

Analitički pregled 2026

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.
www.nlbskladi.si
info@nlbkladi.si



NLB Skladi

Sadržaj

Uvod	1
Stanje na berzanskim tržištima u 2026. godini	3
Stanje na tržištima obveznica u 2026. godini	9
Strukturni pomak svetske privrede ka dvopolnosti	14
Povećanje potrošnje električne energije kao investiciona priča za 2026. godinu	19
Zdravstveni sektor pred preokretom	24
Stanje na tržištu nekretnina	30

Uvod

Dragi čitaoci,

iza nas je još jedna profitabilna godina, pre svega zahvaljujući akcijama iz natprosečno profitabilnih regiona sa tržišta u razvoju, Japana, Evrope, kao i američkim akcijama povezanim sa razvojem veštačke inteligencije.

Protekla godina bila je obeležena i rastućim protekcionizmom, iznenađujućom otpornošću privreda, visokom profitabilnošću kompanija i relativno dobrim raspoloženjem potrošača.

U 2026. godini očekujemo dodatno povećanje investicija, posebno najvećih tehnoloških kompanija, kao i povećanu potrošnju država, uključujući SAD, Kinu, Japan i delimično Evropu (nemački paket). Takođe se nagoveštavaju ekspanzivne monetarne politike centralnih banaka, što će ići u prilog ulaganjima u akcije.

Američka privreda će rasti i u 2026. godini. Rast će biti podržan fleksibilnijom fiskalnom politikom, nešto više usmerenom ka energetici, odbrani i industrijskoj politici, što će dodatno podstaći domaću investicionu aktivnost. Ključni strukturni faktor Američkog rasta i dalje počiva na ubrzanom rastu produktivnosti rada. Dodatno će privredni rast podržati obiman investicioni ciklus tehnoloških kompanija u poluprovodnike i data centre, koji predstavljaju osnovnu infrastrukturu za dalji razvoj veštačke inteligencije.

Pri tome procenjujemo da vrednovanja američkih akcija nisu preterana - u odnosu na nivo zahtevane stope prinosa desetogodišnje američke državne obveznice, akcije su blago ispodprosečno do prosečno vrednovane.

Japansko tržište akcija je već 2023. godine ušlo u izraženiji trend rasta, što je delimično posledica obimnih korporativnih reformi u prethodnim godinama. Te reforme su podstakle kompanije da obezbede veću profitabilnost za akcionare, veće isplate dividendi i aktivnije programe otkupa sopstvenih akcija. Nova premijerka najavljuje nastavak tih reformi i dodatno jačanje investitorima naklonjenog okruženja, što bi dugoročno trebalo da podrži rast profitabilnosti japanskih kompanija.

Za Evropu bismo mogli reći da nema ničeg novog, jer je i dalje zarobljena u sporom privrednom rastu. Nad Francuskom i Nemačkom, koje predstavljaju polovinu privrede evrozone, još uvek lebde tamni oblaci nekonkurentnosti, prevelike regulacije, a u slučaju Francuske i fiskalna neodrživost. Nemačka ne pronalazi rešenje zbog visoke cene energije i sve veće konkurencije iz Kine, koja je pre nekoliko godina bila najveće izvozno tržište Nemačke, dok je sada Nemačka postala jedno od glavnih izvoznih tržišta Kine.

Uprkos zahtevnom makroekonomskom okruženju, u Evropi se pojavljuju selektivne investicione prilike, posebno u sektorima gde region i dalje zadržava konkurentske prednosti ili gde su procene privlačne. Posle više od decenije skromnih prinosa, investicione mogućnosti na tržištima u razvoju postaju cenovno privlačne. Istovremeno se uočavaju postepeni pozitivni pomaci u poslovanju kompanija, očekivanja viših cena pojedinih sirovina i povoljniji geostrateški položaj pojedinih država.

Ključnu težinu unutar akcijskih indeksa tržišta u razvoju nosi četvorka azijskih velikana – Kina, Indija, Južna Koreja i Tajvan, pri čemu svaka od ovih država ima specifične strukturne prednosti i investicione argumente.

Kineska privreda se kratkoročno suočava sa sve nepovoljnijim trendovima. Deflatorni pritisci se produbljuju, tradicionalni sektori, posebno tržište nekretnina, ostaju u strukturnoj krizi, dok poverenje potrošača i privatnog sektora ostaje slabo.

Ipak, ne treba zanemariti prilike, jer Kina doživljava procvat veštačke inteligencije, ali po nešto drugačijem modelu nego SAD. Razvoj se zasniva na bazi javno-privatnog partnerstva. Kineske tehnološke i AI investicije predstavljaju i neku vrstu osiguranja protiv američkih tehnoloških giganata, jer su često negativno korelisane sa njima i kotiraju po znatno nižim vrednostima.

Prirodni resursi sa cikličnog aspekta postaju sve privlačniji kao investiciona mogućnost. Nedostatak investicija u proširenje proizvodnje tokom dugih godina izazvao je uska grla na strani ponude, jer je onemogućio da se ponuda ključnih sirovina prilagodi strukturnim promenama svetske privrede. Godina 2025. bila je obeležena natprosečnim rastom cena plemenitih metala, dok za 2026. godinu, pa i srednjoročno, očekujemo da će u prvom planu ponovo biti industrijski metali, kao što su aluminijum, bakar i uranijum.

Pišemo i o povećanju potrošnje električne energije i predstavljamo s tim povezane investicione mogućnosti. Globalna potrošnja električne energije ušla je u fazu strukturnog rasta, koji je znatno brži od rasta ukupne potrošnje energije. Razlog za izraženiji rast potrošnje električne energije upravo sada, nakon dužeg perioda relativne stagnacije ili sporije dinamike, jeste u tome što su se istovremeno pojavila tri relativno nepovezana faktora rasta (data centri povezani sa procvatom veštačke inteligencije, elektrifikacija saobraćaja i upotreba toplotnih pumpi, kao i sve veća upotreba električne energije za grejanje i hlađenje).

Prilike vidimo i u pomalo zaboravljenom zdravstvenom sektoru, koji važi za sigurno utočište pred volatilnošću tržišta, a poslovanje kompanija u ovom sektoru je obično stabilnije čak i u kriznim vremenima. Radi se o kompanijama koje proizvode proizvode i pružaju usluge bez kojih zdravstveni sistemi ne mogu funkcionisati, bez obzira na stanje privrede.

Uprkos nedavnoj stagnaciji kurseva, farmaceutska industrija ne stagnira u smislu naučnog napretka. Naprotiv, kompanije intenzivno ulažu u razvoj novih lekova i terapija. U poslednjih nekoliko godina videli smo značajne proboje u oblasti lečenja gojaznosti, imunologije, lečenja Alchajmerove bolesti i genskih terapija. Vrednovanja velikih farmaceutskih kompanija su, međutim, u nekim slučajevima bila čak 50% ispod prosečnih istorijskih nivoa. Iako je razvoj veštačke inteligencije centralna globalna tema, u ovom prilogu joj ne posvećujemo posebno poglavlje, jer i dalje ostajemo na dugoročnom pogledu koji smo započeli prošle godine.

Investicije u kompanije koje su vodeće u razvoju veštačke inteligencije nisu prolazna moda, već će biti jedna od najvećih investicionih prilika u narednoj deceniji. Geopolitičke tenzije bi se, uprkos napadu na Venecuelu, trebalo postepeno smanjivati, uključujući i tenzije između Kine i SAD, budući da će oba predsednika posetiti obe prestonice država. Tramp, u svetlu američkih novembarskih „midterm“ izbora, neće sebi priuštiti povećanje carina, jer bi viša privremena inflacija mogla da dovede do lošeg izbornog rezultata. Radi se, naravno, samo o taktičkom primirju, koje bi obema stranama omogućilo stratešku pripremu za veći ekonomski sukob. Svetska privreda se sve više oblikuje u dva delimično odvojena ekonomska i tehnološka pola. Pri tom ne dolazi do simetrične raspodele moći. Svet se sve više pomera ka asimetričnom dvopolu, u kojem SAD zadržavaju prevlast u oblasti finansija, intelektualne svojine i vrhunskih tehnologija, dok Kina gradi svoju moć pre svega na obimu proizvodnje, energetici i kontroli nad industrijskim lancima vrednosti.

U potrazi za što većom diversifikacijom imovine investitorima se sve više nude i alternativne mogućnosti ulaganja, pa pišemo i o prilikama na tržištu nekretnina, koje je ušlo u fazu konsolidacije i veće stabilnosti.

Želim vam prijatno čitanje i u ime celog tima NLB Skladi doo zdravu, uspešnu i profitabilnu 2026. godinu.

Autor
Simon Logar, mag
Direktor Sektora investicionih fondova

Stanje na berzanskim tržištima u 2026. godini

Prema našem centralnom scenariju, rastući trend na berzanskim tržištima nastaviće se i u 2026. godini. U prvom planu će ponovo biti Sjedinjene Američke Države, gde bi privredni rast mogao pozitivno da iznenadi, dok bi se inflacioni pritisci mogli smiriti brže nego što tržište trenutno očekuje. Takva kombinacija bi američkoj centralnoj banci omogućila veći manevarski prostor za postepeno ublažavanje monetarne politike.

Evropa će, nasuprot tome, i u narednoj godini ostati zarobljena u okruženju hronično slabog privrednog rasta. Njen razvojni model je u velikoj meri iscrpljen, strukturne reforme su ograničene, a nemačke fiskalne mere će, po svoj prilici, biti nedovoljno ambiciozne da bi značajno poboljšale srednjoročne izglede. Japan se u međuvremenu ponovo oslanja na politiku Abenomike, kojom želi da podstakne nominalni privredni rast, stabilizuje inflaciju u blizini dva procenta i ojača korporativno upravljanje sa ciljem trajnog povećanja profitabilnosti kompanija.

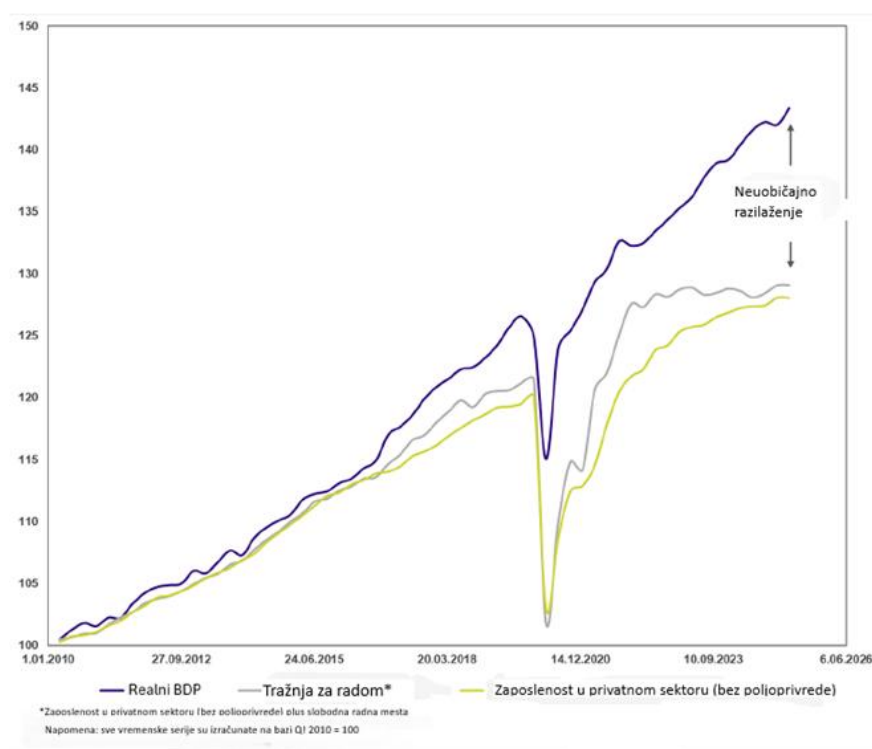
Tržišta u razvoju, koja su po prinosima u poslednjoj deceniji zaostajala za razvijenim tržištima, pokazuju prve znake cikličnog i strukturnog oporavka i mogla bi u 2026. godini pozitivno da iznenade. U nastavku dajemo regionalni pregled investicionih prilika i izdvajamo najperspektivnije sektore i tematske sklopove unutar pojedinih regiona.

SAD u cikličnom ubrzanju

Američka privreda će rasti i u 2026. godini. Rast će biti podržan relaksiranijom fiskalnom politikom, nešto više usmerenom ka energetici, odbrani i industrijskoj politici, što će dodatno podstaći domaću investicionu aktivnost. Istovremeno, pad kirija, manji uticaj carina i natprosečno visok rast produktivnosti rada biće ključni faktori daljeg smirivanja inflacije u SAD.

To će američkoj centralnoj banci (Fed) u drugoj polovini godine omogućiti dodatna sniženja referentne kamatne stope, što će predstavljati značajnu podršku berzanskim cenama američkih izdavalaca. Ključni strukturni faktor američkog rasta ostaje ubrzani rast produktivnosti rada. Dok je on u prethodnoj deceniji u proseku iznosio manje od jednog procenta godišnje, u ovoj deceniji već premašuje dva procenta. Rast produktivnosti zasniva se pre svega na automatizaciji i sve većoj upotrebi veštačke inteligencije, te će više nego nadomestiti stagnirajuću ponudu rada povezanu sa usporavanjem migracija. Dodatno, privredni rast će podržati obiman investicioni ciklus tehnoloških kompanija u poluprovodnike i data centre, koji predstavljaju osnovnu infrastrukturu za dalji razvoj veštačke inteligencije. Uz to, ocenjujemo da vrednost američkih akcija nije preterana - u odnosu na nivo zahtevanog prinosa desetogodišnje američke državne obveznice, akcije su blago ispodprosečno do prosečno vrednovane.

Slika 1: Pozitivni efekti tehnološkog razvoja rastu



Izvor: Bloomberg, 17. 12. 2025

U takvom okruženju kao najperspektivnije izdvajamo pre svega ciklične grane i tehnološki sektor. Među cikličnim granama posebno se ističu akcije kompanija u finansijskom sektoru, koje će imati koristi od robusnijeg privrednog rasta, oživljavanja tržišta inicijalnih javnih ponuda, kao i povećanog finansiranja tehnoloških investicija, povezanih sa veštačkom inteligencijom. Važne prilike vidimo i u sektoru investicionih ulaganja, naročito u kompanije iz odbrambene industrije, kao i onih koje posluju u oblasti infrastrukturnih projekata, električne opreme i automatizacije.

U ovom segmentu će veoma dobro poslovati kompanije koje omogućavaju automatizaciju proizvodnih procesa, ali i one koje same najefikasnije automatizuju sopstvenu proizvodnju, čime poboljšavaju produktivnost i troškovnu efikasnost. Dodatno očekujemo izražen rast

poslovanja kompanija iz sektora električne opreme, jer rastuća tražnja za električnom energijom pokreće obiman investicioni ciklus u proizvodnju, prenos i distribuciju električne energije. Od toga će neposrednu korist imati kompanije aktivne u izgradnji i nadogradnji električnih mreža, elektrana i data centara, što obezbeđuje dugoročnu podršku prihodima i profitabilnosti u širem energetsom i industrijskom ekosistemu.

Tehnološki sektor ostaje jedna od ključnih investicionih tema. Uz očekivanu promenu retorike Fed-a u pravcu snižavanja kamatnih stopa, tehnološke akcije će verovatno ponovo biti u centru pažnje investitora. U prvom planu ostaju kompanije poput Amazona i Alphabet (Google), kao i pružaoci softverskih rešenja i usluga, koji su nezamenljivi za razvoj i funkcionisanje veštačke inteligencije. Istovremeno ostajemo oprezni u onim segmentima softverske industrije gde bi veštačka inteligencija mogla strukturno da smanji potražnju za tradicionalnim uslugama.

Iako prema defanzivnim granama uopšte ostajemo rezervisani, i unutar njih prepoznavamo selektivne investicione prilike. Sektor javnih usluga se naime postepeno preobražava iz tradicionalno stabilnog i u pogledu rasta poslovanja ograničenog sektora u segment sa izraženijim potencijalom rasta. Rastuća tražnja za električnom energijom u kombinaciji sa ograničenom ponudom omogućava i rast prodatih količina i povoljniju cenovnu dinamiku. Kompanije koje su najbolje pozicionirane za širenje proizvodnih kapaciteta, kao i za nadogradnju i proširenje distributivnih mreža, zato će i u narednom periodu predstavljati atraktivne investicione prilike.

Selektivne prilike u zahtevnom evropskom okruženju

Evropska privreda će se i u 2026. godini nastaviti suočavati sa brojnim strukturnim ograničenjima koja će usporavati privredni rast. Visoke cene energije smanjuju konkurentnost energetski intenzivnih grana, poput hemijske i čelične industrije, što sputava privrednu aktivnost i negativno utiče na kupovnu moć. Izvoz evropskih proizvoda u Kinu, izuzev pojedinih luksuznih segmenata, ostaje slab i u skorije vreme se ne očekuje značajno poboljšanje. Ključni razlog je u tome što Kina evropskim proizvodima sve češće konkuriše cenovno povoljnijim i tehnološki uporedivim alternativama, zbog čega se od važnog kupca preoblikovala u direktnog konkurenta. Dodatno, Francusku ograničavaju fiskalna kriza i rigidnost tržišta rada, dok se severna Evropa suočava sa oslabljenom konkurentnošću, prekomernom regulacijom i nedostatkom reformnog zamaha. S druge strane, južnoevropske zemlje pokazuju nešto povoljniju dinamiku privrednog rasta i fiskalne stabilnosti, što bi trebalo da se nastavi i u 2026. godini.

Uprkos zahtevnom makroekonomskom okruženju, u Evropi se pojavljuju selektivne investicione prilike, pre svega u sektorima gde region i dalje zadržava konkurentne prednosti ili gde su procene atraktivne. Među njima se izdvajaju proizvođači građevinske opreme i mašina, kao i kompanije iz oblasti industrijske automatizacije, inženjeringa i infrastrukture, koje bi mogle značajno profitirati od povećanih globalnih investicija povezanih sa zelenom tranzicijom, digitalizacijom i modernizacijom infrastrukture. Pozitivno se izdvaja i bankarski sektor. Evropske banke su naime u poslednjim godinama značajno poboljšale kvalitet bilansa, ojačale kapitalne pokazatelje i povećale profitabilnost, ali vrednost njihovih akcija to još uvek ne odražava u potpunosti. Profitabilnost kapitala se vratila na nivoe pre 2008. godine, uprkos tome što se neke banke i dalje kotiraju uz primetan diskont u odnosu na knjigovodstvenu vrednost, što ukazuje da njihov potencijal još nije iscrpljen. Uz očekivani umereni privredni

oporavak i nešto strmiju krivu kamatnih stopa u evro-zoni, profitabilnost bankarskih akcija bi u narednom periodu mogla da nadmaši profitabilnost šireg evropskog berzanskog tržišta.

Evropskoj odbrambenoj industriji smo bili izloženi već više godina, što se pokazalo kao ispravna strateška odluka, jer je ova grupa kompanija bila jedan od ključnih faktora natprosečnih prinosa naših podfondova tokom prolećne korekcije u poređenju sa referentnim indeksima. U poslednjem periodu vrednosti akcija u sektoru postale su izrazito visoke, budući da se odbrambene akcije trenutno trguju po približno dvostrukoj vrednosti šireg tržišta, mereno pokazateljem P/E, dok je taj odnos pre početka rata bio bliži 1,25. Istovremeno, očekivanja u vezi sa budućim rastom profita su veoma ambiciozna i u velikoj meri već uračunata u cene akcija. Na toj osnovi smo izloženost odbrambenom sektoru donekle smanjili i deo kapitala preusmerili u kompanije koje bi mogle imati važnu ulogu u budućoj obnovi Ukrajine, među kojima izdvajamo Heidelberg Materials, Buzzi i CRH. Uz očuvanu dugoročno pozitivnu perspektivu odbrambenog sektora ostajemo izrazito selektivni, a izloženost nameravamo u budućnosti ponovo povećati uz povoljniju vrednost akcija.

Abenomika 2.0 kao temelj japanskog berzanskog tržišta

Japan ulazi u 2026. godinu sa novom premijerkom Sanae Takaichi, koja se smatra ideološkom naslednicom Shinza Abea. Odmah nakon izbora najavila je novi paket Abenomike, fokusiran na fiskalnu ekspanziju i blisku koordinaciju sa japanskom centralnom bankom. Vladin stimulans u iznosu od približno 135 milijardi američkih dolara, uz istrajavanje na labavoj monetarnoj politici, trebalo bi da ojača agregatnu tražnju i dodatno smanji deflacione pritiske. Takaichi zastupa izrazito proekonomsku agendu i ne isključuje dalja fiskalna davanja, a istovremeno nastoji da centralna banka ne odustane preuranjeno od ekspanzivne monetarne politike.

Iako Japan već beleži nešto višu inflaciju, ona je u velikoj meri posledica slabog jena, koji je od 2021. godine izgubio više od polovine svoje vrednosti. Slabija valuta doduše poskupljuje uvoz, ali istovremeno značajno koristi japanskim izvoznicima, jer se njihova cenovna konkurentnost na globalnim tržištima znatno poboljšala. Upravo zato će japanska centralna banka najverovatnije postupati oprezno. Prebrzo ili previše agresivno zaoštavanje monetarne politike moglo bi da izazove naglo jačanje jena i posledično zaoštri globalne finansijske uslove. Jen naime predstavlja važan i jeftin izvor finansiranja rizičnih ulaganja, pa bi nagli rast njegove vrednosti mogao da pokrene prisilno razduživanje i prodaju investicija u akcije, kriptovalute i fondove privatnog kapitala. Istorijски presedani iz 1998, 2007, 2016. i 2021. potvrđuju da takvi pomaci mogu izazvati izražene tržišne potrebe. Postupanje i komunikacija centralne banke stoga predstavljaju ključni rizik, ali i potencijal za dalju uspešnost berzanskih tržišta, zbog čega ovaj aspekt veoma pažljivo pratimo. Japansko berzansko tržište je ušlo u izraženiji rastući trend još 2023. godine, što je delimično posledica obimnih korporativnih reformi u prethodnim godinama. One su podstakle kompanije da obezbede veću profitabilnost za akcionare, veće isplate dividendi i aktivnije programe otkupa sopstvenih akcija. Nova premijerka najavljuje nastavak tih reformi i dodatno jačanje investitorima naklonjenog okruženja, što bi dugoročno trebalo da podrži rast profitabilnosti japanskih kompanija.

Pored toga, Japan se sve više afirmiše kao ključni saveznik Sjedinjenih Američkih Država u periodu ponovne industrijalizacije Zapada. Prema procenama brojnih investicionih banaka, SAD su u svom industrijskom preporodu snažno zavisne od vrhunske japanske tehnologije,

naročito u oblastima industrijske robotike, fabričke automatizacije, brodogradnje i specijalizovane energetske opreme, uključujući nuklearne turbine i elektrodistributivne sisteme. Japanske kompanije na tim poljima imaju dugogodišnje globalno vođstvo, koje Kina i drugi konkurenti teško mogu da nadomeste.

Zbog ograničenih domaćih kapaciteta i znanja u SAD i širem Zapadu, u narednim godinama otvara se mogućnost višegodišnjeg ciklusa tražnje za japanskim industrijskim proizvodima i tehnologijom. To Japan postavlja među ključne strukturne pobednike u Aziji, jer kao pouzdan partner sa snažnom industrijskom bazom može značajno profitirati od globalnog investicionog ciklusa. Uprkos ovogodišnjem rastu cena akcija, japanske akcije ostaju relativno povoljno vrednovane, naročito uzimajući u obzir dugoročne trendove poboljšanja profitabilnosti i korporativnog upravljanja.

Nova dinamika na tržištima u razvoju

Posle više od decenije skromnih prinosa, akcije izdavalaca sa sedištem na tržištima u razvoju postaju cenovno atraktivne, a istovremeno se uočavaju postepeni pozitivni pomaci u poslovanju kompanija, očekivanja viših cena pojedinih sirovina, kao i povoljniji geostrateški položaj pojedinih država. Ključnu težinu unutar akcijskih indeksa tržišta u razvoju nosi četvorka azijskih velikana – Kina, Indija, Južna Koreja i Tajvan – pri čemu svaka od ovih zemalja ima specifične strukturne prednosti i investicione argumente.

Kineska privreda se kratkoročno suočava sa sve nepovoljnijim trendovima. Deflacioni pritisci se produbljuju, tradicionalni sektori – naročito tržište nekretnina – ostaju u strukturnoj krizi, dok poverenje potrošača i privatnog sektora ostaje slabo. Ovi faktori ukazuju da će u 2026. godini postojati sve veća verovatnoća dodatnih stimulativnih mera od strane države, kako na fiskalnom, tako i na monetarnom planu. Istovremeno, uz slabost tradicionalnog dela privrede, veoma brzo se razvija nova, tehnološki napredna ekonomija, koja ima potencijal da postepeno nadomesti opadajući doprinos zastarelih grana.

Kineska vlada razvoj veštačke inteligencije, digitalizacije i tehnološkog napretka sistematski podržava kroz tesnu saradnju između države i korporativnog sektora, što omogućava obimno javno finansiranje infrastrukture i izuzetno brzu implementaciju novih tehnologija u privredu. Za razliku od Sjedinjenih Američkih Država, gde je naglasak pre svega na razvoju najmoćnijih čipova i računarske infrastrukture, Kina svoju strategiju veštačke inteligencije gradi na širokoj upotrebi i integraciji veštačke inteligencije u industriju, poslovne procese i uslužne delatnosti. Ovaj pristup se već jasno odražava u poslovnim rezultatima, jer profiti kineskih tehnoloških kompanija rastu brže nego profiti njihovih američkih uporedivih kompanija, dok su njihove vrednosti znatno povoljnije, jer se kreću na približno polovini vrednosti američkih tehnoloških akcija.

Dugoročno perspektivne teme u Kini ostaju veštačka inteligencija, fintech, elektronska trgovina, specijalizovana potrošnja i zelena tranzicija. Uz to ostajemo oprezni u granama sa viškom ponude, kao što su električna vozila, solarni paneli i čelik, gde intenzivna konkurencija i visoki proizvodni kapaciteti snažno pritiskaju marže i profitabilnost kapitala. Investitori moraju uzeti u obzir i geopolitičke rizike, naročito ograničenja izvoza naprednih čipova i moguće dalje zaoštavanje trgovinskih odnosa. Uprkos tome, Kina u sve više dvopolnom svetskom poretku postaje strateški zanimljiva investiciona priča, jer ostaje jedna od dve ključne globalne privredne i tehnološke sile. Kombinacija niskih vrednosti akcija, očekivanih državnih podsticaja

i strukturnog tehnološkog napretka stvara potencijal za pozitivna iznenađenja nakon dužeg perioda zatišja.

Indija se izdvaja kao jedna od najperspektivnijih zemalja u grupi tržišta u razvoju. Radi se o najbrže rastućoj velikoj privredi na svetu, pri čemu se očekuje da će rast BDP-a i u narednim godinama prelaziti 6 procenata godišnje. Zemlja ima izuzetno povoljnu demografsku strukturu, jer je prosečna starost stanovništva oko 28 godina, dok brzo rastuća srednja klasa obezbeđuje dugoročnu podršku domaćoj potrošnji. Privlačnosti doprinosi i unapređeno poslovno okruženje, budući da je u poslednjim godinama sproveden niz strukturnih reformi, a političko okruženje ostaje relativno stabilno. Zbog zaoštrenog rivalstva između Zapada i Kine, Indija se sve više afirmiše kao ključni partner Sjedinjenih Američkih Država, pri čemu brojna američka i japanska preduzeća povećavaju direktne investicije sa namerom diverzifikacije proizvodnih lanaca. Snažni domaći potrošački trendovi stvaraju višegodišnji superciklus tražnje, naročito u bankarstvu, potrošačkim uslugama, telekomunikacijama i infrastrukturi. Uprkos natprosečnoj atraktivnosti, treba uzeti u obzir relativno visoke vrednosti akcijskih ulaganja, jer indeks Nifty 50 trenutno kotira po P/E odnosu od oko 23, što prevazilazi prosek drugih tržišta u razvoju.

Južna Koreja predstavlja jednu od ključnih azijskih priča unutar tržišta u razvoju i usko je povezana sa razvojem veštačke inteligencije i nove industrijske paradigme. Zemlja nudi relativno dobro diversifikovanu izloženost veštačkoj inteligenciji, budući da je dom nekih od najvećih svetskih proizvođača poluprovodnika, kao što su Samsung i SK Hynix. Nedavni rast cena memorijskih DRAM čipova ukazuje na početak novog povoljnog ciklusa u industriji memorije, a još značajnija je gotovo monopolska uloga korejskih kompanija u proizvodnji naprednih HBM čipova, ključnih za visokoperformantno procesiranje veštačke inteligencije. Očekuje se da će potražnja za ovim komponentama u narednim godinama snažno rasti. Pored tehnološkog liderstva, Južna Koreja postaje sve privlačnija i zbog unapređenog korporativnog upravljanja, viših dividendi i programa otkupa sopstvenih akcija. Zajedno sa Japanom afirmiše se kao važan stub američke reindustrijalizacije, naročito u oblastima brodogradnje, baterijskih tehnologija te energetskih i turbinskih sistema, što podržava dugoročni investicioni potencijal korejskog tržišta.

Tajvan ostaje ključna karika globalnog tehnološkog i poluprovodničkog lanca, budući da sa kompanijom TSMC ima vodeću ulogu u razvoju i proizvodnji najnaprednijih čipova na svetu. Prelazak na 2-nanometarsku tehnologiju dodatno učvršćuje gotovo nezamenjiv položaj kompanije u ekosistemu veštačke inteligencije i visokoperformantnog računarstva, uključujući najnovije generacije procesora. Istovremeno, TSMC aktivno smanjuje geopolitičke rizike diversifikacijom proizvodnih kapaciteta, pre svega kroz obimne investicije u proizvodnju u Sjedinjenim Američkim Državama. Uprkos rastućim tenzijama sa Kinom tokom poslednje godine, Tajvan zbog svoje tehnološke nezamenljivosti ostaje strateški izuzetno važan i dugoročno atraktivan za investitore koji traže izloženost najnaprednijim segmentima globalnog tehnološkog lanca.

Autor
mag. Matej Mazi,
Zamenik direktora Sektora investicionih fondova

Prilike na tržištima obveznica u 2026. godini

Investitori u obveznice će u 2026. godini biti posebno fokusirani na poteze glavnih centralnih banaka u kombinaciji sa podacima o inflaciji i posledičnim kretanjima referentnih kamatnih stopa. Pored toga, biće reči i o kreditnim priraštajima (spreadovima), koji su se tokom 2025. godine nastavili smanjivati i trenutno se nalaze na istorijski niskim nivoima.

Očekuje se nešto viša javna potrošnja država, jer strukturni izdaci za odbranu, zelenu tranziciju i infrastrukturu ostaju visoki. Zaduženost država evrozone će rasti, pa se posledično može očekivati veći obim izdavanja državnih obveznica.

Pregled 2025. godine

Godina 2025. bila je nepredvidiva na tržištima obveznica, obeležena visokom volatilnošću koju su izazvali specifični fiskalni, monetarni i politički događaji. U januaru je došlo do rasprodaje američkih državnih obveznica, jer su investitori bili zabrinuti zbog rastućeg deficita i nivoa javnog duga. Talas nestabilnosti se u martu preselio u Evropu, kada je Nemačka najavila povećanje javne potrošnje, što je zbog očekivanja višeg budućeg privrednog rasta i većeg obima izdavanja državnih obveznica dovelo do rasta traženih stopa prinosa dugoročnih državnih obveznica. Poslednji veći potres dogodio se u septembru zbog političke krize u Francuskoj, kojoj je sledila rasprodaja francuskih obveznica i povećanje kreditnih spreadova francuskih obveznica u odnosu na nemačke. Uprkos povišenoj volatilnosti, godina 2025. se za investitore u evropske obveznice završila solidnim prinosima, jer su ulaganja u evroobveznice investicionog razreda u proseku porasla za skoro 3 %.

Privredni rast i trgovinski pritisci

Razlika između privrednog rasta SAD i EU ostala je visoka. Američka privreda je, uprkos uvođenju carina i višim troškovima uvoza, zabeležila solidan rast BDP-a, koji se ipak u odnosu na 2024. godinu nešto usporio. S druge strane, Evropa se i dalje suočava sa niskom stopom rasta BDP-a, koju opterećuju strukturni problemi, pitanje fiskalne održivosti u pojedinim članicama EU, zavisnost od uvezenih energenata i politička nestabilnost.

Inflacija – od privremenog pada do ponovnog rasta

Godinu 2025. obeležila je inflacija u obliku slova „U“. Nakon što se u prvoj polovini godine činilo da se inflacija u SAD približava ciljnoj stopi od 2 %, trend se sredinom godine preokrenuo, tako da se krajem 2025. inflacija nalazila na sličnim nivoima kao na početku godine. Najviše su doprinos preokretu inflacionih kretanja imale carine američke administracije, koje su poskupile uvoznu robu, kao i septembarski skok cena električne energije i gasa. Pošto se kod carina radi pre svega o jednokratnom cenovnom šoku, američki Fed je, uprkos tvrdokornijoj osnovnoj inflaciji, procenio da su uslovi pogodni za postepeno ublažavanje monetarne politike. To potvrđuje i kretanje dugoročnih prinosa, koji se nisu značajno povećali, a Fed je na septembarskom zasedanju započeo ciklus snižavanja kamatnih stopa, koje se trenutno nalaze

u rasponu između 3,50 % i 3,75 %. Inflacija u evrozoni je nešto niža i krajem godine godine se stabilizovala na oko 2 %. Evropska centralna banka (ECB) je u prvoj polovini godine na četiri zasedanja snizila sve tri ključne kamatne stope, dok ih je u drugoj polovini godine zadržala nepromenjenim, pa trenutna stopa depozitne kamate iznosi 2,00 %.

Kreditni priraštaji ostaju veoma niski

Kreditni priraštaji, koji predstavljaju dodatnu traženu stopu prinosa za preuzimanje kreditnog rizika, u 2025. godini su se dodatno smanjili i trenutno se nalaze na istorijski veoma niskim nivoima. Neposredno nakon uvođenja carina američke administracije početkom aprila oni su doduše snažno porasli, jer su investitori očekivali da će mnoge kompanije teže otplaćivati svoje obaveze, ali se kasnije pokazalo da privredni sistem može da apsorbuje carine bolje nego što se prvobitno očekivalo.

Slika 1: Kreditni prinosi obveznica špekulativnog razreda

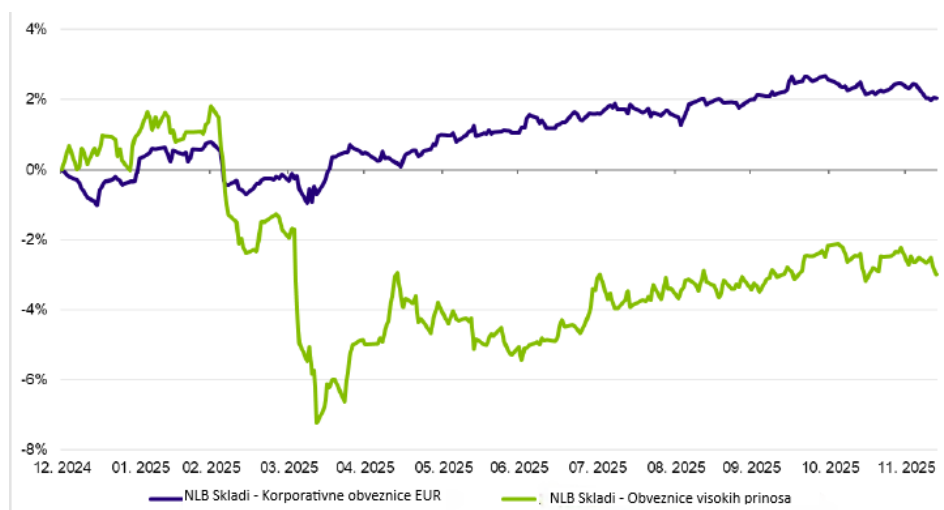


Izvor: Bloomberg

Prinos obvezničkih podfondova krovnog fonda NLB Skladi

Podfond NLB Skladi – Obveznice visokih prinosa u svom portfelju održava više od 60% izloženosti prema obveznicama u dolarima. Uprkos nižim kreditnim priraštajima, koji su pozitivno doprineli prinosu podfonda, vrednost američkog dolara u odnosu na evro se smanjila za više od 12%, što je značajno negativno uticalo na prinos podfonda NLB Skladi – Obveznice visokih prinosa. Profitabilnost podfonda NLB Skladi – Korporativne obveznice EUR bila je u 2025. godini pozitivna zahvaljujući snižavanju, odnosno stabilizaciji kamatnih stopa u evrozoni i nižim kreditnim priraštajima.

Slika 2: Prinosi obvezničkih podfondova u 2025. godini



Izvor: Sopstveni proračun

Pogled u 2026. godinu

Sporiji privredni rast uz nižu inflaciju

Globalni privredni rast trebalo bi da u 2026. godini ostane umeren. Prema podacima Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), on bi u 2026. iznosio 2,9 %, odnosno 0,3 procentna poena manje nego 2025. godine. Rast bi trebalo da bude podržan stimulativnim fiskalnim i monetarnim politikama najvećih svetskih privreda. Glavne centralne banke razvijenih ekonomija će, po svoj prilici, normalizovati ključne kamatne stope ka neutralnim nivoima, nakon što su u prethodnim godinama zbog visoke inflacije u periodu koronavirusa sprovele agresivan ciklus zaoštavanja monetarne politike. Fiskalna politika bi trebalo da ostane naklonjena podsticanju privrednog rasta, jer će vlade davati prednost infrastrukturnim i strateškim ulaganjima kako bi ublažile posledice trgovinskih i geopolitičkih neizvesnosti. Prema konsenzusu analitičara Bloomberg, inflacija u SAD i evrozoni bi se u narednim kvartalima, u odnosu na trenutne nivoe, trebala smanjiti; u SAD sa trenutnih 3,0 % na 2,7 % krajem 2026. godine, a u evrozoni sa trenutnih 2,2 % na 1,9 % krajem 2026. godine.

Razilaženje između monetarnih politika Fed-a i ECB

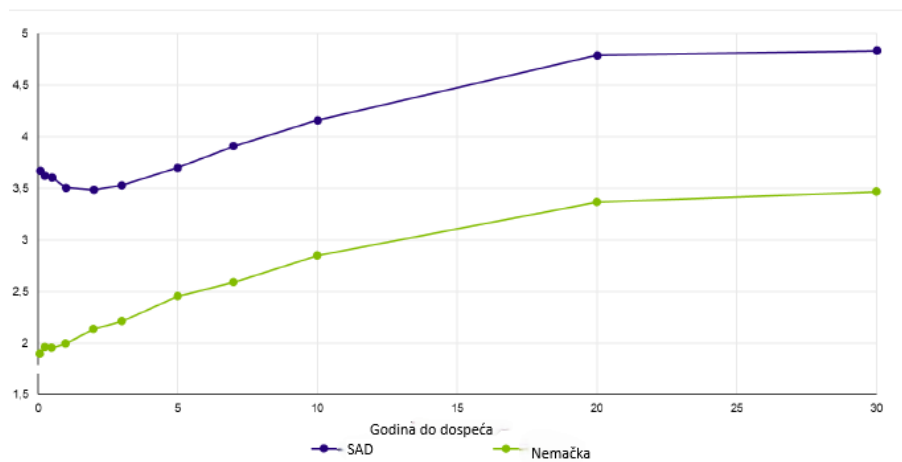
Prema Bloombergovom prikazu očekivanja u vezi sa budućim kamatnim stopama, jasno je da tržišni učesnici očekuju približno dva smanjenja kamatne stope Fed-a u narednoj godini, dok se za ECB trenutno predviđa da kamatne stope neće menjati. ECB je izrazila zadovoljstvo trenutnim usmerenjem svoje monetarne politike i naznačila da bi rez kamatnih stopa bio potreban samo u slučaju pogoršanja ekonomskih podataka.

Normalizacija kamatne krive

Nakon inflacionog šoka pre nekoliko godina, kamatne krive u gotovo svim glavnim privredama sveta bile su snažno inverzne, što je značilo da su kratkoročne kamatne stope, usled

agresivnog zaošttravanja monetarne politike, bile više od dugoročnih. Međutim, kamatne krive su se u 2025. godini normalizovale i više nisu inverzne, već ponovo rastuće, što znači da dugoročne kamatne stope prevazilaze kratkoročne i investitori su ponovo nagrađeni za preuzet rizik držanja obveznica duže ročnosti. Neki tržišni učesnici upozoravaju na rizik ponovnog ubrzanja inflacije, koju bi mogla izazvati prevelika fiskalna ekspanzija država, moguće zaošttravanje trgovinskih ratova, veća tražnja za određenim proizvodima ili uslugama zbog visokih investicija u nove tehnologije, ili dodatno geopolitičko zaošttravanje. Ipak, kako je rast produktivnosti u SAD zahvaljujući veštačkoj inteligenciji visok, pritisak na rast plata popušta, a efekat carina američke administracije manji je od prvobitnih očekivanja, očekuje se da bi se inflacija u SAD mogla smanjiti više od konsenzusa analitičara. Inflaciona kretanja u evrozoni takođe bi mogla iznenaditi naniže, jer zbog uvođenja američkih carina kineske kompanije preusmeravaju izvoz u Evropu, čime na evrozonu prenose deflacione pritiske. Zbog navedenog tražimo prilike na srednjem i dužem delu kamatne krive.

Slika 3: Kamatne krive Sjedinjenih Američkih Država i Nemačke



Izvor: Bloomberg

Velike emisije državnog duga biće ključna tema 2026. godine

Evropske vlade će u 2026. godini nastaviti sa obimnim zaduživanjem zbog viših javnih izdataka, naročito za odbranu, infrastrukturne projekte i energetske tranzicije, što će postepeno povećavati javni dug i budžetske deficite. Povećana ponuda državnih obveznica mogla bi da izvrši pritisak na dugoročne prinose i doprinese strmijoj kamatnoj krivi. Evropska komisija predviđa da bi se odnos između duga i BDP-a na nivou evrozone mogao povećati sa 88 % u 2024. na oko 90 % u 2027. godini, što je posledica činjenice da su prosečni troškovi javnog duga viši od nominalnog rasta BDP-a.

Da li nemačka fiskalna politika postaje ekspanzivna?

U martu 2025. nemački parlament je usvojio reformu fiskalne politike, koja iz nacionalnih fiskalnih pravila izuzima svu potrošnju za odbranu iznad 1 % BDP-a, omogućava uspostavljanje posebnog fonda od 500 milijardi evra za ulaganja u infrastrukturu i klimatske projekte, i ublažava pravila o potrošnji za savezne pokrajine. Prema prognozama Evropske komisije, javna potrošnja bi u narednim godinama trebalo značajno da poraste, dok bi

budžetski deficit države mogao da se poveća sa trenutnih 3,1 % BDP-a u 2025. na 4,0 % BDP-a u 2026, usled predviđenih viših izdataka za odbranu, dodatnih poreskih olakšica i povećanih socijalnih izdataka. Postoji rizik da se sve najavljene nemačke investicije ne realizuju u celosti i ne u predviđenom roku, jer nas istorija uči opreznosti. Nemačka privreda je u prošlosti zbog administrativnih i birokratskih ograničenja, kao i političkog kočenja, često zaostajala za budžetskim planovima. Za razliku od Francuske, koja se suočava sa političkom krizom, fiskalnim izazovima i visokim socijalnim izdacima, Nemačka ipak ima manevarski prostor za dodatno zaduživanje. Pored toga, nemačke banke su najbolje kapitalizovane u poslednjih 20 godina, kvalitetno upravljane i suočavaju se sa niskim stopama loših kredita, zbog čega opravdano vidimo prilike u podređenim obveznicama nemačkih banaka, koje nude atraktivne prinose uz prihvatljiv nivo rizika.

Da li nas brinu niski kreditni priraštaji?

Kreditni priraštaji na trenutno istorijski niskim nivoima nude malo nagrade za preuzimanje dodatnog rizika, pa je selektivnost u takvom okruženju ključna. Pre svega u SAD, očekivano niže kamatne stope, povećana količina novca u opticaju (M2) i postepeno ublažavanje kreditnih standarda mogli bi da stvore bolje uslove finansiranja, naročito za izdavaoce obveznica špekulativnog razreda, gde je osetljivost na troškove finansiranja viša. Temeljni pokazatelji kompanija ostaju solidni, a dospelosti duga raspoređene su u naredne godine, što povećava otpornost u slučaju mogućih iznenadnih privrednih potresa. Ipak, u trenutnom okruženju niskih kreditnih priraštaja zadržavamo veću naklonjenost obveznicama investicionog razreda, gde kombinacija kvaliteta, stabilnosti i atraktivnih prinosa do dospeća predstavlja bolje odnos rizika i očekivanog prinosa.

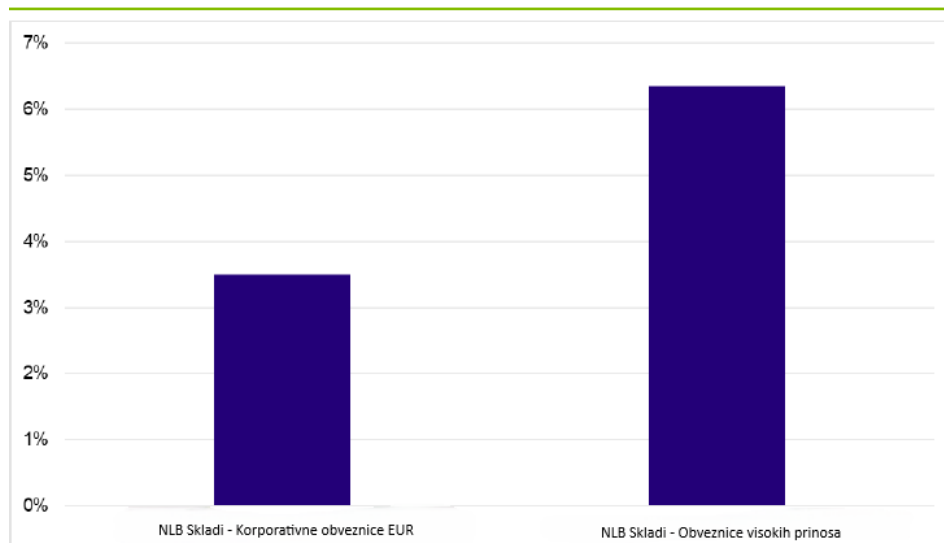
Zaključak

Iako kombinacija solidnog privrednog rasta i predviđenog smanjenja inflacije stvara generalno povoljno okruženje pre svega za investicije u akcije, obveznice ostaju važan deo portfelja investitora. Možemo očekivati određena razilaženja u dinamici privrednog rasta i inflacije, kao i u usmerenjima ekonomskih politika, što će stvarati prilike za selektivno pozicioniranje u pogledu trajanja i kreditnog rizika u aktivno upravljanim fondovima.

Trenutni prinosi do dospeća oba obveznička podfonda krovnog fonda NLB Skladi su povoljni, zbog čega podfondovi predstavljaju korisnu dopunu akcijskim podfondovima, naročito u trenutnom periodu viših vrednovanja na akcijskim tržištima. Prinos podfonda NLB Skladi – Obveznice visokih prinosa zavisice od kretanja vrednosti američkog dolara i od visine kreditnih spreadova, koji na trenutnim nivoima ne odražavaju moguću recesiju ili zahlađenje na tržištima kapitala, pa je pri ulaganju u podfond potrebna dodatna opreznost.

Istovremeno, u globalnom obvezničkom prostoru i dalje se otvaraju selektivne prilike, na primer kod obveznica zemalja u razvoju u lokalnim valutama, gde više realne kamatne stope i potencijalno povoljnija monetarna politika nude atraktivan odnos između rizika i prinosa.

Slika 4: Prinosi do dospeća



Izvor Sopstveni proračun

Autor
Rok Vrčkovnik
Upravitelj imovine

Strukturni pomak svetske privrede ka dvopolnosti

Posle tri decenije ubrzane globalizacije, svetska privreda se postepeno, ali uporno pomera u pravcu veće geopolitičke i ekonomske segmentacije.

Međunarodne trgovinske veze, koje su do nedavno povezivale države u relativno jedinstveno globalno tržište, sve se više razgrađuju i preusmeravaju u dve dominantne geopolitičke i ekonomske sfere, usredsređene oko Sjedinjenih Američkih Država i Kine. Ovaj pomak nije samo geopolitički, već sve više neposredno oblikuje dugoročne tokove kapitala i investicione odluke.

Jedan od najočiglednijih pokazatelja ovog pomaka jeste pad međusobne trgovinske zavisnosti. Izvoz Kine u SAD danas čini manje od 10 % ukupnog kineskog izvoza, dok je pre početka trgovinskih ratova bio viši od 20 %. Slično tome, udeo kineskih proizvoda u američkom uvozu smanjen je na približno 8 %. Ovi podaci ne odražavaju samo kratkoročne oscilacije, već ukazuju na dublje, strukturne promene u globalnoj trgovini.

Istovremeno, Kina se učvrstila kao vodeća svetska proizvodna sila. Njen udeo u globalnoj industrijskoj proizvodnji danas iznosi približno 28 %, dok SAD doprinose oko 17 %.

Ovaj pomak proizvodnih kapaciteta sa Zapada ka Istoku ne znači samo ekonomsku tranziciju, već i značajno jačanje kineske geopolitičke moći. Kontrola nad proizvodnjom, tehnologijom i ključnim karikama unutar lanaca snabdevanja sve više oblikuje odnose moći u svetu i ukazuje na prelazak iz nekadašnje ere globalizacije u sve više dvopolni svetski poredak.

U takvom okruženju otvaraju se dva ključna pitanja: da li neka od velesila može dugoročno da postigne dominantan položaj i kakve su investicione posledice sve izraženije fragmentacije? Podela sveta na odvojene ekonomske i tehnološke sfere menja ustaljene pristupe alokaciji kapitala, povećava značaj regionalne selektivnosti i zahteva veće uvažavanje novih rizika i prilika, političkih i strateških faktora u oblikovanju dugoročnih investicionih strategija.

Zašto se globalizacija povlači pred geopolitičkom logikom?

Niz velikih kriza u poslednjim godinama značajno je ubrzao pomak svetske privrede od globalizacije ka deglobalizaciji i regionalizaciji. Pandemija kovida-19 otkrila je ranjivost globalnih lanaca snabdevanja, jer je u kratkom vremenu paralizovala proizvodnju i logistiku i izazvala nestašicu sirovina, poluproizvoda i gotovih proizvoda. Posledica su bili nagli cenovni skokovi, koji su se brzo prelili u širu inflaciju.

Kao odgovor, države i kompanije počele su sistematski da smanjuju zavisnost od kineskih i drugih dobavljača povezanih sa većim rizicima u pogledu stabilnosti snabdevanja. U prvi plan su došli diverzifikacija izvora snabdevanja, povećanje strateških zaliha i vraćanje dela proizvodnje bliže domaćim ili regionalnim tržištima. Ovaj proces dodatno je ubrzan ratom u Ukrajini, koji je razotkrio rizike prevelike zavisnosti od politički nestabilnih dobavljača strateških sirovina.

Važan faktor deglobalizacije je i uspon Kine kao tehnološke i privredne sile. Zemlja danas više nije samo niskobudžetski proizvođač, već direktan konkurent na brojnim visokotehnološkim poljima. Ima dominantan položaj u više kritičnih lanaca snabdevanja, a njena industrijska baza predstavlja više od četvrtine svetske proizvodnje. To je u razvijenim privredama izazvalo temeljno strateško preispitivanje dugoročne konkurentnosti i sigurnosti snabdevanja.

U prvi plan više ne dolazi samo troškovna efikasnost, već i strateška samodovoljnost, pouzdanost snabdevanja i otpornost sistema. Ovaj pomak jasno je vidljiv u američkom zakonodavstvu, naročito u zakonima CHIPS Act i Inflation Reduction Act, kao i u Evropi, gde države povećavaju ulaganja u lokalne energetske kapacitete i odbrambene sposobnosti. Globalizacija, koja je počivala pre svega na optimizaciji troškova, tako se postepeno povlači pred geopolitički segmentisanim sistemom.

Ovaj pomak ne odražava se samo u trgovini, već i u tokovima kapitala. Prema procenama međunarodnih institucija, danas se već više od 40 % globalnih direktnih stranih investicija usmerava unutar politički savezničkih država, što je skoro dvostruko više nego pre 2015. godine. Kapital sve manje prati isključivo troškovnu efikasnost, a sve više geopolitičku pripadnost.

SAD: tehnološko vođstvo i strateška reindustrijalizacija

Sjedinjene Američke Države, uprkos rastućoj konkurenciji, zadržavaju važne strukturne prednosti. Ostaju vodeće u razvoju najnaprednijih tehnologija, naročito u poluprovodnicima, veštačkoj inteligenciji, cloud infrastrukturi i kvantnom računarstvu, gde američke kompanije u proseku i dalje funkcionišu približno jednu tehnološku generaciju ispred većine kineskih konkurenata.

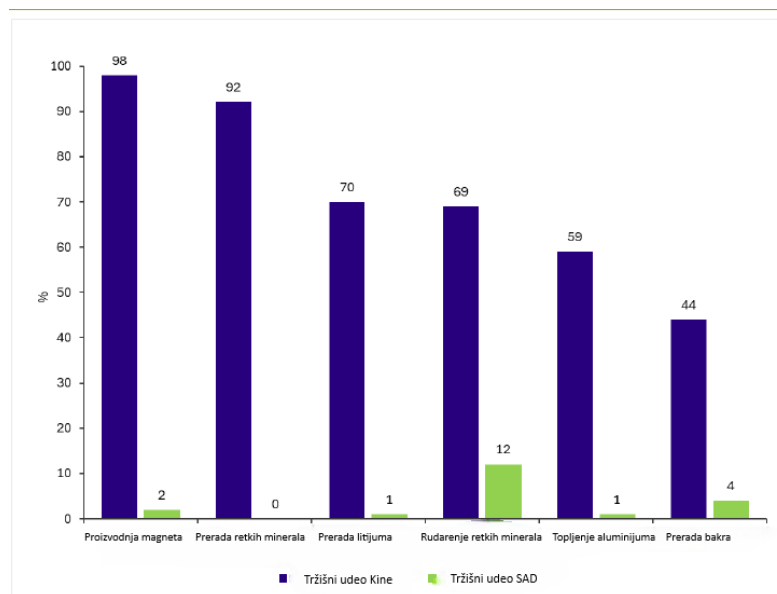
Ključnu podršku ovom položaju obezbeđuje razvijenost američkog tržišta kapitala. Dubina i likvidnost finansijskog sistema, kao i uloga američkog dolara, omogućavaju finansiranje

obimnih investicija, a dodatnu prednost predstavlja i izražena dominacija u oblasti odbrambene tehnologije.

Istovremeno, SAD sve više postaju svesne sopstvenih ograničenja, naročito u oblasti energetike. Američka elektroenergetska mreža suočava se sa uskim grlima, a troškovi električne energije viši su nego u Kini. Iako nuklearna energija obezbeđuje približno 18 % američke proizvodnje Električne energije, u zemlji trenutno nije u izgradnji nijedan novi reaktor. Uz brzo rastuću potražnju za energijom, naročito zbog data centara i veštačke inteligencije, to predstavlja značajan dugoročni rizik. Pritisak na energetski sistem će se u narednim godinama dodatno pojačavati. Prema nekim procenama, do kraja decenije potrošnja električne energije data centara u SAD mogla bi da premaši potrošnju cele industrije čelika, što energiju postavlja među ključne ograničavajuće faktore buduće tehnološke konkurentnosti.

Ova ograničenja objašnjavaju zašto SAD sve više usmeravaju politiku ka reindustrializaciji, automatizaciji i očuvanju tehnološkog vođstva. Globalizacija je američkoj privredi doduše donela niže troškove i više marže, ali je istovremeno izazvala eroziju domaće industrijske baze i povećanu zavisnost od spoljnih dobavljača kod strateški ključnih komponenti, kao što su retki minerali. Pandemija i geopolitičke tenzije razotkrile su ranjivost takvog modela.

Slika 1: SAD su izgubile suverenost u oblasti retkih zemalja



Izvor: Goldman Sachs GIR

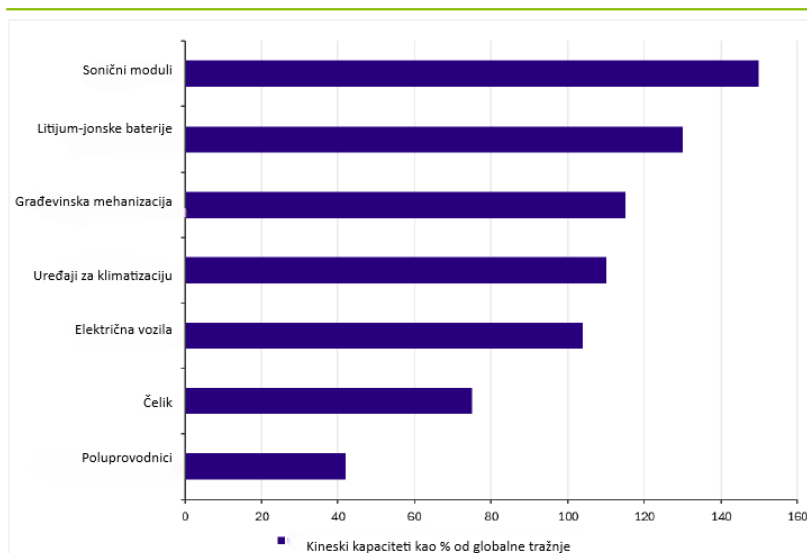
Reindustrializacija zato nije namenjena povratku niskobudžetske proizvodnje, već uspostavljanju tehnološki napredne, kapitalno intenzivne i visoko automatizovane industrije. Automatizacija omogućava delimično izravnavanje viših troškova rada i energije, kao i smanjenje zavisnosti od ograničene ponude radne snage. Ključni cilj ostaje kontrola nad strateškim granama, od poluprovodnika i napredne proizvodne opreme do energetskih, odbrambenih tehnologija i retkih minerala.

Kina: kontrola nad lancima vrednosti kao izvor geopolitičke moći

Dok američki model moći počiva pre svega na tehnologiji, finansijama i institucionalnoj infrastrukturi, Kina svoju geopolitičku težinu gradi prvenstveno kroz industrijski obim, kontrolu

nad lancima vrednosti i energetske osnovu. Kina je u poslednje dve decenije postala centralna pokretačka sila globalne proizvodnje. Njen udeo u svetskoj industrijskoj proizvodnji daje joj značajnu težinu u sektorima kao što su elektronika, baterije, solarni paneli i električna vozila. U brojnim granama Kina kontroliše čitave lance vrednosti – od sirovina do gotovih proizvoda – što joj omogućava uticaj na cene, dostupnost i uslove pristupa ključnim tehnologijama. Posebno važnu ulogu imaju retki minerali i drugi kritični minerali. Kontrolom nad rafinisanjem i proizvodnjom magneta od retkih minerala Kina upravlja većinom svetskih kapaciteta, što joj omogućava da u slučaju zaoštavanja odnosa selektivno ograniči snabdevanje ili poveća neizvesnost u zapadnim lancima snabdevanja. Ključni problem Zapada nije nedostatak nalazišta, već gubitak industrijskog znanja, ekološke tolerancije i kapitalne discipline za uspostavljanje celokupnog prerađivačkog lanca. Slična logika važi i za obimnu industrijsku bazu. Ekonomije obima omogućavaju niže cene, brže učenje i stalna tehnološka unapređenja, a istovremeno vrše pritisak na marže konkurenata i ograničavaju njihovu investicionu sposobnost. Dugoročno to vodi ka deindustrijalizaciji pojedinih segmenata na Zapadu i povećava zavisnost od kineskih dobavljača čak i u granama sa višom dodatom vrednošću. Važan deo strategije predstavlja i energetika. Kina obimnim ulaganjima u nuklearne kapacitete gradi stabilnu i cenovno konkurentnu energetske osnovu za dalju industrijalizaciju i energetske intenzivne tehnologije budućnosti. Za investitore kineski uspon je izrazito dvosmislen. S jedne strane, nudi značajne dugoročne prilike u granama gde država sistematski gradi konkurentne prednosti, a s druge strane donosi regulatorne, geopolitičke i strukturne rizike. Visok privredni ili industrijski rast ne znači nužno i visoke prinose kapitala, naročito u okruženjima gde industrijska politika često prevlada nad interesima akcionara. Industrijska politika je u takvom okruženju često usmerena pre svega na postizanje strateških ciljeva, a ne na optimizaciju prinosa na uloženi kapital, što zahteva visok stepen selektivnosti, dugoročnu perspektivu i opreznost u investicionim odlukama.

Slika 2: Kineski višak proizvodnih kapaciteta



Izvor : Goldman Sachs GIR

Dvopolni poredak i nova realnost investiranja

Svetska privreda se sve više oblikuje u dva delimično odvojena ekonomska i tehnološka pola. Pri tom ne dolazi do simetrične podele moći. Svet se sve više pomera ka asimetričnom dvopolu, u kojem SAD zadržavaju prevlast u oblasti finansija, intelektualne svojine i vrhunskih tehnologija, dok Kina gradi svoju moć pre svega na proizvodnom obimu, energetici i kontroli nad industrijskim lancima vrednosti. Ovaj proces je strukturne prirode i već se jasno odražava u trgovinskim tokovima, industrijskoj politici i reorganizaciji lanaca snabdevanja. Potpuna separacija između SAD i Kine doduše nije realna, ali je međusobna zavisnost trajno niža nego u prošlosti.

Za investitore to znači novu realnost, u kojoj postaje smisleno raspodeliti imovinu između oba pola. Američki i kineski privredni sistemi razvijaju se različitim putevima, sa različitim prednostima, rizicima i cikličnim obrascima. Prisustvo u oba sistema omogućava bolje zahvatanje globalnog rasta, a istovremeno smanjuje izloženost specifičnim političkim, regulatornim ili makroekonomskim šokovima pojedinog bloka. Uz to, razlike između dva pola ostaju suštinske. U takvom okruženju pasivna globalna alokacija kapitala postaje sve manje efikasna. Profitabilnost investicija će u narednoj deceniji sve više zavisiti od pravilnog izbora političkog bloka, sektora i institucionalne zaštite kapitala – naročito pravne sigurnosti vlasničkih prava, predvidljivosti regulative i zaštite manjinskih akcionara – a ne samo od opšteg rasta svetske privrede. Reč je o strukturnom pomaku koji prevazilazi uobičajene ekonomske i tržišne cikluse.

Razvijenija tržišta kapitala, viši nivo korporativnog upravljanja, transparentnija regulativa i znatno bolja pravna zaštita akcionara znače da je dugoročno i dalje smisleno veći deo portfelja usmeravati ka polu fokusiranom oko Sjedinjenih Američkih Država, koje nude stabilnije institucionalno okruženje i veću predvidljivost prinosa.

Za institucionalne investitore to pre svega znači promenu misaonog okvira. Kineski i širi azijski prostor ostaje važan dopunski deo globalnih portfelja, ali zahteva viši stepen selektivnosti, razumevanja političkih ciljeva i aktivno upravljanje rizicima. U svetu ekonomskog dvopola uspešno investiranje ne znači izbor jedne strane, već promišljeno balansiranje izloženosti uz jasno razumevanje da su prinos i sigurnost kapitala i dalje izrazito asimetrično raspodeljeni.

Izvori:

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

Autor
mag. Matej Mazi,
Zamenik direktora Sektora investicionih fondova

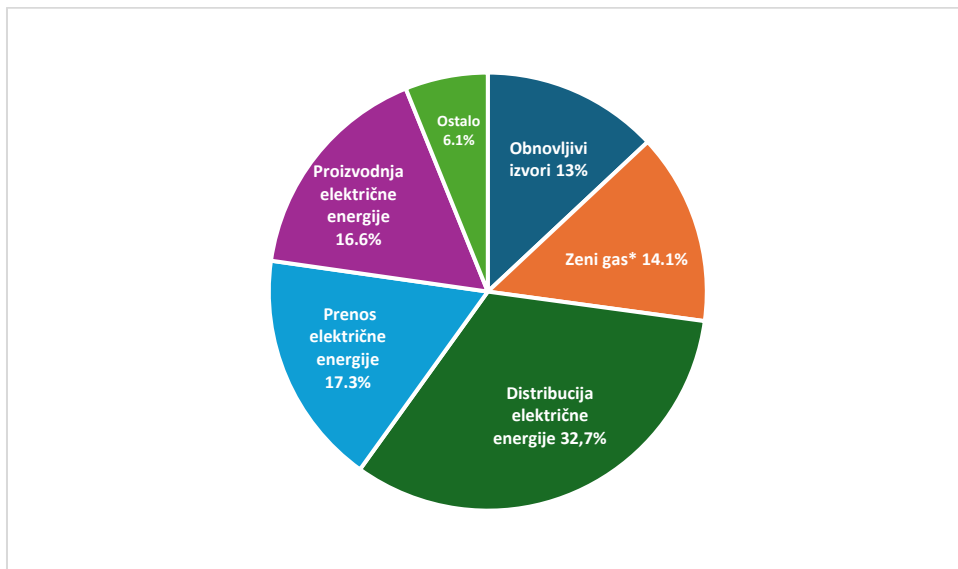
Povećanje potrošnje električne energije kao investiciona priča za 2026. godinu

Globalna potrošnja električne energije ušla je u fazu strukturnog rasta, koji je značajno brži od rasta ukupne potrošnje energije.

U 2024. godini potrošnja električne energije povećala se za 4,4 %, što značajno prevazilazi proseke rasta iz perioda od 2015. do 2023, koji su iznosili 2,6 %. Do 2035. godine potrošnja u SAD će se povećati za oko 26 %, dok se u EU očekuje da će to povećanje iznositi čak između 40 % i 50 %.

Slika 1: Udeo planiranih investicionih izdataka po vrstama delatnosti u periodu od 2025. do 2028. godine

Udeo investicionih izdataka



*uključujući gasovode, skladištenje, distribuciju i preostalu infrastrukturu

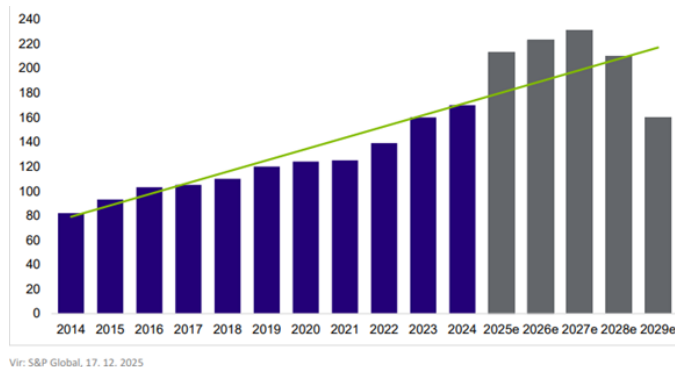
Izvor: S&P Global, 17. 12. 2025

Postojeće elektroenergetske mreže, naročito u Evropi i SAD, zastarele su i imaju nedovoljnu kapacitetu za tako veliko povećanje. To za investitore znači otvaranje potencijalnih prilika u sektorima povezanim sa električnom energijom. Biće potrebna velika ulaganja u energetska infrastrukturu. Iz Slike 1 vidljivi su udeli pojedinih sektora povezanih sa proizvodnjom električne energije u tim investicijama do 2028. godine.

Još važniji od udela jeste obim investicija. Iz Slike 2 vidljiv je obim investicija proizvođača električne energije (utilities) u osnovna sredstva.

Slika 2: Predviđen obim investicija energetske kompanije u osnovna sredstva (CAPEX)

Rast investicija proizvođača električne energije



Faktori rasta: od električnih vozila i toplotnih pumpi do data centara i veštačke inteligencije

Razlog za značajniji rast potrošnje električne energije upravo sada, nakon dužeg perioda relativne stagnacije odnosno sporije dinamike, jeste u tome što su se istovremeno pojavila tri relativno nepovezana faktora rasta:

- Najbrže rastući potrošač električne energije su data centri (za potrebe veštačke inteligencije). Međunarodna agencija za energiju (IEA) procenjuje da su data centri trenutno odgovorni za oko 1,5 % svetske potrošnje električne energije (oko 415 TWh), pri čemu se potrošnja povećava za oko 12 % godišnje; do 2030. godine potrošnja bi se mogla više nego udvostručiti, na približno 945 TWh. Scenariji koji uzimaju u obzir brzi razvoj veštačke inteligencije (AI) ukazuju da bi data centri do 2030. mogli da predstavljaju 3–4 % svetske potrošnje električne energije.
- Elektrifikacija saobraćaja ostaje jedan od ključnih izvora rasta potrošnje. Prodaja električnih vozila (EV) nastavlja da raste, a EV prelaskom punjenja sa fosilnih goriva na električnu energiju stvaraju novi profil opterećenja mreža – naročito u periodima maksimalnih opterećenja i na nivou distribucije (punjenje kod kuće i brze punionice).
- Toplotne pumpe i elektrifikacija grejanja i hlađenja predstavljaju još jedan strukturni pomak. U Evropi, gde zelena tranzicija agresivno smanjuje upotrebu fosilnih goriva u zgradama, rast upotrebe električne energije za grejanje i hlađenje jedan je od glavnih razloga zbog kojih se električna energija pomera u središte energetskog sistema.

Proizvođači električne energije (Utilities)

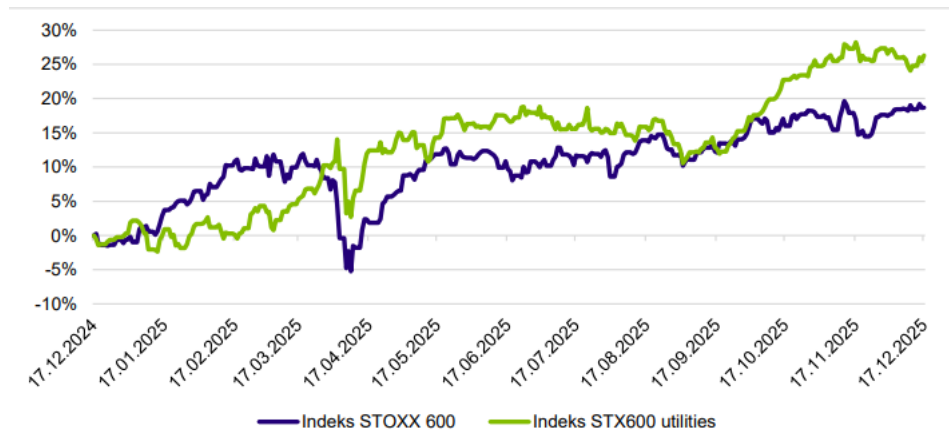
Uz prognoze rasta potrošnje električne energije, možda je prvi „refleks“ investitora da kupi akcije proizvođača električne energije. U tome nema ništa pogrešno, ali je potrebno prethodno proveriti u koliko regulisanom okruženju posluje pojedini proizvođač i kakve cene može da postigne u skladu s tim. Proizvođači se prema navedenim kriterijumima međusobno mogu znatno razlikovati.

Tradicionalno su investitori energetske kompanije doživljavali kao defanzivne, „akcije slične obveznicama“ – sa regulisanim prihodima, visokom zaduženošću, relativno stabilnim dividendama i osetljivošću na kamatne stope. Trenutno, međutim, sektor ulazi u fazu u kojoj, zahvaljujući predviđenim višim cenama i količinama električne energije, može predstavljati zanimljivu investicionu priliku. Ova promena u odnosu investitora prema sektoru bila je

najizraženija upravo u 2025. godini, što se odrazilo i na kretanje cena akcija kompanija iz ovog sektora.

Slika 3: Poređenje između prinosa indeksa evropskih akcija Stoxx 600 i indeksa akcija energetske i komunalne kompanije (Utilities)

Prinos indeksa STOXX 600 i indeksa STOXX 600 Utilities



Vir: Bloomberg, 17. 12. 2025

U kontekstu predviđenog brzog povećanja potrošnje električne energije spominje se i prirodni gas. Gas danas predstavlja veliki udeo u proizvodnji električne energije, naročito u SAD, na Bliskom istoku i u Aziji. Još važnije od samog udela jeste činjenica da je proizvodnja električne energije iz gasa fleksibilnija od ostalih izvora i da se može brže povećati kada se pojavi veća tražnja. Čak i srednjoročno, gas je izvor kojim se može odgovoriti na dodatnu tražnju, pre nego što se uspostave nove nuklearne elektrane i kapaciteti proizvodnje iz obnovljivih izvora. Veći rast tražnje za gasom može se očekivati otprilike do 2030. godine. Kasnije bi trebalo da se završe investicije u nuklearnu proizvodnju i proizvodnju iz obnovljivih izvora, pa se predviđa da će se potrošnja gasa do 2035. stabilizovati.

Pored toga, postoje i značajne razlike među globalnim regionima u pogledu očekivane buduće potrošnje. U Evropi se, zbog strateških usmerenja (povećanje energetske nezavisnosti i stroge ekološke obaveze), očekuje čak smanjenje potrošnje gasa. Takav primer se već dogodio 2024. godine, kada je, uprkos rastu tražnje za električnom energijom u EU od oko 1,5 %, potrošnja gasa za proizvodnju električne energije pala za oko 5 %. Rast su uglavnom pokrili obnovljivi izvori energije. U Severnoj Americi postoji veća verovatnoća za rast potrošnje, jer je tamo prisutan najbrži rast potrošnje u data centarima, a istovremeno se odvijaju pokušaji tzv. re-shoringa, odnosno vraćanja industrijske proizvodnje u SAD. Azija (Kina, Indija, jugoistočna Azija) predstavlja oko polovinu očekivanog rasta globalne tražnje za gasom do 2030. godine. Gas bi u tim zemljama postepeno trebalo da zameni ugalj u proizvodnji električne energije i industriji, što je politički i zdravstveno poželjno. Nakon 2027. godine biće završeno mnogo projekata proizvodnje gasa, što može, uprkos povećanoj potrošnji, izazvati pritisak na cene.

Elektrifikacija i veštačka inteligencija predstavljaju priliku za gas, ali selektivno – najviše tamo gde obnovljivi izvori energije i nuklearna energija ne uspevaju da prate rast tražnje za električnom energijom. Rastuća tražnja za električnom energijom, dakle, nije jednoznačan ~~bikovski~~ signal rasta za sve „gasne“ akcije. Pogotovo ne za one koje se nalaze u regionima gde rast tražnje za električnom energijom nije povezan sa rastom potrošnje gasa (npr. Evropa).

Inače, na cene gasa mogu značajno uticati i drugi, nepredvidivi faktori, kao što su zimske temperature i geopolitički rizici.

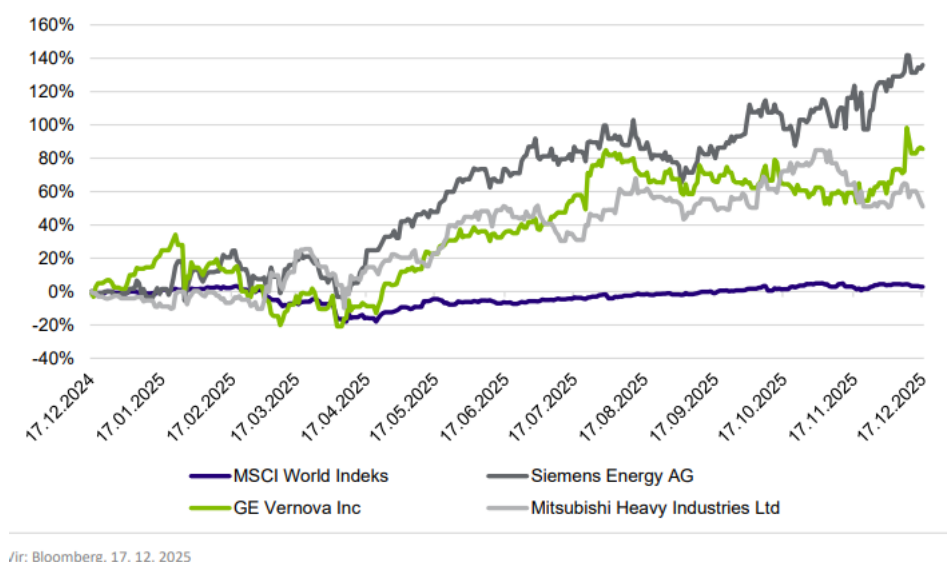
Oprema za gasne elektrane

Pomalo drugačija od same priče o gasu jeste situacija sa opremom povezanim sa proizvodnjom električne energije iz gasa. Obično se radi o komponentama elektrane, kao što su gasna turbina, parna turbina, generator, ostala elektrooprema i drugo. U ovom segmentu naručene količine poznate su za više godina unapred, a poznati su i (ograničeni) proizvodni kapaciteti proizvođača. Postoje tri velika svetska proizvođača gasnih turbina i povezane opreme: Siemens Energy, GE Vernova i Mitsubishi Heavy Industries. Sva tri su se našla u situaciji da imaju dug zaostatak narudžbina (tzv. backlog), pri čemu su proizvodni kapaciteti rasprodati najmanje do 2029. godine. Takvo stanje je za ova preduzeća, ali i za investitore u njihove akcije, vrlo povoljno iz više razloga:

- Prihodi su lakše predvidljivi, manja je verovatnoća negativnih iznenađenja, jer se prihodi realizuju iz već potpisanih ugovora.
- Proizvođači imaju veću pregovaračku moć pri određivanju cena, a istovremeno mogu da biraju između dostupnih projekata i eliminišu slabije i rizičnije naručioce.
- Bolja raspodela novčanih tokova, jer veliki projekti često uključuju avansna plaćanja i plaćanja po pojedinim fazama.
- Zbog lakšeg planiranja proizvodnje (npr. unapred su poznate potrebne količine nabavki i potrebe za kadrovima) operativna efikasnost poslovanja je veća, dolazi do manje zastoja u proizvodnji;
- Zbog veće prodaje i bolje pregovaračke moći u pregovorima sa kupcima, ova preduzeća mogu da obezbede povoljnije ugovore za kasnije servisiranje. Servisiranje naime za ova preduzeća predstavlja veliki deo prihoda, koji je na duži rok i znatno stabilniji od prihoda od prodaje novih uređaja.

Kod cena akcija ovih preduzeća vrlo je verovatno da je tržište već apsorbovalo bar deo pozitivnih informacija. Slika 4 prikazuje kretanje cena akcija tri najvažnija ponuđača opreme za gasne elektrane u poređenju sa indeksom MSCI World.

Slika 4: Kretanje cena akcija proizvođača opreme za gasne elektrane u poređenju sa indeksom MSCI World u poslednjih godinu dana
Cene akcija proizvođača opreme za gasne elektrane nadmašuju svetski indeks.



Električne komponente i oprema

Pored energetske kompanije, ključnu ulogu imaju i preduzeća koja isporučuju „alatke“ za elektrifikaciju – od transformatora, kablova i sklopničkih uređaja do naprednih sistema za upravljanje mrežom, mernih sistema i softvera za pametne mreže. Na njih se preliva investicioni ciklus u mreže, proizvodnju i digitalizaciju. I kod ovih proizvođača prisutan je dug period zaostatka narudžbina. Najveću prednost imaju oni proizvođači iz ove oblasti koji proizvode sa visokim stepenom kompleksnosti (visokonaponska sklopna oprema, veliki energetske transformatori, kritične mrežne komponente). Kod njih je ulazak konkurenata u ovu industriju prilično otežan (posebno u kratkom roku, to znači veću cenovnu moć, duži period zaostatka narudžbina i više marže. Dodatni rast prisutan je u tzv. „downstream“ segmentima: elektrifikacija zgrada, energetska efikasnost i nadogradnje industrijskih postrojenja, gde profit često raste sa dodatnom vrednošću (ne samo prodaja opreme, već i softverska rešenja i integracija). Neki veći proizvođači iz ove oblasti su Schneider Electric, ABB i Emerson Electric.

Kao što važi za sve investicije u akcije, i kod akcija iz ove oblasti moramo obratiti pažnju na određene rizike. Radi se o cikličnoj industriji, gde su u vrednovanju akcija delimično već ugrađene pretpostavke o brzom rastu investicija. U slučaju manje potrebe za investicijama u elektroopremu od sada predviđene, cene ovih akcija mogu se znatno smanjiti. Važan rizik predstavlja i rast cena i dostupnost određenih sirovina. U intenzivnom investicionom ciklusu može doći do brzog rasta cena sirovina i komponenti, što negativno utiče na marže. Prisutan je i regulatorni rizik u kombinaciji sa rizikom ograničavanja trgovine carinama ili sličnim merama.

Zaključak

Sve ukazuje na to da će se potražnja za električnom energijom i dalje povećavati. Pošto rast pokreću brojni međusobno nepovezani faktori, scenario stagnacije ili čak pada je vrlo malo verovatan. Uprkos već značajnom dosadašnjem rastu cena akcija, ocenjujemo da akcije proizvođača opreme za gasne elektrane, kao i električnih komponenti i druge elektroopreme, i dalje predstavljaju priliku – pre svega zbog duge liste čekanja na narudžbine i ograničenih proizvodnih kapaciteta. Priliku predstavljaju i ona elektroenergetska preduzeća (proizvođači električne energije) koja posluju u takvim regulatornim okruženjima i mogu posledično zaista da iskoriste više cene električne energije. Kod neposrednih proizvođača gasa potrebna je veća opreznost, jer na cenu gasa utiču i drugi faktori, a obrasci potrošnje se razlikuju među svetskim regionima.

Izvori:

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

Autor
Matej Gosar
Upravitelj imovine

Zdravstveni sistem pred preokretom

Zdravstveni sektor se smatra sigurnim utočištem pred volatilnošću tržišta, a poslovanje kompanija je obično stabilnije čak i u kriznim vremenima.

Radi se naime o kompanijama koje proizvode proizvode i pružaju usluge bez kojih zdravstveni sistemi ne mogu funkcionisati, bez obzira na stanje u privredi. Većina kompanija ima stabilan slobodan novčani tok i isplaćuje visoke dividende. Sektor je podeljen na dve grane: farmacija, biotehnologija i nauke o životu te zdravstvena oprema i usluge.

Tržišna dinamika u 2025

Relativna stabilnost cena akcija ovog sektora bila je vidljiva i u martu i aprilu 2025, kada su se berzanski indeksi smanjili zbog straha od Trampove carinske politike, dok su cene akcija iz zdravstvenog sektora pale manje nego američki berzanski indeks S&P 500. Kada se panika smirila, ulaganja iz ovog sektora nisu učestvovala u oporavku u istoj meri kao neki drugi, popularniji sektori – poput tehnologije, koja je tržište pvela ka novim rekordima.

Zato nije iznenađujuće da su u periodu kada berzanska tržišta poslednjih godina dostižu nove rekordne nivoe, akcije zdravstvenog sektora nešto zaostajale po prinosu. Podaci kompanije State Street iz oktobra 2025 pokazuju izraženu nenaklonjenost investitora ovom sektoru, jer su berzanski fondovi zdravstvenog sektora (ETF) zabeležili čak 14 uzastopnih meseci neto odlivâ i neto odlive u 18 od poslednjih 19 meseci.

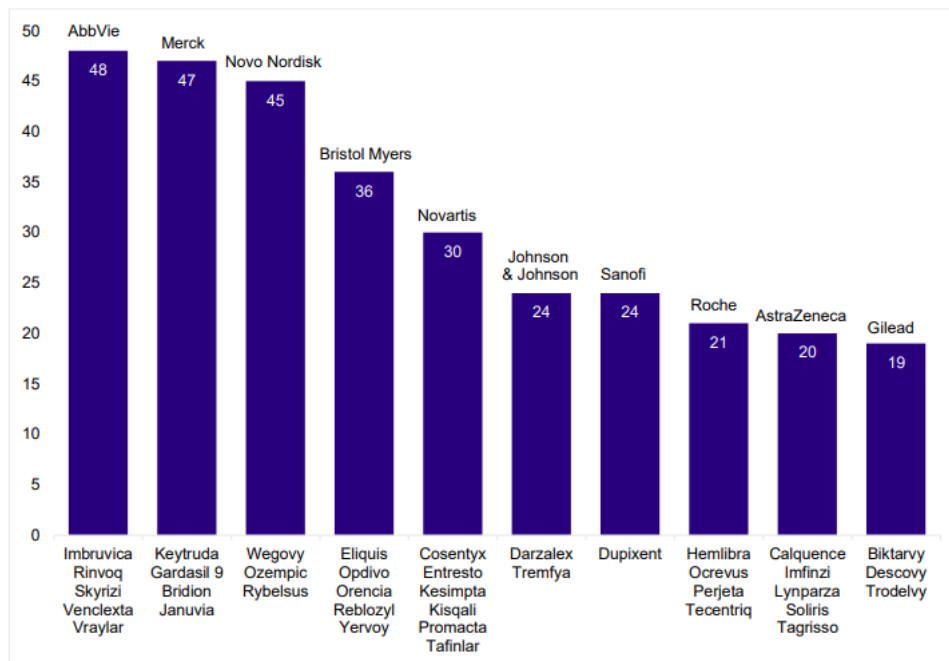
Ukupna vrednost tih odliva u tom periodu dostigla je približno 11,5 milijardi američkih dolara, što je više nego u bilo kom drugom akcijskom sektoru.

Tržište je pesimistično u vezi sa ulaganjima u akcije zdravstvenog sektora. Razloga za pesimizam bilo je dosta. Pružatelji zdravstvenih usluga doživeli su snažne padove cena akcija, jer su zbog regulatornih pritisaka i neizvesnosti u vezi sa refundacijom troškova iz javnih osiguravajućih šema negativno iznenadili poslovnim rezultatima u prvoj polovini godine.

Farmaceutske kompanije suočavale su se sa najavljenim reformama Trampove administracije u vezi sa cenama lekova i trgovinskim ratom, a istovremeno će im se u narednim godinama isteći veći broj patenata (tzv. patent cliff) za „blockbuster“ lekove. To su lekovi koji donose više od jedne milijarde dolara prihoda godišnje, a investitore brine da li će izgubljene prihode moći da nadomeste novim lekovima. Do 2030. godine ističe zaštita patenata za skoro 200 lekova, a najveće farmaceutske kompanije bi bez novih uspešnih proizvoda u narednih deset godina mogle da izgube skoro polovinu sadašnjih prihoda (Slika 1).

Slika 1: Iznos prihoda od lekova koji će izgubiti patentnu zaštitu, u milijardama USD

Izloženost kompanija (u milijardama USD)



Vir: Baader, 17. 12. 2025

Niske vrednosti

Vrednost akcija velikih farmaceutskih kompanija bila je u nekim slučajevima i do 50 % ispod prosečnih istorijskih nivoa (npr. Merck na 9-ostrukom budućem profitu umesto uobičajenih ~15x, Bristol Myers ~7x umesto ~15x). Primamljiva vrednost akcija kompanija pobudila su interesovanje investitora, a dodatno je promena sentimenta u tehnološkom sektoru u vezi sa astronomskim ulaganjima u veštačku inteligenciju podstakla i rotaciju kapitala iz tehnologije u zdravstvo. Tako je u oktobru 2025. došlo do rotacije kapitala iz tehnoloških akcija, koje su poslednjih godina beležile izuzetne prinose, u zdravstveni sektor. Ovaj je zatim do kraja 2025. praktično izjednačio prinos tržišta. Zasluge za to idu pre svega akcijama biotehnoloških kompanija i delimično oporavku cena akcija u grani farmacije i zdravstvenih usluga.

U ovom oporavku nisu učestvovala kompanije koje proizvode medicinsku opremu i pomagala. Prinos indeksa Dow Jones U.S. Select Medical Equipment znatno je zaostajao za širim tržištem još od početka pandemije COVID-19 (ukupan prinos samo 18 %, izraženo u USD, što je čak nešto lošije od inflacije u SAD, koja je u tom periodu iznosila oko 24 %).

Razlog za to bio je snažan pad broja zdravstvenih zahvata nakon izbijanja pandemije, ali se stanje u poslednjim godinama normalizovalo i već premašuje predpandemijske nivoe. Ovaj podsektor bi zato mogao biti posebno zanimljiv, jer takve kompanije obično imaju nešto više pokazatelje P/E u odnosu na farmaciju zbog viših očekivanja rasta, a trenutno se trguju znatno niže, što se vidi i u natprosečnoj zastupljenosti ovog segmenta u našim ulaganjima.

Intuitive Surgical – primer trajne konkurentske prednosti vrednosti investicija

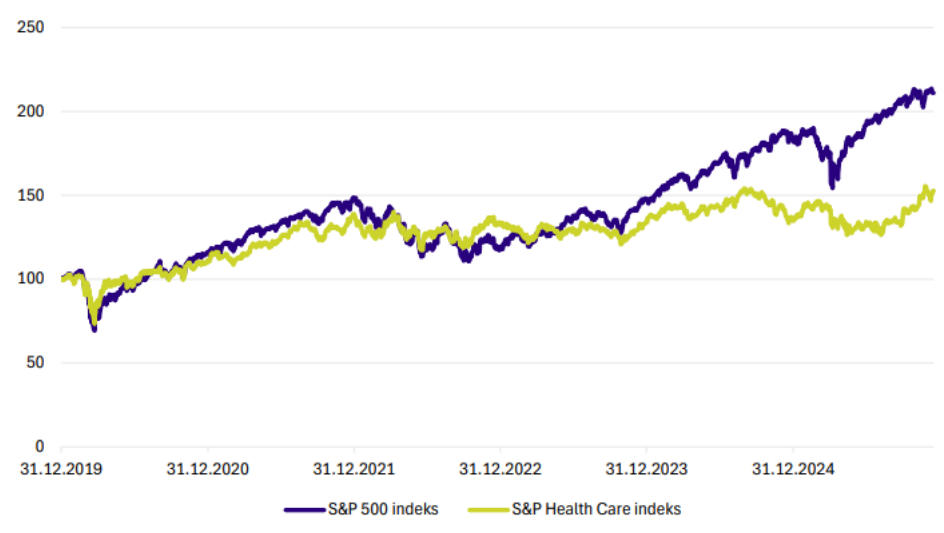
Intuitive Surgical (ISRG) pokazuje zašto je segment medicinskih pomagala jedan od najperspektivnijih delova zdravstvenog sektora. Kao pionir robotske hirurgije sa sistemom da Vinci, kompanija danas ima praktično dominantan položaj na tržištu robotski asistiranih hirurških sistema, gde je 2024. godine kontrolisala oko 60 % globalnog tržišta. Tokom dve decenije izgradila je snažan ekosistem sa više od 11.000 instaliranih sistema i širokom bazom obučanih hirurga, što stvara visoke troškove zamene i trajnu konkurentsku prednost.

To se odražava i u poslovnim rezultatima: u trećem kvartalu 2025. broj zahvata povećan je za 19 %, a prihodi za 23 %. Uz širenje portfelja na nova područja, poput robotske dijagnostike u pulmologiji i minimalno invazivnih zahvata sa jednim rezom, dugoročni potencijal rasta ostaje veoma velik, jer se očekuje da će se tržište robotske hirurgije do 2034. godine utrostručiti. Intuitive Surgical tako predstavlja primer potencijalno nastajućeg monopoliste sa izraženom tehnološkom prednošću i održivim poslovnim modelom zasnovanim na ponavljajućim prihodima od potrošnog materijala, održavanja i nadogradnji.

Temelji obećavaju bolje prinose

Fundamentalni faktori, poput starenja stanovništva i tehnoloških inovacija, nastavljaju da podstiču tražnju za ulaganjem u razvoj novih tehnologija i napredak medicine. Relativne vrednosti akcija u zdravstvenom sektoru i dalje su izuzetno niske u istorijskom kontekstu. Akcije zdravstvenih kompanija u proseku se kotiraju po najnižim relativnim vrednostima u odnosu na šire tržište u poslednjih skoro 40 godina (mereno pokazateljem forward P/E). Dok su se pokazatelji kod indeksa S&P 500 (npr. P/E, EV/EBITDA) od 2018. do danas povećali, kod zdravstvenih kompanija su opali. Udeo ulaganja u zdravstveni sektor u opštem američkom berzanskom indeksu je na najnižem nivou u poslednjih 15 godina. Kako je prinos sektora počeo da zaostaje za širim tržištem nakon 2022. godine, može se videti na Slici 2.

Slika 2: Zdravstveni sektor je u poslednjih 5 godina po prinosu zaostajao za širim tržištem S&P 500 vs. zdravstveni sektor



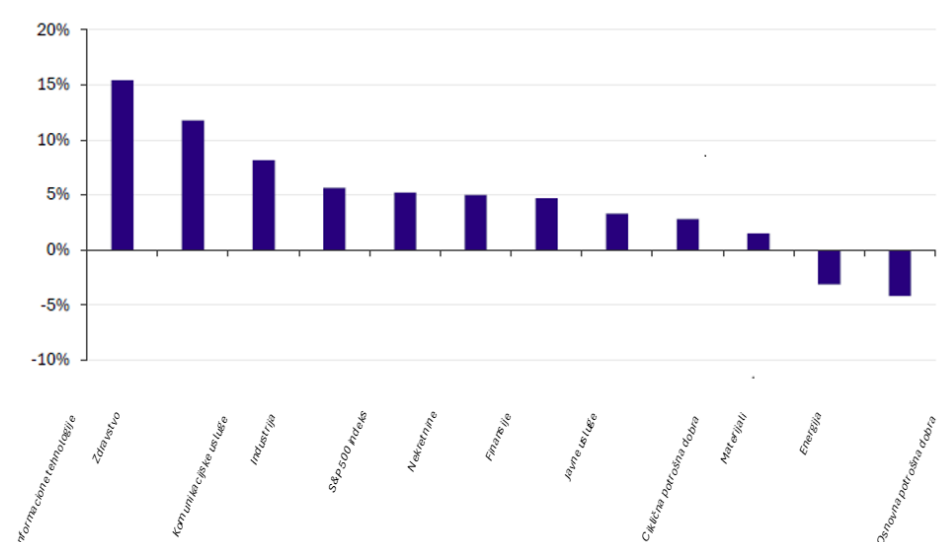
/ir: Bloomberg, 17. 12. 2025

Dodatnu težinu tezi o podcenjenosti zdravstvenog sektora daje činjenica da niske vrednosti akcija nisu posledica slabog poslovnog rasta. Naprotiv – podaci o stvarnom rastu profita u 2025. godini pokazuju da je zdravstveni sektor bio drugi najbrže rastući sektor u indeksu S&P 500. Po prihodima (Slika 3) odmah je iza informacionih tehnologija, a po dobiti po akciji (Slika 4) iza komunikacionih usluga.

To znači da sektor na kraju godine ulazi u 2026. sa natprosečnom dinamikom rasta profita, a istovremeno se i dalje trguje uz diskont u odnosu na šire tržište. Takav raskorak između ostvarenih fundamentalnih rezultata i vrednosti akcija istorijski često predstavlja polaznu tačku za postepeno relativno poboljšanje prinosa sektora.

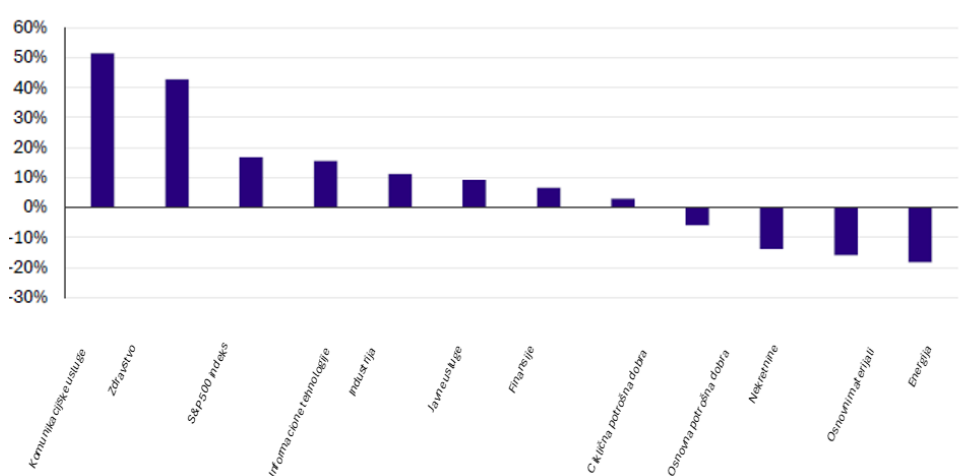
Slika 3: Zdravstvo je drugi najbolji sektor po rastu prodaje

Rast prodaje u 2025. u poređenju sa prethodnom godinom



Slika 4: Zdravstvo je drugi najbolji sektor po rastu dobiti po akciji

Rast EPS u 2025. u poređenju sa prethodnom godinom



Inovacije i veštačka inteligencija (AI)

Uprkos nedavnoj stagnaciji cena akcija, farmaceutska industrija ne stagnira u smislu naučnog napretka. Naprotiv, kompanije intenzivno ulažu u razvoj novih lekova i terapija. U poslednjim godinama videli smo značajne proboje u oblasti lečenja gojaznosti, imunologije i lečenja Alchajmerove bolesti i genske terapije.

Lekovi nove generacije, poput supstanci GLP-1 za lečenje gojaznosti, postigli su izuzetne rezultate u gubitku telesne težine. Uprkos isteku patenata, većina velikih farmaceutskih kompanija ima širok portfolio lekova u razvoju, što će im omogućiti da u potpunosti nadomeste izgubljene prihode ili ih čak premaše.

Tehnološki napredak u farmaciji može nenamerno stvoriti rizike za medicinska pomagala, što se pokazalo kod već pomenutih lekova za gojaznost. Ako se nova revolucionarna terapija ustali (npr. lekovi za mršavljenje smanjuju potrebu za hirurškim zahvatima radi smanjenja telesne težine ili lečenja bolesti povezanih sa gojaznošću), potražnja za određenim segmentima medicinskih uređaja može opasti. Zbog toga se industrija medicinskih pomagala stalno suočava sa tehnološkim promenama i mora ubrzano ulagati u inovacije.

U oblasti medicinske opreme i pomagala tempo regulatornog prihvatanja veštačke inteligencije u poslednje dve godine značajno se ubrzao, što potvrđuju i najnoviji podaci FDA. Do sredine 2025. regulator je odobrio više od 100 novih AI-podržanih medicinskih uređaja, a krajem 2025. ukupan broj svih FDA-odobrenih AI-omogućenih uređaja premašio je 1300, pri čemu radiologija čini oko 80 % svih odobrenja.

Samo u poslednjem ažuriranju liste FDA je dodala nekoliko desetina novih uređaja, pre svega u oblasti slikovne dijagnostike, dok se AI rešenja sve brže šire i u kardiologiju, neurologiju i druga klinička područja. Ovi podaci jasno pokazuju da veštačka inteligencija više nije eksperimentalna tehnologija, već postaje standardni deo kliničke prakse.

Pozitivni faktori

Za podsticanje rasta važna je i strateška konsolidacija. Farmaceutske kompanije na praznine u svojim razvojnim programima sve češće odgovaraju akvizicijama i spajanjima. Ovaj trend će se verovatno nastaviti, pa čak i ojačati, jer veliki farmaceutski igrači ulaze u period isteka patentne zaštite sa snažnim bilansima. Raspolaganje natprosečnim novčanim rezervama i umerenim, kontrolisanim zaduženjem daje im značajnu finansijsku fleksibilnost za proaktivno popunjavanje razvojnih praznina. Biotehnoške kompanije važe za rizičniju, ali istovremeno i potencijalno najprofitabilniju komponentu zdravstvenog sektora. Proboji u razvoju terapija za retke bolesti i drugih visoko specijalizovanih tretmana mogu kompanijama koje ranije nisu ostvarivale značajne prihode omogućiti nagli rast prihoda i posledično natprosečne prinose akcija u relativno kratkom vremenskom periodu. Zbog visokih početnih ulaganja i vremenskog odmak do komercijalizacije, biotehnoške kompanije su posebno osetljive na finansijske uslove, naročito na nivo kamatnih stopa. Njihovo smanjenje u 2025. značajno je poboljšalo investiciono okruženje za sektor. Istovremeno, biotehnologija je u drugoj polovini 2025. beležila pojačano interesovanje investitora, što je doprinelo širem preokretu u zdravstvenom sektoru, a za sada nema jasnih znakova da bi se ovaj trend u 2026. mogao prekinuti. Pored toga, demografski trend starenja stanovništva obezbeđuje trajni rast potražnje za zdravstvenim proizvodima. Starija populacija znači više hroničnih bolesti i veću potrebu za lekovima, pa je starenje stanovništva snažan strukturni vetar u leđa zdravstvenom sektoru. Slično, raste i potreba za zdravstvenim uslugama i lekovima na tržištima u razvoju, gde srednja klasa raste i zahteva kvalitetnije lečenje.

Zaključak

Celokupna slika zdravstvenog sektora danas pokazuje privlačne, ali izrazito diferencirane investicione prilike, što znači da sektor više nije smisleno posmatrati kao homogenu celinu. Nakon dugog perioda ispodprosečne uspešnosti i negativnog sentimenta, čini se da je pesimizam prema zdravstvu dostigao vrhunac i počeo da popušta, što istorijski često predstavlja dobro polazište za buduće prinose. Ključni dugoročni faktori – starenje stanovništva, rast izdvajanja za zdravstvo i stabilna tražnja bez obzira na privredni ciklus – ostaju nepromenjeni, dok se sektor suočava sa novim temama, poput većeg naglaska na prevenciji, digitalnom zdravlju i integraciji veštačke inteligencije. Međutim, inovacije se danas više ne fokusiraju na jedan dominantan trend, već se odvijaju na brojnim poljima istovremeno, što znači da će investitori biti nagrađeni pre svega za pravilnu selekciju pojedinačnih kompanija. To je posebno očigledno u farmaciji, gde je rast poslednjih godina bio vrlo koncentrisan – samo nekolicina kompanija sa zaista revolucionarnim proizvodima stvarala je većinu dodate vrednosti, dok je prosečan učinak zaostajao. Slično važi i za medicinska pomagala, gde su razlike u uspešnosti među pojedinim nišama sve veće i gde će dugoročno uspešne biti one kompanije koje umeju da inovacije komercijalno primene i istovremeno očuvaju profitabilnost. Biotehnoški segment je u tom pogledu još izraženije binaran: uspešan prolazak ključnih kliničkih faza ili regulatorno odobrenje može pojedinim akcijama u kratkom vremenu doneti izuzetne prinose, dok neuspeh razvoja obično znači gubitak većine vrednosti ili čak propast kompanije. Zdravstveni sektor je na trenutnim nivoima privlačan, ali uslovi unutar sektora nisu jedinstveni. Najbolje prilike trenutno se vide unutar grana farmacije, biotehnologije i medicinskih pomagala, gde postoji najpovoljniji odnos između rizika i očekivanog prinosa. Kako su razlike među kompanijama sve veće, sama opšta izloženost sektoru nije dovoljna –

odlučujuća postaje sposobnost prepoznavanja onih poslovnih modela koji imaju trajnu konkurentsku prednost i jasnu dugoročnu strategiju.

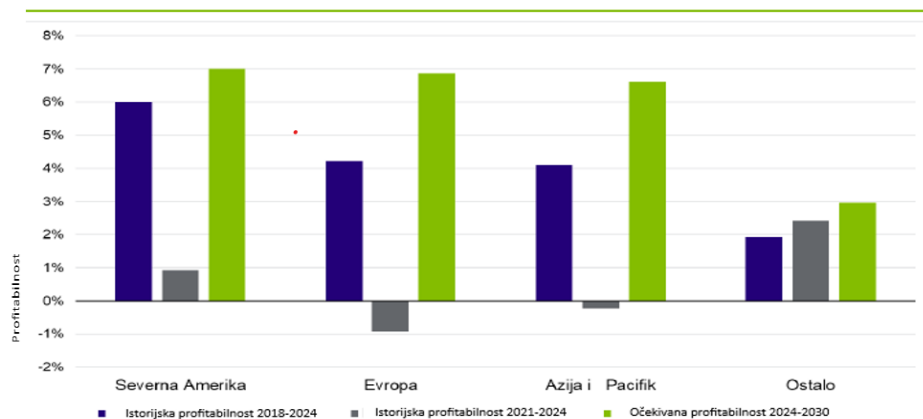
Autor
Matej Pejič
Finansijski analitičar

Stanje na tržištu nekretnina

Nakon perioda izraženih prilagođavanja u godinama 2022–2024, globalna tržišta nekretnina se postepeno pomeraju u fazu veće preglednosti i stabilizacije. Brzi rast kamatnih stopa, pooštrevanje uslova finansiranja i korekcije vrednosti već su u velikoj meri uračunati u cene na većini razvijenih tržišta, što je doprinelo smirivanju cenovnih prilagođavanja i postepenom približavanju očekivanja kupaca i prodavaca.

Prema nalazima McKinsey Global Private Markets Report 2025, globalna transakcijska aktivnost u segmentu nekretnina u 2024. godini se stabilizovala, pri čemu je u Evropi primećena postepena normalizacija uslova nakon izraženog pada aktivnosti u 2022. i 2023. godini.

Slika 1: Prošli i očekivani prinosi fondova nekretnina po regionima



Evropa u ovom kontekstu ostaje institucionalno zrelo, transparentno i regulatorno stabilno investiciono okruženje, ali su evropska tržišta nekretnina u poslednjem ciklusu bila među najviše pogođenima zbog bržeg i izraženijeg prilagođavanja vrednosti u periodu 2021–2023. To se odražava u relativno slabijim ostvarenim prinosima evropskih investicija u nekretnine u poređenju sa drugim regionima u tom periodu, što jasno pokazuju i podaci o prošlim prinosima. Istovremeno, raspoložive analize ukazuju da se većina cenovnih prilagođavanja u Evropi dogodila do kraja 2023, dok se u 2024. dinamika korekcija značajno usporila.

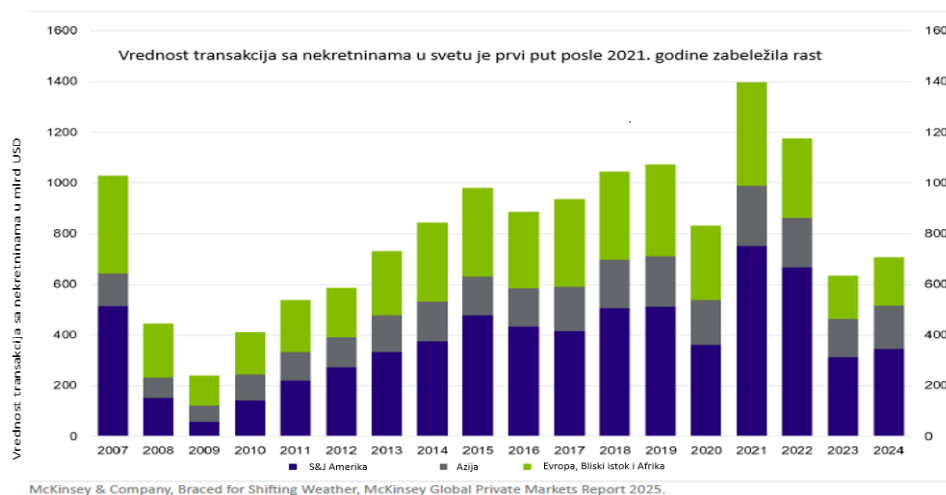
Važna karakteristika trenutnog ciklusa jeste izražena diferencijacija među pojedinim investicionim strategijama ulaganja u nekretnine. U evropskom prostoru kapital se ponovo selektivno usmerava u stabilizovane investicije, gde su prihodi podržani dugoročnim ugovorima o zakupu i kreditno sposobnim zakupcima. Strategije Core i Core+ (nekretnine na

dobrim lokacijama sa stabilnim zakupcima) u ovom okruženju ponovo dobijaju na značaju, jer omogućavaju kombinaciju relativno stabilnih prihoda i umerenog potencijala rasta vrednosti u uslovima opreznijeg finansiranja, što potvrđuju i podaci o raspodeli kapitala po strategijama u analizama Preqina.

Razlike su izražene i na nivou pojedinih sektora nekretnina. Logističke i industrijske nekretnine u Evropi i dalje pokazuju relativnu otpornost, podržanu dugoročnim trendovima u lancima snabdevanja i ograničenom novom ponudom. Stambeni segment ostaje stabilan pre svega na tržištima sa izraženim strukturnim nedostatkom ponude. Tržište kancelarija se, međutim, sve više raslojava: objekti prvog reda na najboljim lokacijama zadržavaju visoku popunjenost i stabilnije prihode, dok se sekundarni fond suočava sa većim prilagođavanjima, što potvrđuju i evropski pregledi tržišta koje objavljuje Colliers.

Ova faza konsolidacije i postepenog smirivanja uslova potvrđuje i Slika 2, koja prikazuje kretanje globalne transakcione aktivnosti u segmentu nekretnina. Podaci pokazuju da je nakon izraženog pada u periodu pooštrevanja finansijskih uslova došlo do stabilizacije obima transakcija i agregatne vrednosti poslova, pri čemu aktivnost ostaje ispod prethodnih vrhunaca, ali bez daljeg pada, što je karakteristično za prelazak u fazu veće stabilizacije tržišne aktivnosti.

Slika 2: Transakciona aktivnost na svetskim tržištima nekretnina



Finansijsko okruženje u Evropi se postepeno smiruje. Troškovi finansiranja su se u poslednjem periodu stabilizovali, što poboljšava preglednost investicionih proračuna i omogućava promišljenije strukturiranje transakcija. Iako tržišta nekretnina još nisu ušla u fazu opšteg rasta, trenutni uslovi postavljaju čvršću osnovu za dugoročne investicione odluke, naročito kod kvalitetne imovine sa jasnom investicionom tezom i umerenim rizicima.

Takvo okruženje je važno i sa stanovišta tržišta Jugoistočne Evrope. Stabilizacija uslova na centralnim evropskim tržištima stvara referentni okvir za ocenjivanje relativne vrednosti, rizika i prinosa u regionu, koji se sve više uklapa u širi evropski investicioni prostor. To predstavlja polaznu tačku za razumevanje prilika u Jugoistočnoj Evropi, gde se lokalni faktori prepliću sa širim evropskim trendovima.

Prilike u Jugoistočnoj Evropi

Jugoistočna Evropa za investitore predstavlja kombinaciju postepenog približavanja zapadnoevropskim institucionalnim standardima i istovremenog zadržavanja natprosečnog potencijala. Regija je u poslednjim godinama dobila na značaju pre svega zahvaljujući poboljšanoj institucionalnoj stabilnosti, ograničenoj konkurenciji u segmentu savremenih nekretnina i povoljnom odnosu između rizika i očekivanog prinosa u poređenju sa zrelijim evropskim tržištima.

Poseban značaj u ovom okviru imaju Slovenija i Hrvatska, koje funkcionišu unutar evropskih institucionalnih i monetarnih okvira. Slovenija je već duže vreme članica evrozona i šengenskog prostora, dok je Hrvatska uvođenjem evra i punim ulaskom u šengenski prostor dodatno smanjila valutne i prekogranične rizike. Ova institucionalna sidra povećavaju preglednost, pravnu predvidljivost i uporedivost investicionog okruženja sa zapadnoevropskim tržištima, što je od ključnog značaja za dugoročne investitore.

Tržišta nekretnina u Jugoistočnoj Evropi i dalje su pretežno u domenu lokalnih aktera, ali se interesovanje međunarodnih investitora postepeno povećava. Jedna od ključnih karakteristika regiona ostaje ograničena dostupnost savremenih, institucionalno prikladnih nekretnina, naročito u segmentima logistike, kancelarija višeg kvaliteta i specijalizovanih nekretnina. Ograničena ponuda stvara okruženje u kojem kvalitetni objekti obično postižu veću ugovornu i cenovnu otpornost čak i u manje povoljnim fazama ciklusa nekretnina.

Važan podržavajući faktor za postojeće investicije predstavljaju i prostorna, urbanistička i administrativna ograničenja u razvoju novih projekata. Dugotrajni postupci planiranja i ograničena dostupnost pogodnih lokacija povećavaju ulazne barijere i doprinose većoj zaštiti postojećih kvalitetnih nekretnina od brzog povećanja ponude.

Sa stanovišta prinosa, Jugoistočna Evropa se često posmatra kao region sa natprosečnim potencijalom u poređenju sa zapadnoevropskim tržištima. Razlike u kapitalnim stopama i tretmanu rizika mogu, uz uporediv institucionalni i pravni okvir, značiti više prinose izražene u evrima, naročito kod kvalitetne i aktivno upravljane imovine. Ovo je posebno relevantno u okruženju gde privredni rast, unapređenje infrastrukture i postepena profesionalizacija tržišta dugoročno podržavaju tražnju za poslovnim nekretninama.

Te razlike se konkretno odražavaju i u poređenju prinosa na prvoklasne kancelarijske nekretnine po pojedinim tržištima i regionima, što je prikazano u Tabeli 1.

Tabela 1: Pregled prinosa prvoklasnih kancelarijskih nekretnina u odabranim regionima odnosno gradovima u Evropi

Region/grad	Profitabilnost prvoklasnog najma	Budući izgledi prvoklasnog najma	Izgledi za rast najamnina
Evropa	5,40%	↓	↑
Ujedinjeno kraljevstvo	6,31%	↓	↑
Francuska	5,54%	→	↑
Nemačka	4,86%	→	↑
Beneluks	5,83%	↓	→
Nordijske države	4,51%	↓	↑
Srednja i istočna Evropa (CEE)	6,15%	↓	↑
Ljubljana	7,75%	↓	↑
Zagreb	7,50%	↓	↑
Beograd	7,75%	↓	↑

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

Ključni zaključak za Jugoistočnu Evropu ostaje da su u okruženju ograničene dostupnosti savremenih, institucionalno prikladnih nekretnina visokokvalitetni objekti u pravilu stabilniji sa stanovišta popunjenosti, zakupnih odnosa i vrednovanja, te tako predstavljaju privlačnu investicionu priliku kroz različite faze tržišnog ciklusa.

Zaključak

Nakon perioda izraženih prilagođavanja, tržišta nekretnina su ušla u fazu konsolidacije i veće stabilnosti, u kojoj se razlike među pojedinim regionima, sektorima i investicionim strategijama izraženije odražavaju u rezultatima ulaganja. U evropskom prostoru se, uz smirivanje finansijskih uslova, ponovo jača selektivni interes za kvalitetnu imovinu sa predvidljivijim novčanim tokovima i jasnom investicionom tezom.

U tom okviru Jugoistočna Evropa se izdvaja kao region u kojem kombinacija institucionalnog napretka, ograničene dostupnosti savremenih nekretnina i relativno viših prinosa na prvoklasnu imovinu stvara zanimljivo investiciono okruženje. Buduće prilike će stoga u velikoj meri zavisiti od sposobnosti precizne selekcije, aktivnog upravljanja i razumevanja lokalnih tržišnih specifičnosti.

Autor

Mateja Živec

Savetnica direktora Sektora alternativnih investicionih fondova

Upozorenje investitorima

Ovaj dokument je pripremila i izdala kompanija NLB Skladi, upravljanje imovinom d.o.o. (u daljem tekstu: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, koja je pod nadzorom Agencije za tržište vrednosnih papira, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je pripremljen isključivo radi boljeg razumevanja finansijskih instrumenata i funkcionisanja tržišta kapitala i ne predstavlja ponudu niti poziv na ponudu za kupovinu ili prodaju finansijskih instrumenata obrađenih u dokumentu, niti bilo kojih drugih finansijskih instrumenata povezanih sa njima.

Dokument takođe ne predstavlja ličnu preporuku niti investiciono savetovanje u skladu sa članom 11. Zakona o tržištu finansijskih instrumenata (Ur. l. RS br. 77/2018 sa izmenama i dopunama, u daljem tekstu: ZTFI-1), jer ne uzima u obzir investicione ciljeve, finansijsku situaciju i specifične potrebe osobe koja se na bilo koji način upoznala sa delom ili celokupnim sadržajem ovog dokumenta. Dokument takođe ne predstavlja investicionu preporuku u smislu člana 20. Uredbe o zloupotrebi tržišta (Uredba (EU) br. 596/2014 Evropskog parlamenta i Saveta od 16. aprila 2014).

Kompanija NLB Skladi nema dozvolu za pružanje investicionog savetovanja, već među investicionim uslugama obavlja isključivo upravljanje finansijskim instrumentima. Informacije su pribavljene na osnovu javno dostupnih podataka za koje autor smatra da su verodostojni, ali se ne garantuje njihova tačnost i potpunost. Informacije ne predstavljaju unutrašnje informacije u smislu člana 7. Uredbe o zloupotrebi tržišta.

Kompanije Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (NLB) i NLB Skladi ne preuzimaju odgovornost za posledice odluka donetih na osnovu mišljenja i informacija sadržanih u ovom dokumentu. Podaci u dokumentu ne znače preporuku za kupovinu ili prodaju bilo kojih hartija od vrednosti, finansijskih ulaganja ili investicionih grupa, niti javnu ponudu hartija od vrednosti, već samo podatke i procene izrađene na osnovu javno dostupnih informacija namenjene informisanju zainteresovanih strana. Kompanije NLB i NLB Skladi su i biće uključene u poslove sa određenim hartijama od vrednosti ili investicionim grupama navedenim u dokumentu, kao i sa drugim hartijama od vrednosti. U te hartije od vrednosti i investicione grupe ulažu i investicioni fondovi i portfelji klijenata kojima upravlja NLB Skladi. Osobe koje u dokumentu daju mišljenja i komentare o događajima na tržištima kapitala (i/ili povezane osobe) deo lične imovine direktno ili indirektno (preko investicionih fondova) ulažu i u hartije od vrednosti izdavalaca iz geografskih područja i/ili privrednih sektora na koje se mišljenja odnose.

Kompanija NLB Skladi upravlja krovnom fondom NLB Skladi. Marketinške i promotivne usluge krovnog fonda NLB Skladi pored NLB Skladi obavlja i NLB po ovlašćenju. Pre donošenja bilo koje investicione odluke pogledajte Prospekt krovnog fonda sa uključenim pravilima upravljanja i dokumente sa ključnim podacima za investitore za pojedinačne podfondove krovnog fonda NLB Skladi, koji su investitorima na slovenačkom jeziku besplatno dostupni u sedištu NLB Skladi na Tivolskoj cesti 48 u Ljubljani svakog radnog dana između 10 i 12 časova, na ovlašćenim upisnim mestima (poslovnice NLB) tokom radnog vremena, kao i na sajtu www.nlbskladi.si.

Celokupno upozorenje investitorima dostupno je na: <https://www.nlbskladi.si/opozorilo-vlagateljem>.

U ovom materijalu korišćen naziv Individualno upravljanje imovinom odnosi se na uslugu upravljanja finansijskim instrumentima u skladu sa odredbama ZISDU-3. Kompanija NLB Skladi pruža usluge upravljanja finansijskim instrumentima isključivo na inicijativu klijenta. Ulaganja u finansijske instrumente su rizična. Informacije o investicionim uslugama NLB Skladi, rizicima,

troškovima i naknadama objavljene su u Opštim uslovima poslovanja sa finansijskim instrumentima NLB Skladi, dostupnim na sajtu www.nlbskladi.si, u sedištu NLB Skladi i u Privatnom bankarstvu NLB d.d., gde je moguće zaključiti poslovni odnos za pružanje investicionih usluga.

Krovni fond NLB Skladi i usluga upravljanja finansijskim instrumentima kompanije NLB Skladi nisu bankarske usluge i ne donose zajamčene ili garantovane prinose. Potraživanja iz odnosa u vezi sa finansijskim instrumentima i pružanjem investicionih usluga neprofesionalnih klijenata potpadaju pod sistem garancije za potraživanja investitora prema odredbama Zakona o tržištu finansijskih instrumenata, koji je dostupan u sedištu NLB Skladi, u Privatnom bankarstvu NLB d.d. i na sajtu www.nlbskladi.si.

Ulaganja u pojedinačne podfondove krovnog fonda NLB Skladi i pojedinačne portfelje nisu uključena u sistem garantovanih depozita koji važi za depozite fizičkih lica i malih pravnih lica na transakcionim računima, štednim depozitima, novčanim depozitima i blagajničkim zapisima odnosno potvrda o depozitu na ime, prikupljenih kod banaka i štedionica. Umnožavanje, redistribucija ili objavljivanje ovog materijala, delimično ili u celini, bez izričite, prethodne i pisane saglasnosti kompanije NLB Skladi nije dozvoljeno.

Januar 2026

Izdavač i nosilac autorskih prava: NLB Skladi, d.o.o.

Grafička priprema i lektura: NLB Skladi, d.o.o.

Besplatan primerak, januar 2026

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

Druge osobe koje koriste materijal za marketing: NLB d.d., Ljubljana

NLB Skladi, upravljanje imovinom, d.o.o.

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

Publikacija je informativnog karaktera. Zadržavamo pravo na izmene. Za greške u štampi ne snosimo odgovornost.

Pozivamo vas da prilikom potpisivanja pristupne izjave ili zaključivanja ugovora o upravljanju proverite važeće uslove i karakteristike pojedinačne usluge.