ločene gospodarske in tehnološke sfere spreminja ustaljene pristope k alokaciji kapitala, povečuje pomen regionalne selektivnosti in zahteva večje upoštevanje

političnih ter strateških dejavnikov pri oblikovanju dolgoročnih naložbenih strategij.

Zakaj se globalizacija umika geopolitični logiki?

Zaporedje večjih kriz je v zadnjih letih močno pospešilo odmik svetovnega gospodarstva od globalizacije k deglobalizaciji in regionalizaciji. Pandemija covid-19 je razkrila ranljivost globalnih dobavnih verig, saj je v kratkem času ohromila proizvodnjo in logistiko ter povzročila pomanjkanje surovin, polizdelkov in končnih izdelkov. Posledica so bili nenadni cenovni skoki, ki so se hitro prelili v širšo inflacijo.

Kot odziv so države in podjetja začeli sistematično zmanjševati odvisnost od kitajskih in drugih dobaviteljev, povezanih z večjimi tveganji glede stabilnosti oskrbe. V ospredje so stopili diverzifikacija dobavnih virov, povečevanje strateških zalog ter vračanje dela proizvodnje bliže domačim ali regionalnim trgov. Ta proces je dodatno pospešila vojna v Ukrajini, ki je razgalila tveganja prevelike odvisnosti od politično nestabilnih dobaviteljev strateških surovin.

Pomemben dejavnik deglobalizacije je tudi vzpon Kitajske kot tehnološke in gospodarske velesile. Država danes ni več zgolj nizkocenovni proizvajalec, temveč neposreden konkurent na številnih visoko tehnoloških področjih. Ima prevladujoč položaj v več kritičnih dobavnih verigah, njena industrijska baza pa predstavlja več kot četrtno svetovne proizvodnje. To je v razvitih gospodarstvih sprožilo temeljit strateški premislek o dolgoročni konkurenčnosti in varnosti oskrbe.

V ospredje ne stopa več zgolj stroškovna učinkovitost, temveč tudi strateška samozadostnost, zanesljivost dobav in odpornost sistema. Ta premik je jasno viden v

ameriški zakonodaji, zlasti v zakonih CHIPS Act in Inflation Reduction Act, ter tudi v Evropi, kjer države povečujejo naložbe v lokalne energetske kapacitete in obrambne zmogljivosti. Globalizacija, ki je temeljila predvsem na optimizaciji stroškov, se tako postopoma umika geopolitično segmentiranemu sistemu.

Ta premik se ne odraža zgolj v trgovini, temveč tudi v kapitalskih tokovih. Po ocenah mednarodnih institucij se danes že več kot 40 % globalnih neposrednih tujih investicij usmerja znotraj politično zavezniških držav, kar je skoraj dvakrat več kot pred letom 2015. Kapital vse manj sledi izključno stroškovni učinkovitosti in vse bolj geopolitični pripadnosti.

ZDA: tehnološko vodstvo in strateška reindustrializacija

Združene države Amerike kljub naraščajoči konkurenci ohranjajo pomembne strukturne prednosti. Ostajajo vodilne pri razvoju najnaprednejših tehnologij, zlasti v polprevodnikih, umetni inteligenci, oblaki infrastrukturi in kvantnem računalništvu, kjer ameriška podjetja v povprečju še vedno delujejo približno eno tehnološko generacijo pred večino kitajskih konkurentov.

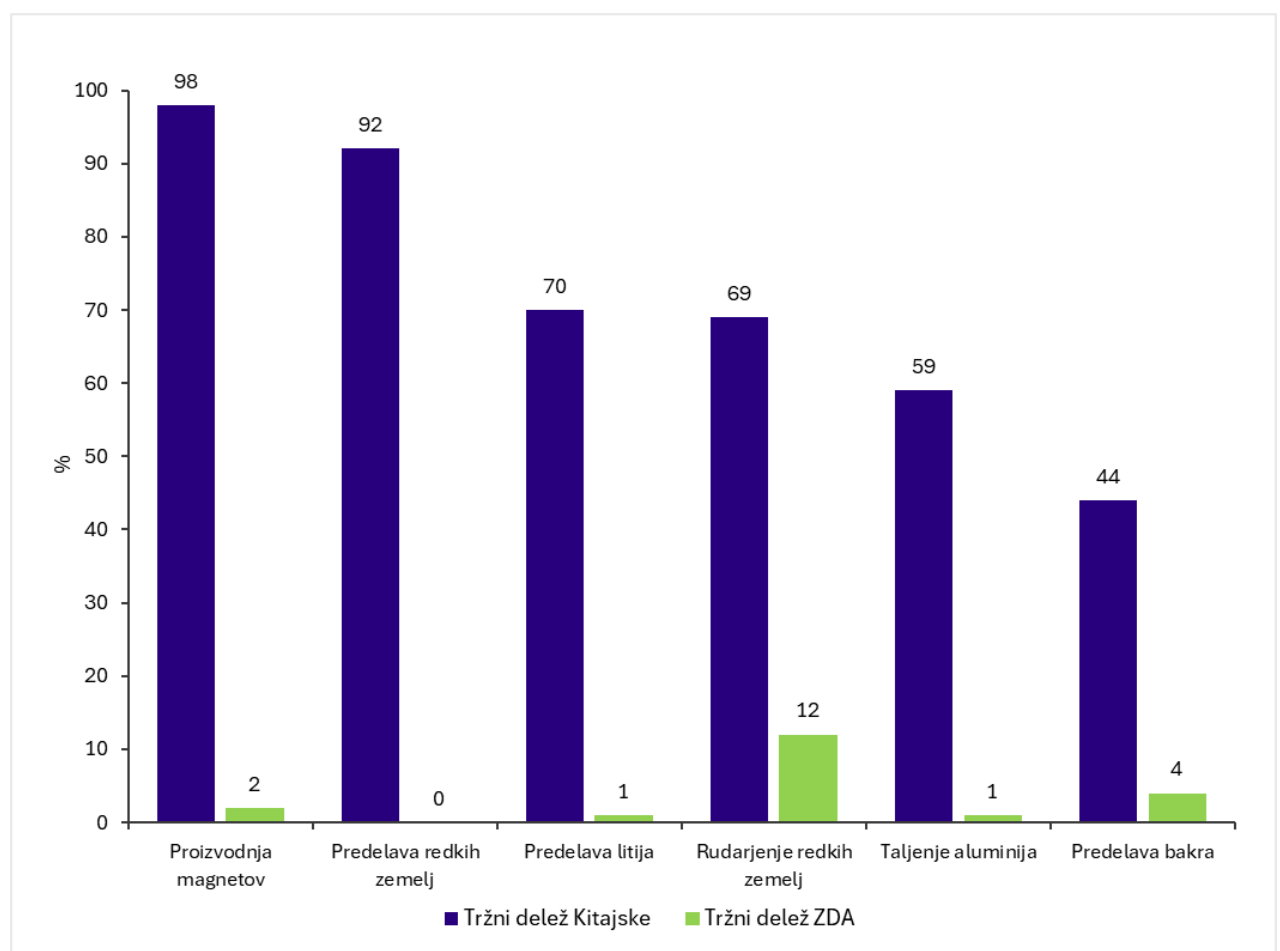
Ključno podporo temu položaju zagotavlja razvitost ameriškega kapitalskega trga. Globina in likvidnost finančnega sistema ter vloga ameriškega dolarja omogočajo financiranje obsežnih investicij, dodatno prednost pa predstavlja tudi izrazita premoč na področju obrambne tehnologije.

Hkrati se ZDA vse bolj zavedajo lastnih omejitev, zlasti na področju energetike. Ameriško elektroenergetsko omrežje se sooča z ozkimi grli, stroški električne energije pa so višji kot na Kitajskem. Čeprav jedrska energija zagotavlja približno 18 % ameriške proizvodnje

električne energije, v državi trenutno ni v gradnji nobenega novega reaktorja. Ob hitro rastočem povpraševanju po energiji, zlasti zaradi podatkovnih centrov in umetne inteligence, to predstavlja pomembno dolgoročno tveganje. Pritisk na energetski sistem se bo v prihodnjih letih še stopnjeval. Po nekaterih ocenah bi lahko do konca desetletja poraba električne energije podatkovnih centrov v ZDA preseгла porabo celotne jeklarske industrije, kar energijo postavlja med ključne omejitvene dejavnike prihodnje tehnološke konkurenčnosti.

Te omejitve pojasnjujejo, zakaj ZDA vse bolj usmerjajo politiko v reindustrializacijo, avtomatizacijo in ohranjanje tehnološkega vodstva. Globalizacija je ameriškemu gospodarstvu sicer prinesla nižje stroške in višje marže, hkrati pa je povzročila erozijo domače industrijske baze ter povečano odvisnost od zunanjih dobaviteljev pri strateško ključnih komponentah, kot so tudi redke zemlje. Pandemija in geopolitične napetosti so razkrile ranljivost takšnega modela.

Slika 1: ZDA so izgubile suverenost na področju redkih zemelj



Vir: Goldman Sachs GIR

Reindustrializacija zato ni namenjena vrnitvi nizkocenovne proizvodnje, temveč vzpostaviti tehnološko napredne, kapitalsko intenzivne in visoko

avtomatizirane industrije. Avtomatizacija omogoča delno izravnavo višjih stroškov dela in energije ter zmanjšuje odvisnost od omejene ponudbe delovne

sile. Ključni cilj ostaja nadzor nad strateškimi panogami, od polprevodnikov in napredne proizvodne opreme do energetskih, obrambnih tehnologij in redkih zemelj.

Kitajska: nadzor nad verigami vrednosti kot vir geopolitične moči

Medtem ko ameriški model moči temelji predvsem na tehnologiji, financah in institucionalni infrastrukturi, Kitajska svojo geopolitično težo gradi predvsem skozi industrijski obseg, nadzor nad verigami vrednosti in energetske osnovo.

Kitajska je v zadnjih dveh desetletjih postala osrednja gonilna sila globalne proizvodnje. Njen delež v svetovni industrijski proizvodnji ji daje izrazito težo v sektorjih, kot so elektronika, baterije, sončni paneli in električna vozila. V številnih panogah obvladuje celotne vrednostne verige, od surovin do končnih izdelkov, kar ji omogoča vpliv na cene, razpoložljivost in pogoje dostopa do ključnih tehnologij.

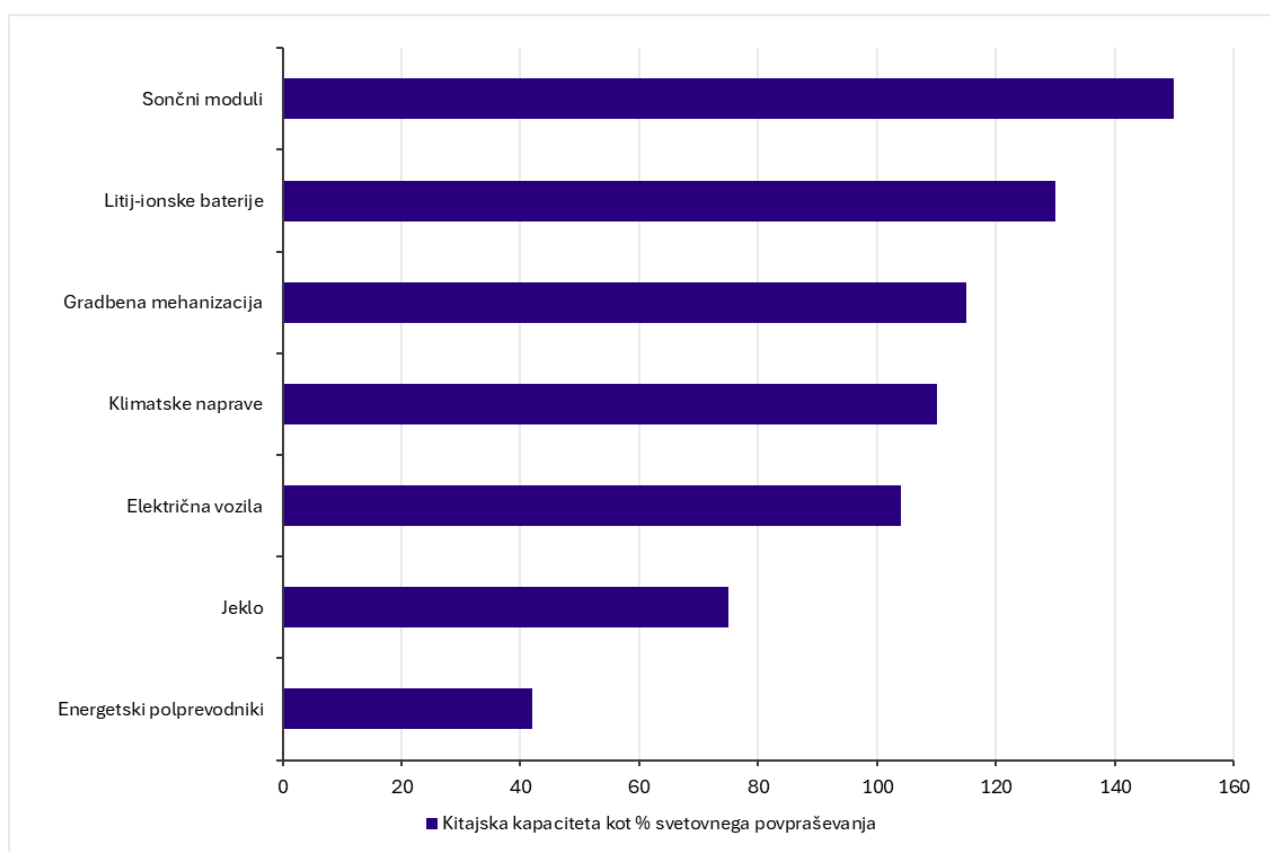
Posebej pomembno vlogo imajo redke zemlje in drugi kritični minerali. Z nadzorom nad rafiniranjem in proizvodnjo magnetov iz redkih zemelj Kitajska obvladuje večino svetovnih kapacitet, kar ji omogoča, da v primeru zaostrovanja odnosov selektivno omejuje dobavo ali povečuje negotovost v zahodnih dobavnih verigah. Ključni problem Zahoda ni pomanjkanje nahajališč, temveč izguba industrijskega znanja, okoljske tolerance in kapitalske discipline za vzpostavitev celotne predelovalne verige.

Podobna logika velja tudi za obsežno industrijsko bazo. Ekonomije obsega omogočajo nižje cene, hitrejše učenje in stalno tehnološko izboljševanje, hkrati pa pritiskajo na marže konkurentov in omejujejo njihovo investicijsko sposobnost. Dolgoročno to vodi v deindustrializacijo posameznih segmentov na Zahodu in povečuje odvisnost od kitajskih dobaviteljev tudi v panogah z višjo dodano vrednostjo.

Pomemben del strategije predstavlja tudi energetika. Kitajska z obsežnimi vlaganji v jedrske zmogljivosti gradi stabilno in cenovno konkurenčno energetske osnovo za nadaljnjo industrializacijo ter energetske intenzivne tehnologije prihodnosti.

Za vlagatelje je kitajski vzpon izrazito dvorezen. Po eni strani ponuja pomembne dolgoročne priložnosti v panogah, kjer država sistematično gradi konkurenčne prednosti, po drugi strani pa prinaša regulatorna, geopolitična in strukturna tveganja. Visoka gospodarska ali industrijska rast namreč ne pomeni nujno tudi visoke donosnosti kapitala, zlasti v okoljih, kjer industrijska politika pogosto prevlada nad interesi delničarjev. Industrijska politika je v takšnem okolju pogosto usmerjena predvsem v doseganje strateških ciljev, ne pa v optimizacijo donosov na vloženi kapital, kar zahteva visoko stopnjo selektivnosti, dolgoročno perspektivo in previdnost pri naložbenih odločitvah.

Slika 2: Kitajske presežne proizvodne kapacitete



Vir: Goldman Sachs GIR

Duopolna ureditev in nova realnost investiranja

Svetovno gospodarstvo se vse bolj oblikuje v dva delno ločena gospodarska in tehnološka pola. Pri tem ne gre za simetrično razdelitev moči. Svet se vse bolj pomika k asimetričnemu duopolu, v katerem ZDA ohranjajo prevlado na področju financ, intelektualne lastnine in vrhunskih tehnologij, medtem ko Kitajska gradi svojo moč predvsem na proizvodnem obsegu, energetiki in nadzoru nad industrijskimi verigami vrednosti. Ta proces je strukturne narave in se že jasno odraža v trgovinskih tokovih, industrijski politiki in reorganizaciji dobavnih verig. Popolna ločitev med ZDA in Kitajsko sicer ni realna, vendar je medsebojna odvisnost trajno nižja kot v preteklosti.

Za vlagatelje to pomeni novo realnost, v kateri postaja smiselno razpršiti premoženje med oba pola. Ameriški

in kitajski gospodarski sistem se razvijata po različnih poteh, z različnimi prednostmi, tveganji in cikličnimi vzorci. Prisotnost v obeh sistemih omogoča boljše zajemanje globalne rasti, hkrati pa zmanjšuje izpostavljenost specifičnim političnim, regulatornim ali makroekonomskim šokom posameznega bloka.

Ob tem pa razlike med obema poloma ostajajo bistvene. V takšnem okolju postaja pasivna globalna alokacija kapitala vse manj učinkovita. Donosnost naložb bo v prihodnjem desetletju vse bolj odvisna od pravilne izbire političnega bloka, sektorjev in institucionalne zaščite kapitala, zlasti pravne varnosti lastninskih pravic, predvidljivosti regulative in zaščite manjšinskih delničarjev, ne zgolj od splošne rasti globalnega gospodarstva, pri čemer gre za strukturni premik, ki presega običajne gospodarske in tržne cikle.

Razvitejši kapitalski trgi, višja raven korporativnega upravljanja, preglednejša regulativa in bistveno boljša pravna zaščita delničarjev zato pomenijo, da je dolgoročno še vedno smiselno večji del portfeljev usmerjati v pol, osredotočen okoli Združenih držav Amerike, ki ponuja stabilnejše institucionalno okolje in večjo predvidljivost donosov.

Za institucionalne vlagatelje to pomeni predvsem spremembo miselnega okvira. Kitajski in širši azijski

prostor ostaja pomemben dopolnilni del globalnih portfeljev, vendar zahteva višjo stopnjo selektivnosti, razumevanja političnih ciljev ter aktivno upravljanje tveganj. V svetu ekonomskega duopola tako uspešno investiranje ne pomeni izbire ene strani, temveč premišljeno uravnoteženje izpostavljenosti z jasnim zavedanjem, da sta donosnost in varnost kapitala še vedno izrazito asimetrično porazdeljeni.

Viri:

1. World Nuclear Association (WNA): Nuclear Power in the World Today; World Nuclear Performance Report,
2. International Monetary Fund (IMF): World Economic Outlook; Direction of Trade Statistics
3. International Energy Agency (IEA): World Energy Outlook
4. McKinsey Global Institute: Geopolitics and the geometry of global trade
5. Goldman Sachs: The US-China Tech Race

Povečanje porabe elektrike kot naložbena zgodba za leto 2026

Globalna poraba električne energije je vstopila v fazo strukturne rasti, ki je bistveno hitrejša od rasti skupne porabe energije.



Matej Gosar, CFA

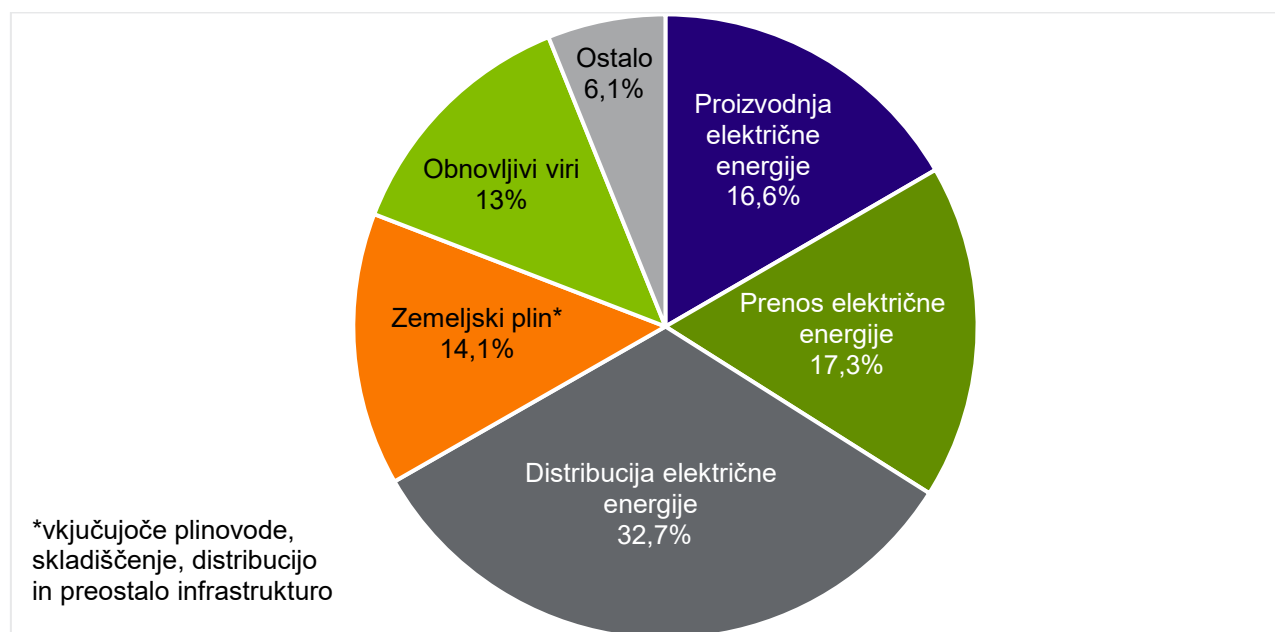
Upravitelj premoženja

V letu 2024 se je poraba elektrike povečala za 4,4 %, kar močno presega povprečja rasti iz obdobja od 2015 do 2023, ki je znašalo 2,6 %. Do leta 2035 se bo poraba

v ZDA povečala za okrog 26 %, v EU pa naj bi to povečanje znašalo celo med 40 % in 50 %.

Slika 1: Deleži napovedanih investicijskih izdatkov po vrstah dejavnosti v obdobju od leta 2025 do 2028

Deleži investicijskih izdatkov



Vir: S&P Global, 17. 12. 2025

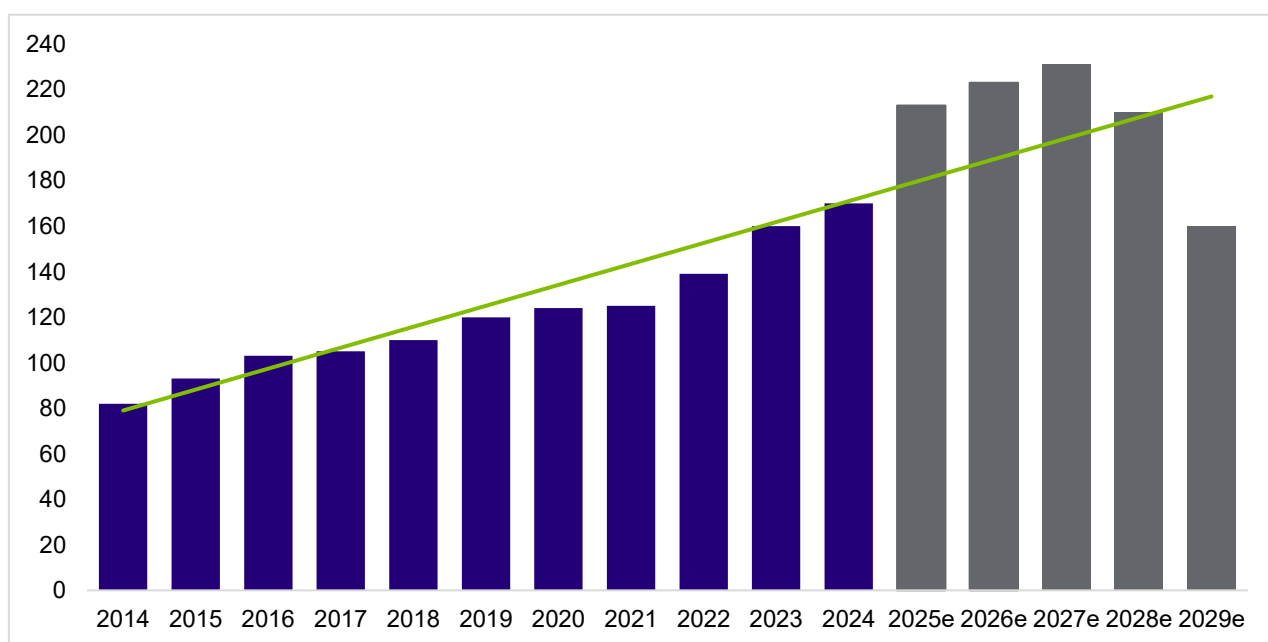
Obstoječa elektroenergetska omrežja, še posebej v Evropi in ZDA, pa so zastarela in imajo premajhno kapaciteto za tolikšno povečanje. To za vlagatelje pomeni odpiranje potencialnih priložnosti v sektorjih, povezanih z električno energijo. Potrebne bodo namreč velike investicije v energetska infrastrukturo. Iz Slike 1 so razvidni deleži posameznih sektorjev,

povezanih s proizvodnjo električne energije, v teh investicijah do leta 2028.

Še bolj kot deleži pa je pomemben obseg investicij. Iz Slike 2 je razviden obseg investicij proizvajalcev električne energije (utilities) v osnovna sredstva.

Slika 2: Predviden obseg investicij energetskih podjetij v osnovna sredstva (CAPEX)

Rast investicij proizvajalcev električne energije



Vir: S&P Global, 17. 12. 2025

Dejavniki rasti: od EV in toplotnih črpalk do podatkovnih centrov in AI

Razlog za občutnejšo rast porabe električne energije prav zdaj, po daljšem obdobju relativne stagnacije oz. počasne dinamike, je v tem, da so se hkrati pojavili trije relativno nepovezani dejavniki rasti:

- Najhitreje rastoči porabnik elektrike so podatkovni centri (za namene umetne inteligence). Mednarodna agencija za energijo (IEA) ocenjuje, da so podatkovni centri trenutno odgovorni za približno 1,5 % svetovne porabe elektrike (okoli 415 TWh), pri čemer se poraba povečuje za okoli 12 % letno;
- Elektrifikacija prometa ostaja eden ključnih virov rasti porabe. Prodaja električnih vozil (EV) še naprej raste, EV pa s premikom polnjenja iz fosilnih goriv na električno energijo ustvarjajo nov profil obremenitve omrežij – zlasti v konicah in na ravni

do 2030 pa se lahko poraba več kot podvoji proti približno 945 TWh. Scenariji, ki upoštevajo hiter razvoj umetne inteligence (AI), nakazujejo da bi lahko podatkovni centri do 2030 predstavljali 3–4 % svetovne porabe elektrike.

distribucije (polnjenje doma in hitre polnilnice).

- Toplotne črpalke in elektrifikacija ogrevanja ter hlajenja pomenijo še en strukturni premik. V Evropi, kjer zeleni prehod agresivno zmanjšuje uporabo fosilnih goriv v stavbah, je rast uporabe elektrike za ogrevanje in hlajenje eden od glavnih razlogov za to, da se elektrika premika v središče energetskega sistema.

Proizvajalci električne energije (Utilities)

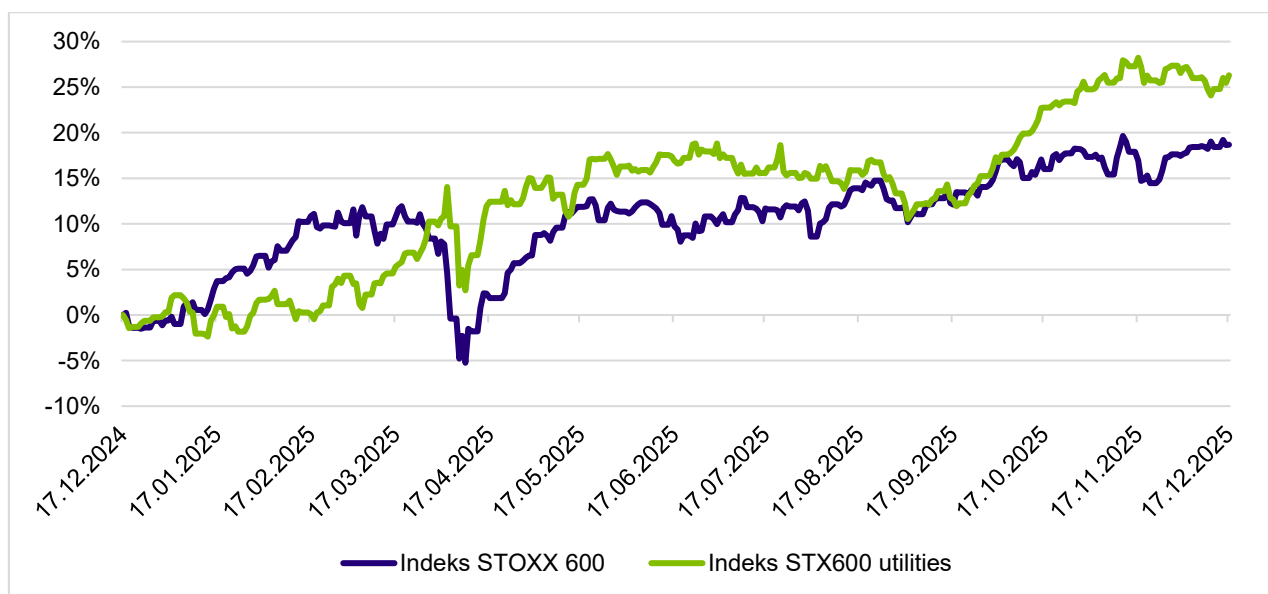
Ob napovedih rasti porabe električne energije je morda prvi »refleks« vlagatelja, da bi kupil delnice proizvajalcev električne energije. S tem sicer ni nič narobe, vendar je potrebno prej preveriti, v kako reguliranem okolju deluje posamezen proizvajalec in

kakšne cene lahko glede na to dosega. Proizvajalci se po navedenih kriterijih med seboj namreč lahko precej razlikujejo.

Tradicionalno so vlagatelji energetska podjetja dojemali kot bolj defenzivne, »obveznicam podobne delnice« – z reguliranimi prihodki, visoko zadolženostjo, relativno stabilnimi dividendami in občutljivostjo na obrestne mere. Trenutno pa sektor vstopa v fazo, ko zaradi predvidenih višjih cen in količin električne energije lahko predstavlja zanimivo naložbeno priložnost. Ta premik v odnosu vlagateljev do sektorja je bil najbolj izrazit ravno v letu 2025, kar se je poznalo tudi na tečajih delnic podjetij iz tega sektorja.

Slika 3: Primerjava med donosnostjo indeksa evropskih delnic Stoxx 600 in indeksa delnic energetskih in komunalnih podjetij (Utilities)

Donosnost indeksa STOXX 600 in indeksa STX 600 Utilities



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

V kontekstu predvidenega hitrega povečevanja porabe električne energije se omenja tudi zemeljski plin. Plin danes predstavlja velik delež električne proizvodnje, zlasti v ZDA, na Bližnjem vzhodu in v Aziji.

Še bolj pomembno kot delež pa je dejstvo, da je proizvodnja elektrike iz plina bolj fleksibilna od preostalih virov in jo je možno hitreje povečati, ko se pojavi povišano povpraševanje. Tudi srednjeročno je plin vir, s katerim je možno odgovoriti na dodatno povpraševanje, preden se vzpostavijo nove jedrske elektrarne in kapacitete proizvodnje iz obnovljivih virov. Večjo rast povpraševanja po plinu je tako možno predvideti nekako do leta 2030. Kasneje naj bi se zaključevale investicije v jedrsko proizvodnjo in proizvodnjo iz obnovljivih virov, zato je predvideno, da se bo poraba plina do leta 2035 ustalila. Poleg tega pa so tudi med posameznimi globalnimi regijami precej velike razlike glede pričakovanj prihodnje porabe. V Evropi se zaradi strateških usmeritev (povečanje energetske neodvisnosti in ostre okolijske zaveze) pričakuje celo znižanje porabe plina. Tak primer se je zgodil že v letu 2024, ko je kljub rasti povpraševanja po elektriki v EU za približno 1,5 % poraba plina za proizvodnjo elektrike padla za okrog 5 %. Rast so namreč večinoma pokrili obnovljivi viri energije. V Severni Ameriki je večja verjetnost za višjo porabo, saj je tam prisotna najhitrejša rast porabe podatkovnih centrov, hkrati pa potekajo poskusi t. i. re-shoringa, torej prenosa industrijske proizvodnje nazaj v ZDA. Azija (Kitajska, Indija, jugovzhodna Azija) predstavlja okoli polovico pričakovane rasti globalnega povpraševanja po plinu do 2030. Plin naj bi v teh državah postopoma nadomeščal premog v elektriki in industriji, kar je politično in zdravstveno zaželeno. Po letu 2027 bo zaključenih veliko število projektov proizvodnje plina, kar lahko kljub povečani porabi povzroči pritisk na cene.

Elektrifikacija in AI sta za plin priložnost, ampak selektivno – najbolj tam, kjer obnovljivi viri energije in jedrska energija ne dohajajo rasti povpraševanja po elektriki. Rastoče povpraševanje po elektriki torej ni enoznačno bikovski signal za vse »plinske« delnice. Še posebej ne za tiste, ki se nahajajo v regijah, kjer rast povpraševanja po elektriki ni povezana z rastjo porabe plina (npr. Evropa). Tudi sicer na cene plina lahko bistveno vplivajo še drugi, nepredvidljivi dejavniki, kot so zimske temperature in geopolitična tveganja.

Oprema za plinske elektrarne

Nekoliko drugačna kot pri plinu pa je zgodba pri opremi, povezani s proizvodnjo elektrike iz plina. Običajno gre za komponente elektrarne, kot so plinska turbina, parna turbina, generator, ostala elektro oprema in drugo. V tem segmentu so naročene količine znane za več let vnaprej, prav tako pa so znane (omejene) proizvodne kapacitete proizvajalcev. Obstajajo trije večji svetovni proizvajalci plinskih turbin in povezane opreme: Siemens Energy, GE Vernova in Mitsubishi Heavy Industries. Vsi trije so se znašli v položaju, kjer imajo dolg zaostanek naročil (t.i. backlog), in sicer imajo proizvodne kapacitete razprodane vsaj do leta 2029. Tako stanje je za ta podjetja in tudi vlagatelje v njihove delnice zelo ugodno iz več razlogov:

- prihodki so lažje napovedljivi, manjša je verjetnost negativnih presenečenj, ker se prihodki realizirajo iz že podpisanih pogodb;
- proizvajalci imajo večjo pogajalsko moč pri določanju cen, hkrati pa lahko izbirajo med projekti, ki so jim na voljo, in izločijo slabše in bolj tvegane naročnike;
- boljša razporeditev denarnih tokov, ker veliki projekti pogosto vključujejo predplačila in plačila po posameznih fazah;

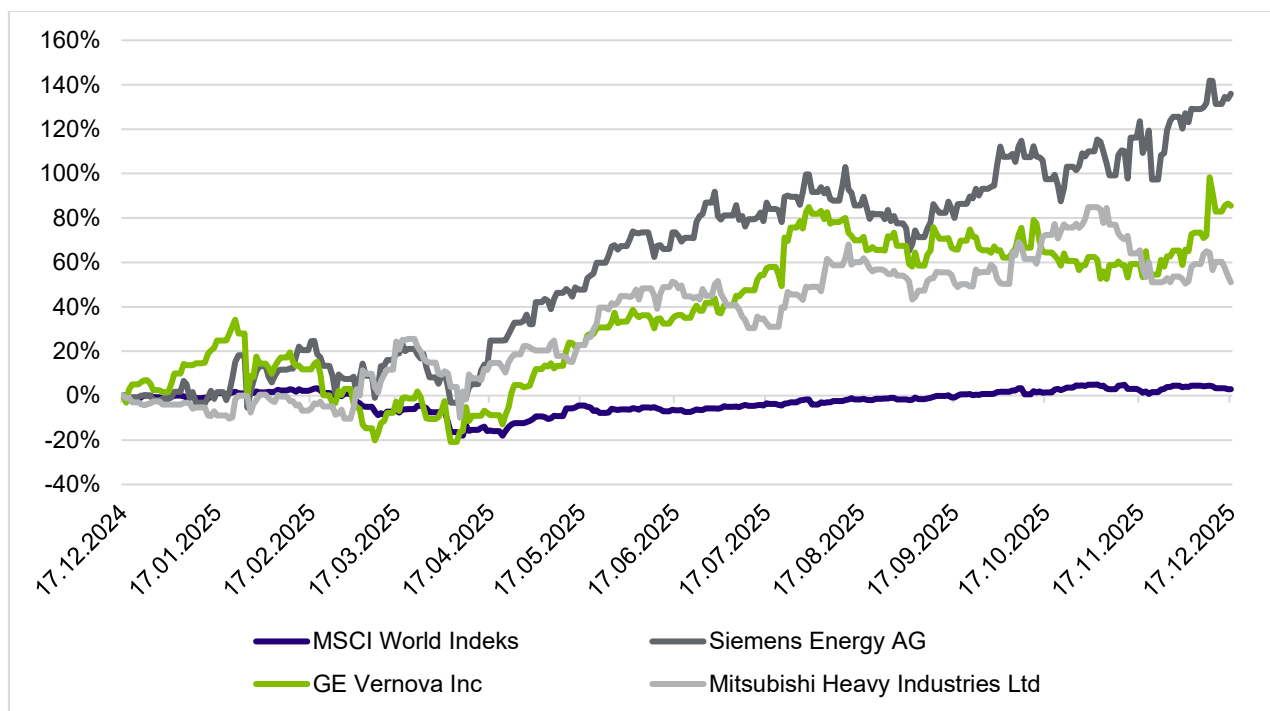
- zaradi lažjega planiranja proizvodnje (npr. vnaprej so znane potrebne količine nabav in potrebe po kadrih) je operativna učinkovitost poslovanja večja, prihaja do manj zastojev proizvodnje;
- zaradi večje prodaje in boljše pogajalske moči pri pogajanjih s kupci si lahko ta podjetja zagotovijo ugodnejše pogodbe za kasnejše servisiranje. Servisiranje namreč za ta

podjetja predstavlja velik del prihodkov, ki je na dolgi rok tudi bistveno stabilnejši od prihodkov od prodaj novih naprav.

Pri cenah delnic teh podjetij je zelo verjetno, da je trg že absorbiral vsaj del pozitivnih informacij. Slika 4 prikazuje gibanje cen delnic treh najpomembnejši ponudnikov opreme za plinske elektrarne v primerjavi z indeksom MSCI World.

Slika 4: Gibanje cen delnic proizvajalcev opreme za plinske elektrarne v primerjavi z indeksom MSCI World v zadnjem letu

Cene delnic proizvajalcev opreme za plinske elektrarne prehitujejo svetovni indeks



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

Električne komponente in oprema

Poleg energetskega podjetja igrajo ključno vlogo tudi podjetja, ki dobavljajo "orodja" za elektrifikacijo – od transformatorjev, kablov in stikalnih naprav do naprednih sistemov za upravljanje omrežja, merilnih sistemov in programske opreme za pametna omrežja. Na njih se prelije investicijski cikel v omrežja,

proizvodnjo in digitalizacijo. Tudi pri teh proizvajalcih je prisoten dolg zaostanek naročil. Največjo prednost imajo tisti proizvajalci iz te panoge, ki proizvajajo proizvode z visoko stopnjo kompleksnosti (visokonapetostna stikalna oprema, veliki energetski transformatorji, kritične omrežne komponente). Pri teh je vstop konkurentov v panogo precej otežen (sploh v

kratkem času), kar pomeni večjo cenovno moč, daljši zaostanek naročil in višje marže. Dodatna rast je v t.i. »downstream« segmentih: elektrifikacija stavb, energetska učinkovitost in nadgradnje industrijskih obratov, kjer dobiček pogosto raste z dodano vrednostjo (ne samo prodaja opreme, temveč tudi programske rešitve in integracija). Nekateri večji proizvajalci iz te panoge so Schneider Electric, ABB in Emerson Electric.

Kot velja za vse delniške naložbe, moramo biti tudi pri delnicah iz te panoge pozorni na določena tveganja. Gre za ciklično panogo, kjer so v vrednotenja delnic deloma že vgrajene predpostavke o hitri rasti investicij. V primeru manjše potrebe po investicijah v elektro opremo od zdaj predvidene, se lahko cene teh delnice tudi precej znižajo. Pomembno tveganje predstavlja tudi dvig cen in razpoložljivost določenih surovin. V intenzivnem investicijskem ciklu lahko pride do hitrega dviga cen surovin in komponent, ki negativno vplivajo na marže. Prisotno je tudi regulatorno tveganje v

kombinaciji s tveganjem omejevanja trgovine s carinami ali podobnimi ukrepi.

Sklepi

Vse kaže, da se bo povpraševanje po električni energiji še naprej povečevalo. Ker rast poganjajo številni med seboj nepovezani dejavniki, je scenarij stagnacije ali celo upada zelo malo verjeten. Kljub že precejšnji dosednji rasti cen delnic ocenjujemo, da delnice proizvajalcev opreme za plinske elektrarne ter električnih komponent in druge elektroopreme še vedno predstavljajo priložnost, predvsem zaradi dolge čakalne vrste naročil in omejenih proizvodnih kapacitet. Priložnost predstavljajo tudi tista elektroenergetska podjetja (proizvajalci električne energije), ki delujejo v takih regulatornih okoljih in lahko posledično dejansko izkoristijo višje cene elektrike. Pri neposrednih proizvajalcih plina je potrebna večja previdnost, saj na ceno plina vplivajo tudi drugi dejavniki, vzorci porabe pa se med svetovnimi regijami razlikujejo.

Viri:

1. S&P Global
2. Bloomberg terminal
3. IEA: World Energy Outlook 2025

Zdravstveni sektor pred preobratom

Zdravstveni sektor velja za varno zavetje pred nihajnostjo trga, poslovanje podjetij pa je običajno bolj stabilno tudi v kriznih časih.



Matej Pejič

Finančni analitik

Gre namreč za podjetja, ki proizvajajo izdelke in nudijo storitve, brez katerih zdravstveni sistemi ne morejo delovati, ne glede na to, kakšno je stanje v gospodarstvu. Večina podjetij ima stabilen prosti denarni tok in izplačuje visoke dividende. Sektor je razdeljen na dve panožni skupini: farmacija, biotehnologija in znanosti o življenju ter zdravstvena oprema in storitve.

Tržna dinamika v 2025

Relativna stabilnost cen delnic tega sektorja je bila vidna tudi marca in aprila 2025, ko so se tečaji na borzah znižali v strahu pred Trumpovo carinsko politiko, cene delnic iz zdravstvenega sektorja pa so upadle manj kot ameriški borzni indeks S&P 500. Ko se je panika umirila, naložbe iz tega sektorja niso sodelovale v odboju v enaki meri kot nekateri drugi, bolj priljubljeni sektorji, kot na primer tehnologija, ki je trg popeljala na nove rekorde.

Zato ni presenetljivo, da so v obdobju, ko delniški trgi

zadnja leta dosegajo nove rekordne ravni, delnice zdravstvenega sektorja nekoliko zaostajale po donosnosti. Podatki družbe State Street iz oktobra 2025 kažejo izrazito nenaklonjenost vlagateljev temu sektorju, saj so borzno kotirani skladi zdravstvenega sektorja (ETF) zabeležili kar 14 zaporednih mesecev neto odlivov ter neto odlive v 18 od zadnjih 19 mesecev. Skupna vrednost teh odlivov je v tem obdobju dosegla približno 11,5 milijarde ameriških dolarjev, kar je več kot v katerem koli drugem delniškem sektorju.

Trg je pesimističen glede naložb v delnice iz zdravstvenega sektorja

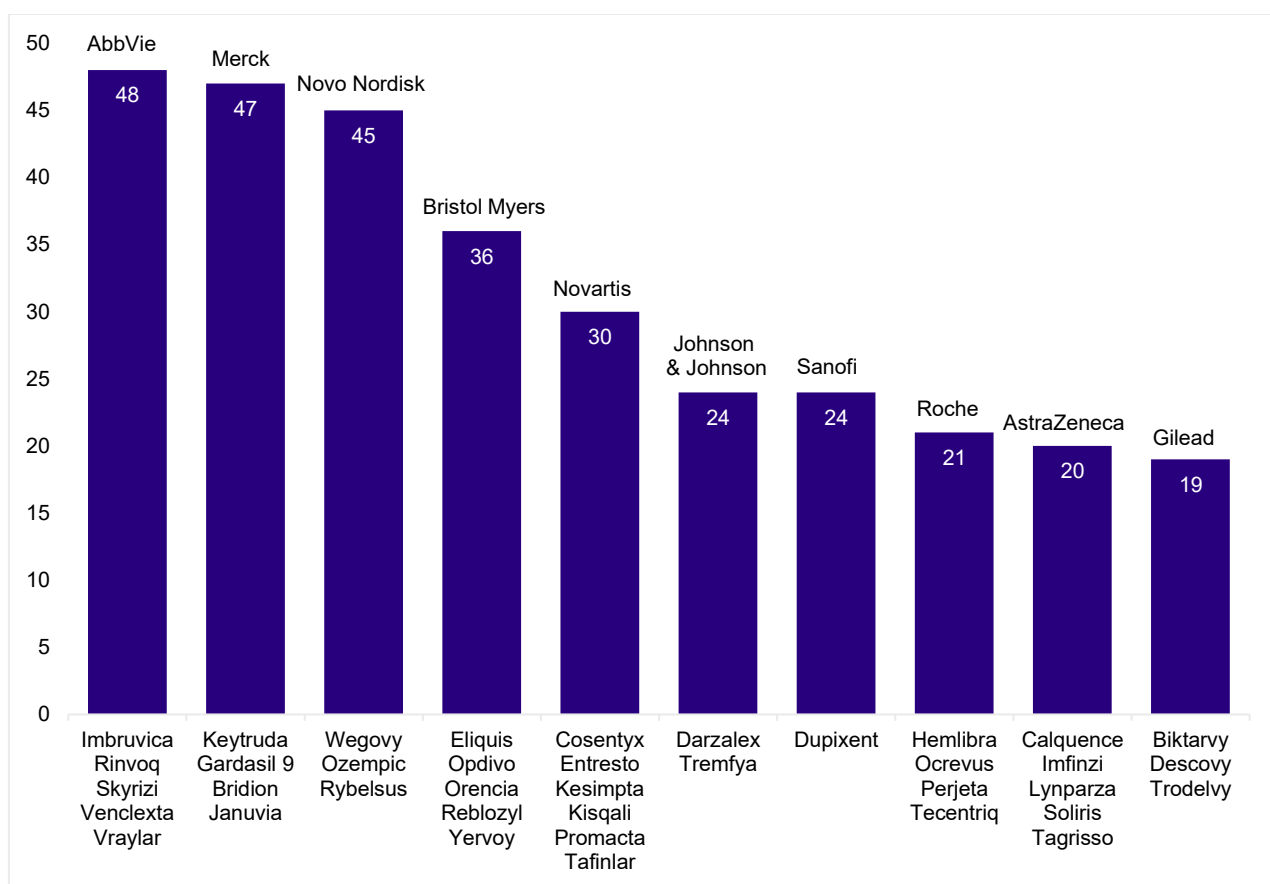
Razlogov za pesimizem je bilo kar precej. Ponudniki zdravstvenih storitev so doživeli močne padce cen delnic, saj so zaradi regulatornih pritiskov in negotovosti glede povračil stroškov iz javnih zavarovalniških shem, negativno presenetili z rezultati poslovanja v prvi polovici leta.

Farmacevtska podjetja so se soočala z napovedanimi reformami Trumpove administracije glede cen zdravil in carinske vojne, hkrati pa se jim bo v naslednjih letih izteklo kar nekaj patentov (patent cliff) za »blockbuster« zdravila. To so zdravila, ki prinesejo letno več kot eno milijardo prihodkov, vlagatelje pa

skrbi, ali bodo izgubljene prihodke lahko nadomestila z novimi zdravili. Do leta 2030 bo poteklo varstvo patentov za skoraj 200 zdravil, največja farmacevtska podjetja pa bi lahko brez novih uspešnih produktov v naslednjih desetih letih izgubila skoraj polovico sedanjih prihodkov (Slika 1).

Slika 1: Znesek prihodkov od zdravil, ki bodo izgubile patentno zaščito, v milijardah USD

Izpostavljenost podjetij (USD mrd.)



Vir: Baader, 17. 12. 2025

Nizka vrednotenja

Vrednotenja velikih farmacevtskih podjetij so bila v nekaterih primerih kar 50 % pod povprečnimi zgodovinskimi nivoji (npr. Merck pri 9-kratniku bodočega dobička namesto običajnih ~15x, Bristol Myers ~7x namesto ~15x). Privlačna vrednotenja podjetij so vzbudila zanimanje vlagateljev, dodatno pa je sprememba sentimenta v tehnološkem sektorju

glede astronomskih vlaganj v umetno inteligenco spodbudila tudi rotacijo kapitala iz tehnologije v zdravstvo. Tako je oktobra 2025 prišlo do rotacije kapitala iz tehnoloških delnic, ki so v zadnjih letih zabeležile izjemne donosnosti, v zdravstveni sektor. Slednji je potem do konca leta 2025 praktično izenačil donosnost trga. Zasluga za to gre predvsem delnicam biotehnoloških podjetij in v določeni meri odboju cen

delnic v panožni skupini farmacije in zdravstvenih storitev.

V tem odboju pa niso sodelovala podjetja, ki proizvajajo medicinsko opremo in pripomočke. Donosnost indeksa Dow Jones U.S. Select Medical Equipment je za širšim trgom močno zaostajala že od začetka pandemije COVID-19 (skupna donosnost samo 18 %, izraženo v USD, kar je celo nekoliko slabše od inflacije v ZDA, ki je bila v tem obdobju približno 24 %). Razlog za to je bil močan upad števila zdravstvenih posegov po izbruhu pandemije, vendar se je stanje v zadnjih letih normaliziralo in že presega predpandemične ravni. Ta podsektor bi lahko bil zato še posebej zanimiv, saj imajo tovrstna podjetja praviloma nekoliko višje kazalnike P/E kot farmacija zaradi višjih pričakovanj glede rasti, trenutno pa trgujejo precej nižje, kar se kaže tudi v nadpovprečni zastopanosti tega segmenta v naših naložbah.

Intuitive Surgical – primer trajne konkurenčne prednosti vrednosti naložb.

Intuitive Surgical (ISRG) ponazarja, zakaj je segment medicinskih pripomočkov eden najbolj obetavnih delov zdravstvenega sektorja. Kot pionir robotske kirurgije s sistemom da Vinci ima podjetje danes praktično prevladujoč položaj na trgu robotsko-asistiranih kirurških sistemov, kjer je leta 2024 obvladovalo približno 60 % globalnega trga. V dveh desetletjih je zgradilo močan ekosistem z več kot 11.000 nameščenimi sistemi in široko usposobljeno

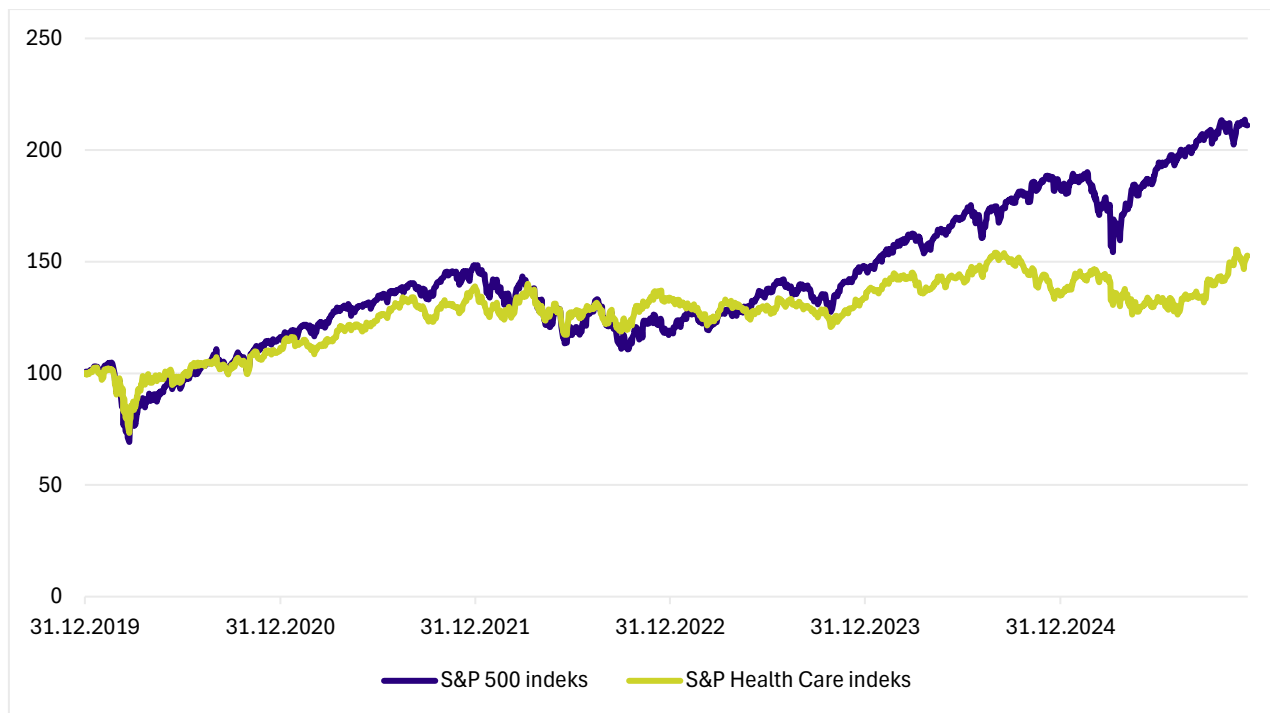
bazo kirurgov, kar ustvarja visoke stroške zamenjave in trajno konkurenčno prednost. Ta se odraža tudi v poslovnih rezultatih: v tretjem četrtletju 2025 so se količine posegov povečale za 19 %, prihodki pa za 23 %. Ob širitvi portfelja na nova področja, kot sta robotska diagnostika v pulmologiji in minimalno invazivni posegi z enojnim rezom, ostaja dolgoročni potencial rasti zelo velik, saj naj bi se trg robotske kirurgije do leta 2034 potrojil. Intuitive Surgical tako predstavlja primer potencialno nastajajočega monopolista z izrazito tehnološko prednostjo in trajnostnim poslovnim modelom, ki temelji na ponavljajočih se prihodkih iz potrošnega materiala, vzdrževanja in nadgradenj.

Temelji obetajo boljše donose

Temeljni dejavniki, kot sta staranje prebivalstva in tehnološke inovacije, še naprej spodbujajo povpraševanje po vlaganju v razvoj novih tehnologij in napredku medicine. Relativna vrednotenja v zdravstvenem sektorju so še vedno izjemno nizka v zgodovinskem kontekstu. Delnice zdravstvenih podjetij v povprečju kotirajo po najnižjih relativnih vrednostih glede na širši trg v zadnjih skoraj 40 letih (merjeno s forward P/E kazalnikom). Medtem ko so se kazalniki pri indeksu S&P 500 (npr. P/E, EV/EBITDA) od 2018 do danes povišali, so pri zdravstvenih podjetjih upadli. Utež naložb iz zdravstvenega sektorja v splošnem ameriškem delniškem indeksu je na najnižji ravni v 15 letih. Kako je donosnost sektorja začela zaostajati za širšim trgom po letu 2022, lahko vidimo na Sliki 2.

Slika 2: Zdravstveni sektor je v zadnjih 5 letih po donosnosti zaostal za širšim trgom

S&P 500 vs. zdravstveni sektor



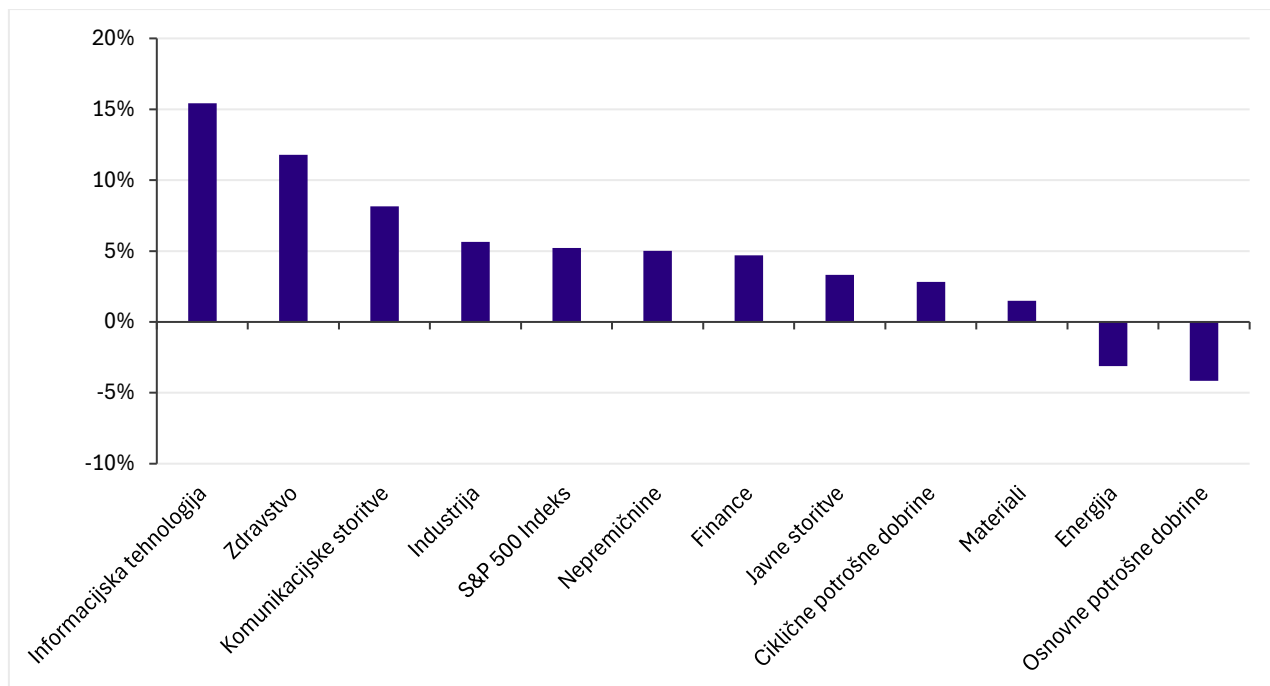
Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

Dodatno teži tezi o podcenjenosti zdravstvenega sektorja daje dejstvo, da nizka vrednotenja niso posledica šibke rasti poslovanja. Nasprotno – podatki o dejanski rasti dobičkov v letu 2025 kažejo, da je bil zdravstveni sektor drugi najhitreje rastoči sektor v indeksu S&P 500, po prodaji (Slika 3) je takoj za informacijsko tehnologijo, po dobičku na delnico (Slika

4) pa za komunikacijskimi storitvami. To pomeni, da sektor ob zaključku leta vstopa v leto 2026 z nadpovprečno dinamiko rasti dobičkov, hkrati pa še vedno kotira z diskontom glede na širši trg. Takšen razkorak med doseženimi temeljnimi rezultati in vrednotenji zgodovinsko pogosto predstavlja izhodišče za postopno relativno izboljšanje donosnosti sektorja.

Slika 3: Zdravstvo je drugi najboljši sektor po rasti prodaje

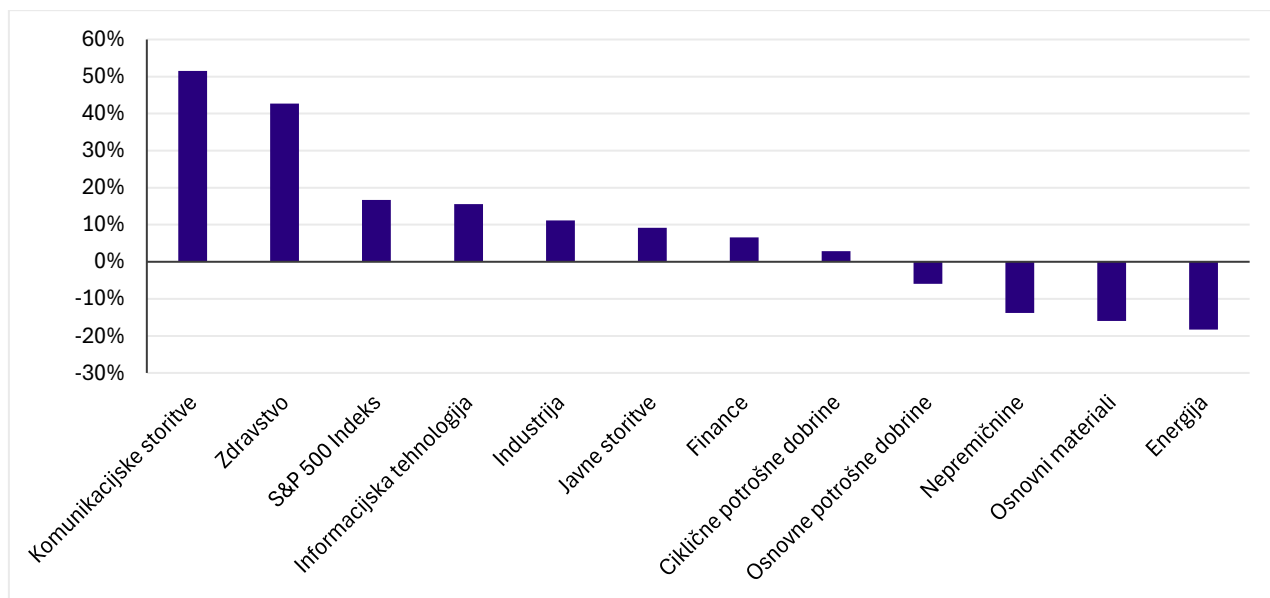
Rast prodaje v 2025 v primerjavi z letom prej



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

Slika 4: Zdravstvo je drugi najboljši sektor po rasti dobička na delnico

Rast EPS v 2025 v primerjavi z letom prej



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

Inovacije in AI

Kljub nedavni stagnaciji tečajev farmacevtska industrija ne stagnira v smislu znanstvenega napredka.

Nasprotno, podjetja intenzivno vlagajo v razvoj novih zdravil in terapij. V zadnjih letih smo videli pomembne preboje na področju debelosti, imunologije, zdravljenja

Alzheimerjeve bolezni in genskih terapij. Zdravila nove generacije, kot so učinkovine GLP-1 za zdravljenje debelosti, so dosegla izjemne rezultate pri izgubi telesne teže. Kljub iztekom patentov ima večina velikih farmacevtskih podjetij širok nabor zdravil v razvoju, ki jim bo omogočil, da v celoti nadomestijo izgubljene prihodke ali jih celo presežejo.

Tehnološki napredek v farmaciji lahko nenamerno ustvari tveganja za medicinske pripomočke, kar se je pokazalo pri že omenjenih zdravilih za debelost. Če se nova revolucionarna zdravila uveljavijo (denimo zdravila za hujšanje zmanjšujejo potrebo po kirurških posegih za zmanjšanje telesne teže ali zdravljenju bolezni, povezanih z debelostjo), lahko za določene segmente medicinskih naprav povpraševanje upade. Tako se industrija medicinskih pripomočkov stalno sooča s tehnološkimi spremembami, zato mora pospešeno vlagati v inovacije. V medicinski opremi in pripomočkih se je v zadnjih dveh letih tempo regulativnega sprejemanja umetne inteligence izrazito pospešil, kar potrjujejo tudi najnovejši podatki FDA. Do sredine leta 2025 je regulator odobril že več kot 100 novih AI-podprtih medicinskih naprav, konec leta 2025 pa je skupno število vseh FDA-odobrenih AI-omogočenih naprav preseglo 1300, pri čemer radiologija predstavlja približno 80 % vseh odobritev. Samo v zadnji posodobitvi seznama je FDA dodala več deset novih naprav, predvsem na področju slikovne diagnostike, hkrati pa se AI rešitve vse hitreje širijo tudi v kardiologijo, nevrologijo in druga klinična področja. Ti podatki jasno kažejo, da umetna inteligenca ni več eksperimentalna tehnologija, temveč postaja standardni del klinične prakse.

Pozitivni dejavniki

Hkrati je za spodbujanje rasti pomembna tudi strateška konsolidacija. Farmacevtska podjetja se na vrzeli v

svojih razvojnih programih vse pogostejše odzivajo s prevzemi in združitvami. Ta trend se bo verjetno nadaljeval oziroma celo okrepil, saj veliki farmacevtski igralci vstopajo v obdobje iztekanja patentne zaščite z močnimi bilancami. Razpolagajo z nadpovprečnimi denarnimi rezervami, ob tem pa njihova zadolženost v večini primerov ostaja zmerna in obvladljiva, kar jim daje pomembno finančno fleksibilnost za proaktivnoopolnjevanje razvojnih vrzeli.

Biotehnološka podjetja veljajo za bolj tvegana, a hkrati tudi potencialno najbolj donosno komponento zdravstvenega sektorja. Preboji v razvoju terapij za redke bolezni in drugih visoko specializiranih zdravljenj lahko podjetjem, ki pred tem niso ustvarjala pomembnejših prihodkov, v razmeroma kratkem času omogočijo izrazito rast prihodkov in posledično tudi nadpovprečne donosnosti delnic. Zaradi visokih začetnih vlaganj in časovnega zamika do komercializacije so biotehnološka podjetja še posebej občutljiva na finančne pogoje, zlasti na raven obrestnih mer. Njihovo zniževanje v letu 2025 je tako pomembno izboljšalo investicijsko okolje za sektor. Ob tem je biotehnologija v drugi polovici leta 2025 beležila okrepljeno zanimanje vlagateljev, ki je prispevalo k širšemu obratu v zdravstvenem sektorju, pri čemer za zdaj ni videti jasnih znakov, da bi se ta trend v letu 2026 prekinil.

Poleg tega demografski trend staranja prebivalstva zagotavlja trajno rast povpraševanja po zdravstvenih produktih. Starejša populacija pomeni več kroničnih bolezni in večjo potrebo po zdravilih, zato je staranje prebivalstva močan strukturni veter v hrbet za zdravstveni sektor. Podobno se povečuje potreba po zdravstvenih storitvah in zdravilih v nastajajočih trgih, kjer srednji razred raste in zahteva boljše zdravljenje.

Zaključek

Celotna slika zdravstvenega sektorja danes kaže na privlačne, a izrazito diferencirane naložbene priložnosti, kar pomeni, da sektorja ni več smiselno obravnavati kot homogeno celoto. Po dolgem obdobju podpovprečne uspešnosti in negativnega razpoloženja se zdi, da je pesimizem do zdravstva dosegel vrhunec in začel popuščati, kar zgodovinsko pogosto predstavlja dobro izhodišče za prihodnje donosnosti. Ključni dolgoročni dejavniki – staranje prebivalstva, rast izdatkov za zdravstvo in stabilno povpraševanje ne glede na gospodarski cikel – ostajajo nespremenjeni, hkrati pa se sektor sooča z novimi tematikami, kot so večji poudarek na preventivi, digitalno zdravje in integracija umetne inteligence.

Vendar pa se inovacije danes ne osredotočajo več na en sam prevladujoč trend, temveč potekajo na številnih področjih hkrati, kar pomeni, da bodo vlagatelji nagrajeni predvsem za pravilno izbiro posameznih podjetij. To je še posebej očitno v farmaciji, kjer je bila rast v zadnjih letih zelo koncentrirana – le peščica podjetij z resnično prebojnimi izdelki je ustvarjala

večino dodane vrednosti, medtem ko je povprečje zaostajalo. Podobno velja za medicinske pripomočke, kjer so razlike v uspešnosti med posameznimi nišami vse večje in kjer bodo dolgoročno uspešna podjetja tista, ki bodo znala inovacije tudi komercialno uveljaviti in hkrati ohraniti donosnost. Biotehnološki segment je v tem pogledu še bistveno bolj binaren: uspešen prehod ključnih kliničnih faz ali regulatorna odobritev lahko posameznim delnicam v kratkem času prinesejo izjemne donosnosti, medtem ko neuspeh razvoja praviloma pomeni izgubo večine vrednosti ali celo propad podjetja.

Zdravstveni sektor je na trenutnih ravneh privlačen, vendar razmere znotraj sektorja niso enotne. Najboljše priložnosti trenutno vidimo znotraj panog farmacije, biotehnologije in medicinskih pripomočkov, kjer vidimo najboljše razmerje med tveganji in pričakovano donosnostjo. Ker so razlike med podjetji vse večje, splošna izpostavljenost sektorju sama po sebi ni dovolj – odločilna postaja sposobnost prepoznavanja tistih poslovnih modelov, ki imajo trajno konkurenčno prednost in jasno dolgoročno strategijo.

Razmere na trgu nepremičnin

Po obdobju izrazitih prilagoditev v letih 2022–2024 se globalni nepremičninski trgi postopno pomikajo v fazo večje preglednosti in stabilizacije. Hiter dvig obrestnih mer, zaostritev pogojev financiranja in korekcije vrednotenj so bili v večini razvitih trgov v veliki meri že vračunani v cene, kar je prispevalo k umirjanju cenovnih prilagoditev in k postopnemu zbliževanju pričakovanj kupcev in prodajalcev.



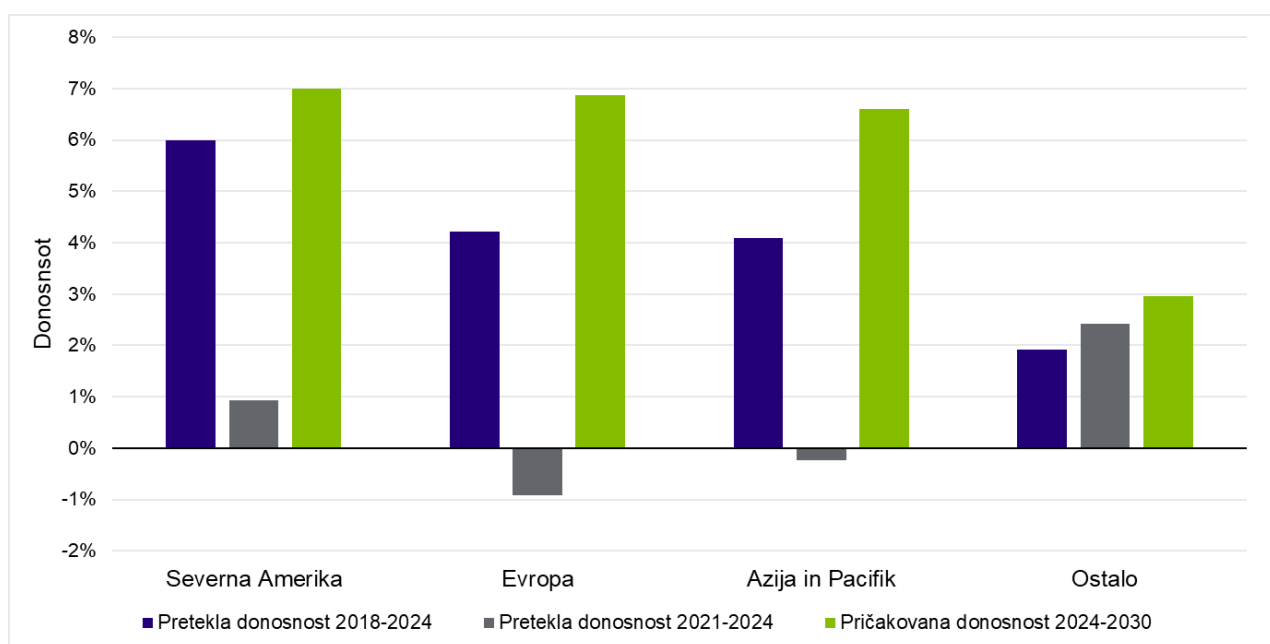
Mateja Živec, CFA, FRM, CAIA

Svetovalka direktorja Sektorja alternativnih investicijskih skladov

Po ugotovitvah McKinsey Global Private Markets Report 2025 se je globalna transakcijska aktivnost v nepremičninskem segmentu v letu 2024 stabilizirala,

pri čemer je bila v Evropi zaznana postopna normalizacija razmer po izrazitem padcu aktivnosti v letih 2022 in 2023.

Slika 1: Pretekle in pričakovane donosnosti nepremičninskih skladov po regijah



Vir: Preqin (2025), Preqin Global Report – Real Estate in 2026.

Evropa v tem kontekstu ostaja institucionalno zrelo, transparentno in regulativno stabilno naložbeno okolje, vendar so bili evropski nepremičninski trgi v zadnjem ciklu tudi med bolj prizadetimi zaradi hitrejšega in izrazitejšega prilagajanja vrednotenij v obdobju 2021–2023. To se odraža v relativno šibkejših realiziranih donosnostih evropskih nepremičninskih naložb v primerjavi z drugimi regijami v tem obdobju, kar jasno ponazarjajo tudi podatki o preteklih donosnostih. Hkrati razpoložljive analize kažejo, da se je večina cenovnih prilagoditev v Evropi zgodila že do konca leta 2023, v letu 2024 pa se je dinamika korekcij izrazito upočasnila.

Pomembna značilnost trenutnega cikla je izrazita diferenciacija med posameznimi nepremičninskimi strategijami. V evropskem prostoru se kapital ponovno selektivno usmerja v stabilizirane naložbe, kjer so prihodki podprti z dolgoročnimi najemnimi pogodbami in kreditno sposobnimi najemniki. Strategije Core in Core+ (nepremičnine na dobrih lokacijah s stabilnimi

najemniki) v tem okolju ponovno pridobivajo na pomenu, saj omogočajo kombinacijo relativno stabilnih prihodkov in zmernega potenciala rasti vrednosti v razmerah bolj previdnega financiranja, kar potrjujejo tudi podatki o razporejanju kapitala po strategijah v analizah Preqina.

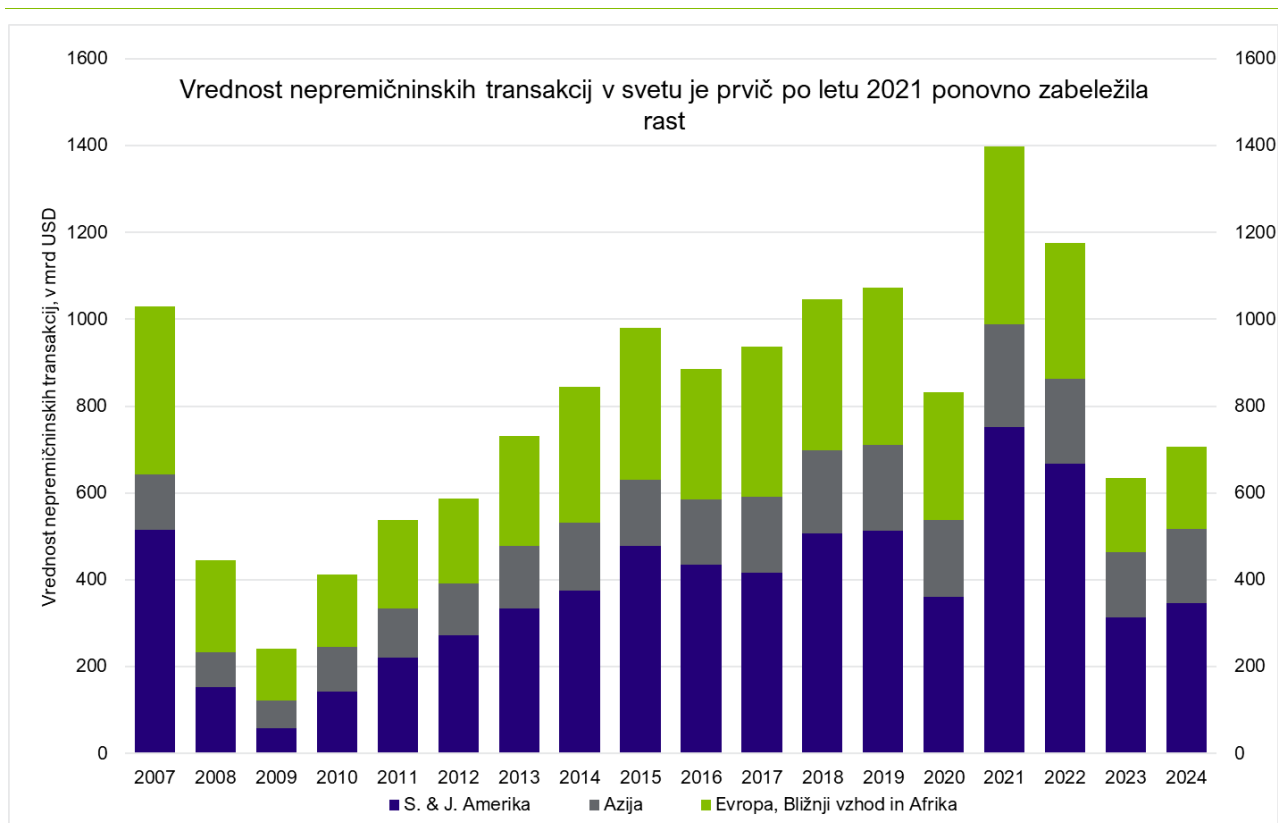
Razlike so izrazite tudi na ravni posameznih nepremičninskih sektorjev. Logistične in industrijske nepremičnine v Evropi še naprej izkazujejo relativno odpornost, podprto z dolgoročnimi trendi v oskrbnih verigah ter omejeno novo ponudbo. Stanovanjski segment ostaja stabilen predvsem na trgih z izrazitim strukturnim primanjkljajem ponudbe. Pisarniški trg pa se vse bolj razslojuje: prvovrstni objekti v najboljših lokacijah ohranjajo visoko zasedenost in stabilnejše prihodke, medtem ko se sekundarni fond sooča z večjimi prilagoditvami, kar potrjujejo tudi evropski pregledi trga, ki jih objavlja Colliers.

To fazo konsolidacije in postopnega umirjanja razmer

potrjuje tudi Slika 2, ki prikazuje gibanje svetovne transakcijske aktivnosti v nepremičninskem segmentu. Podatki kažejo, da je po izrazitem upadu v obdobju zaostrovanja finančnih pogojev prišlo do stabilizacije

obsega transakcij in agregatne vrednosti poslov, pri čemer aktivnost ostaja pod preteklimi vrhovi, vendar brez nadaljnega padanja, kar je značilno za prehod v fazo večje stabilizacije tržne aktivnosti.

Slika 2: Transakcijska aktivnost na svetovnih nepremičninskih trgih



Vir: McKinsey & Company, Braced for Shifting Weather, McKinsey Global Private Markets Report 2025.

Finančno okolje v Evropi se ob tem postopno umirja. Stroški financiranja so se v zadnjem obdobju stabilizirali, kar izboljšuje preglednost investicijskih izračunov in omogoča bolj premišljeno strukturiranje transakcij. Čeprav nepremičninski trgi še niso vstopili v fazo splošne rasti, trenutne razmere vzpostavljajo trdnejšo osnovo za dolgoročne naložbene odločitve, zlasti pri kakovostnih sredstvih z jasno investicijsko tezo in zmernimi tveganji.

Takšno okolje je pomembno tudi z vidika trgov jugovzhodne Evrope. Stabilizacija razmer na osrednjih evropskih trgih ustvarja referenčni okvir za ocenjevanje relativne vrednosti, tveganj in donosnosti v regiji, ki se vse bolj umešča v širši evropski investicijski prostor. To predstavlja izhodišče za razumevanje priložnosti v jugovzhodni Evropi, kjer se lokalni dejavniki prepletajo s širšimi evropskimi trendi.

Priložnosti v jugovzhodni Evropi

Jugovzhodna Evropa predstavlja za vlagatelje kombinacijo postopnega približevanja

zahodnoevropskim institucionalnim standardom in hkrati ohranjanja nadpovprečnega potenciala. Regija v

zadnjih letih pridobiva na pomenu predvsem zaradi izboljšane institucionalne stabilnosti, omejene konkurence v segmentu sodobnih nepremičnin ter ugodnega razmerja med tveganjem in pričakovano donosnostjo v primerjavi z bolj zreli evropskimi trgi.

Poseben pomen imata v tem okviru Slovenija in Hrvaška, ki delujeta znotraj evropskih institucionalnih in monetarnih okvirov. Slovenija je članica evroobmočja in schengenskega prostora že daljše obdobje, Hrvaška pa je z uvedbo evra in polnim vstopom v schengensko območje dodatno zmanjšala valutna in čezmejna tveganja. Ta institucionalna sidra povečujejo preglednost, pravno predvidljivost in primerljivost naložbenega okolja z zahodnoevropskimi trgi, kar je za dolgoročne vlagatelje ključnega pomena.

Nepremičninski trgi v jugovzhodni Evropi so še vedno pretežno v domeni lokalnih akterjev, vendar se zanimanje mednarodnih vlagateljev postopno povečuje. Ena ključnih značilnosti regije ostaja omejena razpoložljivost sodobnih, institucionalno primernih nepremičnin, zlasti v segmentih logistike, pisarn višjega kakovostnega razreda in specializiranih nepremičnin. Omejena ponudba ustvarja okolje, v katerem kakovostni objekti praviloma dosegajo večjo

pogodbeno in cenovno odpornost tudi v manj ugodnih fazah nepremičninskega cikla.

Pomemben podporni dejavnik za obstoječe naložbe predstavljajo tudi prostorske, urbanistične in upravne omejitve pri razvoju novih projektov. Dolgotrajni postopki umeščanja v prostor ter omejena razpoložljivost primernih lokacij povečujejo vstopne ovire in prispevajo k večji zaščiti obstoječih kakovostnih nepremičnin pred hitrim povečanjem ponudbe.

Z vidika donosnosti se jugovzhodna Evropa pogosto obravnava kot regija z nadpovprečnim potencialom v primerjavi z zahodnoevropskimi trgi. Razlike v kapitalskih stopnjah in obravnavi tveganj lahko ob primerljivi institucionalni ureditvi in pravnem okviru pomenijo višje evrske donose, zlasti pri kakovostnih in aktivno upravljanih sredstvih. To je še posebej relevantno v okolju, kjer gospodarska rast, nadgradnja infrastrukture in postopna profesionalizacija trga dolgoročno podpirajo povpraševanje po poslovnih nepremičninah. Te razlike se konkretno odražajo tudi v primerjavi donosnosti na prvovrstne pisarniške nepremičnine po posameznih trgih in regijah, kot je prikazano v Tabeli 1.

Tabela 1: Pregled donosnosti prvovrstnih pisarniških nepremičnin v izbranih regijah oziroma mestih v Evropi

Regija/mesto	Donosnosti prvovrstnih najemnin	Obeti bodočih donosnosti prvovrstnih najemnin	Obeti rasti najemnin
Evropa	5,40 %	▼	▲
Združeno kraljestvo	6,31 %	▼	▲
Francija	5,54 %	▶	▲
Nemčija	4,86 %	▶	▲
Beneluks	5,83 %	▼	▶
Nordijske države	4,51 %	▼	▲
Srednja in vzhodna Evropa (CEE)	6,15 %	▼	▲
Ljubljana	7,75 %	▼	▲
Zagreb	7,50 %	▼	▲
Beograd	7,75 %	▼	▲

Vir: Cushman & Wakefield, European Real Estate Market Data, The DNA of Real Estate, Q3 2025.

Ključna ugotovitev za jugovzhodno Evropo ostaja, da so v okolju omejene razpoložljivosti sodobnih, institucionalno primernih nepremičnin visoko kakovostni objekti praviloma stabilnejši z vidika

zasedenosti, najemnih razmerij in vrednotenja ter tako predstavljajo privlačno naložbeno priložnost skozi različne faze tržnega cikla.

Zaključek

Po obdobju izrazitih prilagoditev so nepremičninski trgi vstopili v fazo konsolidacije in večje stabilnosti, v kateri se razlike med posameznimi regijami, sektorji in naložbenimi strategijami izraziteje odražajo v rezultatih naložb. V evropskem prostoru se ob umirjanju finančnih pogojev ponovno krepi selektivni interes za kakovostna sredstva z bolj predvidljivimi denarnimi tokovi in jasno investicijsko tezo.

V tem okviru jugovzhodna Evropa izstopa kot regija, kjer kombinacija institucionalnega napredka, omejene razpoložljivosti sodobnih nepremičnin in relativno višjih donosnosti na prvovrstna sredstva ustvarja zanimivo naložbeno okolje. Prihodnje priložnosti bodo zato v veliki meri odvisne od sposobnosti natančne selekcije, aktivnega upravljanja in razumevanja lokalnih tržnih posebnosti.

Opozorilo vlagateljem

Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 77/2018 s spremembami in dopolnitvami, v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družbi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB) in NLB Skladi ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerikoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družbi NLB in NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tem dokumentu podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalnih 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 se podaja mnenja. Družba NLB Skladi upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi NLB. Pred sprejemom katerekoli naložbene odločitve glejte Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumente s ključnimi podatki za vlagatelje za posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi, ki so vlagateljem v slovenskem jeziku brezplačno dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih (poslovalnice NLB) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Celotno opozorilo vlagateljem na voljo na: <https://www.nlbskladi.si/opozorilo-vlagateljem>. V tem gradivu uporabljeno poimenovanje Individualno upravljanje premoženja družba NLB Skladi uporablja za storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti skladno z določili ZISDU-3. Družba NLB Skladi opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti le na pobudo stranke. Naložbe v finančne instrumente so tvegane. Informacije o investicijskih storitvah NLB Skladi, o tveganjih ter stroških in nadomestilih so objavljene v Splošnih pogojih poslovanja s finančnimi instrumenti NLB Skladi, dostopnih na spletni strani www.nlbskladi.si, na sedežu družbe NLB Skladi in v Privatnem bančništvu NLB d.d., kjer je mogoče skleniti poslovno razmerje za opravljanje investicijskih storitev. Krovni sklad NLB Skladi in storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti družbe NLB Skladi nista bančni storitvi in ne prinašata zajamčene ali garantirane donosnosti. Terjatve iz razmerij v zvezi s finančnimi instrumenti in opravljanjem investicijskih storitev neprofesionalnih strank zapadejo pod sistem jamstva za terjatve vlagateljev po določilih Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki je kot informacija dostopen na sedežu družbe NLB Skladi, v Privatnem bančništvu NLB d.d. in na spletni strani družbe www.nlbskladi.si. Naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi in posamezne portfelje niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Razmnoževanje, redistribucija ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja družbe NLB Skladi ni dovoljeno.

Januar 2026

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

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

Brezplačni izvod, januar 2026

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

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

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

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

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.

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

