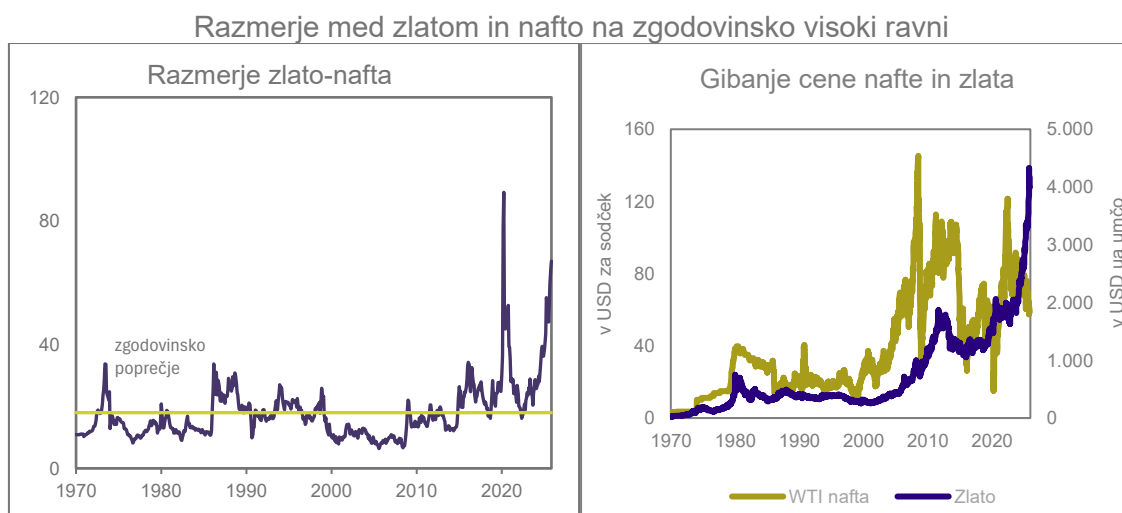


Razmerje med zlatom in nafto: prelom v dolgoletni korelaciji in pogled naprej

Razmerje med ceno zlata in nafte, izraženo s številom sodčkov nafte, ki jih je mogoče kupiti za eno unčo zlata, že dolgo služi kot kazalnik gibanja cen obeh surovin. V zadnjem obdobju se je to razmerje povzpelo na raven okoli 70, kar predstavlja enega največjih odklonov v moderni zgodovini trgovanja. V večjem delu obdobja od sedemdesetih let je namreč razmerje ostajalo med 6 in 48, povprečje pa je bilo približno 18. Podobno močno odstopanje smo videli le leta 2020, ko je pandemija sprožila skok cene zlata, medtem ko je cena nafte, zaradi nižje gospodarske aktivnosti in presežne ponudbe, zdrsnila na izredno nizke ravni. Zgodovinsko je to razmerje sicer precej volatilno, a trenutni razkorak izstopa tudi v daljšem časovnem prerezu. Če odmislimo motnje z obdobja pandemije, današnja vrednost kaže na izrazito podcenjenost nafte glede na zlato. Hkrati se je po letu 2022 pretrgala dolgoletna korelacija med obema surovinama, kar vlagatelje sili v razmislek o tem, kateri dejavniki poganjajo to novo razhajanje in v kolikšni meri so skladni s trenutnimi tržnimi razmerami.



mag. Bianka Logar
namestnica direktorja



Vir. Bloomberg.

Razhajanje trendov: cena zlata raste, cena nafte pada

Čeprav se nafta in zlato opirata na povsem različne temeljne dejavnike, sta se njuni ceni v preteklosti pogosto gibali usklajeno. Nafta je

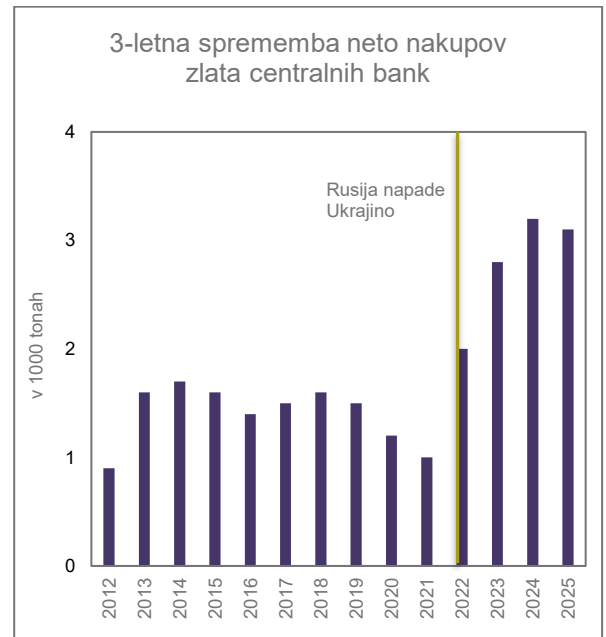
predvsem gospodarski indikator, povpraševanje po njej pa je tesno povezano z globalno rastjo, medtem ko ponudbo v veliki meri oblikujejo geopolitični dogovori, zlasti znotraj skupine OPEC+. Zlato ima v tem okviru nasprotno vlogo. Deluje kot hranilec vrednosti in postane

privlačnejše v obdobjih negotovosti, inflacijskih pritiskov ali finančnih pretresov. Kljub tem razlikam so bile korelacije med gibanjem cen obeh surovin desetletja izjemno visoke. V obdobju od 1970 do 2010 je korelacijski koeficient znašal okoli 0,8. Cena nafte je namreč tradicionalno vplivala na inflacijo, kar je krepilo zanimanje za zlato kot zaščitno naložbo. Hkrati so nekatere izvoznice nafte del presežkov izvoznih prihodkov redno usmerjale v nakupe zlata. Geopolitične napetosti, zlasti na Bližnjem vzhodu, pa so hkrati povečevale tveganja na naftnem trgu in spodbujale povpraševanje po zlatu.

Ta dolgoletna povezanost se je po začetku vojne v Ukrajini izrazito prekinila. Medtem ko je cena zlata stabilno rasla, je nafta po kratkem skoku začela izgubljati na vrednosti. Ključni dejavnik rasti cene zlata je bil močan porast povpraševanja centralnih bank. Zamrznitev ruskih deviznih rezerv je namreč okrepila strah pred politično motiviranimi posegi v finančna sredstva, zato so številne države s trgov v razvoju pospešeno povečevale delež zlata v rezervah, saj jim valutna razpršenost ni več zagotavljala ustrezne zaščite. Nova geopolitična realnost je tako ustvarila izjemno močan nakupni pritisk, ki je presegal vpliv tradicionalnih tržnih dejavnikov.

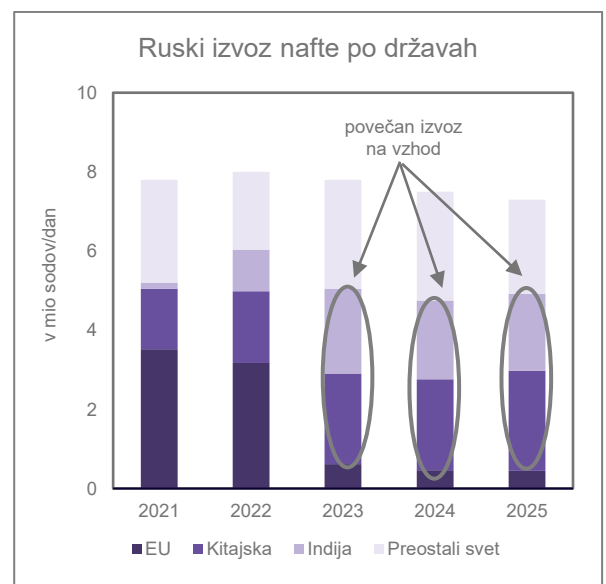
Hkrati se je ruski izvoz nafte, kljub sankcijam, presenetljivo hitro preusmeril na vzhodne trge, predvsem na Kitajsko in v Indijo, kar je zmanjšalo učinkovitost zahodnih ukrepov. Mehanizem cenovne kapice se je tako izkazal za neučinkovitega, saj se je večji del trgovanja preselil v bilateralne dogovore zunaj zahodnih finančnih tokov. Tudi sankcije Združenega kraljestva in ZDA, uvedene jeseni 2024, so imele le omejen vpliv na zmanjšanje ruskega izvoza. Geopolitična tveganja, povezana z Iranom in Izraelom, pa so bila kratkotrajna, saj ni prišlo do dejanskih motenj v dobavah.

Centralne banke krepko povečale nakupe zlata po izbruhu vojne v Ukrajini



Vir: World Gold Council.

Zahodne sankcije niso uspеле omejiti ruskega izvoza nafte



Vir: International Energy Agency.

Med trgoma se je oblikovalo jasno razhajanje v razpoloženju vlagateljev. Cena zlata se je višala zaradi špekulativnega zagona, medtem ko je bil sentiment na naftnem trgu izrazito šibkejši zaradi skrbi glede počasnega povpraševanja in nevarnosti presežne ponudbe. Izjemna rast

ameriške proizvodnje nafte iz skrilavcev od leta 2013 je dodatno preoblikovala globalno ponudbeno sliko ter utrdila pričakovanja, da bo ameriška proizvodnja tudi v prihodnje ostala visoka, kar je okrepilo pesimizem. Negotovost je povečal tudi delni umik prostovoljnih rezov OPEC+ spomladi 2024, ki je poglobil bojzani glede presežkov na trgu. Skupni učinek teh dejavnikov je prelomil dolgoletno korelacijo med zlatom in nafto ter potisnil razmerje med ceno obeh surovin na najvišje ravni v desetletjih (korelacijski koeficient v obdobju od 2022 do danes znaša -0,6).

Pot do ponovne uravnoteženosti?

Trenutne makroekonomske in tržne razmere ne kažejo podpore za trajno povišano razmerje med ceno zlata in nafte. Zlato je glede na več kazalnikov visoko vrednoteno, razpoloženje na trgu pa je delno oblikovano tudi s špekulativnimi tokovi, ne le z gospodarskimi temelji. V takšnem okolju je možnost kratkoročnih prilagoditev cen večja, čeprav dolgoročni dejavniki ostajajo stabilni.

Naftni trg je ob tem zaznamovan z razmeroma nizkimi pričakovanji, ki že vključujejo scenarij umirjene globalne rasti, medtem ko možnosti pozitivnih presenečenj ostajajo prisotne. Kitajska in Indija med drugim postopno povečujeta strateške zaloge, kar v napetem geopolitičnem okolju zagotavlja stabilnejše povpraševanje. Tudi skrbi glede morebitne presežne ponudbe nafte, povezane z OPEC+, so trenutno omejene. Skupina je na zadnjem srečanju napovedala premor pri povečevanju proizvodnje v prvem četrtletju 2026, kar potrjuje njeno pripravljenost na prilagoditve v primeru manj ugodnih gospodarskih razmer. Rast ameriške proizvodnje nafte prav tako izgublja dinamiko. Osrednja proizvodna regija v Permskem zalivu, ki je dolgo poganjala širitev, se opazno umirja, kar nakazuje,

da brez višjih cen nafte vzdrževanje dosedanje letne rasti proizvodnje postaja vse manj verjetno.

Prihodnje gibanje cene zlata bo odvisno tudi od odločitev ameriške centralne banke (Fed). Znižanje obrestnih mer običajno podpira vrednost zlata, saj znižuje oportunitetni strošek držanja sredstva brez donosa. A v bližnjem obdobju agresivnih rezov ni pričakovati. Produktivnost v ZDA se krepi, deloma zaradi naložb v umetno inteligenco, kar centralnim bankirjem omogoča bolj previden pristop. Ob vzdržni rasti in inflaciji bliže trem kot dvema odstotkoma je hitrejša sproščanje politike s strani Fed manj verjetno. V takšnem okolju ameriški dolar praviloma ostaja močan, k njegovi dodatni krepitvi pa prispevajo tudi višje carine, ki ustvarjajo pritiske na izvoznice in pogosto vodijo v znižanje cen v lokalnih valutah — kar skupaj omejuje potencial rasti cen zlata.

Ob upoštevanju ključnih dejavnikov se zdi, da je trenutno izjemno visoka raven razmerja med ceno zlata in nafte težko vzdržna. Cena zlata ostaja izpostavljena možnosti umiritve oziroma upada, saj nanjo v zadnjem obdobju močno vplivajo špekulativni tokovi in pregreto tržno razpoloženje, medtem ko se cena nafte giblje bliže ravnem, ki bolj odraža dolgoročne temelje ponudbe in povpraševanja. Pesimizem na naftnem trgu je obenem izrazit, cene pa se nahajajo občutno pod dolgoletnimi povprečji. Čeprav časovni okvir in obseg prilagoditve ostajata negotova, kombinacija dejavnikov nakazuje postopno normalizacijo razmerja, ki bi se lahko odrazila bodisi v zmernejšem gibanju cene zlata bodisi v krepitvi cene nafte. Cena med 70 in 80 dolarji za sodček nafte se pri tem pogosto omenja kot dolgoročno vzdržnejše ravnotežje.

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 naložajo 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 kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi 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.

November 2025

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

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

Brezplačni izvod, november 2025

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.



NLB Skladi

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

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si