

Analitski pregled NLB Skladi

Napovedi 2023

Kazalo

- 2 Uvodnik
- 3 Kam s prihranki v 2023?
- 6 Makroekonomska in geografska pričakovanja
- 10 Panožna priporočila
- 13 Obveznice



NLB Skladi

Uvodnik

Za nami je turbulentno leto, ki se uvršča med slabša leta v zgodovini kapitalskih trgov. Dogodki, kot so ruska invazija na Ukrajino, zastoji v dobavnih verigah, energetska kriza, trmasta inflacija in v drugi polovici leta vse manj ekspanzivna monetarna politika pomembnejših centralnih bank ter kitajska breztolerančna covid strategija, ki se je šele pred kratkim začela rahljati, so globalno gospodarstvo potisnili v krhko stanje in ustvarili pritisk na tečaje delnic in obveznic.

Obvezniške naložbe, pregovorno varne in stanovitne, so zaradi hitrih dvigov ključnih obrestnih mer po večletnem obdobju rekordno nizkih obrestnih mer v letu 2022 dosegle močno negativne donosnosti. Na obvezniškem trgu se je v preteklem letu zgodil pravi preobrat, ki ga lahko vidimo tudi kot vzpostavitev bolj pravega stanja in zaradi katerega so obvezniške naložbe danes, gledano v izolaciji, bistveno bolj zanimiva naložbena kategorija kot pred letom dni.

Tudi delniški trgi v prej opisanem spletu okoliščin zaključujejo leto 2022 večinoma v rdečih, ponekod celo dvomestnih številkah. Pri tem moramo ohraniti v mislih, da je pri tej naložbeni kategoriji letošnja nihajnost v okvirih pričakovanega enoletnega nihaja. To, da delniški trgi kratkoročno močneje nihajo, je namreč sestavni del zgodbe varčevanja v delniških naložbah. Če želimo z našim varčevanjem doseči pričakovano donosnost dobro razpršenega delniškega portfelja, moramo z varčevanjem vztrajati precej dlje, denimo sedem ali več let.

Obračamo nov list. Na prehodu v leto 2023 si želimo čim več pozitivnih novic s kapitalskih trgov in čim manj šokantnih presenečenj z geopolitičnih in gospodarskih front, hkrati pa brez idealiziranja zremo v prihodnost. Ključna vprašanja za leto 2023 so povezana prav s temami, kot so denimo, ali lahko v ZDA ali Evropi pričakujemo (blago) recesijo in dražje poslovanje podjetij, posledično pa pritisk na dobičke podjetij? Se bo inflacija pričela umirjati in kaj vse navedeno pomeni za premike na kapitalskih trgih? Bodo delnice v 2023 boljše izbira kot obveznice? Nas čakajo nadaljnje pocenitve nafte in s tem izjemno pozitivna vzpodbuda Evropi in Japonski?

Naša pričakovanja za prihajajoče leto ter odgovore, kam s prihranki v 2023, boste našli v nadaljevanju Analitskega pregleda. Ob oblikovanju vaše naložbene razporeditve pa ne pozabite na to, da mora biti ta predvsem oblikovana po vaši meri, torej skladno z vašo toleranco do tveganja in vašimi zmožnostmi ter upoštevaje oddaljenost vaših varčevalnih ciljev.

Razveseljujoče je, da se naši vlagatelji, kljub zahtevnim okoliščinam in negativnim donosnostim v letu 2022, zavedate koristi, ki jih prinaša dolgoročno varčevanje v preudarno izbranih vzajemnih skladih. Do konca novembra so neto prilivi v krovni sklad NLB Skladi znašali kar nekaj več 100 milijonov evrov, kar predstavlja polovico vseh neto vplačil v slovenske družbe za upravljanje. Hvala za vaše zaupanje! Verjamemo, da ga bomo tudi v vnaprej s svojim strokovnim pristopom upravičili.

Želim vam prijetno branje in v imenu celotne ekipe NLB Skladov zdravo, uspešno in donosno leto 2023!

Saša Dragonja, CFA
direktorica sektorja trženja in prodaje



Kam s prihranki v 2023?

Končuje se leto, v katerem so tako delnice kot obveznice izgubljale svojo vrednost in je bilo težko najti naložbeno skupino, ki je prinesla pozitivno donosnost. Da leto postavimo v perspektivo ostalih let, je to najlažje narediti z uporabo podatkov s finančnih trgov v ZDA, ki nam nudijo 150 let zgodovine. Trg je, merjeno v dolarjih preko delniškega indeksa S&P 500 oziroma ameriških državnih 10-letnih obveznic, zabeležil okoli 20 % realni padec vrednosti tako delnic kot tudi obveznic. Cene delnic so sicer upadle malenkost več od cen obveznic, vendar razlika ni velika. Rezultat vključuje tudi dividendno oziroma kuponsko donosnost. Če bodo tudi do konca leta tečaji ostali na približno enakih nivojih, kot se nahajajo v zaključku decembra, potem se bo leto 2022 zapisalo kot deseto najslabše v 150-letni zgodovini ameriškega delniškega trga. Še slabši rezultat relativno na ostala leta pa so zabeležile ameriške državne obveznice, ki imajo za sabo z naskokom najslabše leto v celotni 150-letni zgodovini.

Pa vendar je ocenjevanje uspeha na ravni koledarskega leta navada oziroma lahko rečemo kar razvada, ki nima neke realne utemeljitve v finančni teoriji. Izvira iz časov, ko je bilo kmetijstvo praktično celotna gospodarska aktivnost neke družbe in takrat je bilo merjenje na ravni koledarskega leta logična odločitev. Danes pa bi si lahko izbrali katerokoli drugo časovno obdobje. Tako bi na primer pri izbiri 8-letnega obdobja rekli, da se končuje 8 povsem povprečnih let v 150-letni zgodovini delniških trgov. Na drugi strani pa za obveznice ne bi našli niti enega dobrega obdobja oziroma časovnega intervala v razponu od 6 mesecev do 10 let. Vsa zadnja obdobja so namreč za obveznice po donosnosti daleč podpovprečna glede na vsa časovna obdobja izbrane dolžine.

Tako vidimo, da je bilo v zgodovinskem kontekstu dogajanje na delniških trgih dokaj običajno, obveznice pa dejansko danes beležijo izjemno slab pretekli rezultat ne glede na dolžino obdobja. Ključni razlog se skriva v zelo nizkih obrestnih merah, ki smo jim bili priča v preteklem desetletju. Ko namreč obrestne mere porastejo z nizkih izhodišč, vrednosti obveznic močno upadejo. Če je pretekli rezultat obveznic slab, pa lahko vsaj rečemo, da smo se zaradi njega sedaj vrnil na bolj običajne nivoje obrestnih mer, ki v bodoče z večjo verjetnostjo obetajo pozitivne donosnosti imetnikom obveznic. S tem lahko nadoknadimo pretekle izgube in hkrati vsaj delno preprečujemo, da bi se podoben padec v kratkem ponovil.

Trmasta inflacija

Razlog za tako velik negativni preobrat na finančnih trgih letos leži v kar nekaj izrednih in dokaj nepričakovanih dogodkih. Lahko rečemo, da mineva leto, ko je trmasto korono zamenjala trmasta inflacija. Že v drugi polovici leta 2021 je stopnja inflacije narasla. Ker je bil porast pričakovan, na začetku ni povzročil večjega preplaha. Morebiti je bila za koga inflacija v začetni fazi celo dobrodošla, kajti za nami je, še posebej v Evropi, desetletje ničelnih obrestnih mer in nizke inflacije. Celo sproščena monetarna politika z obsežnim tiskanjem denarja ni uspela povzročiti inflacije. Zato lahko za pomanjkanje inflacije prvenstveno krivimo pomanjkanje rasti v gospodarstvu. In ker gospodarska rast poganja rast dobičkov družb, le-ta pa višanje cen delniških naložb, je razumljivo, da se na vrnitev inflacije sprva ni gledalo preveč pesimistično. Pričakovanja, utemeljena na podlagi pretekle nizke inflacije, so bila, da se bo inflacija v 2022 hitro umirila. Pa vendar se je izkazalo, da tako velika kriza, kot je bila pandemija koronavirusa, pusti posledice, ki jih ni mogoče rešiti čez noč. Inflacija je vsak mesec podirala nove rekorde in vrnil se je strah, da je pred nami daljše obdobje nebrzdane inflacije, ki ga poznamo s konca 70. in začetka 80. let prejšnjega stoletja. Vendar so bili takrat glavni vir inflacije naftni šoki, sedaj pa lahko vzrok najdemo v končani pandemiji. Ko so se zaprtja gospodarstev končala, so namreč potrošniki hiteli nadoknaditi zamujeno. Tam, kjer so kapacitete omejene, kar še posebej velja za storitve, je hiter porast povpraševanja ob nespremenjeni ponudbi povzročil dvig cen. Tudi pri proizvodih se je izkazalo, da denimo v 200 delovnih dneh ni možno narediti iste količine kot v 250. Problem se je le še potenciral v današnjem globaliziranem gospodarstvu, kjer je potrebno za sestavne dele posameznega izdelka čakati na pošiljke s celega sveta. Pojavili so se transportni zamaški v celotni dobavni verigi. Ponudba tako ni mogla dohitevati povpraševanja in izdelkom, ki jih je bilo moč kupiti, so posledično porastle cene.

Za tako situacijo se lahko zahvalimo dokaj uspešni strategiji vlad tekom pandemičnih zaprtij. V želji, da bi gospodarstva zaprtje prebrodila čim bolj neprizadeta, so države izdatno podprle tako potrošnike kot tudi podjetja. Na nek način so zamrznili gospodarstvo, da bi bilo sposobno čim hitrejšega po-pandemičnega starta. Potrošniki so zaradi spodbud in predvsem pomanjkanja možnosti za trošenje tekom pandemije imeli ob odprtju dovolj denarja, da so kupovali izdelke in storitve po povišanih cenah. Tako je bila strategija vlad še preveč uspešna v delu obuditve potrošnje. Na strani ponudbe pa je izostala pomembna komponenta, to je globalizacija. Če je razviti svet radodarno podprl svoje gospodarstvo, tega v nerazvitem delu sveta ni bilo toliko. Ker pa je za izdelavo končnih izdelkov potrebno imeti vse sestavne dele, tudi tiste, narejene v nerazvitem delu sveta, že manjši izostanki lahko pripeljejo do efekta domin v proizvodnji. Nekaj pa je bilo tudi kratkega stika med gospodarstvom in načrti vlad. Gospodarstvo očitno ni verjelo, da bo vladni načrt

obudivte potrošnje tako dobro deloval, zato so bila podjetja previdnejša pri povečevanju proizvodnje. Posledično je ob težavah v dobavnih verigah hitro povečano povpraševanje marsikatero industrijo ujelo povsem nepripravljeno; vzorčen primer je bila avtomobilska industrija.

Na že tako komplicirano situacijo je svoje februarja dodala Rusija z napadom na Ukrajino. S tem se je postavil velik vprašaj nad ponudbo nafte in tudi hrane. Takoj ko se pojavijo dvomi glede bodoče dobave, se trg odzove z dvigom cene. Prav energija in hrana pa sta eni ključnih komponent inflacije, saj vstopata v proizvodno verigo čisto na začetku in sprožata povišanje cen tekom cele verige, ki deluje z zamikom več mesecev. Da je bil šok na področju energije še večji, pa je prispevala tudi situacija zadnjih nekaj let v panogi, kjer nizka cena nafte in prehod na zeleno energijo otežuje večje investicije na področju črpanja nafte. Ker ni možno na hitro zagotoviti večje ponudbe, smo v začetku leta videli hiter skok cene nafte WTI (s 75 na več kot 120 USD za sodček). Kot da izzivov še ni bilo dovolj, je Kitajska celo leto vztrajala na politiki ničelne tolerance do covida-19. Ker je različica omikron izjemno nalezljiva, država pa je v kritičnem zimskem času gostila še Olimpijske igre, je s tem v začetku leta uvozila veliko zelo nalezljivega virusa. To je pomenilo striktna zaprtja celih mest. Ker gre za pomembnega dobavitelja v globalni trgovini, je pomanjkanje kitajske ponudbe le še podžigalo rast stopnje svetovne inflacije. Negotovost pa so poviševali tudi spori z ZDA glede Tajvana, kar vse skupaj sili podjetja, da si iščejo bolj lokalne dobavitelje in s tem nosijo višje stroške poslovanja, ki jih skušajo prenesti na končnega potrošnika.

Trgi v pričakovanju odločitev centralnih bank

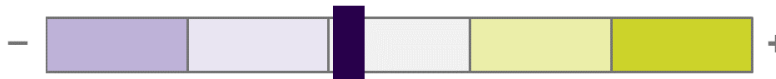
Nizka inflacija je ključni cilj centralnih bank in za njegovo doseganje imajo v rokah vrsto orodij. Vendar pa so centralne banke z ukrepanjem zamudile, saj so menile, da je problem inflacije na strani premajhne ponudbe. Ocenile so, da bo gospodarstvo hitreje uspelo povišati ponudbo. Po spoznanju, da bi brez ukrepanja inflacija povsem ušla iz nadzora, so centralne banke le zavzele trdno stališče, da bodo zadušile presežno povpraševanje, pa četudi to pomeni recesijo. Ker je ameriška centralna banka (Fed) pričela z restriktivno politiko hitreje kot Evropska centralna banka (ECB), je imelo to pozitiven vpliv na vrednost ameriškega dolarja. Vpliv je bil še toliko večji, ker so bile ZDA v očeh vlagateljev videti kot varno pribežališče, saj so energetske samozadostne in dobro zaščitene pred številnimi geopolitičnimi tveganji, posledično pa se je vrednost dolarja poleti povišala celo nad pariteto z evrom, kar se je zgodilo prvič po 20 letih. Rast vrednosti dolarja je tako vlagateljem iz evrskega območja delno ublažila padce tečajev, denominirane v dolarjih.

Priporočilo: Denarna sredstva



Kljub trdni zavezanosti boju z inflacijo pa so predstavniki centralnih bank kot bolj zaželeno rešitev navajali znižanje inflacije, ne da bi hkrati zašli v recesijo, oziroma tako imenovan mehki pristonek. Nihanje med tem, kako močno in kako dolgo bodo centralne banke vodile restriktivno monetarno politiko, je krojilo usodo delniških in obvezniških trgov v letu 2022. Kot trenutno kaže, bo ta dilema z nami vsaj še v začetku leta 2023. Centralne banke se namreč še vedno ne morejo odločiti, ali močno omejiti in hitro doseči cilj ali pa manj omejiti in vztrajati dlje. Centralnim bankirjem in tudi vsem vlagateljem pa pri odločitvah niso v pomoč niti makroekonomski podatki, ki že celo leto kažejo mešano sliko. Če se na eni strani situacija na trgu nepremičnin že izrazito ohlaja, pa so na drugi strani razmere na področju zaposlenosti še vedno dokaj pregrete, kar pomeni, da delovne sile še vedno primanjkuje. Vseeno več indikatorjev nakazuje na to, da se inflacija umirja in centralne banke se zato nagibajo k postopnemu ukrepanju in s tem še vedno oziroma ponovno verjamejo v izhodiščno argumentacijo, da se bo ponudba izdelkov in storitev povišala. Hkrati pa se znižuje tudi povpraševanje in inflacija zaradi obojega upada. Postopno ukrepanje pa bi odražalo tudi strah, da hitre in velike spremembe v pogojih financiranja lahko povzročijo domino efekt v gospodarstvu. Slednje je namreč navajeno oziroma kar razvajeno poslovati v okolju poceni denarja. Danes pa bo obstoječi dolg potrebno refinancirati po bistveno višjih obrestnih merah, ki jih marsikatero podjetje ne zmore plačevati. Podobna situacija je tudi pri potrošnikih, kjer se je recimo fiksna obrestna mera na 30-letno hipotekarno posojilo v ZDA z dobrih 3 % na začetku leta povzpela čez 7 % v začetku novembra.

Priporočilo: Obvezniške naložbe



Boj centralnih bank z inflacijo in splošno povišanje geopolitičnih tveganj v letu 2022 ni prineslo na trge le zniževanja tečajev delniških naložb, ampak predvsem povišano volatilnost. Delniški trg tekom leta ni beležil le padcev tečajev, ampak je prikazal tudi tri obdobja močne rasti. Rast cen delnic je bila podprta s solidnimi makroekonomskimi podatki, ki so bili pogosto pozitivno presenečenje. V največji meri pa je na rast delniških tečajev vplivalo dobro poslovanje družb, ki jim tudi zaradi inflacije rastejo dobički. Tako so se delnice izkazale kot vsaj delna zaščita pred inflacijo. Vseeno pa se večina glavnih delniških indeksov ni mogla izviti iz objema medvedjega trenda, v katerega so vstopili v začetku leta 2022. To pa ne velja za vse indekse, saj je recimo nemški DAX že sredi novembra zapustil medvedji trend in prestopil v bikovskega.

Priporočilo: Delniške naložbe



Kam s prihranki?

Delnice so se tekom letošnjega leta, merjeno preko kazalnika P/E (razmerje med ceno in dobičkom), občutno pocenile in s tem postale bolj privlačne. Vendar pa se je hkrati zvišala tudi privlačnost obvezniških naložb, ker je porasla njihova pričakovana donosnost do dospelja. Lahko rečemo, da se zato razmerje med delnicami in obveznicami skoraj ni spremenilo in ostaja nagnjeno v prid delnicam. Znižala pa se je relativna privlačnost denarja glede na delnice in obveznice, saj je denar naložba, ki ne nosi donosov. Zato smo pri naši alokaciji sredstev znižali delež denarnih sredstev in v zameno nekoliko povišali delež obveznic.

Ker morebitna recesija in slabši finančni pogoji poslovanja pod vprašaj postavljajo bodoče dobičke družb, lahko na srednji rok pričakujemo nekaj več volatilnosti delniških tečajev. Proces deglobalizacije in še vedno trajajoča energetska kriza predstavljata dodaten razlog za skrb. Posledično smo na evropsko usmerjenih podskladih izpostavljenost obveznicam povišali tudi na račun delniških naložb, vendar kljub temu še vedno ohranjamo nadpovprečno izpostavljenost do delniških naložb. Ne smemo namreč zanemariti dejstva, da smo v zadnjih 3 letih šli čez kar nekaj kriznih dogodkov, ki se praviloma zgodijo le po eden na desetletje. Premija delnic za tveganja je danes že ena najvišjih v 60 letni zgodovini, hkrati pa je verjetnost novih podobnih dogodkov, glede na njihovo zgodovinsko pojavnost, znižana.

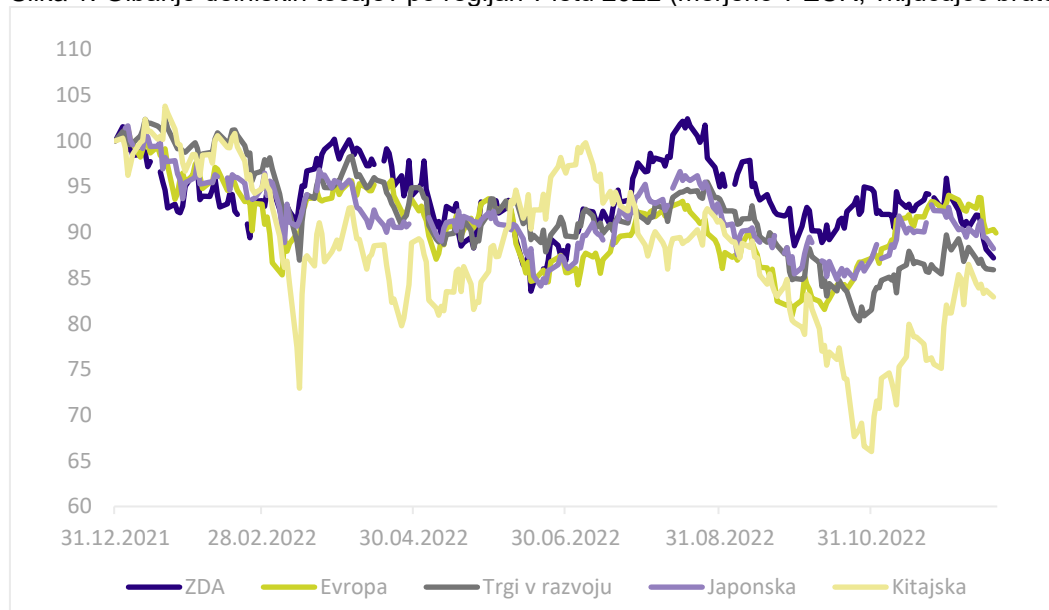
Blaž Angel
finančni analitik



Makroekonomska in geografska pričakovanja

Leto 2022 je najbolj zaznamoval 24. februar, ko so se z rusko invazijo na Ukrajino stvari obrnile na glavo. Realizirano je bilo eno večjih geopolitičnih tveganj v Evropi in danes se na stari celini srečujemo z energetsko krizo. Vojne razmere so v zahodnem svetu zamenjale skrbi glede koronavirusa, s katerim smo se naučili živeti. Visoke cene energentov in hrane so podaljšale obdobje visoke inflacije in centralne banke po svetu danes tekmujejo, katera bo bolj zvišala obrestne mere. V razvitem zahodnem svetu nas najverjetneje čaka recesija, saj je trenutno glavni cilj centralnih bank preprečitev nadaljevanja inflacijske spirale. Po visoki 6-odstotni globalni gospodarski rasti v letu 2021 trenutno aktualna napoved za leto 2022 znaša 3 %. Vsi pogledi pa so usmerjeni v leto 2023, saj vlagatelje skrbi, ali bo centralnim bankam uspel mehak pristanek ali pa bo račun za znižanje inflacije prišel v obliki upada gospodarske aktivnosti. Danes globalna recesija kljub situaciji v zahodnem svetu še vedno ni osrednji scenarij analitikov, ki za prihodnje leto napovedujejo rast svetovnega BDP v višini 2,2 %.

Slika 1: Gibanje delniških tečajev po regijah v letu 2022 (merjeno v EUR, vključujoč bruto dividende)



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2022

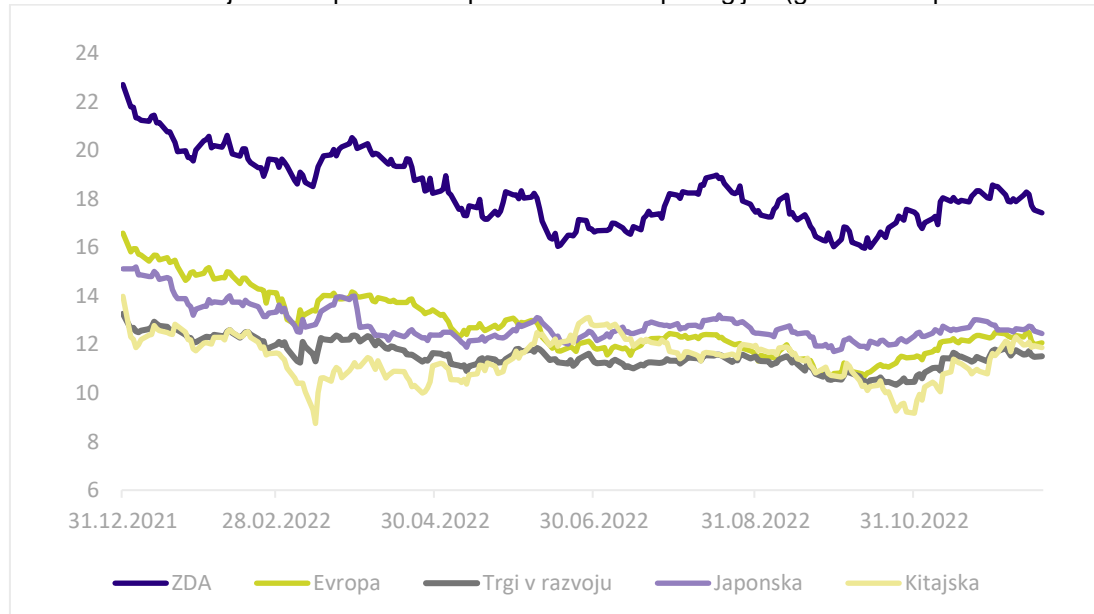
Kitajska politika ničelne tolerance do covid

Kitajska je na presenečenje večine udeležencev vse do novembra 2022 trmasto vztrajala pri agresivni politiki omejevanja virusa covid-19. Večina preostalega sveta je prešla v fazo blažjih omejitev in se naučila živeti z virusom, Kitajska pa je nadaljevala z zapiranjem celotnih območij. To je negativno vplivalo na njeno gospodarsko rast in še povečevalo inflacijske pritiske na kitajskih izvoznih trgih ob nadaljevanju težav v dobavnih verigah, ki so bile posledica zaprtij. Presenetljivo je bila kitajska vlada vse do novembra zelo medla tudi pri načrtovanju ukrepov za nepremičninski sektor in pri ukrepih za gospodarsko rast. Po izvedbi kongresa v oktobru in potrditvi predsednika Xi Jinpinga pa so se stvari začele spreminjati na bolje. Prva ključna sprememba je bil napovedan paket pomoči nepremičninskemu sektorju v 16 točkah, ki so mu do konca leta sledile še napovedi dodatnih ukrepov. Po začetnem vztrajanju pri politiki ničelne tolerance do covid je novembra po množičnih protestih prišlo do nenadne sprostitev. Po obdobju strategije ničelne tolerance do covid bo to sicer predstavljalo velik izziv v letu 2023, saj so za razliko od ostalega sveta uporabljena cepiva na Kitajskem manj učinkovita, hkrati pa je stopnja prekuženosti tamkajšnjega prebivalstva zelo nizka. Kljub temu, da Kitajsko čaka rast okužb, pa primeri iz ostalih držav jasno kažejo, da odpiranje gospodarstva predstavlja zelo dobro izhodišče za izboljšanje situacije v gospodarstvu.

Ključna težava Kitajske danes je faza upočasnitve globalizacije, dodatno pa so neugodni tudi pritiski s strani ZDA glede deljenja tehnologije s Kitajsko. Glavno nevarnost pa predstavlja geopolitično tveganje na relaciji Kitajska – Tajvan, saj je po kongresu Xi Jinping jasno začrtal željo, da Tajvan postane del Kitajske. Po lekciji Rusiji ocenjujemo, da je verjetnost za vojaški konflikt relativno nizka, ampak dolgoročno bo ključno tveganje Kitajske velika politična moč v eni osebi. Težave Kitajske odražajo nizka vrednotenja delniških naložb, ki pa po našem mnenju ob boljših gospodarskih obetih predstavljajo priložnost za vlagatelje v kitajske delnice. Kitajska bo v letu 2022 predvidoma realizirala gospodarsko rast v višini 3 %, po konsenzu analitikov pa naj bi v letu 2023 gospodarska rast Kitajske dosegla 4,9 %. Monetarna politika bo zelo verjetno ostala ugodna,

saj konsenz analitikov kaže na inflacijo v višini 2,1 % v letu 2022 in 2,3 % v letu 2023. Kitajska še naprej ostaja tihi zmagovalec zahodnih sankcij proti Rusiji, saj je postala eden večjih kupcev ruske nafte in plina, kar močno povečuje energetska in izvozno konkurenčnost gospodarstva.

Slika 2: Vrednotenja delnic po kazalcu pričakovani P/E po regijah (glede na napovedi analitikov)



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2022

Kaj odpiranje Kitajske pomeni za preostalo Azijo?

V času, ko se bojimo recesije v ZDA in Evropi, je pozitivna gospodarska rast na Kitajskem velika prednost za vsa gospodarstva, ki so bolj odvisna od izvoza na Kitajsko. Poleg tega je večina azijskih držav bila bolj previdna pri sproščanju ukrepov in ima danes boljše obete za storitveni sektor. Hkrati inflacija ni tako visoka kot v ZDA in Evropi, kar trenutno pomeni bolj ohlapno monetarno politiko. Zaradi boljših obetov v kombinaciji z nizkimi vrednotenji pričakujemo, da bo ta del sveta gospodarsko bolje prekrmaril leto 2023, kar narekuje nadpovprečno izpostavljenost regiji.

Znotraj regije je med zanimivejšimi Japonska, kjer vidimo priložnost v povečanju inovacij, boljši energetski konkurenčnosti in povečanju izvozne konkurenčnosti po padcu lokalne valute. Glavno tveganje pa predstavlja slaba demografska slika ob javnem dolgu, ki presega 200 % BDP. Več o tem, zakaj bi se japonski tiger lahko vrnil po izgubljenih več kot 20 letih, si lahko preberete v decembrski objavi članka Strategi v zadregi: <https://www.nlbskladi.si/clanek/se-japonski-tiger-vraca-12110>

Priporočilo: Delniške naložbe Azija



Zmanjšujemo izpostavljenost Evropi

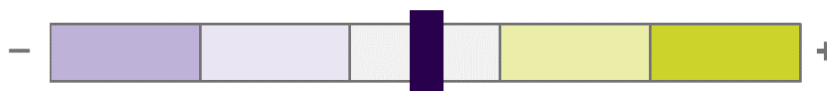
Ruska invazija, energetska kriza in 80 % verjetnost recesije glede na konsenz analitikov so razlogi, zaradi katerih bi pričakovali, da bodo evropske delnice letošnje leto zaključile na bistveno nižjih tečajih od povprečja razvitih trgov. Situacija na evropskih delniških trgih je bila še konec septembra bistveno manj rožnata, ampak odpiranje Kitajske v kombinaciji s toplejšim vremenom in napolnjenimi zalogami plina je privedla do obrata trenda pri cenah evropskih delnic, ki sedaj leto zaključujejo boljše od povprečja razvitih trgov kljub depreciaciji evra.

Evropske delnice sicer ob relativno nizkih vrednotenjih in zaradi večje izpostavljenosti kitajskemu gospodarstvu ostajajo zanimive, ampak ključno skrb povzroča visoka energetska odvisnost od vremena. V primeru, da ne bomo videli pozitivnega presenečenja v rusko-ukrajinskem konfliktu, bo polnjenje zalog plina v prihodnjem letu postavljeno pred nov izziv. V začetku leta 2022 je namreč kar 40 % plina prihajalo iz Rusije, danes pa je tega pritoka bistveno manj, medtem ko so zmogljivosti za proizvodnjo in uvoz utekočinjenega plina omejene. Za zadostno povečanje zmogljivosti so potrebne investicije, ki bodo v

zadostni meri zaključene šele v letu 2024. V primeru mrzle zime, ki jo nekateri vremenski modeli tudi napovedujejo, nas posledično čaka nadaljevanje energetske krize v letu 2023. Čeprav nam elektrike in plina ni zmanjkalo, ključno težavo za podjetja predstavljajo višje cene. Tudi na srednji rok bo Evropa ob odsotnosti ruskih energentov in prehodom na zeleno energijo bistveno manj energetska izvozno konkurenčna kot pred letom 2022. V Evropi ostaja problematična tudi visoka inflacija, ki narekuje dvige obrestnih mer kljub izdatnemu poslabšanju razpoloženja med managerji in potrošniki ter nevarnosti recesije.

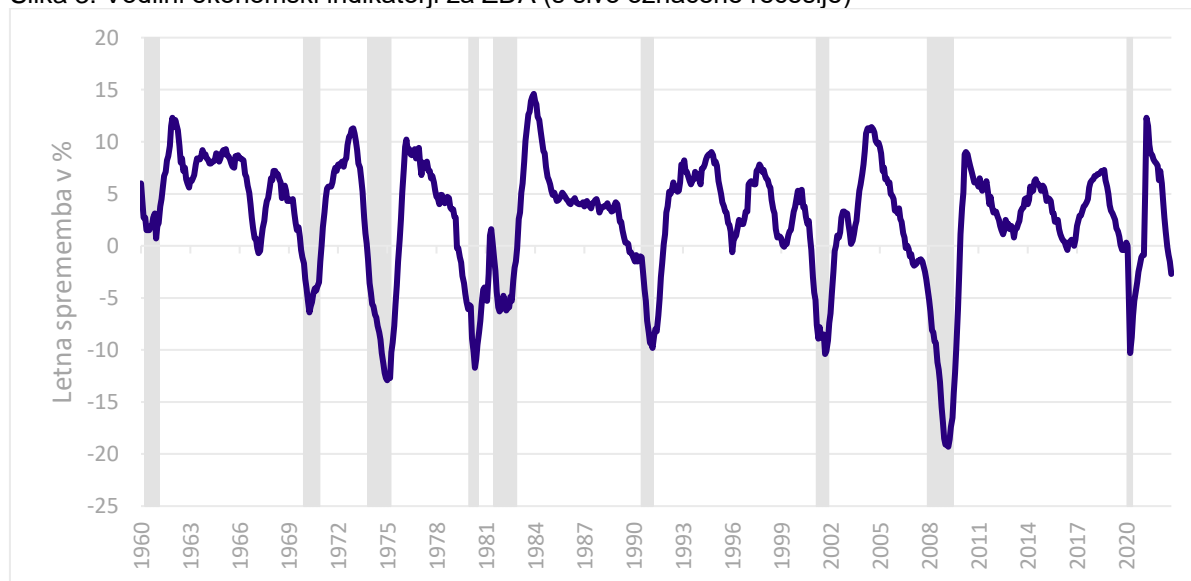
Potrebno pa se je zavedati, da je večina slabih novic že vključena v delniške tečaje. Hkrati so države napovedale izdatne ukrepe za blažitev posledic visokih cen plina in elektrike. Energetsko intenzivna Nemčija je tako za letos napovedala spodbude v višini 3 % BDP-ja, za prihodnje leto pa spodbude v višini kar 6 % BDP-ja. Pomembna lekcija iz obdobja koronavirusa za vlagatelje je, da imajo lahko fiskalne spodbude zelo velik vpliv na stanje v gospodarstvu. Seveda pa bo višanje javnih izdatkov v kombinaciji z rastjo obrestnih mer ponovno odprlo vprašanje dolžniške krize v Evropi. Tokrat sicer ECB vstopa pripravljena, saj je že dobila zeleno luč za ukrep zniževanja razlik med državnimi obveznicami znotraj evroobmočja. To v praksi pomeni, da nas v letu 2023 lahko čaka zviševanje obrestnih mer na eni strani in kupovanje državnih obveznic problematičnih držav na drugi.

Priporočilo: Evropske delniške naložbe



ZDA ohranjajo premijsko vrednotenje napram ostalim regijam

Slika 3: Vodilni ekonomski indikatorji za ZDA (s sivo označene recesije)



Vir. Bloomberg, 20. 12. 2022

Velika prednost ZDA pred Evropo je energetska samozadostnost, ki pomeni odsotnost energetske krize. Ameriško gospodarstvo je tudi bistveno bolj naklonjeno kapitalškemu trgu, okolje za poslovanje in rast podjetij pa je bistveno boljše. Če k temu dodamo še bolj dinamično panožno strukturo gospodarstva, ni presenečenje, da imajo ameriške delnice v celoti višje vrednotenje od povprečja razvitega sveta. Višja vrednotenja pa na žalost po drugi strani pomenijo tudi višjo verjetnost za negativna presenečenja. Po mnenju konsenza analitikov je trenutna verjetnost za recesijo v ZDA 65 %. V družbi NLB Skladi nas skrbi, da hiter dvig obrestne mere s strani ameriške centralne banke (Fed) ne bo minil brez posledic. Ključno tveganje vidimo v nepremičninskem sektorju, kjer se je fiksna obrestna mera za nepremičninsko posojilo povečala z dobrih 3 % na začetku leta na dobrih 6 % ob koncu leta 2022. Vodilni ekonomski indikatorji v ZDA so se bistveno poslabšali na nivoje, ki jim je zgodovinsko običajno sledila recesija.

Priporočilo: Delniške naložbe ZDA



Kaj pa ostali trgi v razvoju?

Leto 2022 se bo v zgodovino zapisalo kot črno leto za lastnike ruskih delnic. Po invaziji Rusije na Ukrajino se je borza v Moskvi zaprla in po ponovnem odprtju lahko z delnicami trgujejo samo Rusi in prijateljske države. V praksi to pomeni, da smo bili v družbi NLB Skladi zaradi nezmožnosti prodaje prisiljeni vse ruske naložbe v naših podskladih prevrednotiti na vrednost 0, pa čeprav te naložbe v Rusiji kotirajo v povprečju nad 50 % njihove vrednosti z začetka leta.

Na drugi strani smo videli veliko pozitivno presenečenje v turških delnicah, ki so z več kot 100 % donosnostjo, merjeno v evrih, zmagovalke letošnjega leta. Turške delnice so namreč ob realno negativnih obrestnih merah na bančne depozite in nizkih vrednotenjih v Turčiji za lokalne vlagatelje letos predstavljale pribežališče v času podivjane inflacije. Izkazalo se je, da zelo nizka vrednotenja delnic za vlagatelje lahko pomenijo izvrstno naložbo kljub zelo slabi gospodarski sliki. Po rekordnem letu ocenjujemo, da so tveganja za vlagatelje v Turčiji zelo visoka, saj se nadaljuje nestabilna gospodarska situacija in visoka politična moč Erdogana.

Poljska in Madžarska, ki tudi sodita med evropske trge v razvoju, sta danes še na večjem udaru kot celotna Evropa, lastna monetarna politika pa v trenutni situaciji predstavlja dvorezen meč. Po relativno slabem letu vidimo za ti dve gospodarstvi in delnice družb s sedežem v teh državah v letu 2023 ob ugodnih vrednotenjih možnost za pozitivno presenečenje.

Ob rasti cen surovin in spremembi političnega vodstva v Braziliji so se v letu 2022 dobro odrezale tudi delnice podjetij iz Latinske Amerike. Regija ostaja zanimiva zaradi nizkih vrednotenj, vendar pa velik izziv za leto 2023 predstavlja odvisnost od trga surovin ob upočasnjevanju globalne gospodarske rasti. Glavna težava še naprej ostaja pomanjkanje nujno potrebnih reform. Situacija je podobna tudi v Afriki, kjer pa visoke cene energentov in hrane ob visoki brezposelnosti pomenijo povečano tveganje nemirov.

Na trgih v razvoju so še naprej prisotne velike raznolikosti, vendar pa ostajajo delniške naložbe iz teh regij zaradi nizkih vrednotenj, dodatne razpršitve in nadpovprečnega potenciala v azijskih delnicah zanimivo dopolnilo k portfelju.

Priporočilo: Delniške naložbe trgi v razvoju



Pri vstopu na delniške trge vlagateljem še naprej svetujemo, da poskrbijo za globalno razpršen portfelj. Na ta način namreč vlagatelj omeji specifična tveganja posameznih regij, alokacije naših globalnih podskladov pa se tudi aktivno prilagajajo našim geografskim priporočilom.

Priporočilo: Globalno razpršene delniške naložbe



Domen Granda, CFA
vodja analiz



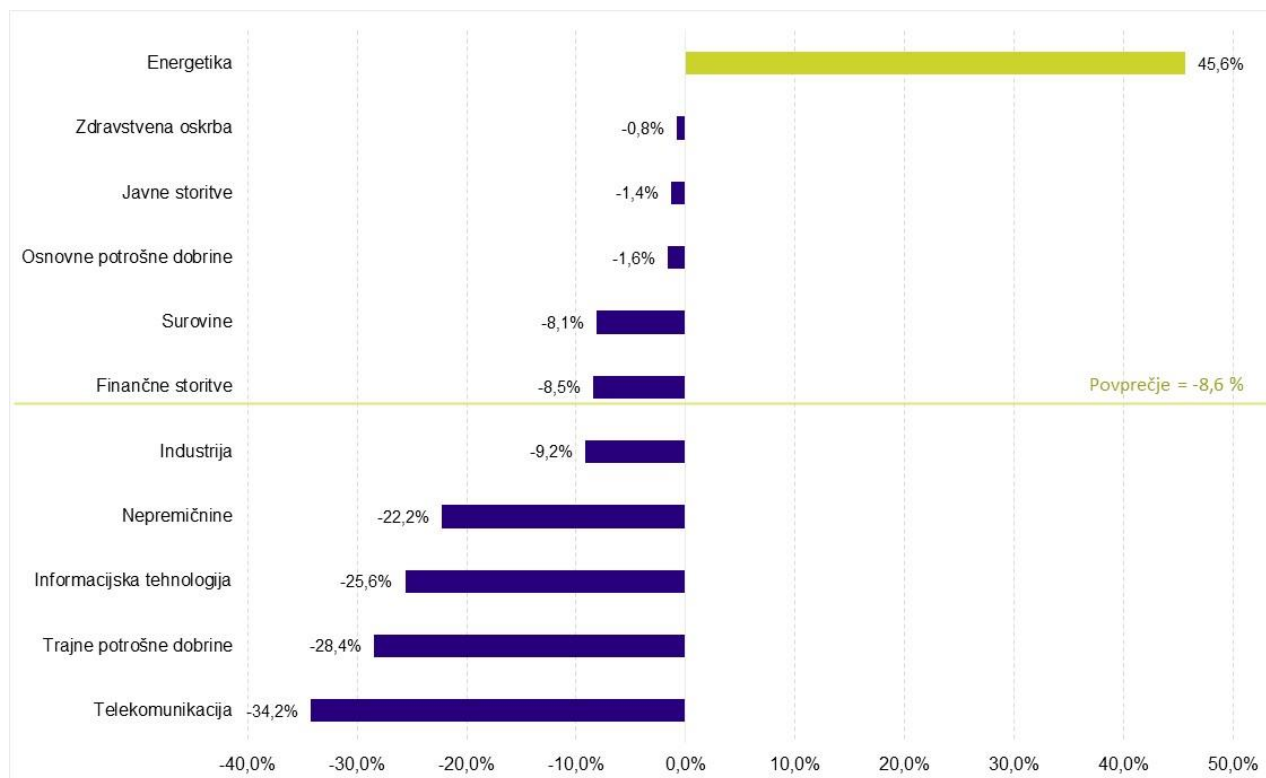
Panožna priporočila

Za nami je dokaj težavno leto 2022. Potem ko smo se predvsem v razvitem delu sveta že skoraj poslovili od epidemije covid-19, je začela pretiti visoka inflacija, spodbujena deloma tudi od protikoronskih ukrepov. Če smo sprva lahko še upali, da inflacija ne bo dolgo vztrajala, je ves optimizem porušila ruska invazija na Ukrajino. Praktično čez noč so cene hrane in energentov bistveno poskočile, dodatno pa je pritisk na cene povečala Kitajska z zaprtjem svojega gospodarstva zaradi vztrajanja epidemije. Večina pomembnejših centralnih bank je zaradi tega začela zviševati obrestno mero, kar posledično negativno vpliva na prihodnjo gospodarsko rast in tudi na tečaje delnic. V takih razmerah so se nekoliko bolje odrezale delnice družb iz bolj defenzivnih panog, torej tistih, ki so manj odvisne od poslovnega cikla, kot so na primer farmacevtska podjetja, podjetja v prehranski industriji, telekomunikacijska podjetja ipd. Za razliko od lani so letos cene t.i. »rastočih« (growth) delnic precej bolj upadle od »vrednostnih« (value), pri čemer lahko v primeru umiritve stopnje inflacije in obrestnih mer pričakujemo, da se bo ponovno vrnilo zanimanje za rastoče delnice. Zgodba zase so seveda delnice energetskih podjetij. Vojna v Ukrajini je poleg prevelike odvisnosti Evrope do ruskih energentov razgalila tudi neustrezno energetsko politiko stare celine. Cene energentov so tako močno poskočile in z njimi tudi tečaji delnic družb iz tega sektorja.



V letu 2022 so se nekoliko slabše odrezale delnice podjetij iz bolj cikličnih panog. Potem ko so v letu 2021 prednjačile tehnološke družbe, so te letos beležile večje upade poslovanja in mnoge so že napovedale večja odpuščanja. Če pogledamo donosnosti posameznih panožnih oz. sektorskih indeksov, se je od vseh najslabše odrezala panožna skupina Mediji in zabava, pri čemer pa je velik upad vrednosti predvsem posledica več kot 60 % izgube vrednosti družbe Meta (prej Facebook), ki ima največjo utež v tej industriji in ji vlagatelji ne zaupajo več, potem ko se je družba odločno usmerila v t.i. metaverse. Podobno velja tudi za avtomobilski sektor, kjer je na znižanje vrednosti panožnega indeksa najbolj vplival strm upad vrednosti podjetja Tesla.

Slika 4: Evrska donosnost svetovnih panožnih oz. sektorskih indeksov (od 31. 12. 2021 do 19. 12. 2022)



Vir: Bloomberg, 20.12.2022

Katerim sektorjem smo bolj naklonjeni?

Ruska invazija na Ukrajino je svet pahnila v resno energetske krizo, sredi katere se je znašla praktično celotna Evropa, ki je bila, na čelu z Nemčijo, močno odvisna od ruskega plina. Dodatno je težavo okrepila prevelika osredotočenost na t.i. zeleno energijo, ki je dokaj nezanesljiva, kar je – ironično – določene države prisililo v ponovno odprtje elektrarn s premogom. Zaenkrat še ne moremo pričakovati, da se bo vojna v Ukrajini hitro razrešila, zato bodo pritiski na cene najverjetneje še naprej visoki. Poleg tega Evropa in deloma tudi ZDA ne nameravata bistveno zmanjšati zaveze k zeleni energiji, kar bo zagotavljalo dodatne visoke investicije v to področje. Zaradi tega se bodo investicije v bolj učinkovite rešitve kot so termoelektrarne na nafto ali zemeljski plin zmanjšale in posledično bo hitrost prilagajanja trenutni situaciji nižja. Dodaten pritisk na cene bo povzročilo tudi napovedano postopno odpiranje kitajskega gospodarstva, ki bo nedvomno povečalo povpraševanje po energiji.

Pričakovana recesija v prihodnjem letu bi lahko imela negativen vpliv na tečaje delnic bank, saj se bo v tem primeru kreditna aktivnost zmanjšala, hkrati pa se bo vrednost slabih kreditov povečala. A takšen scenarij je že vključen v trenutna vrednotenja bančnih delnic, ki so zato dokaj ugodna. Dodatno, banke so relativno dobro kapitalsko okrepljene in posledično relativno odporne na potencialne zunanje šoke. Neposreden vpliv rasti obrestnih mer pa je za banke pozitiven, saj na ta način raste obrestna marža, torej razlika med dobljeno in dano obrestno mero, ki za banke predstavlja jedro poslovnega modela.

Družbe iz segmenta informacijske tehnologije so bile tako rekoč zmagovalke začetnih covid-19 časov. Zaradi prestrukturiranja gospodarstva in množičnega dela od doma je povpraševanje po dodatni strojni in programski opremi skokovito naraslo, družbe so močno zaposlovale in vlagale v nove kapacitete. Toda kmalu se je izkazalo, da je bila ta rast predimenzionirana. Visoka inflacija in posledično rast obrestnih mer, zaprtje Kitajske in motnje v dobavi polprevodnikov – vse to je precej zarezalo v prihodke družb, posledično pa je vrednost delnic teh družb v letošnjem letu nadpovprečno upadla. Menimo, da so vrednotenja delnic IT družb po tej korekciji dokaj ugodna glede na potencial in da se bodo podjetja hitro prilagodila na novo okolje. Programska oprema je precej odporna na poslovne cikle, saj v času gospodarskega ohlajanja podjetja iščejo nove načine prihrankov prek avtomatizacije in optimizacije poslovanja, kar je voda na mlin družbam, ki se ukvarjajo z razvojem programske opreme. Postopno odpiranje kitajskega gospodarstva pa bo spodbudilo povpraševanje po strojni opremi, pri čemer bi lahko postopno vračanje v pisarne nekoliko znižalo raven rasti tovrstnega povpraševanja.

Slika 5: Relativna primerjava vrednotenij* med "growth" in "value" sektorji



Vir: Bloomberg, *tretjinska utež EV/EBITDA, P/E in P/S

Katerim sektorjem smo manj naklonjeni?

Višanje obrestne mere neposredno najbolj prizadene nepremičninski sektor. S tem, ko se krediti dražijo, se razpoložljiva sredstva za nakup nepremičnin zmanjšujejo in posledično povpraševanje upade. Podjetja znižujejo stroške tudi tako, da spodbujajo delo od doma in tako prihranijo pri najemnini poslovnih prostorov, medtem ko trend zniževanja prodaje v fizičnih trgovinah niža vrednost trgovinskih poslovnih objektov. Kljub temu da bi lahko stabilizacija inflacije in obrestnih mer pozitivno vplivala na ta sektor, so po našem mnenju trenutna tveganja v nepremičninskemu sektorju prevelika.

Sektor javnih storitev je priča precejšnjim spremembam. Vse večja osredotočenost zeleni energiji predpostavlja visoka vlaganja v infrastrukturo, tako za generiranje energije kot njeno distribucijo. Čeprav to pomeni, da bo na srednji rok ta sektor prejel velike količine denarja prek investicij, menimo, da na kratek rok temu ne bo tako. Visoke obrestne mere namreč precej dražijo investicije, glede na pričakovano gospodarsko ohlajanje pa je pričakovati, da bodo države proračunski denar raje namenile v bolj hitre in neposredne ukrepe blaženja vplivov morebitne recesije.

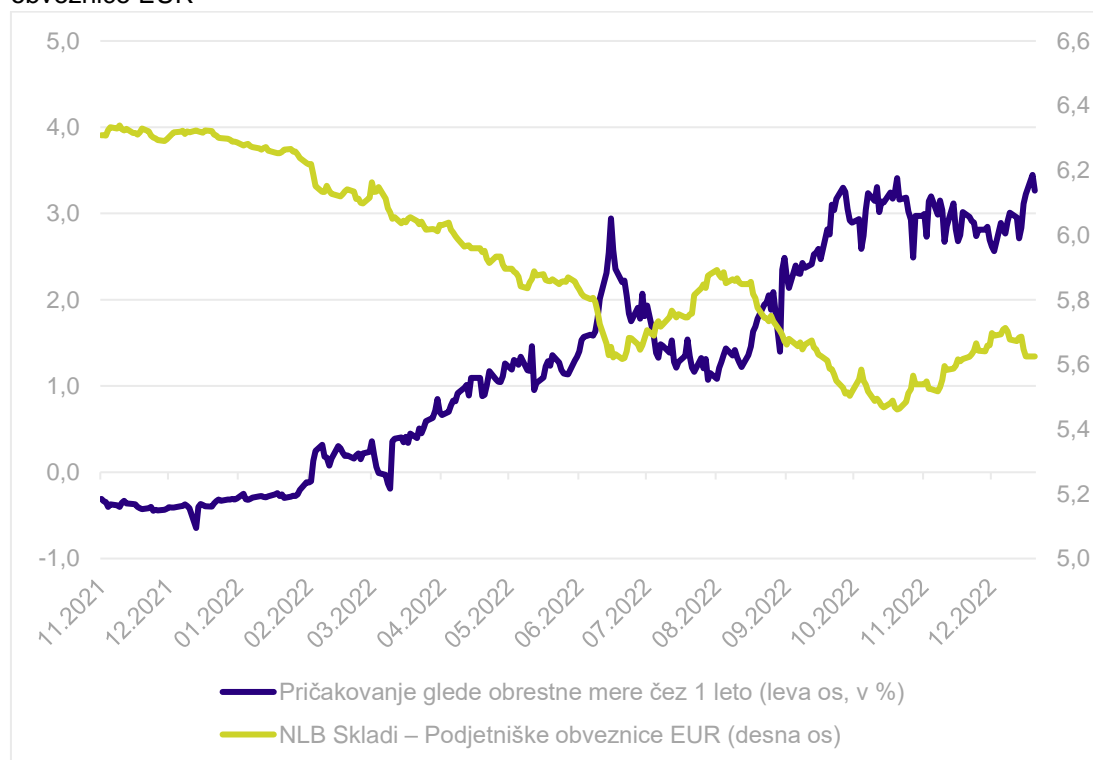
Rok Brezigar
upravitelj premoženja



Obveznice

Še v letu 2021 so bile zahtevane stopnje donosnosti večine državnih obveznic v Evropi na rekordno nizkih ravneh, pri varnih obveznicah celo negativne, prav tako so bili rekordno nizki kreditni pribitki pri evropskih podjetniških obveznicah. V letošnjem letu, ki ga je zaznamovala predvsem močno povišana globalna inflacija in odzivi centralnih bank v obliki zaostrovanja monetarne politike, pa se je situacija popolnoma obrnila. Obveznice niso več nudile varnega zatočišča za vlagatelje v času pretresov na delniških trgih, saj so zabeležile izrazito, na posameznih trgih pa celo rekordno negativne donosnosti. Razloga za negativne donosnosti obveznic sta izrazita pričakovanja vlagateljev po nadaljnjih zelo nizkih, celo negativnih, obrestnih merah in rastoča inflacija, ki je ob koncu novembra dosegla visokih 7,1 % v ZDA oziroma 10,1 % v evroobmočju. Ameriška centralna banka (Fed) je marca letos prvič dvignila ključno obrestno mero v višini 25 bazičnih točk, do konca leta 2022 pa jo je skupaj dvignila za kar 4,25 odstotne točke in s tem nakazala, da je ukrotitev inflacije na prvem mestu kljub možnosti povzročitve recesije. Evropska centralna banka (ECB) je z zaostrovanjem monetarne politike pričela nekoliko kasneje, a do konca leta vse tri ključne obrestne mere zvišala za 2,5 odstotne točke. Predsednica ECB Christine Lagarde je na decembrskem zasedanju opozorila, da višanja obrestnih mer še zdaleč ni konec, poleg tega pa naj bi banka marca 2023 pričela s t.i. kvantitativnim zategovanjem, kar pomeni, da ne bo več reinvestirala zapadlih obveznic, s čimer bo zmanjševala svojo bilanco. Po podatkih Bloombergja so se pričakovanja trga glede depozitne obrestne mere ECB po novici povečala za 0,3 odstotne točke. Vpliv pričakovanj glede višjih prihodnjih obrestnih mer na vrednost enote premoženja podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR prikazuje spodnji graf:

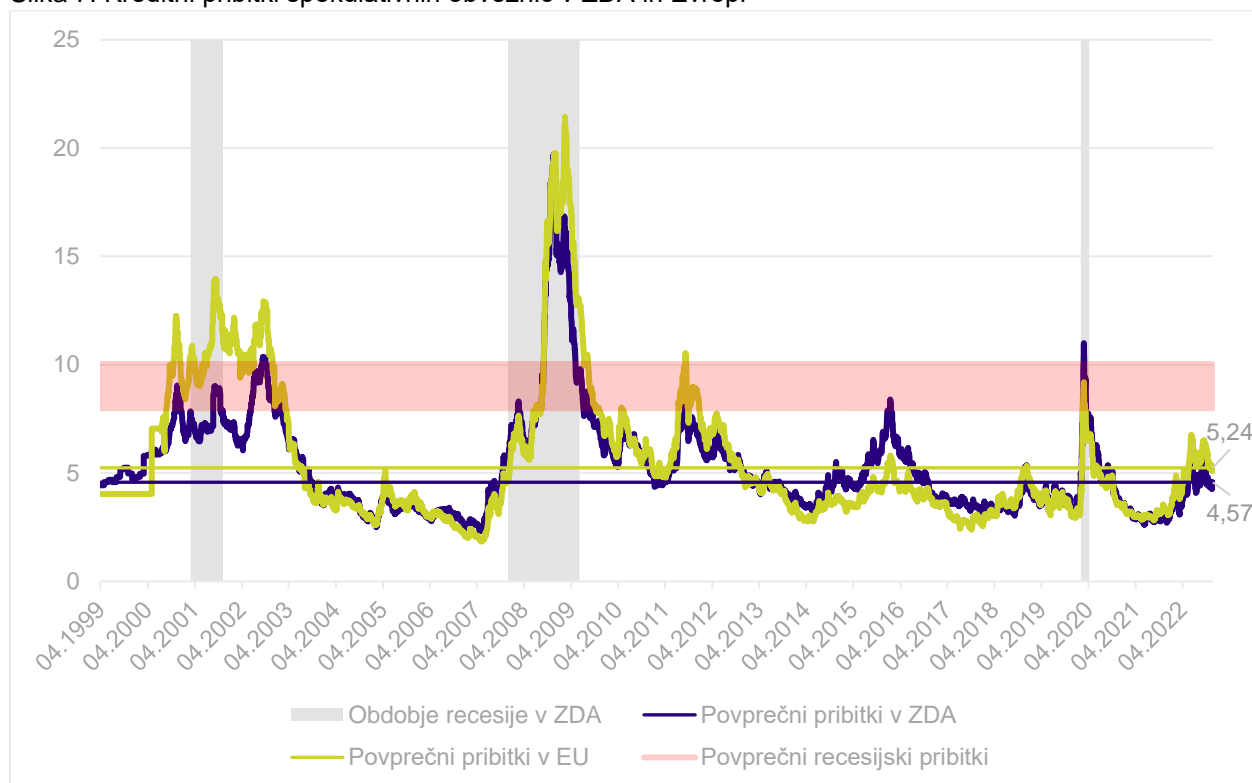
Slika 6: Vpliv spremembe v pričakovanjih na vrednost enote premoženja podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2022

Spremenjena pričakovanja vlagateljev glede prihodnje referenčne obrestne mere v EU in ZDA in višji kreditni pribitki podjetniških obveznic so prispevali k znatni negativni donosnosti podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR v letu 2022. Precej nižji padec vrednosti enote premoženja pa je zabeležil podsklad NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti, ki ima približno polovico obveznic denominiranih v ameriških dolarjih. 7-odstotna rast dolarja v primerjavi z evrom v letošnjem letu je bila poleg krajšega trajanja podsklada glavni razlog, da je podsklad v letošnjem letu dosegel manj negativno donosnost. Čeprav so kreditni pribitki podjetniških obveznic v letošnjem letu močno porasli, pa najbrž še ne odražajo povsem možnosti recesije v letu 2023. Kreditni pribitki so sicer v Evropi višji kot v ZDA, s čimer je višja tudi nagrada za sprejemanje kreditnega tveganja, a se pribitki v obeh primerih gibljejo nekoliko pod povprečnimi nivoji zadnjih 22 let.

Slika 7: Kreditni pribitki špekulativnih obveznic v ZDA in Evropi



Vir: Bloomberg, 20. 12. 2022

Tabela 1: Kreditni pribitki evropskih obveznic (20.12.2022)

Bonitetni razred	Pribitek za sprejeto kreditno tveganje (v %)		Relativna višina pribitkov*	
	20.12.2021	20.12.2022	20.12.2021	20.12.2022
AAA	0,66	0,67	61,70%	70,30%
AA	0,64	0,99	54,40%	75,60%
A	0,83	1,40	30,50%	74,10%
BBB	1,10	2,05	23,90%	69,50%
BB	2,53	3,72	31,40%	68,70%
B	4,00	6,18	29,80%	59,30%
CCC	6,08	11,25	28,40%	77,30%

Vir: Bloomberg, 20. 12. 2022, *glede na zgodovino od 15. 8. 2000 do 20. 12. 2022

Z upočasnjevanjem gospodarske rasti in morebitnim preходом v recesijo lahko pričakujemo porast stečajev in prisilnih poravnav podjetij in dodatno rast kreditnih pribitkov, predvsem obveznic nižjih bonitetnih razredov. Kreditni pribitki obveznic investicijskega razreda v Evropi so že na dokaj visokih nivojih, saj so bili v zadnjih 22 letih v več kot 70 % obdobjih nižji od trenutnih nivojev. Razloge za to lahko pripišemo dragim energentom, slabši dolžniški sliki Italije in Grčije ter vojni v Ukrajini. Poleg tega so zahtevane stopnje donosnosti obveznic višjih bonitet najvišje po letu 2011, s čimer imajo vlagatelji ponovno alternativo pri varnih naložbah.

Pogled v leto 2023

V družbi NLB Skladi pričakujemo, da je inflacija dosegla vrh in se bo v prihodnjih mesecih zniževala. Razloge za znižanje inflacije vidimo predvsem v izčrpanju baznega učinka visokih cen, nižjih cenah surovin, zmanjšanju ozkih grl v dobavnih verigah, nižjih stroških ladijskega prevoza in zmanjšanju povpraševanja iz naslova upočasnitve oziroma upada gospodarske rasti v določenih državah sveta.

Slika 8: Pričakovanja glede dolgoročne inflacije v ZDA



Vir: FRED, 20. 12. 2022

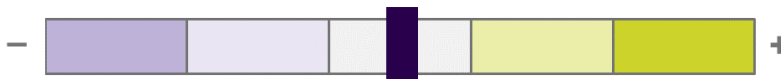
Glede na višje zahtevane stopnje donosnosti varnih evrskih obveznic in razmere v zadnjih 10 letih obveznice glede na zgodovinska povprečja niso več tako precenjene. Kreditni pribitki se predvsem v Evropi nahajajo blizu podcenjenih nivojev, čeprav ima lahko v prihodnjih mesecih dodaten negativen vpliv na pribitke strah pred bolj globoko recesijo od trenutno pričakovane. Pričakovano znižanje inflacije bi praviloma moralo imeti pozitiven vpliv na cene obveznic. Pri varnih obveznicah je verjetno najhuje že za nami in obveznice s podpovprečnim trajanjem utegnejo v prihodnjem obdobju nositi vsaj nizko pozitivno donosnost. Pričakujemo torej, da podsklad NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR ponovno predstavlja zanimivo alternativo denarju.

Priporočilo: Trajanje



V primeru recesije lahko pričakujemo porast kreditnih pribitkov, predvsem pri obveznicah nižjih bonitetnih razredov, kar bi imelo negativen vpliv na donosnost podsklada NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti. Pomemben vpliv na donosnost podsklada pa bo imelo tudi gibanje vrednosti ameriškega dolarja, kjer za naslednje leto vidimo večjo verjetnost za zmanjšanje njegove vrednosti napram evru, saj je dolar v letošnjem letu močno pridobival, poleg tega pa je po podatkih z Bloemberga pričakovati, da bo Fed končal z zaostrovanjem monetarne politike pred ECB. Posledično kljub letošnji manjši negativni donosnosti podsklad NLB Skladi – Obveznice visokih donosnosti ostaja bolj tvegan od podsklada NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR.

Priporočilo: Kreditno tveganje: (-) Nižje, (+) Višje



Rok Vrčkovnik
upravitelj premoženja



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 osebne 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 katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. 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 kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebne 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.

Letnik 15, številka 1, december 2022

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

Odgovorna urednika: mag. Kruno Abramovič, CFA, Blaž Bračič

Urednik: Domen Granda, CFA

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

Brezplačni izvod, december 2022

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