

2025

Аналитички преглед

Изработено од
ТИМОТ НА
НЛБ ФОНДОВИ

Индекс

Вовед.....	2
Глобалната економска слика	3
Можности на берзите во 2025.....	7
Можности на обврзничкиот пазар во 2025.....	13
Вештачката интелигенција како можност за инвестирање.....	16
Нуклеарна енергија во иднина: можности и ризици	27
Инфраструктурата како инвестициска класа	32

Вовед

Почитувани читатели,

Влегуваме во време полно со предизвици и можности. Светот околу нас се менува побрзо од кога било досега - технолошките иновации видно го менуваат нашиот секојдневен живот, додека геополитичките настани оставаат свој белег на глобално ниво и честопати отежнуваат да не остават рамнодушни.

Имавме исклучително профитабилна година, главно благодарение на акциите поврзани со брзиот развој на вештачката интелигенција. Сметаме дека овие инвестиции не се едnodневна мода, туку ќе бидат една од главните можности за инвестирање во следната деценија. Затоа, оваа тема заслужува посебно поглавје во нашата публикација, каде што ја обработуваме од различни перспективи; исто така преку очите на инвеститорот, кој мора да обезбеди соодветно ниво на диверзификација.

Задоволни сме што сте свесни за придобивките од долгорочното штедење во внимателно избраните инвестициски фондови..

Потребата за оперативни функционалности со ниска потрошувачка на јаглерод исто така нудат уникатни можности за инвестирање кои честопати е тешко да се реализираат преку традиционалните инвестициски фондови. Ги слушавме инвеститорите кои бараа дополнителна диверзификација на нивните инвестиции и преку алтернативните фондови им нудиме можност да станат дел од ветувачката приказна за зелената транзиција.

Ви посакуваме пријатно читање и во име на целиот тим на НЛБ Фондови, здрава, успешна и профитабилна 2025 година!

Тимот на НЛБ Фондови

Глобалната економска слика

Според нашето основно сценарио, глобалниот економски раст ќе продолжи до 2025 година. Во развиениот свет, главниот двигател на економскиот раст ќе бидат Соединетите Американски Држави, додека растот во Европската унија ќе биде поскромнен.

Клучните фактори за економскиот раст ќе бидат доброто потрошувачко расположение, континуираното трошење на владата, намалувањето на каматните стапки од повеќето клучни централни банки, а веројатно и даночните намалувања и воведувањето нови пазарни реформи. Сепак, слично како и оваа година, ќе видиме големи разлики во стапките на раст меѓу одделните земји. Со оглед на тоа што не се очекува глобално економско прегревање и дека во моментот нема нови шокови во понудата на хоризонтот, не очекуваме значителен раст на инфлацијата во наредните квартали.

САД

Економскиот раст и потрошувачот

Според ФЕД, економскиот раст во САД ќе биде 2,5 %¹, во 2024 година, а се очекува да се намали на 2,1% во 2025 година. Клучниот фактор за растот ќе биде приватната потрошувачка, која во моментот изнесува околу 70% од американскиот БДП. Со солиден економски раст во изминатите две години и опаѓањето на инфлацијата, американските работници уживаат многу повисок раст на реалните плати за разлика од пред пандемијата. Дополнително, американскиот потрошувач постепено се раздолжува од

финансиската криза во 2008 година, а сега е најмалку задолжен во последните 25 години, мерено преку односот на долгот и расположливиот доход. Високите цени на недвижностите и рекордните цени на акциските пазари дополнително го засилуваат чувството на поголемо богатство, што дополнително би можело да ја стимулира идната потрошувачка.

Натпросечен раст на продуктивноста

Растечката продуктивност на трудот, која се забрза по пандемијата, има позитивно влијание врз економскиот раст. Причините за континуиран повисок раст вклучуваат натпросечни инвестиции во истражување и развој и бум во претприемништвото; По пандемијата, секоја година во САД се основаат 30% до 45% повеќе компании отколку пред пандемијата.

Државните трошоци и очекуваните реформи од Трамп администрацијата

Во 2025 година очекуваме позитивни влијанија врз економскиот раст поради повисокиот степен на државни инвестиции, планираните даночни намалувања и дебиروقратизацијата на јавниот и приватниот сектор.

1

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fo mcproptabl20241218.htm>

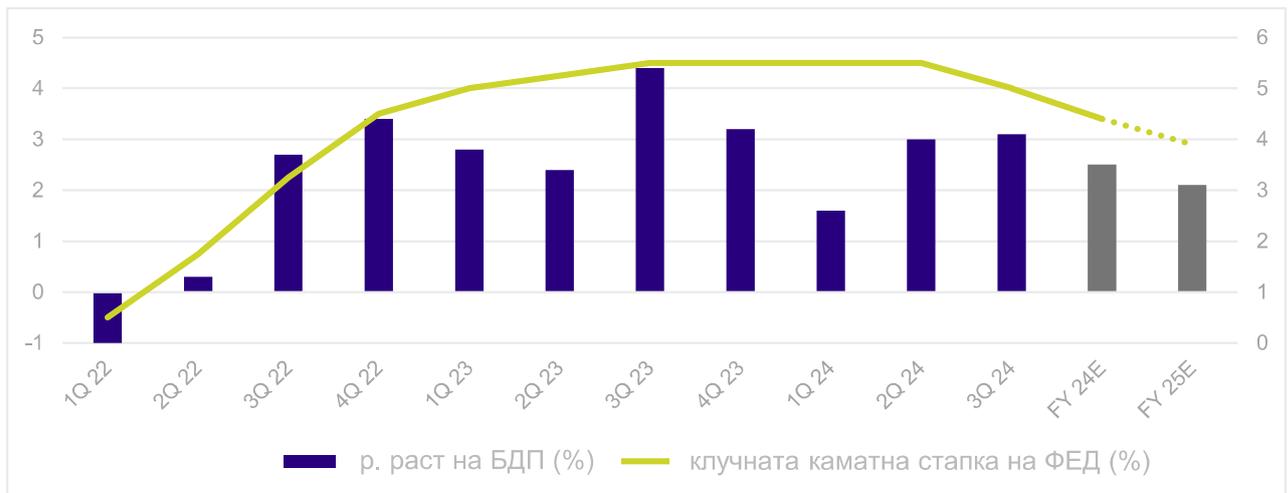
Ризици

Меѓу ризиците за континуираниот економски раст во САД, вреди да се истакне евентуалното запирање на надолниот тренд на инфлацијата, што може да влијае на промената на монетарната политика на ФЕД. Ризик претставува и влошувањето на состојбата на

пазарот на труд, кое има значително влијание врз приватната потрошувачка.

Американската економија ќе продолжи да расте

Економскиот раст и основната каматна стапка на ФЕД



Извор: Bloomberg, 20. 12. 2024

Европа

Економски раст

ОЕЦД предвидува 0,8% економски раст во ЕУ за 2024 година и 1,3% во 2025 година. Постојат многу причини за понискиот економски раст и продуктивноста на трудот во споредба со САД. Инсистирањето на поголема рамнотежа на буџетот во услови на повторливи политички кризи и отсуство на финансиска и банкарска унија ќе оневозможи адекватно финансирање на економскиот раст. Економскиот раст во 2025 година ќе биде стимулиран првенствено од евтините пари, обезбедени од експанзивна монетарна политика од страна на ЕЦБ.

Погрешна енергетска политика

Погрешната енергетска политика предизвикува повисоки трошоци за електрична енергија, што ја намалува профитабилноста на европските компании во производниот сектор и може да придонесе и преселување на дел од производството надвор од ЕУ во 2025 година.

Губењето извозен пазар – Кина.

Кина достигна ниво на развој каде што ги произведува производите што претходно ги купуваше од членките на ЕУ, па дури и извезува дел од нив во ЕУ по поконкурентни цени. Меѓу нив, особено се издвојува кинеската автомобилска индустрија, која значително ќе го трансформира глобалниот автомобилски пазар во наредните години.

Одбрана

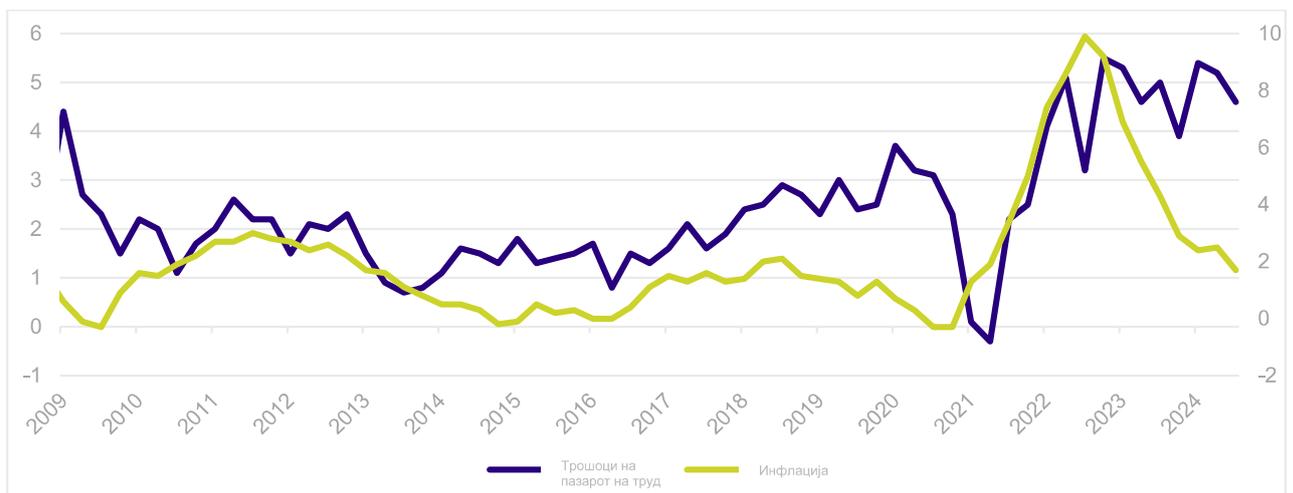
Војната во Украина претставува ризик и за ЕУ. Годишите на намалување на трошоците за одбрана во повеќето земји-членки на ЕУ се покажаа како голема грешка. Понатамошното зајакнување на европската одбрана е неопходно за да се намалат стратешките ризици, а истовремено да има позитивно влијание врз дел од европската производна економија.

Царини

Влијанието на потенцијалните царини врз европската економија останува прилично непредвидливо. Податоците од анкетата од САД покажуваат дека царините не се приоритетно прашање меѓу американските гласачи, па затоа Доналд Трамп веројатно нема да биде под притисок да воведо царини за увозните производи без компромиси. Наместо тоа, тој најверојатно ќе ги користи како прагматична алатка за преговори.

Растот на платите останува повисок од инфлацијата

Трошоци на пазарот на труд и инфлација



Извор: Bloomberg, 20. 12. 2024

Пазари во развој

Кинеско влијание

Во 2025 година, очекуваме сличен економски раст во просек како во 2024 година. Кинеската економија, која се соочува со раздолжување во секторот на недвижности и многу лошо расположение на потрошувачите, ќе биде значително погодена од потенцијалните царини наметнати од САД и посланата вредност доларот. Покрај експанзивна монетарна политика, кинеската влада во 2025

година ќе усвои и неколку фискални мерки за стабилизирање на економијата. Очекуваме економскиот раст на Кина, проценет на 4,8% во 2024 година, малку да забави во 2025 година.

Царински војни

Потенцијалната царинска војна меѓу САД и Кина претставува ризик првенствено за Кина и дел од нејзините економски партнери. Сепак, царинската војна меѓу суперсилите може да има позитивно влијание врз економскиот раст

на Индија и Индонезија, бидејќи се очекува некои западни компании да ги преселат производствените капацитети од Кина во овие две земји во 2025 година. Според прогнозите на швајцарската банка УБС, индиската економија се очекува да постигне економски раст од 6% во 2025 година, додека економскиот раст на Индонезија се очекува да биде 5%.

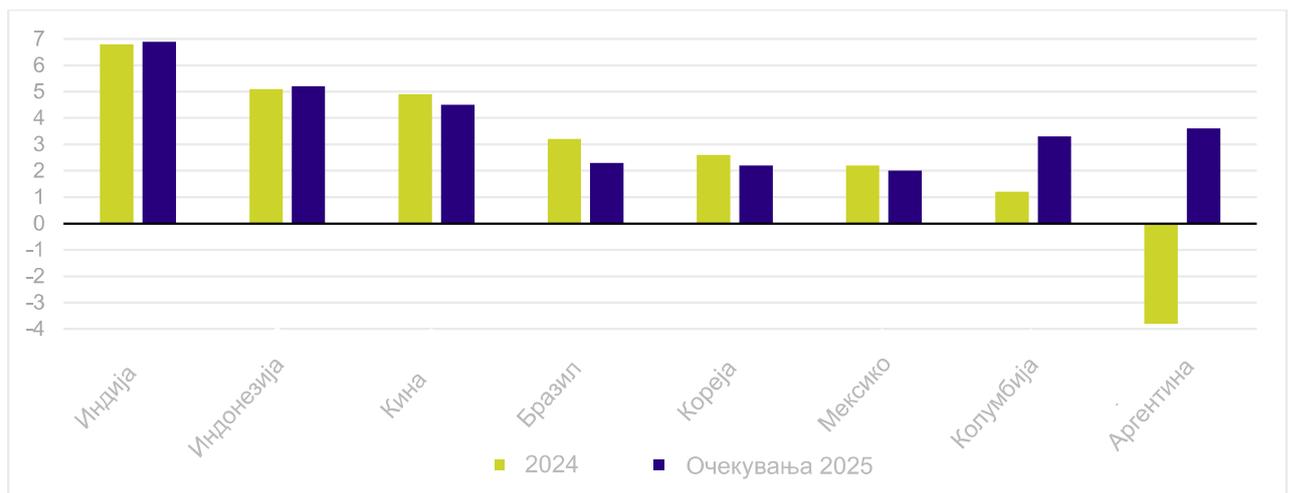
Латинска Америка

Бразилската економија има послаба перспектива за растот на БДП. Според ОЕЦД,

економскиот раст се очекува да опадне од околу 3,2% во 2024 година на 2,3% во 2025 година, делумно поради владата која е против пазарната економија. Наспроти тоа, се предвидува сосема поинаква приказна за Аргентинската економија, која веќе не се соочува со прекумерна инфлација и штотуку излезе од длабока рецесија. ОЕЦД очекува економскиот раст во Аргентина да биде -3,8% во 2024 година, а да достигне 3,6% во 2025 година.

Очекуваме аргентинската економија да закрепне

Реален раст на БДП (%)



Извор: OECD Economic Outlook, Декември 2024

Можности на берзите во 2025

При оценувањето на атрактивноста на поединечните берзи, ги земаме предвид економските трендови, политичките ризици и вреднувањата. Во првиот чекор, ги класифицираме пазарите врз основа на очекувањата за економски раст во 2025 година, очекуваната монетарна политика и инфлацијата. Потоа ги прилагодуваме пазарите според вреднувањата, земајќи ги предвид и потенцијалните политички ризици. Во моментот се соочуваме со солидна економска слика и малку натпросечни вреднувања во САД, додека во повеќето други земји ситуацијата е токму спротивна.

САД

Поволна средина, високи вреднувања

Цените на акциите на американските компании во 2025 година ќе бидат поддржани од солиден економски раст, експанзивна монетарна политика, фискални мерки и пониски даноци. Нискиот стратешки ризик дополнително ја зголемува атрактивноста на американските акции. Иако вреднувањата изгледаат малку над просекот на прв поглед, постојат неколку причини зошто американските акции остануваат атрактивен избор за инвеститорите и зошто сме малку над просекот во корист на американските акции.

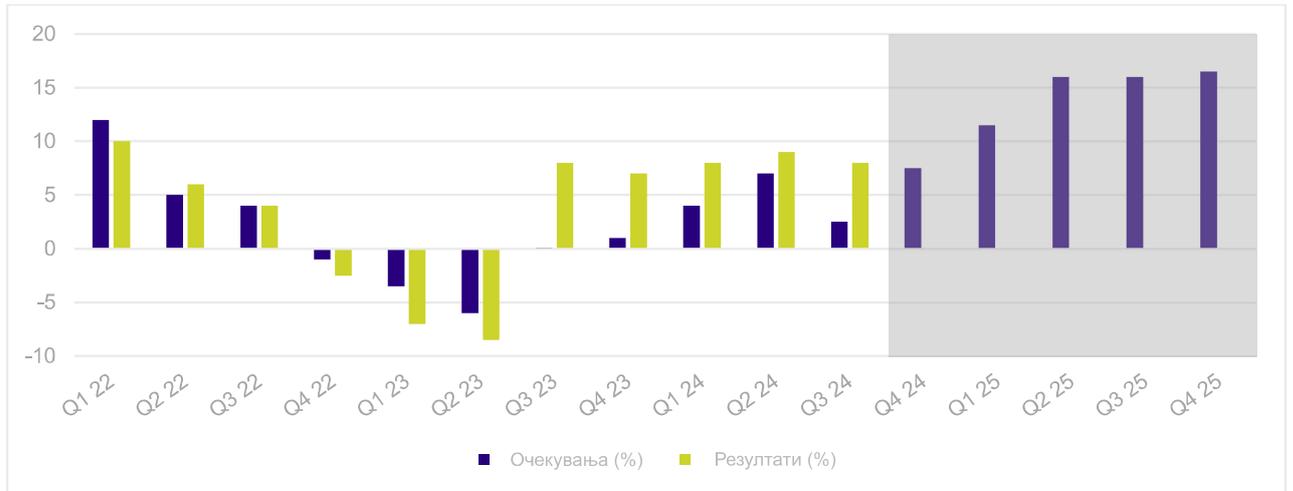
Тренд на профитабилноста

Натпросечните вреднувања на американските акции во голема мера се должат на високо ценети компании од т.н. група „Magnificent 7“, која има пондерирање од речиси 35% во

берзанскиот индекс S&P 500. Нивните високи вреднувања се засноваат на натпросечни стапки на раст на бизнисот и профитабилноста. Остатокот од пазарот, сепак, е малку потценет, со што индексот S&P 500 издвојува просечни цени. Очекуваме и поволна динамика на раст на профитабилноста во наредните години. Сметаме дека растот на профитот ќе биде поттикнат од повисоката продуктивност на трудот, понискиот притисок врз платите, даноците, цените на суровините и енергијата и пониските каматни стапки. За 2025 година, очекуваме растот на цената на акциите да биде поттикнат првенствено од растот на профитабилноста, за разлика од 2024 година, кога значаен фактор беа повисоките вреднувања.

Очекуваме раст на профитабилноста

Очекуван и реален тренд на растот на профитабилноста



Извор: Goldman Sachs, Factsheet

Вештачка интелигенција

Очекуваме инвестициите во развојот и имплементацијата на вештачката интелигенција да достигнат нови рекорди во 2025 година. Компаниите кои се лидери во развојот на технологијата и софтверот за вештачка интелигенција ќе продолжат да добиваат рекордно високи нарачки, што ќе им овозможи да одржуваат натпросечна профитабилност. Очекуваме и повеќе компании да постигнат комерцијален успех во продажбата на услуги базирани на употреба на вештачка интелигенција.

Позитивното влијание на Доналд Трамп

Во 2025 година, очекуваме новата американска администрација да ги интензивира своите напори за дерегулација и на приватниот и на јавниот сектор, врз што ќе има позитивно влијание врз неколку индустрии. Најголема корист ќе има финансиската индустрија, бидејќи ќе се намалат регулаторните трошоци, додека ќе се зголеми можноста за преземања и спојувања во рамките на индустријата. Значителна корист ќе имаат и фармацевтскиот

сектор, биотехнолошкиот сектор и секторот за медицински помагала, бидејќи се очекува полесно да се патентираат нови лекови и уреди. Дополнително, пошироката употреба на вештачката интелигенција дополнително ќе ги намали трошоците за истражување и развој. Автомобилската индустрија ќе има корист од полесниот пристап до дозволиите за тестирање на автономни возила, додека големите технолошки компании ќе чувствуваат помал регулаторен притисок бидејќи се очекува да се намалат барањата за распаѓање на овие корпорации. Воената индустрија ќе добие дополнителни стимулации за развој на напредно оружје и технолошки решенија, вклучително и зголемено финансирање за одбрана и истражување. Сеопфатната дерегулација во 2025 година ќе стимулира деловна динамика во неколку клучни сектори и ќе придонесе за поголема конкурентност на американската економија.

Негативното влијание на Доналд Трамп

Помалку сме склони да инвестираме во зелени извори на енергија, бидејќи нивниот развој не е

на приоритетната листа на администрацијата на Доналд Трамп. Дерегулацијата на нафтениот сектор ќе поттикне зголемено производство на сурова нафта, што ќе го ограничи растот на цената на оваа стока и следствено на тоа ќе ја намали атрактивноста на инвестициите во нафтените компании. Политиките на Трамп ги поддржуваат домашните енергетски индустрии, вклучително и јагленот и нуклеарната енергија, што ќе создаде можности за некои енергетски интензивни индустрии, но исто така ќе ја попречи транзицијата кон почисти извори на енергија.

Економските војни, иако имаат ограничено влијание врз САД, може да имаат последици за индустријата за храна и пијалоци, главно поради нејзината зависност од увезените суровини и состојки. Влијанието најверојатно ќе трае додека не се склучат нови трговски договори со земјите извознички. Сепак, намалената регулатива во другите сектори, како што се транспортот и производите за широка потрошувачка, создава можности за одредени инвестиции.

Други можности

По неколку години запоставување, очекуваме 2025 година да биде попрофитабилна година за американските мали и средни бизниси. Оптимизмот се заснова на очекувањата за пониски каматни стапки, намалени даноци и намалено регулаторно оптоварување. Овие компании, кои го генерираат најголемиот дел од нивниот бизнис во САД, исто така ќе бидат помалку изложени на негативните влијанија од економските војни и послабите економски услови во странство, што ги става во поповолна позиција.

Понатаму, во сè повеќе мултиполарен свет, зголеменото значење на интелектуалната сопственост и безбедноста на стратешки клучните системи за енергија, вода и други инфраструктурни системи дополнително ќе ја зајакнат улогата на компаниите вклучени во сајбер безбедноста. Овој сектор ќе биде критичен за заштита на бизнисот и националната безбедност, создавајќи долгорочни можности за раст и инвестиции.

Европа

Пред финансиската криза, повеќето од најголемите американски компании имаа силни европски конкуренти, но денес тоа важи само за неколку европски компании. Има се помалку европски компании со глобално препознатливи брендови, што е особено видливо во технолошкиот сектор. Поврзувајќи се на тоа, европска компанија која позитивно се издвојува е ASML Holding, водечки производител на напредни машини за производство на полупроводници. Европа, сепак, нема компании кои сериозно би и' конкурирале на американската групација „Magnificent 7“.

Дополнително, европските компании, особено оние од автомобилската индустрија, се соочуваат со кинески ривали кои станаа поевтини конкуренти, а не веќе извозни партнери. На ова се додава и погрешната енергетска политика, претстојната војна во Украина, помалите државни инвестиции, отсуството на заеднички еврообврзници на ниво на ЕУ и потенцијалните царини, кои придонесуваат за неповолно опкружување за раст. Како резултат на тоа, многу европски берзи во моментот се малку до умерено

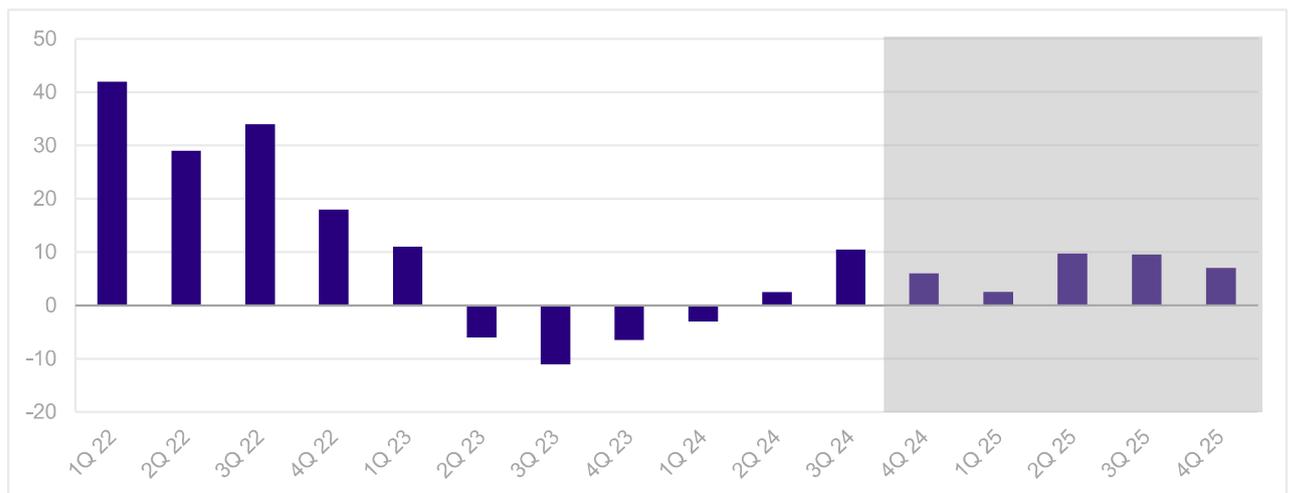
потценети во однос на историските вреднувања.

Со оглед на горенаведеното, очекуваме европските компании да доживеат побавен раст на профитот во 2025 година во споредба

со американските компании. Според наше мислење, јазот меѓу вреднувањата на европските и американските компании ќе опстои, поради што сме неутрални во поглед на инвестициите во европските акции, и покрај малку до умерено потценетите европски пазар.

Очекуваме понизок раст на профитабилноста во ЕУ отколку во САД

Indeks STOXX 600 – промена од година во година на индикаторот EPS (%)



Извор: Bloomberg

Натпросечна перспектива

Во текот на следните четири години, очекуваме континуиран притисок од САД врз европските земји да ги зголемат трошоците за одбрана на 2% од БДП. Ваквото зголемување на трошоците ќе продолжи да го поттикнува растот на приходите и профитот за европските одбранбени компании, со што ќе ја задржат нивната натпросечна привлечност за инвеститорите. Гледајќи го глобалниот економски раст, кој се базира првенствено на раст на реалните плати, позитивно се од корист и компаниите кои продаваат луксузни производи. Особено ветувачки се оние компании кои не се премногу изложени на кинескиот пазар, бидејќи се помалку чувствителни на флукуации на побарувачката таму.

Заедно, овие фактори сугерираат дека одбранбениот и луксузниот сектор во Европа се едни од попривлечните инвестиции, и покрај општите предизвици со кои се соочува европската економија.

Повисок ризик

Засега, ние сме помалку наклонети кон автомобилската индустрија, која се соочува со повеќеслојни предизвици што ја прават сè понеконкурентна. Нелојалната конкуренција од кинеските производители, бавниот развој на електричните возила, бирократските пречки кои ја ограничуваат продажбата на помали и попростапни модели и високите цени на струјата сериозно го попречуваат растот на индустријата. Дополнително, очекуваме

отстранувањето на субвенциите за електричните возила во САД и Европа и зголемените протекционистички трговски политики на САД дополнително да го оптоварат автомобилскиот сектор.

Во отсуство на големи фискални стимулации за кинеската економија, исто така, остануваме внимателни во врска со инвестициите во компании кои генерираат значителен дел од нивните приходи во Кина. Послабите економски хоризонти, заедно со побавниот раст на домашната побарувачка и слабиот извозен пазар, го ограничуваат потенцијалот за раст на приходите на овие компании. Ова е особено точно за индустриите како што се автомобили, електроника и луксузни стоки, каде кинеската зависност создава дополнителни ризици.

Пазари во развој

Пазарите во развој ќе се соочат со зголемена неизвесност, особено поради економските политики на новиот американски претседател, што може негативно да влијае на земјите со големи трговски суфицити со САД, како што се Кина, Мексико и Виетнам. И покрај овие предизвици, долгорочните можности остануваат на овие пазари, поддржани од ниските вреднувања, поповолната демографија во некои земји и можните пообемни фискални мерки во Кина. Во моментот имаме малку потпросечна пристрасност кон овие пазари, барем додека не се ублажат неизвесностите.

Кина

Кина се соочува со релативно низок економски раст, кој сè уште е под трендовите пред пандемијата. Дефлацијата, слабата домашна побарувачка и големите проблеми во секторот на недвижности сериозно го попречуваат економското закрепнување. Масовната невработеност, особено кај младите, станува се поголем социјален проблем. Ова создава притисок врз владата да го забрза економскиот раст преку пообемни фискални мерки. Досега, стимулативните мерки беа релативно слаби и недоволни за целосно економско закрепнување. Иако владата има многу фискален простор, се чини дека се двоуми дали да преземе поагресивни мерки.

Економските тензии со САД и неизвесноста околу глобалната побарувачка продолжуваат да тежат на извозно ориентираните сектори, зголемувајќи ја нестабилноста на кинеската берза. Овие тензии го охрабруваат и преселувањето на странски компании од Кина во земји како Индија и Индонезија, што има позитивно влијание врз економиите на двете земји.

Сепак, кинеските акции во моментот се значително потценети во споредба со развиените пазари, што претставува можност за долгорочните инвеститори. Технолошките компании се издвојуваат како особено ветувачки, бидејќи владата активно го поддржува развојот на напредни технологии, вештачка интелигенција и обновливи извори на енергија, кои се клучни за идната економска трансформација. Простор за раст на цените на акциите има и во секторот на трајни производи и производи за широка потрошувачка, бидејќи Владата ја поттикнува домашната

потрошувачка со воведување субвенции, особено кај трајните производи. Ова создава поволна средина за потрошувачките технолошки компании кои можат да капитализираат од растечката побарувачка на домашниот пазар.

Индија

И покрај неодамнешната корекција, индиската берза останува привлечна првенствено за долгорочните инвеститори поради структурните предности и ветувачката економска динамика. Иако растот е малку забавен, главно поради тековните макроекономски притисоци и скандалот околу конгломератот Адани Груп, Индија сè уште е една од најбрзорастечките економии во светот. Нејзината силна демографска основа и растечката урбанизација создаваат идеални услови за долгорочен развој.

Технолошките акции во Индија се атрактивни поради владината поддршка за дигитализација и развојот на технолошката инфраструктура, како што се вештачката интелигенција и автоматизацијата. Иницијативите како „Make in India“ го поттикнуваат индустрискиот развој и создаваат можности за компаниите кои инвестираат во иновации и напредни технологии. Во исто време, залихите во секторот на производи за широка потрошувачка се издвојуваат, бидејќи растечката средна класа и зголемениот расположлив доход ја поддржуваат домашната побарувачка. Владата воведува реформи кои ја

стимулираат потрошувачката и овозможуваат поголеми можности за раст на компаниите поврзани со производи и услуги за широка потрошувачка.

Понатаму, и покрај малку повисоките вреднувања во споредба со другите пазари во развој, индиските акции се сè уште атрактивни поради подобрената макроекономска стабилност и помалата изложеност на глобалните трговски спорови. И технолошките и потрошувачките дискрециони акции нудат силен потенцијал за долгорочен раст, поддржан од структурни реформи и поволни демографски трендови.

Јужна Америка

Земјите од Јужна Америка главно се соочуваат со нестабилни влади кои често се противници на слободниот пазар. Од перспектива на вреднување, но помалку од перспектива на политичка стабилност, Бразил се издвојува. Од корист би можело да им биде релативно силната побарувачка за бакар, литиум и нафта. Интерес привлекува и Аргентина, која полека излегува од економската криза со нов претседател по долгогодишните проблеми поради високата инфлација и генерално лошата економска ситуација. Сепак, структурните нерамнотежи, вклучително и ограничените текови на капитал, остануваат. Меѓутоа, со континуирано економско закрепнување, аргентинските акции би можеле да се издвојат како позитивна долгорочна приказна.

Можности на обврзничкиот пазар во 2025

Во 2024 година, пазарите на обврзници, исто така, испорачаа резултати и уште поважно, многу солидни приноси. Веруваме дека 2025 година ќе биде доста слична.

Преглед на 2024-та

Опаѓањето на каматните стапки

По историски скромната 2022 година, условите на пазарот на обврзници се нормализираа во текот на изминатите две години, но нестабилноста на цената на обврзниците останува висока. Во 2024 година забележавме значителни промени во очекувањата на аналитичарите во однос на намалувањето на каматните стапки на централната банка. Посебно интересни беа случувањата во САД, каде во јануари се очекуваа шест намалувања на каматните стапки до крајот на годината, но во текот на пролетта беше формиран консензус за само едно намалување. На крајот, бевме сведоци на пад на каматните стапки од 1 отсто, што е еквивалентно на четири намалувања. За истиот износ се намали и каматната стапка на Европската централна банка (ЕЦБ).

САД со повисок економски раст од ЕУ

Од друга страна, погледот на економскиот раст открива значителни разлики меѓу САД и ЕУ. Европската економија ќе оствари позитивен раст во 2024 година, но ќе биде помал за 1% од САД кој може да се пофали со речиси 3% раст на БДП.

Покрај намалувањето на каматните стапки, сведоци сме и на поволни движења кај премиите за кредитен ризик, кои дополнително се намалија, особено кај компаниите со понизок кредитен рејтинг, како што е прикажано на графиконот подолу. Да повториме дека кредитниот распон го претставува дополнителниот принос (во споредба со каматната стапка без ризик) што го бара инвеститорот за инвестирање во обврзница што носи кредитен ризик.

Инфлацијата опадна, но останува над целта

Инфлацијата, поврзаните инфлациски очекувања и нивните промени исто така имаат големо влијание врз цените на обврзниците. На глобално ниво, инфлацијата се намалува оваа година, но нешто побавно од очекуваното. И покрај прилично поволниот тренд, инфлацијата останува малку над целното ниво, кое за повеќето големи централни банки е 2%. Некои непријатности предизвикуваат и т.н базичната инфлација, која ги исклучува цените на храната и енергијата. Во ЕУ е нешто под 3%, а во САД нешто повеќе од 3%.

Кредитните премии на еврообврзниците се прилично скромни

Кредитни премии на еврообврзниците



Извор: Bloomberg, 19. 12 .2024

Поглед кон 2025

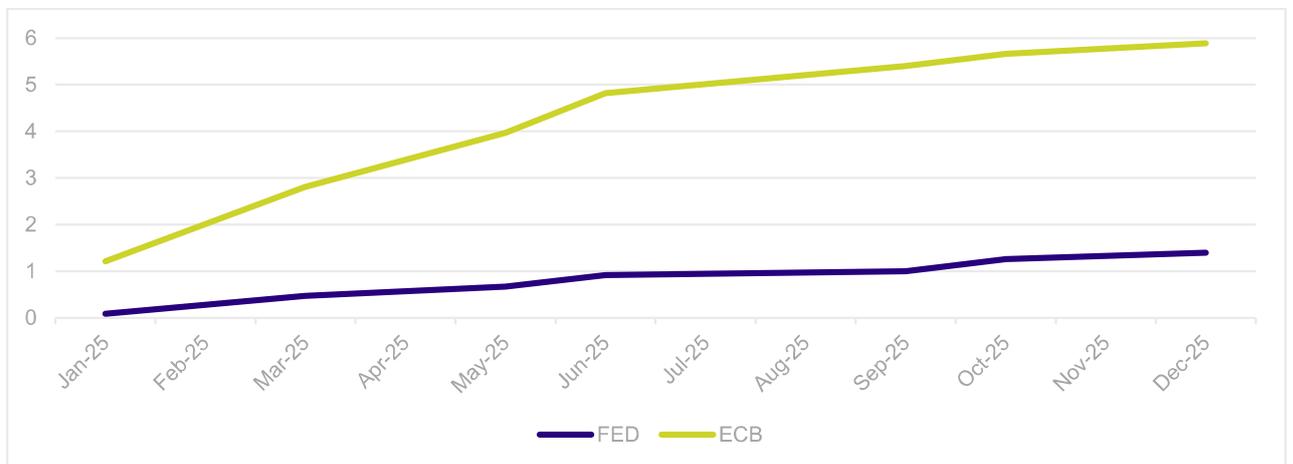
Каматите ќе го продолжат својот пат

Како што веќе беше споменато, во 2024 година и двете големи централни банки (ЕЦБ и ФЕД) одлучија идентично да ги намалат каматните стапки. Сепак, од графиконот подолу можеме да видиме дека очекувањата за следната година значително се разликуваат. Релативно послабата европска економија, во комбинација со пониски инфлациски притисоци, треба да и овозможи на ЕЦБ да направи повеќе

намалувања на каматните стапки. Американската централна банка е во многу поинаква позиција, каде што економскиот раст е повисок, инфлацијата во услужниот сектор е поупорна, а последно, но не и најмалку важно, Доналд Трамп, кој поддржува значително стимулативна фискална политика, ќе го преземе раководството на земјата. Како што може да се види од графиконот подолу, во моментот се во игра само едно или две намалувања

Голема разлика во очекуваните намалувања на каматните стапки во ЕУ и САД

Број на намалувања на каматните стапки во 2025



Извор: Bloomberg

Потенцијал на зајакнување на доларот

Разликата во монетарната политика на двете големи глобални економии се очекува да има позитивно влијание врз вредноста на американскиот долар. Понатамошно зголемување на вредноста на најважната светска валута е сосема веројатно, што позитивно би се одразило на вредноста на доларските обврзници.

Приносите до доспевање се поволни

Очекуваме поволниот тренд за обврзниците да продолжи и во 2025 година. Иако очекуваните приноси се пониски од оние на пазарите на капитал, обврзниците сепак нудат атрактивна влезна точка за штедачите кои се помалку склони кон ризик.

Кредитните премии се ниски

Ниските кредитни премии предизвикуваат одредена непријатност. Дополнителниот принос за инвеститорите кои преземаат кредитен ризик денес е релативно скромно, особено за пониските кредитни рејтинзи Б и ББ. Како што може да се види од табелата подолу, „наградата“ за прифаќање на кредитниот ризик е значително намалена во последните две години.

Кредитните премии на еврообврзниците нагло паднаа

Прифатена премија за кредитен ризик за еврообврзници (во % поени)

Кредит рејтинг	20.12.2022	20.12.2023	18.12.2024
AAA	0,64	0,73	0,61
AA	0,99	0,94	0,63
A	1,40	1,20	0,90
BBB	2,05	1,62	1,14
BB	3,75	2,69	2,01
B	6,20	4,54	3,18
CCC	11,27	12,04	11,00

Извор: Bloomberg, 19. 12. 2024

Сметаме дека потенцијалот за натамошно намалување на кредитните премии е ограничен. Сепак, во светло на солидната економска ситуација и релативно добрата финансиска состојба на компаниите (со мали исклучоци во автомобилската индустрија), не очекуваме значително зголемување на маркапите. Препорачуваме натпросечна или дополнителна изложеност на обврзници со

понизок кредитен рејтинг во случај кредитните премии да се зголемат.

Заклучок

Иако очекуваме малку повисоки приноси на вложувањата во капиталот во 2025 година, инвестициите во обврзници остануваат важен дел од портфолијата на повеќето штедачи. Пониските каматни стапки во комбинација со релативно низок, но позитивен економски раст ги поддржуваат обврзниците

Вештачката интелигенција како можност за инвестирање

Веруваме дека инвестициите поврзани со вештачката интелигенција ќе бидат една од главните можности за инвестирање во следната деценија. Тие вклучуваат компании кои ќе ги обезбедат клучните енергетски ресурси потребни за непречено и брзо функционирање на поширокото поле на развој и употреба на вештачката интелигенција.

Што е вештачка интелигенција?

Постојат неколку форми и дефиниции за вештачка интелигенција (AI). Европскиот парламент го дефинираше вака: „Вештачката интелигенција е способност на машината да ги имитира човечките способности, како што се логично размислување, учење, планирање и креативност“.

Револуција на вештачката интелигенција

Во декември 2023 година, во аналитички преглед напишавме дека се соочуваме со експоненцијален раст на полето на развој на вештачка интелигенција. Сè уште стоиме на ова предвидување.

Ќе бидат добри две години откако Chat GPT стана достапен за пошироката јавност во ноември 2022 година. Не е претерување да се каже дека револуцијата на вештачката интелигенција започна.

Најголемите компании кои нудат cloud услуги (Google, Microsoft, Meta, Amazon и Oracle) значително инвестираат во воспоставување на инфраструктура неопходна за обука и работа со јазични модели и машинско учење. До крајот

на 2024 година се очекува овие инвестиции да надминат 220 милијарди долари.

Видливиот успех на стандардниот пребарувач Google покажува дека вреди да се вложат големи суми пари за да се обезбеди лидерска улога на пазарот во користењето на новата технологија.

Затоа веруваме дека, од слична причина, инвестициите во инфраструктурата за вештачка интелигенција ќе продолжат и во наредните години, што ќе биде позитивно за компаниите кои ќе ја обезбедат целата потребна инфраструктура. Повеќето од овие компании може да се најдат во групата индустрија за полупроводници. Ова ги вклучува првенствено компаниите кои обезбедуваат графички процесори (NVIDIA, AMD, итн.), специфични процесори (Marvell, Broadcom, итн.) како и сите други компоненти (на пр. Arista) кои се потребни за правилно поврзување на процесорите во серверите (на пр. Dell), а и понатаму кон центрите за податоци.

Влијанието на инвестициите

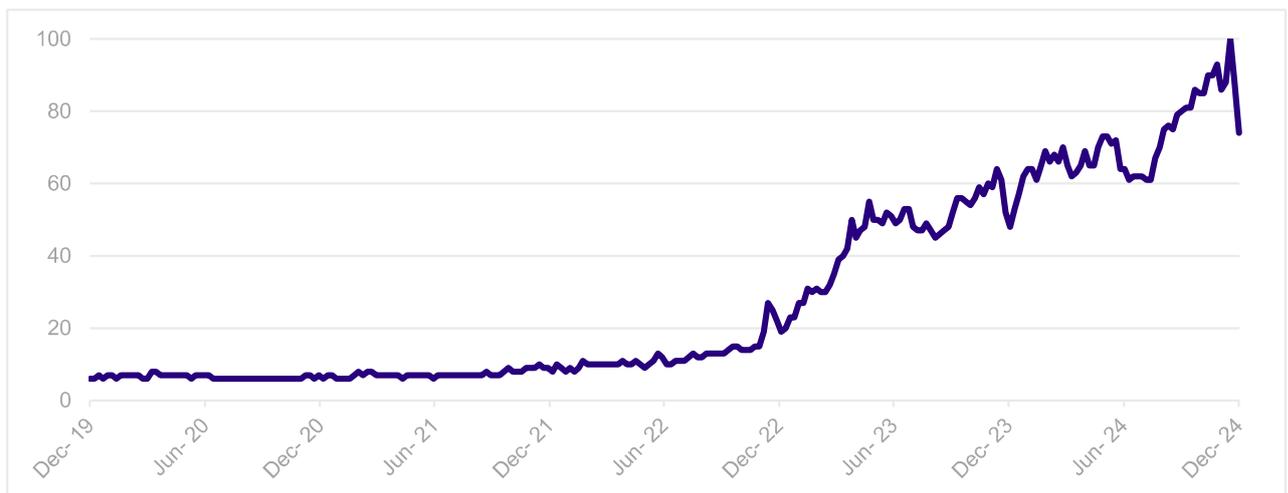
Значителните инвестиции на најголемите компании ќе имаат позитивно влијание на мноштво различни области (недвижен имот за центри за податоци, инженерство, нуклеарна енергија, електрични мрежи, производство на електрична енергија од обновливи извори, технологии за ладење, различни производи и полупроизводи кои поврзуваат различни компоненти во целина, итн.).

САД се водечка суперсила

Клучниот дел од развојот на вештачката интелигенција се одвива во САД. Во моментот нема докази дека САД би можеле да го загубат местото како глобална суперсила во развојот на оваа област во следните неколку години. Различните ограничувања на американската влада за извоз на високотехнолошки производи во Кина дополнително ја зајакнуваат доминацијата на САД. Ова не значи дека добрите можности за инвестирање се појавуваат исклучиво во САД.

Вештачката интелигенција се повеќе станува дел во јавната сфера.

Популарност на фразата „Вештачка интелигенција“ во пребарувањето на Google со текот на времето



Извор: Google Trends

Европските компании се исто така многу важни во синџирот на снабдување полупроводници за вештачка интелигенција, инфраструктурата и воздушната и одбранбената индустрија. Некои компании имаат речиси монополска позиција во високотехнолошките производи, како што е холандската компанија ASML, која не беше во можност целосно да ја компензира загубата на приходи од Кина во 2024 година поради американските извозни ограничувања. Нема многу купувачи на производите на оваа компанија, бидејќи најнапредните производи

(технологијата за екстремна ултравиолетова литографија) достигнуваат вртоглави цени (до 380 милиони долари).

Корисникот или главниот купувач на производите ASML, тајванската компанија TSMC, исто така има речиси монополска позиција, бидејќи може да ги произведува само најнапредните процесори во големи количини за компании како AMD, NVIDIA или Apple (на пр. A18 Pro процесорот во iPhone 16 Pro, произведен во 3nm технологија). Во 2025 година, можеме да очекуваме да видиме

употреба на 2nm технологија во производството на најновите процесори. САД се свесни за супериорноста на тајванската компанија, па затоа ја субвенционираа изградбата на нејзините фабрики во пустината Аризона, северно од Феникс. Првата изградена единица е веќе најмодерната фабрика (т.н. фаб) за производство на процесори некогаш изградени во САД. И покрај значителните субвенции, американскиот Интел е сè уште далеку од масовно производство на најнапредните процесори.

Иако САД се лидери во развојот и употребата на вештачката интелигенција, тоа не значи дека добрите можности за инвестирање во оваа област постојат исклучиво во најголемата светска економија.

NVIDIA Blackwell GB200 GPU

Blackwell е најочекуваната единица за графичка обработка за градење и користење на модели со вештачка интелигенција, која ќе биде масовно произведена во 2025 година. Патем, графичките единици за обработка се познати на хардкор играчите на 3D компјутерски игри со децении, а во подоцнежните периоди и на т.н. - рудари за криптовалути. Водечките технолошки компании веќе имаат истакнато желба да нарачаат однапред, бидејќи се вели дека Blackwell е 25 пати енергетски поефикасен и 30 пати побрз од неговиот претходник - H100 GPU.

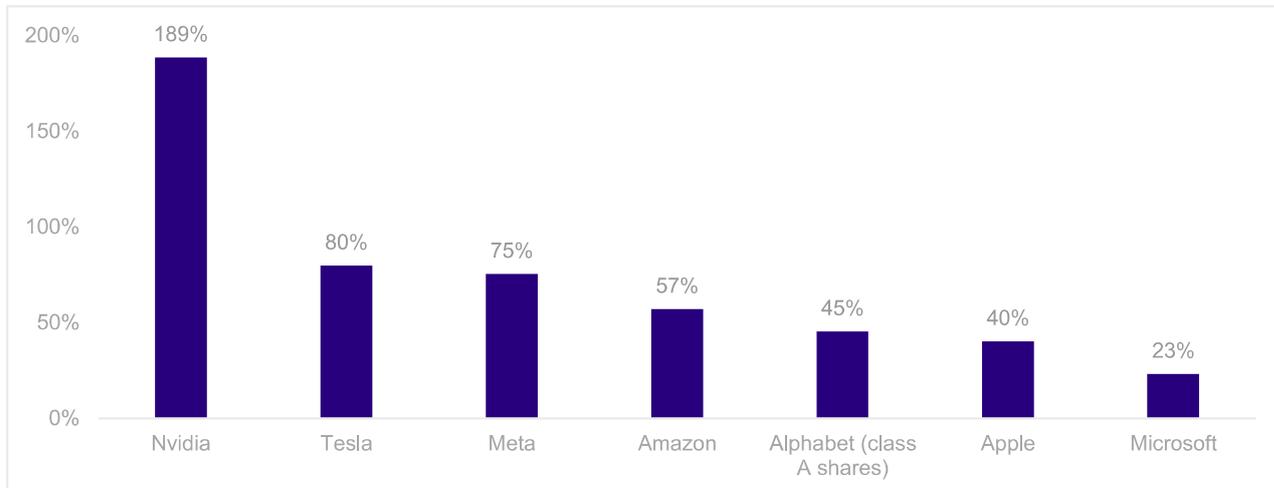
Некои проценки сугерираат дека до 2030 година, моделите за вештачка интелигенција ќе бараат до 10.000 пати повеќе компјутерска моќ за обука од денешните модели.

Во 2025 година, исто така, очекуваме многубројни надградби на постоечките модели на вештачка интелигенција кои корисниците долго време ги користат во пракса. Извршниот директор на OpenAI Сем Алтман ветува дека моделот GPT-5 (2025-та година) се очекува да овозможи напредно размислување, поголема доверливост и автономни т.н. агенти за вештачка интелигенција кои ќе се справат со проблемите во реалниот свет без човечки надзор или водство.

Ако предвидувањата се покажат точни, GPT-5 не само што ќе биде „попаметен“, туку ќе овозможи премин од пасивен асистент (одговарање на прашања, давање предлози) до активен соработник кој може да преземе сложени задачи и да ги завршува автономно. Ова во голема мера ќе ја зголеми ефикасноста во компаниите, но во исто време ќе покрене етички прашања за довербата, одговорноста и влијанието врз работните места.

Nvidia најпрофитабилна меѓу компаниите „Magnificent 7“

Приносот на акциите на „Magnificent 7“ во 2024 година во евра



Извор: Bloomberg, 20. 12. 2024.

SLM, системи со отворен код, квантно пресметување и многу повеќе

Моделите стануваат се поаметни, побрзи и посложени. Во исто време, во тек е развој и кон помали модели (Small Language Model – SLM), кои се многу поевтини и бараат помалку податоци и значително помалку енергија. Дополнителна предност е што помалите модели можат да работат локално на различни уреди (паметен телефон, компјутер и сл.), за да не се потпираат на cloud податоци.

Qualcomm, на пример, е многу активен во оваа област со своите најнови процесори од серијата Snapdragon, кои засега можат да се продаваат во Кина (поради санкциите, продажбата на Huawei е ослободена, но не и на Xiaomi).

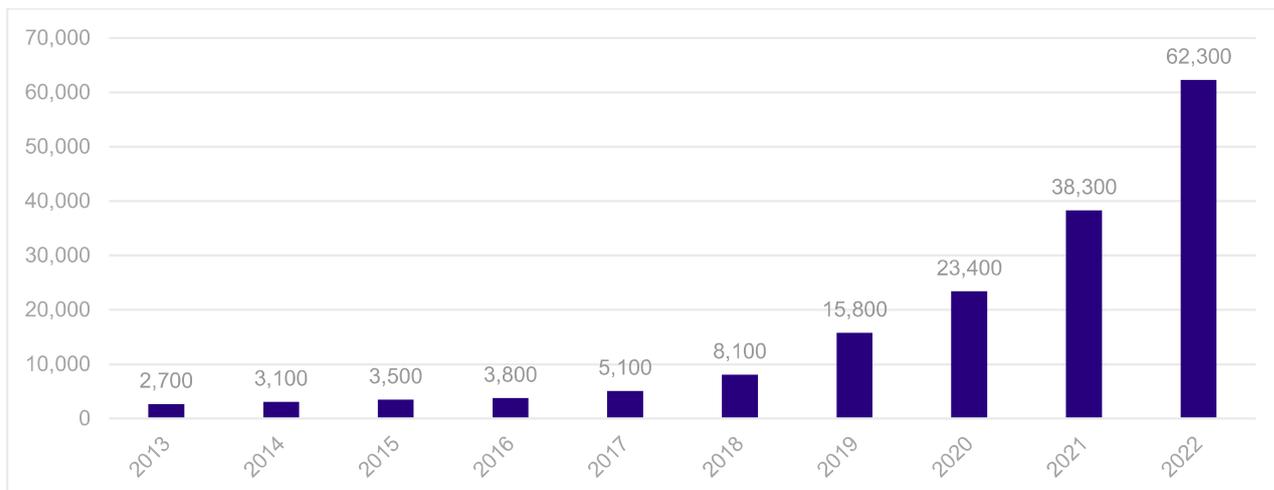
Се разбира, најголемите технолошки компании со најголеми парични текови, кои можат да ги

распределат на големи инвестиции и најголема компјутерска моќ, се во првите редови во креирањето на модели. Од друга страна, сведоци сме на брз развој на помали модели со отворен код. Веб-страницата Hugging Face, која е еден вид мрежа на ентузијаста, во моментот на пишување веќе е домаќин на 900.000 различни модели, што укажува на рапидно растечка конкуренција.

Моделите со отворен код не се само карактеристика на малите програмери, бидејќи на тоа се обложува и Meta (моделот LLaMA), кој на овој начин сака да ја поништи почетната предност на компанијата OpenAI (и покрај името „отворен“ ова е затворена систем). Глобалниот тренд на регистрирани патенти исто така покажува дека полето на вештачката интелигенција навистина рапидно расте. Во 2010 година се регистрирани 2.000 патенти, а во 2022 година над 60.000.

Развојот на вештачката интелигенција брзо напредува

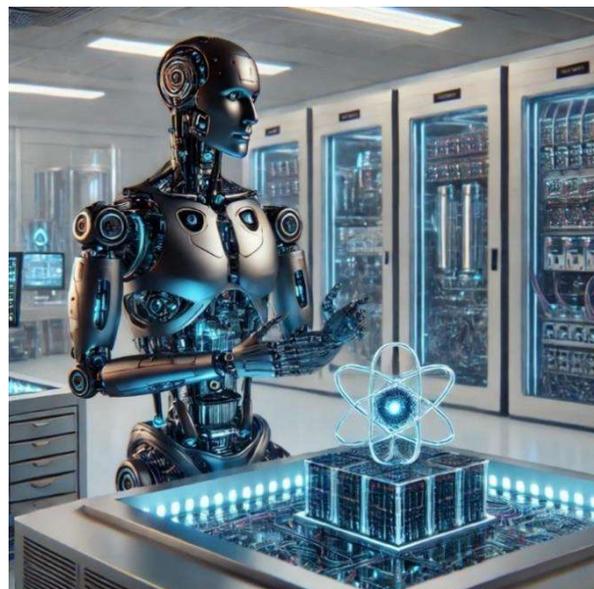
Број на патенти поврзани со вештачка интелигенција (глобален)



Извор: Stanford HAI Research.

Во декември 2024 година, Google го претстави квантниот процесор Willow, кој, според производителот, се очекува да реши одредени проблеми за 5 минути, што на постоечките суперкомпјутери би им одзело подолго отколку што постои универзумот (10^{25} години). Се разбира, овие тврдења не можат да се проверат, но станува се појасно дека квантните компјутери го пронашле својот пат во градењето на модели со вештачка интелигенција (Google Quantum AI, IBM Quantum Machine Learning – QML).

Најголемата корист од квантните системи се очекува во области како што се откривање на нови лекови, оптимизација на инвестициските портфолија, откривање на нови сировини, нуклеарна фузија и оптимизација на батерии (вклучително и за подолги погони на електрични возила).



Големите технолошки компании нудат услуги за квантна платформа во облакот (Amazon Braket, IBM Quantum Experience итн.), со што стартапите можат едноставно да го најдат своето место во оваа област.

Посебно поглавје е за моделите изградени на блокчејн мрежа, каде што некои проекти се обидуваат да елиминираат значителната критика на најголемите постоечки модели на вештачка интелигенција - централизацијата. Ова е и едно од обвинувањата на Илон Маск

(покрај паричниот мотив и поврзаноста со Мајкрософт) против Сем Алтман, претседателот на OpenAI.

придобивки од децентрализираниот блок-модел.

Зошто развојот на моделите за вештачка интелигенција се одвива и на блокчејн мрежата?

- Децентрализација: ниту еден поединец или организација нема ексклузивна сопственост на таков модел.
- Стимулации: програмерите се натпреваруваат едни со други за да ги создадат најдобрите можни решенија и се наградени со крипто токени кои можат да ги продаваат и на отворен пазар. Добро прилагодениот модел за развој и награди може да привлече програмери од целиот свет, без бирократија за регрутирање што одзема време.
- Шпекулации: Растот на цените на крипто токени привлекува дополнителни нови програмери.
- Интегритет на податоци: блокчејн гарантира дека податоците што ги користат моделите со вештачка интелигенција остануваат безбедни и непроменливи.
- Сопственост и потекло: блокчејн може да ја следи употребата на модел и да одржува историја на промени.
- Дури и системите со отворен код како LLaMA на Мета ги немаат сите

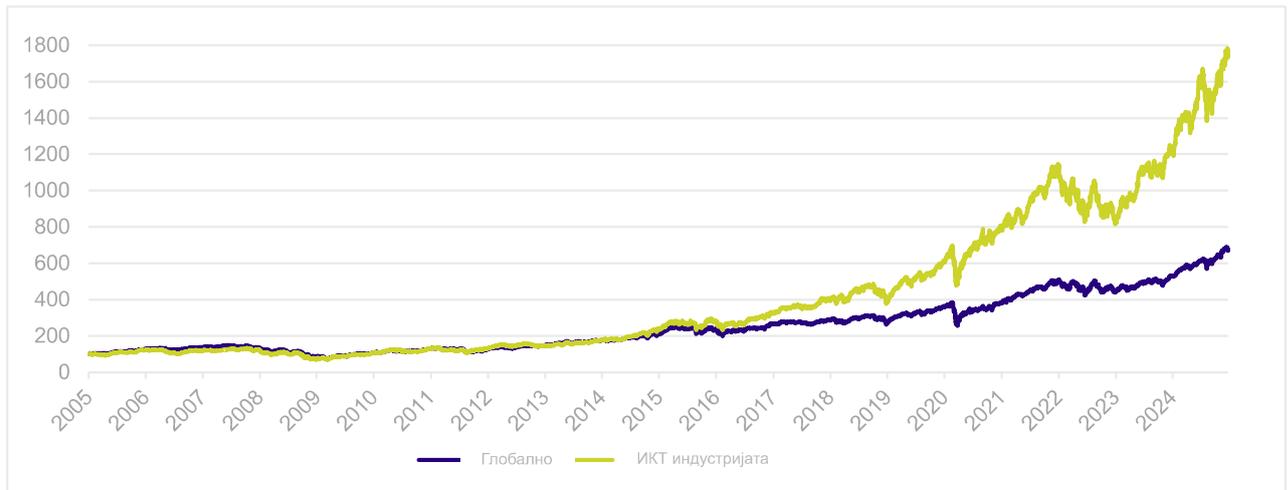
Влијанието на вештачката интелигенција врз геополитиката

Употребата на вештачката интелигенција е од растечко геостратешко значење, бидејќи може да претставува клучна предност во случај на разни глобални конфликти. Од една страна, можеме да очекуваме уште повеќе протекционистички мерки, а од друга страна, уште побрз напредок, бидејќи идната администрација на Трамп цели кон пониско ниво на регулација во различни области.

Ограничувањата на извозот ги ставаат американските компании кои генерираат значителен дел од своите приходи надвор од САД во попредизвикувачка деловна позиција од оние кои го работат најголемиот дел од нивниот бизнис во САД или со нивните блиски сојузници.

Акциите на високата технологија го надминуваат просекот на пазарите на капитал

Споредба на приносите на глобалниот берзански индекс и ИКТ берзанскиот индекс во ЕУР



Индекси: MSCI World Total Return Index, MSCI World Information Technology Total Return Index

Извор: Bloomberg, 20. 12. 2024

Распределба на инвестиции за вештачка интелигенција по области

Инвестициите поврзани со вештачката интелигенција може да се поделат на неколку основни области или фази: инфраструктурна област или фаза на изградба, фаза на примена и фаза на трансформација. Сметаме дека од инвестициска перспектива, инфраструктурниот сектор сè уште е меѓу поатрактивните, бидејќи може да генерира најслободен готовински тек, додека компаниите во фаза на апликација (особено компаниите од пошироката групација на софтверска индустрија) се борат со широко отворени паричници за првите пратки на новите полупроводници (на пример, за гореспоменатиот графички процесор Blackwell GB200). Како што споменавме, на полето на инфраструктурата можеме да најдеме компании кои исто така се лидери во Европа и Азија, така што овој сегмент нуди одлична географска диверзификација.

Следната област вклучува компании кои на корисниците им обезбедуваат различни алатки

за вештачка интелигенција - за лична и деловна употреба (генерирање текстови, видеа, слики, алатки за кодирање или програмирање, говор итн.).

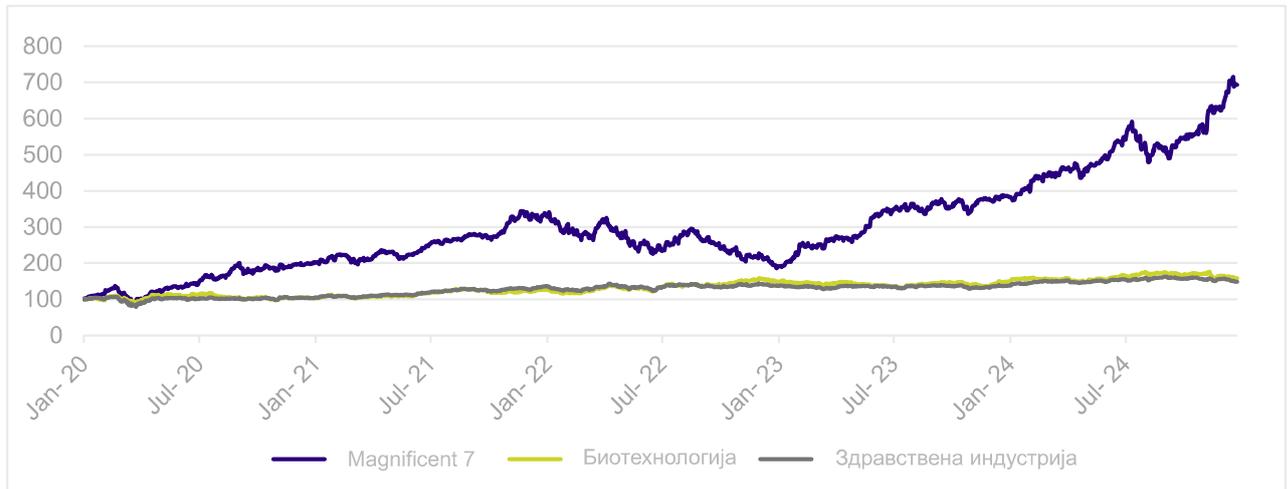
Компаниите во оваа фаза во моментот имаат огромна побарувачка за инфраструктурни производи, но готовинскиот тек што тие го генерираат не ги оправдува големите инвестиции за повеќето компании. Во овој момент, меѓу овие компании не може да се избере иден победник со висок степен на веројатност, па затоа е неопходен уште поголем степен на диверзификација во споредба со инвестиции во акции на инфраструктурни компании. Мајкрософт има водечка позиција на пазарот преку нејзините капитални инвестиции во OpenAI и употребата на некои решенија во MS Copilot, но други брзо го следат примерот.

Во третата област, постојат компании (на пример, од здравствената и биотехнолошката индустрија) кои ќе можат значително да ги трансформираат постоечките деловни модели

со користење на решенија за вештачка интелигенција од втората фаза. Некои од овие области се претставени подетално подолу.

Инвестициите во здравството не вродија плод во последните години

Споредба на приносите на избраните индекси во ЕУР



Индекси: Bloomberg Magnificent 7 Total Return Index, MSCI World Biotechnology Gross Total Return Index, MSCI World Health Care Gross Total Return Index

Извор: Bloomberg, 20. 12. 2024

Здравство и биотехнологија

Здравствените и биотехнолошките индустрии, можеби малку неправедно и значително заостануваат зад големите американски технолошки компании во последните години. Двете индустрии имаат значителен потенцијал во ерата на вештачката интелигенција, особено во однос на способноста за анализа на големи збирки податоци.

Трошоците за секвенционирање на ДНК драстично се намалија во последните децении - од 100 милиони долари во 2001 година на само 50 долари во 2022 година за секвенционирање на еден човечки геном. Овој напредок носи огромни можности за подобрување на ефикасноста и намалување на трошоците за развој на нови лекови и откривање нови терапии. Моделите и

пресметките на вештачката интелигенција со помош на квантни компјутери играат важна улога во новите откритија.

Банки и финансиски услуги

Во финансиската индустрија гледаме неколку области каде вештачката интелигенција може значително да го подобри работењето на банките и финансиските институции:

- Зголемена ефикасност на кодирање.
- Напредно извлекување податоци.
- Користење на виртуелни асистенти и чет-ботови.
- Автоматизација на процесот.
- Персонализиран финансиски совет.
- Превентивно откривање на ризик.
- Зголемување на конкурентноста: оние институции кои успешно ја инкорпорираат вештачката

интелигенција во нивните операции можат да добијат стратешка предност во однос на нивните конкуренти.

Роботика и сајбер безбедност

Сајбер криминалот станува една од најголемите закани за современото општество. Во таква средина, вештачката интелигенција е клучна за автоматизирање на процесите, од откривање закани до анализа на нивната опасност.

Системите поддржани од вештачка интелигенција овозможуваат многу брзи одговори.

Во иднина, можеме да очекуваме безбедноста да стане уште поголем удел во корпоративните буџети, а најголема корист ќе имаат давателите на инфраструктура и решенија за заштита на податоци.



Областа на роботиката отвора и нови, возбудливи можности. Напредните технологии како што се автономните возила и хуманоидните роботи напојувани со вештачка интелигенција стануваат реалност. Не е изненадување што неодамна претставениот робот Optimus на Tesla предизвика голем интерес. Во исто време, барем во однос на

вреднувањата во очите на инвеститорите, тој ја пресели Tesla уште подалеку од автомобилската индустрија и во технолошкиот сектор.

»Старата« економија

Големите апетити на технолошките компании се повеќе се поврзуваат со достапноста на електрична енергија и соодветната инфраструктура. Охрабрувачки е што компаниите од т.н „стари економии“ кои често стагнираа во минатото (на пример, од секторот за јавна заштита) ќе имаат бенефит од овој раст.

Се отвораат многу можности за компаниите кои работат на полето на инфраструктурата, обновливите извори на енергија и производството на сировини. Растот на побарувачката за бакар, алуминиум и други клучни материјали ќе биде поттикнат од инвестициите во рударската индустрија и рециклирањето на сировини.

Се проценува дека побарувачката за енергија од центрите за податоци ќе порасне за дури 160% до 2030 година, што ќе предизвика потрошувачката на електрична енергија во САД и Европа да расте на нивоа што не се забележани со децении. Се очекува центрите за податоци да сочинуваат околу 8% од вкупната потрошувачка на електрична енергија во САД до 2030 година, што е значителен скок од сегашните 3%.

Каква улога би можеле да играат малите модуларни нуклеарни реактори (SMR) и обновливите извори на енергија во обезбедувањето на енергијата потребна за центрите за податоци со системи за

складирање на енергија, пишуваме подетално во посебни написи.

Ризици

На краток рок, секое инвестирање во акции е ризично, особено оние кои се котирани со високи стапки на вреднување поради (пре)оптимистичките идни очекувања. Ова несомнено важи за акциите на компаниите кои инкорпорираат оптимистички очекувања во однос на понатамошниот развој на вештачката интелигенција. Исто така, би сакале да привлечеме внимание на концептот на тематско инвестирање во ветувачки нови технологии.

Општи „вистини“ за новите технологии

Пристигнувањето на нова технологија обично носи голем интерес кај јавноста, а компаниите ги привлекува многу свеж капитал. Очекувањата се големи, а вредноста на акциите на пионерските компании вртоглаво расте. Примамливите маржи привлекуваат нови конкуренти, кои ги загрозуваат профитите на постојните компании, а со тоа создаваат притисок врз пазарната вредност на капиталот на првичните победници.

Сме виделе многу такви примери во историјата, како што се пронаоѓањето и комерцијализацијата на телефонот, радиото, персоналните компјутери и Интернетот. Многу луѓе сè уште се сеќаваат на подемот на персоналните компјутери, предводени од IBM во 1980-тите.

Брзиот пораст на конкуренцијата стави надвор од бизнисот некои од тогашните ѕвезди во подем, вклучувајќи ги американските Commodore и британскиот Sinclair Research,

кои исто така беа многу популарни во со нивните модели Commodore 64 и ZX Spectrum 48K. Неколкуче преживевани компании ги лекуваа своите борбени рани многу години, а индустријата на крајот созреваше со само неколку победници.

Емпириските анализи покажуваат дека големите технолошки иновации (периодот на примерокот беше помеѓу 1825 и 2000 година) водат до појава на берзански балон во речиси три четвртини од случаите.

Тоа не значи дека новата технологија нема да успее. Победничките компании секогаш излегуваат од ваквите приказни, се разбира на сметка на падот на другите, кои потоа се паметат со носталгија и им се восхитуваат во музеите по нивната пионерска улога.

Добрата страна е што потрошувачот најмногу добива од зголемената конкуренција, кој може да ужива во нови производи и услуги по пониски цени. На пример, дали OpenAI ќе може да наплатува месечна претплата од 20 долари долго време без да воведо нова функционалност, кога Маск Grok 2.0 штотуку стана пошироко и бесплатно достапен за корисниците во рамките на X платформата? Од првиот впечаток, Грок може да прави околу 90% од работите што ги прават обичните корисници, како и платената верзија на ChatGPT.

Заклучок

Сметаме дека и покрај натпросечниот минат раст, технолошкиот сектор сè уште не ги надминал сите разумни граници на вреднување. Конечно, откако врвот го достигна непосредно пред Големата финансиска криза (2007-2009), просечната заработка по акција на

глобалниот технолошки сектор кумулативно порасна за 400%, додека сите други сектори постигнаа релативно скроман раст од 25%.

Несомнено е дека сегашните вреднувања на акциите се високи, но тие не се на прекумерните нивоа од 70-тите (т.н. Nifty Fifty bubble), 80-тите (јапонскиот меур) или крајот на милениумот, кога технолошкиот меур (.com bubble) пукна.

Во однос на профитабилноста во последниве години, тесна група од најголемите компании по пазарна капитализација е во предност. Важно е, покрај основната диверзификација на средствата, добро да ги диверзифицираме нашите средства во рамките на инвестирањето во компании со вештачка интелигенција.

Покрај класичните гиганти на технолошкиот развој, гледаме можност за понатамошна диверзификација и вклучување на помали, помалку познати компании. Иако е потешко да

се идентификуваат идните победници во овој сегмент, потенцијалните награди за успешна селекција се многу поголеми.

Целиот пазар е во голема мера зависен од неколку високопрофитабилни победнички компании. Ако го испуштиме ова, може да дојде до натпросечна колатерална штета во портфолиото. Мора да ги земеме предвид и повремение ценовни корекции на вредноста на акциите, кои се честа појава на пазарите на капитал, дури и кај нагорните трендови.

Нуклеарна енергија во иднина: можности и ризици

Дали нуклеарната енергија е клучот за енергетски одржлива иднина? Со новите технологии како што се малите модуларни реактори (SMRs), таа нуди можности за стабилно снабдување со електрична енергија и инвестиции во ископување ураниум, капитални добра и јавни услуги, но во исто време поставува прашања за трошоците, сложеноста на проектот и одржливоста на цените.

Со децении, енергетската индустрија изразува јасна потреба за стабилен извор на енергија кој не предизвикува емисии на јаглерод диоксид. Особено европските земји ја градат својата идна енергетска политика на обновливи извори, односно оние кои не се од фосилно потекло. На нуклеарната енергија првично не и се посветуваше големо внимание во националните енергетски стратегии. По нуклеарната несреќа во Фукушима во 2011 година, јавната дебата се префрли кон постепено укинување на нуклеарната енергија, особено во Германија, која одлучи да ги затвори сите оперативни нуклеарни центри.

Енергетската криза во 2022

Во обликувањето на својата енергетска иднина, Европа се потпира првенствено на обновливите извори како што се сончевата и ветерната енергија, како и на увозот на природен гас, кој донекаде е парадоксално од фосилно потекло. Резултатот од ваквата енергетска политика беше енергетската криза која избувна во 2022 година. Таа беше предизвикана од голем број фактори: неповолни временски услови, зголемена побарувачка за енергија по завршувањето на пандемијата, технички проблеми во француските нуклеарни центри и постепено напуштање на јаглен. Предизвикувачкиот

настан беше руската инвазија на Украина, која ја откри зависноста на Европа од единствен снабдувач на природен гас.

Глобална потреба на електрична енергија

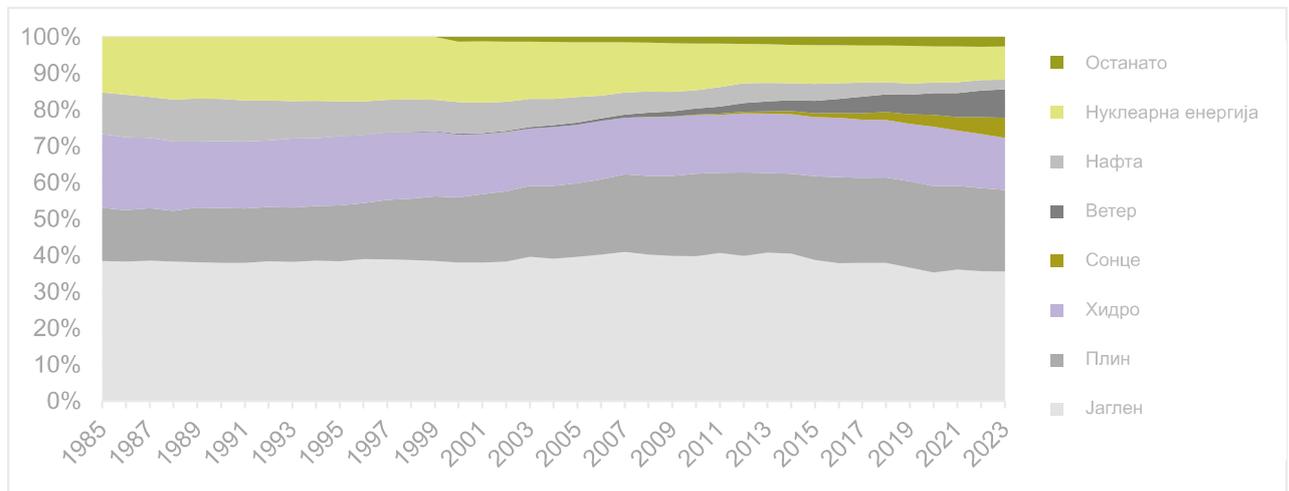
Во комбинација со гореспоменатите енергетски предизвици, според проценките на меѓународните енергетски агенции и европските институции, потрошувачката на електрична енергија во Европа се очекува да се зголеми за 20-30% до 2040 година. Главните причини за овој раст се првенствено електрификацијата и зелената транзиција во транспортот, пошироката употреба на топлинските пумпи во греењето и електрификацијата на индустријата. На друго место во светот, потрошувачката на електрична енергија се очекува да се зголеми уште повеќе за 40-50% до 2040 година. Покрај факторите специфични за Европа, брзиот економски раст, зголемената урбанизација, растечкото глобално население, дигитализацијата и развојот на нови технологии, особено вештачката интелигенција (AI), придонесуваат за овој феномен. Влијанието на вештачката интелигенција е особено изразено во САД, каде што развојот и употребата на овој тип на технологија е во подем. Исто така, постои тренд дека корисниците се повеќе користат

решенија засновани на вештачка интелигенција за пребарување на информации наместо традиционалните онлајн пребарувачи. Меѓу нив се издвојува ChatGPT, за кој конзервативните проценки укажуваат на околу 200 милиони корисници. Потрошувачката на енергија при едно пребарување со помош на ChatGPT се вели дека е до 25 пати поголема од пребарувањето преку Google. Покрај тоа, со порастот на вештачката интелигенција,

разновидноста на платформите што ја користат исто така брзо се зголемува - асистентите за разговор со вештачка интелигенција сега може да се најдат во пребарувачите, апликациите, работните средини и бројните интегрирани системи. Се проценува дека до 2030 година вештачката интелигенција ќе троши енергија колку што троши целата земја Франција денес.

Фосилните горива се уште доминираат

Извори на енергија за производство на електрична енергија помеѓу 1985 и 2023 година – глобално



Извор: Our world in data

Поради сите горенаведени фактори, нуклеарната енергија се нуди како единствена докажана и сигурна технологија која може да обезбеди големи количини потребна електрична енергија во стабилна форма, без оглед на временските услови. Напнатите политички услови, може значително да придонесат за намалување на зависноста од увоз на енергија. Во исто време, тоа го постигнува со речиси нула јаглероден отпечаток, со што помага во борбата против климатските промени без негативно влијание врз развојот и економскиот раст.

Нов пристап

Размислувањата на носителите на одлуки на државно и приватно ниво, дојде до брза промена при перцепцијата на нуклеарната енергија како извор на иднината. Забрзано е планирањето на инвестиции во развој на нови нуклеарни технологии и проширување на капацитетите врз основа на постари решенија. Меѓу новите пристапи, најголемо внимание привлекуваат малите модуларни реактори (SMR), бидејќи покажуваат бројни предности во споредба со воспоставените, поголеми реактори. Тие се карактеризираат со модуларен дизајн, сериско производство и

побрза конструкција, што ги намалува почетните трошоци, го намалува финансискиот ризик и го поедноставува воведувањето во енергетскиот систем. Помалата големина и модуларност овозможуваат постепено прилагодување на капацитетот кон реалните потреби на пазарот, додека компактниот дизајн и употребата на пасивните безбедносни системи обезбедуваат повисоко ниво на безбедност и помала веројатност за сериозни несреќи. SMR овозможува полесно распоредување во различни географски области, полесна интеграција со различни извори на енергија, поттикнување на иновациите во користењето на нуклеарното гориво и на тој начин воспоставување на основа за долгорочна, достапна и еколошки прифатлива нуклеарна енергија. Важно е да се нагласи дека малите модуларни реактори се релативно нова технологија. Во моментот, реакторите кои се веќе во функција и поврзани на мрежата се само во Кина и Русија. Наскоро поврзување со мрежата се очекува и во САД, Аргентина и Канада.

Можности и поединечни индустрии

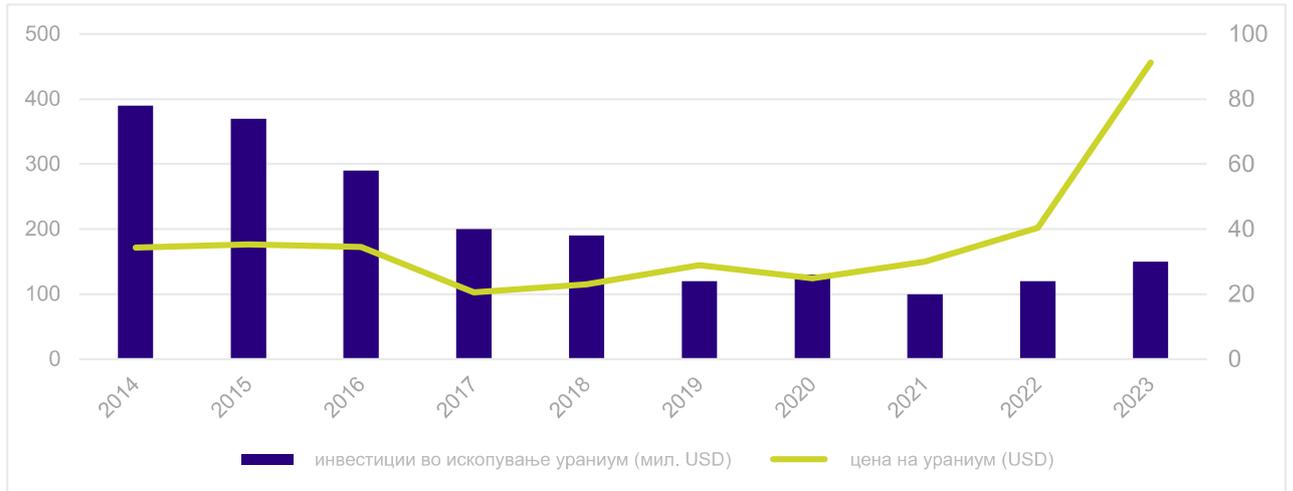
Можностите поврзани со нуклеарната енергија се јавуваат првенствено во индустријата за материјали (ископ на ураниум), капитални добра и комунални услуги. Меѓу нив, можеби најочигледните можности лежат токму во индустријата за ископување ураниум. Оваа индустрија во голема мера беше надвор од

интерес за инвеститорите поради долгорочните ниски цени на ураниумот, кои не ги покриваат трошоците за производство, што се одрази и со значителен пад на и онака ниските инвестициски вредности.

Недоволното инвестирање на индустријата и нејзината технолошки напорна природа може да значат дека нема да има доволно производствен капацитет бидејќи побарувачката за ураниум се зголемува. Ова би можело да доведе до значително зголемување на цените на ураниумот, што пак би овозможило поголем профит за компаниите кои се веќе основани во оваа индустрија. Донекаде тоа веќе се случува.

Инвестициите во рудници за ураниум заостануваат многу зад цената на ураниумот

Движење на цената на ураниумот во споредба со вредноста на инвестициите



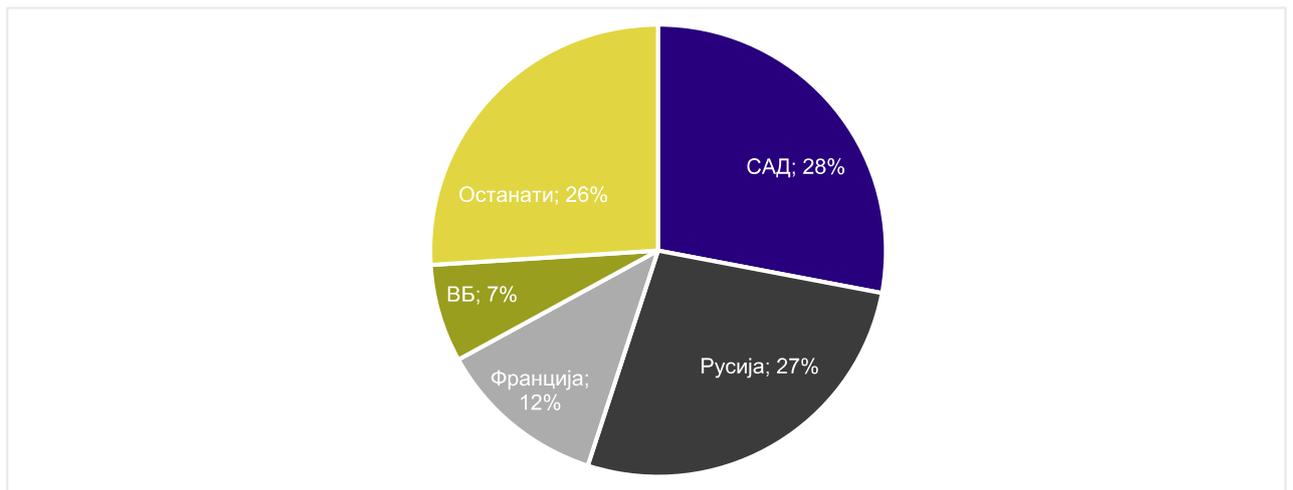
Извор: Bloomberg, Alpine Macro

Дополнителен предизвик во индустријата е релативно малиот број земји кои се извори на збогатен ураниум погоден за гориво во нуклеарните центри. Ова може да создаде дополнителни пречки за брзото зголемување на производството на ураниум како одговор на

зголемената побарувачка, но во исто време претставува предност за постоечките компании во индустријата. Графиконот ја прикажува географската дистрибуција на изворите на ураниум кои моментално се користат во нуклеарните центри во САД.

Западните земји зависат од неколку извозници на ураниум

Потекло на ураниумот што се користи во американските нуклеарни центри



Извор: Alpine Macro

Во индустријата за трајни производи, можно е да се изложите на компании кои делуваат како добавувачи на опрема и компоненти за нуклеарни центри, како и оние кои развиваат мали модулари реактори (SMRs). Привлечни се и компаниите кои обезбедуваат клучни алатки за обезбедување безбедност, како што се мерење и анализа на радијацијата. Поради сложеноста на изградбата на нуклеарни центри, интересни инвестиции може да бидат и компаниите кои нудат сеопфатни услуги во текот на целиот нуклеарен животен циклус. Ова вклучува консултации, теренски услуги, технологија, резервни делови, поддршка на реакторот, деактивирање и управување со отпад и инженерски услуги. Со зголемена побарувачка, може да постои ризик од недостиг на кадар со соодветни вештини.

Ризици

Секоја можност доаѓа со ризици, а тоа важи и за инвестициите во нуклеарната технологија. Од економска перспектива, постојат два главни типа на ризици вклучени во вакви проекти:

1. Навремено завршување на проектот во рамките на планираниот буџет. Во неодамнешните проекти, особено во Европа, често се покажа дека трошоците и временските рокови значително ги надминуваат првичните планови - во некои случаи и за повеќе од 100%.
2. Соодветно покривање на трошоците со идната цена на електричната енергија. Успешноста на проектот зависи од тоа дали цената на струјата ќе ја покрие цената на трошок по единица. Ако прогнозите за идната побарувачка се покажат како погрешни, цената на електричната енергија може да стагнира или дури и да падне на долг рок. Во некои случаи, земјите може да одлучат да инвестираат во нуклеарна енергија дури и ако очекуваат загуба по единица електрична енергија. Ваквите одлуки ќе се засноваат на стратешки размислувања за безбедноста и стабилноста на снабдувањето со електрична енергија.

Инфраструктурата како инвестициска класа

Инвестициите во инфраструктурата се појавуваат како нова долгорочна инвестициска класа во последните години. Таа нуди стабилни и сигурни приноси, заштита од инфлација и значително придонесува за диверзификација на ризиците на портфолиото.

Клучното прашање за инвеститорите е како и кога таквите инвестиции да се вклучат во портфолио врз основа на индивидуални цели и стратегии. Меѓу професионалните инвеститори, речиси веќе нема сомнеж за важноста на стратешката распределба на средствата, која вклучува алтернативни инвестиции, вклучително и инфраструктурата. Овој вид на размислување станува се повеќе распространет дури и кај побогатите поединци кои активно управуваат со својот имот.

Што се инвестиции во инфраструктура?

Инвестициите во инфраструктурата се инвестиции во физички средства кои овозможуваат основни услуги и јавни добра од суштинско значење да бидат функционални и од корист на економијата и општеството. Тие припаѓаат во следните категории:

- Транспортна инфраструктура: патишта, железници, аеродроми и пристаништа.
- Енергетска инфраструктура: електрани, далноводи и дистрибутивни мрежи.
- Водоводна и санитарна инфраструктура: водоводни мрежи, канализација и пречистителни станици.
- Телекомуникациска инфраструктура: мрежи за мобилни и интернет услуги и центри за податоци.

- Социјална инфраструктура: болници, училишта и други јавни установи како што се затворите.

Традиционално, развојот на инфраструктурата го финансира државата. Меѓутоа, со растечките инфраструктурни потреби, ограничените буџетски ресурси и потрагата по долгорочни стабилни приноси, се развија и форми на приватни капитални инвестиции.

Приватниот капитал денес ги надополнува јавните инвестиции, придонесувајќи со иновативни решенија, зголемувајќи ја ефикасноста и обезбедувајќи пристап до глобалните финансиски ресурси, поддржувајќи одржлив развој.

Предности за инвеститорите

Инвестициите во инфраструктурата им обезбедуваат на инвеститорите стабилни парични текови поради долгорочните договори и регулираните приходи, што ја намалува нестабилноста. Покрај тоа, тие нудат заштита од инфлација, бидејќи приходите често се индексираат на неа, а инфраструктурните средства ја одржуваат својата вредност. Ниската корелација со другите класи на средства овозможува подобра диверзификација на ризикот.

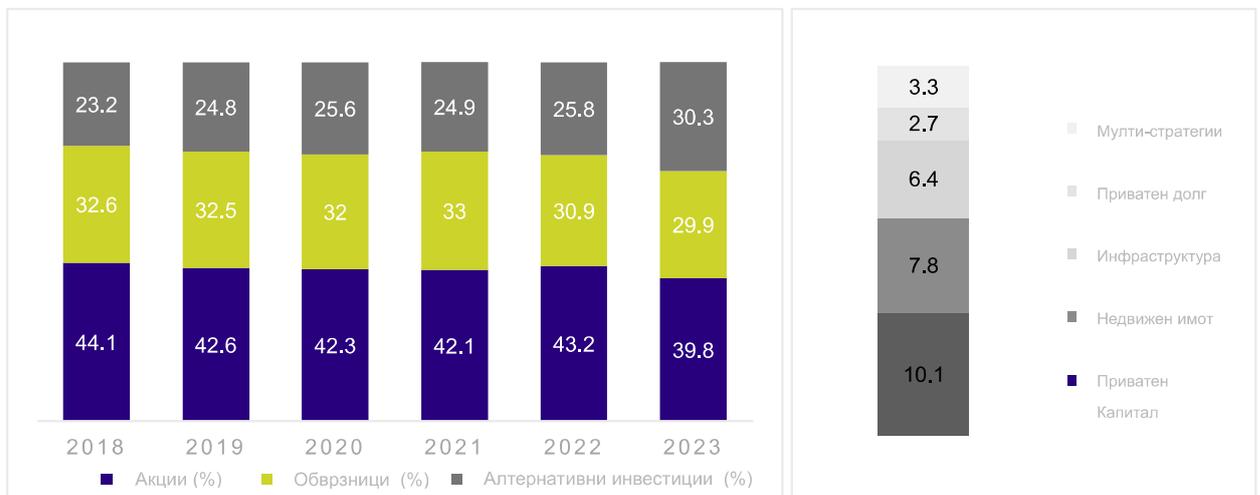
Професионален пристап на инвеститорите

Во последните години, професионалните инвеститори сè повеќе воведуваат алтернативни инвестиции, вклучително и инфраструктурни инвестиции, во нивните портфолија. Пензиските фондови и осигурителните компании се особено соодветни инвеститори поради долгорочниот

карактер на нивните обврски, што е во согласност со долгорочниот карактер на инвестициите во инфраструктурата. Податоците од графиконот подолу покажуваат дека од 2018 година, учеството на алтернативните инвестиции во портфолијата постојано се зголемува и, според најновите податоци, сочинува во просек нешто повеќе од 30% од портфолиото.

Уделот на алтернативните инвестиции во портфолијата постојано се зголемува

Инвестициска структура на институционални инвеститори



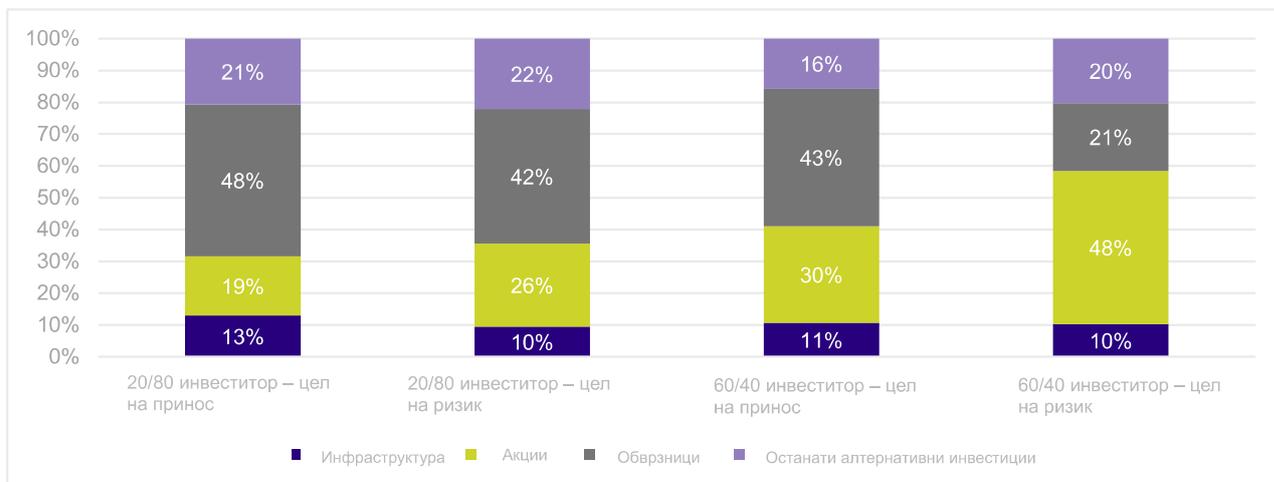
Извор: McKinsey Global Private Markets Review 2024, Private markets: A slower Era

Бројни академски истражувања ја обработуваат темата за оптимална инвестициска структура за различни типови инвеститори. Меѓу почестите се студиите кои ги испитуваат инвестициските политики на пензиските фондови, а еден од најинтересните неодамнешни придонеси е придонесот на институтот EDHECInfra, кој открива дека оптималниот удел на инвестиции во инфраструктурата е околу 10% од

портфолиото, без оглед на профилот на пензискиот фонд. Поконзервативните инвеститори имаат само малку поголем удел на инвестиции во долг во инфраструктурата и помал удел во капитални инвестиции. Како што можеме да видиме, во пракса сè уште постои одреден јаз помеѓу вистинската распределба (6,4%) и теоретскиот оптимум (10-13%), но јазот постојано се намалува

Оптималното учество на инвестиции во инфраструктурата е околу 10%, без разлика на профилот на инвеститорот

Пример за оптимизација за конзервативен (20/80) и агресивен (60/40) професионален инвеститор



Извор: EDHECinfra: SAA with Unlisted Infrastructure, februar 2021.

Начини за инвестирање во инфраструктура

Инвестициите во инфраструктурата нудат различни методи за пристап кои се разликуваат во сложеноста на управувањето, ликвидноста и корелацијата со традиционалните класи на средства. Инвеститорите можат да изберат помеѓу следниве пристапи:

Инвестиции во инфраструктура на берзата

Станува збор за инвестиции во компании или инфраструктурни фондови кои котираат на берзата и се занимаваат со управување на инфраструктурата.

Приватни фондови кои инвестираат во инфраструктура:

Овие средства овозможуваат инвестирање во инфраструктурни проекти кои не се котирани на берзата, што често вклучува поголема флексибилност и поширок опсег на сектори.

Директни инвестиции

Директен влез во инфраструктурни проекти преку наменски проектни компании. Овој метод овозможува најголема контрола, но бара и најголем ангажман и експертиза.

Инфраструктурните приватни капитални фондови го зголемуваат ефектот на диверзификација на портфолиото

Главни карактеристики на секој метод на инвестирање:

Начин на инвестирање	Корелација со традиционални инвестиции	Комплексност на управување	Ликвидност
Инвестиции во инфраструктура преку берзата	Висок	Низок	Висок
Инвестиции во инфраструктура преку приватни фондови	Низок	Среден	Низок
Директни инвестиции	Низок	Висок	Низок

Инвестициите на берзата се популарни поради нивната висока ликвидност и леснотија на управување, но тие често покажуваат висока корелација со традиционалните инвестиции, што ја намалува нивната ефикасност во диверзификацијата на ризикот. Спротивно на тоа, инфраструктурните приватни инвестициски фондови претставуваат избалансирана алтернатива, што овозможува поширока изложеност на сектори како што се обновливите извори на енергија и инфраструктурата за податоци, но бара прифаќање на помала ликвидност. За инвеститорите кои бараат уште поголем степен на контрола и флексибилност, достапни се директни инвестиции. Поради високите барања за капитал, сложеноста и ограничената ликвидност, тие главно се погодни за институционални инвеститори со долгорочна стратегија.

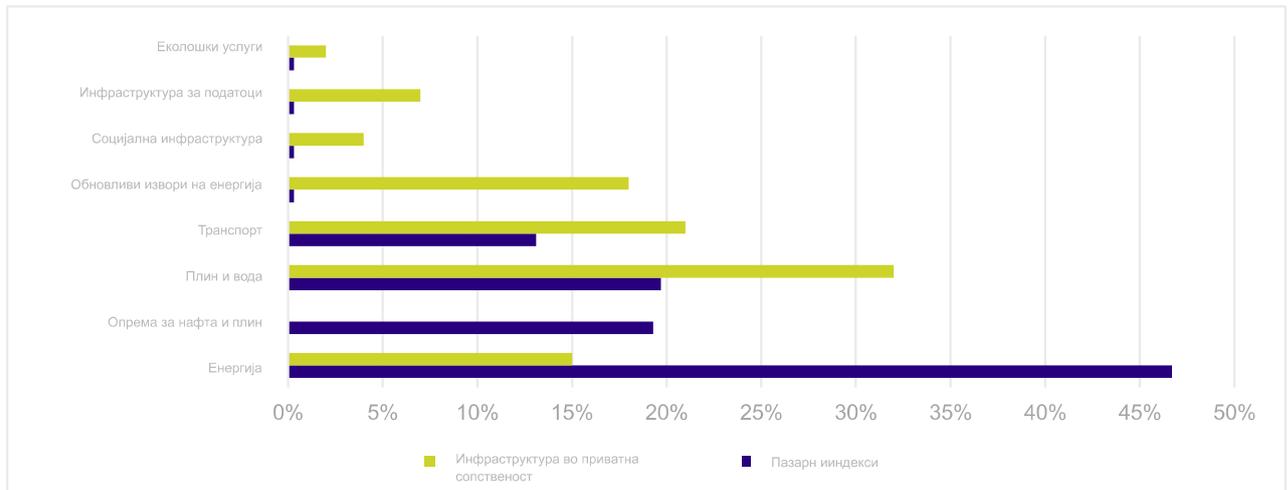
инвеститорите пристап до иновативни проекти кои не се достапни преку инвестиции на берзата. Тие, исто така, ја намалуваат изложеноста на нестабилноста на берзата и ја зголемуваат диверзификацијата на портфолиото.

Зошто да размислите за приватните фондови?

Приватните фондови стануваат сè поатрактивен избор, обезбедувајќи пристап до недоволно застапените сектори како што се обновливите извори на енергија и инфраструктурата за податоци, кои често се занемарени од традиционалните берзански индекси. Овие средства им овозможуваат на

Приватните фондови обезбедуваат пристап до недоволно застапените сектори

Споредба на секторската структура на пазарните индекси со секторската структура на инфраструктурата во приватна сопственост



Индекс: S&P global listed infrastructure index

Извор: EDHECinfra: SAA со Unlisted Infrastructure, Февруари 2021.

Изборот на методот на инвестирање зависи од целите на инвеститорот, толеранцијата на ризик, потребите за ликвидност и временската рамка. Инвестициите на берзата се погодни за оние кои бараат едноставност и ликвидност, додека приватните капитални фондови и директните инвестиции нудат поспецијализирана и долгорочна изложеност на инфраструктурните сектори.

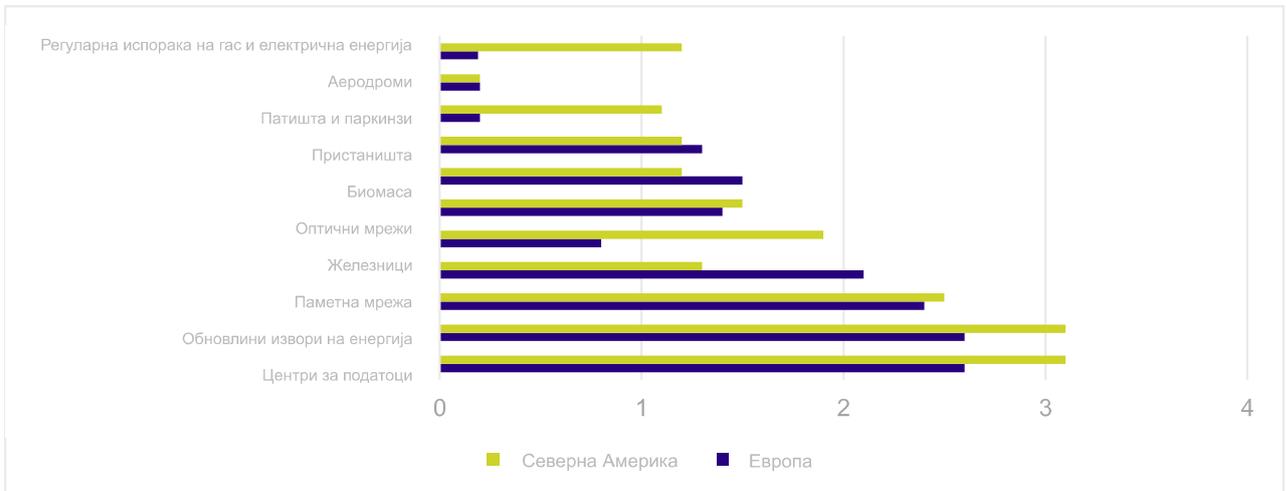
Тековни трендови во приватните инфраструктурни фондови

Инвестициите во инфраструктурата се тесно поврзани со мегатрендовите како што се декарбонизацијата, дигитализацијата,

деглобализацијата и демографските промени. Зголемениот развој на вештачката интелигенција и нејзините инфраструктурни потреби имаа силно влијание врз насоката на инвестициите, особено во дигиталната инфраструктура и производството на енергија. Во согласност со овие трендови, истражувањата меѓу операторите предвидуваат дека во 2025 година најперспективните инвестиции ќе бидат насочени кон центрите за податоци, а потоа инвестициите во обновливи извори на енергија, решенија за складирање енергија, паметни мрежи и станици за полнење електрични возила.

Со развојот на вештачката интелигенција, интересот за дигитална и енергетска инфраструктура значително се зголеми

Истражување за атрактивноста на категориите во инвестиции во инфраструктура



Анкетата е спроведена меѓу управителите на приватни инфраструктурни фондови, при што оценката -5 укажува на крајно неповолни услови и +5 укажува на исклучително поволни услови за инвестирање.

Извор: GIA Alvarez & Marsal Infrastructure Pulse Survey, Q2 2024

Често, различни решенија се комбинираат во поединечни проекти, на пример, центрите за податоци напојувани од обновливи извори на енергија се спојуваат со системи за складирање, што овозможува т.н. 24-часовно гарантирано снабдување со енергија. Приватните инфраструктурни фондови се исклучително активни во оваа област во последните години. Тие собраа повеќе од 170 милијарди американски долари годишни

обврски во рекордните години 2021 и 2022 година, делумно како одраз на одговорот на владиниот стимул за време на пандемијата. Дури и во помирни периоди, како 2023 година, обележани со повисоки каматни стапки и построги услови за финансирање, обврските надминаа 120 милијарди долари. Прогнозите за 2024 и 2025 година покажуваат дека бројките од 2023 година ќе бидат надминати.

Се очекува раст на приливите во приватните инфраструктурни фондови

Собрани обврски за приватни инфраструктурни фондови



Извор: Infrastructure Investor Fundraising report H1 2024

Главните области на инвестиции остануваат обновливите извори на енергија и дигиталната инфраструктура. Најголемиот фонд (управен од Брукфилд) собрал дури 28 милијарди американски долари во обврски, додека просечната големина на фондот е околу 1 милијарда американски долари. Ова ја покажува зголемената важност на приватниот капитал во финансирањето на клучните инфраструктурни решенија за иднината.

Заклучок

Инвестициите во инфраструктурата се повеќе стануваат клучен дел од портфолијата на професионалните инвеститори. Нивната комбинација на стабилни приноси, заштита од инфлација и ниска корелација со другите класи на средства им овозможува на инвеститорите ефективно да ги диверзифицираат ризиците и да постигнат долгорочен раст на средствата.

Зголемеиот фокус на мегатрендовите како што се дигитализацијата и транзицијата кон обновливи извори на енергија дополнително ја зајакнува важноста на инвестициите во инфраструктурата, додека приватниот капитал овозможува финансирање на иновативни проекти кои придонесуваат за одржлив развој.

Со разновидни инвестициски патишта на располагање – од инвестиции на берзата до приватни капитални фондови и директни инвестиции – инфраструктурните инвестиции се погодни за широк опсег на инвеститори, од поединци до институционални играчи. Изборот на вистинскиот пристап е клучен и мора да ги земе предвид индивидуалните цели на инвеститорот, толеранцијата на ризик и временската рамка.

Известување за инвеститорите

Документот е подготвен исклучиво за подобро разбирање на финансиските инструменти и работењето на пазарот на капитал и не претставува понуда или покана за понуда за купување или продажба на финансиските инструменти кои се дискутирани во документот или кои било други финансиски инструменти поврзани со содржината на овој документ. Документот, исто така, не претставува лична препорака или инвестициски совет бидејќи не го зема предвид инвестиционите цели, финансиската состојба и специфичните потреби на лицето кое на кој било начин се запознало со делот или целата содржина на овој документ. Документот, исто така, не претставува инвестициска препорака. Информациите се добиени врз основа на јавно достапни податоци, за кои авторот смета дека се автентични, но не гарантираме за нивната точност и комплетност. Информациите не претставуваат внатрешна информација. НЛБ Фондови АД Скопје не прифаќаат одговорност за последиците од одлуките донесени врз основа на мислењата и информациите содржани во овој документ. Наведените информации во овој документ не претставуваат препорака за купување или продажба на какви било хартии од вредност, финансиски инвестиции или инвестициски групи, ниту пак јавна понуда на хартии од вредност, туку само податоци и проценки направени врз основа на јавно достапни информации, наменети за информирање на заинтересирани страни. Компаниите НЛБ, НЛБ Склади и НЛБ Фондови АД Скопје имаат и ќе склучуваат трансакции со некои од хартиите од вредност или инвестициските групи наведени во овој документ и со други хартии од вредност. Во овие хартии од вредност и инвестициски групи инвестираат и инвестициски фондови и портфолија на клиенти кои управуваат со финансиски инструменти управувани од компанијата НЛБ Фондови. Компанијата НЛБ Фондови АД Скопје управува со фондовите НЛБ Топ Брендони, НЛБ Америка, НЛБ БРИК, НЛБ Обврзници и НЛБ Кеш Депозит. Пред да донесете каква било инвестициска одлука, погледнете го Проспектот на фондовите со вклучени правила за управување и документите со клучни информации за инвеститорите за поединечните фондови на НЛБ Фондови АД Скопје кои се достапни за инвеститорите на македонски јазик, бесплатно на веб-страницата www.nlbfondovi.mk. Целосното правно известување е достапно на: <https://nlbfondovi.mk/content/pages/pravno-izvestuvanje>. Инвестициите во финансиски инструменти се ризични, и инвеститорите треба да бидат свесни дека вредноста на финансиските инструменти и приходите од нив не е загарантирана. Приносот од минатите години е од информативен карактер и не претставува индикација за очекуван принос во иднина. Информациите за инвестициските услуги, ризиците и трошоците и компензациите на НЛБ Фондови АД Скопје се достапни на веб-страницата www.nlbfondovi.mk. Фондовите и останатите услуги на НЛБ Фондови АД Скопје не се банкарски услуги и не носат гарантирани приноси.

Јануари 2025

Издавач и носител на авторски права: NLB Skladi, d.o.o. Ljubljana, Slovenija

Графичка подготовка: НЛБ Фондови АД Скопје

Бесплатна копија, Јануари 2025

Други лица кои го користат материјалот за маркетинг: НЛБ д.д., Љубљана и Друштво за управување со отворени и

затворени инвестициски фондови НЛБ Фондови АД Скопје, Бул. Партизански Одреди 14/А, влез 1, кат 2/2

Скопје/Центар, info@nlbfondovi.mk**НЛБ Фондови АД Скопје**Т: +389 2 60 90 300 | www.nlbfondovi.mk

Печатениот материјал е од информативен карактер. Го задржуваме правото да правиме промени. Ние не сме одговорни за грешки при печатење.

Ве покануваме да ги проверите важечките услови и карактеристики на секоја услуга при потпишување на декларацијата за пристапување или при склучување на договорот за управување.