

TRUMP 2.025

AMERIŠKA LOKOMOTIVA: S POLNO PARO NAPREJ?



UREDNIŠKI ODBOR

ODGOVORNI UREDNIK:

Aleš Šoba, CFA,
direktor sektorja upravljanja
investicijskih skladov,
02/229 74 51, ales.soba@infond.si

ČLAN:

mag. **Barbara Gačnik**,
vodja področja upravljanja naložb,
02/229 74 70, barbara.gacnik@infond.si

AVTORJI ČLANKOV

Aleš Šoba, CFA
Direktor sektorja upravljanja
investicijskih skladov

dr. **Uroš Vek**,
Direktor sektorja
individualnega upravljanja

mag. **Barbara Gačnik**,
Vodja področja upravljanja naložb
Sektor upravljanja investicijskih skladov

Mihaela Jarc Knaver,
Višja specialistka za upravljanje
Sektor individualnega upravljanja

Aleš Grbić
Višji specialist za upravljanje
Sektor upravljanja investicijskih skladov

Damjan Kovačič,
Višji specialist za upravljanje
Sektor upravljanja investicijskih skladov

Uroš Selič,
Specialist za upravljanje
Sektor upravljanja investicijskih skladov

mag. **Mitja Vranetič**
Specialist za upravljanje
Sektor upravljanja investicijskih skladov

Timotej Žlof
specialist za upravljanje
Sektor individualnega upravljanja

Vito Protner
Specialist za upravljanje
Sektor individualnega upravljanja

Tomaž Arih
Strokovni sodelavec za upravljanje
Sektor upravljanja investicijskih skladov

Naložbenimozaik

VSEBINA

3 Predgovor

5 Gospodarski pogled

5 - ZDA: Retorika in realnost Trumpovih drznih gospodarskih načrtov

15 - Evropa: Stara celina, novi izzivi

21 - Kitajska: Po poteh Japonske ali oživitve gospodarstva

26 Finančni trgi

26 - Delniški trgi: Bik se bo nadaljeval, a negotovost povišana

36 - Državne obveznice: Varna in realno pozitivno naložba

41 - Podjetniške obveznice: Priložnost za zanesljive donosnosti
v negotovih časih

44 - Finančne obveznice: Stabilna donosnost in pozitivni obeti

47 Priporočila

48 Umetna inteligenca – kje smo dve leti po ChatGPT

55 Demografija je naša usoda

64 Vzdržnost ameriškega dolga

70 Kazalniki in referenčni grafi

Predgovor

Leto 2024 je bilo še eno izjemno leto za globalne (predvsem ameriške) delnice. Videti je, da je ameriškemu gospodarstvu uspel tako imenovan »mehki pristanek«, v katerem centralni banki uspe ukrotiti inflacijo brez pretiranega negativnega vpliva na gospodarsko rast in zaposlenost. Da lahko centralne banke nižajo obrestne mere v času, ko je stopnja brezposelnosti še vedno na zgodovinsko nizkih ravneh, je bila v preteklosti močna kombinacija in tudi letošnji odziv delniških trgov ni bil nič kaj drugačen.

Mogoče ostali deli globalnega gospodarstva niso bili tako odporni, pa kljub temu ne moremo govoriti o kakšnem (vsaj za zdaj) dramatičnem zapletu. Evropa se resda sooča z resnimi strukturnimi izzivi, kljub temu je bila rast letos pozitivna, čeprav nizka. Kitajska pa je končno pokazala bolj odločno željo pri stimuliranju svojega

gospodarstva z napovedjo, da je pripravljena narediti mnogo več, kot pa v preteklih letih.

Poleg odpornega globalnega gospodarstva pa so bile ključni dogodki leta ameriške predsedniške volitve. Prepričljiva zmaga in drug mandat Donalda Trumpa je pomenil še dodaten zagon ameriškim delnicam in povečano negotovost na trgih zunaj ZDA. Njegove obljube gredo v smeri nižjih davkov, manj regulacije in višjih carin. Predvsem carine so tisti element njegove politike, ki je najbolj problematičen.

Preglednica 1: Pregled donosnosti na kapitalnih trgih

V EUR	2023	2024*	10 let**	PE	PE 2024	DIV Y
Delniški trgi						
MSCI ACWI (Globalni delniški)	18,3 %	26,0 %	11,1 %	21,2	18,3	1,8 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	19,8 %	27,6 %	11,9 %	22,5	19,5	1,7 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	6,3 %	12,7 %	4,9 %	13,7	11,7	2,7 %
MSCI US (Ameriške delnice)	22,5 %	33,9 %	14,6 %	27,5	22,3	1,2 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	15,8 %	9,1 %	6,5 %	15,0	13,6	3,3 %
MSCI JAPAN (Japonske delnice)	15,8 %	14,1 %	7,9 %	15,0	15,0	2,3 %
MSCI CHINA (Kitajske delnice)	-14,0 %	21,8 %	3,4 %	11,1	9,6	2,5 %
MSCI Value	8,0 %	23,8 %	8,9 %	16,7	14,9	2,8 %
MSCI Growth	32,6 %	31,3 %	14,5 %	33,4	27,8	0,7 %
Obvezniški trgi						
iBoxx € Overall Index	7,2 %	3,6 %	0,5 %	2,93	2,84	6,38
iBoxx € Corporates Index	8,2 %	5,0 %	1,1 %	3,50	3,17	4,43
iBoxx € Sovereigns Index	7,2 %	3,2 %	0,5 %	2,81	2,77	7,21
Ostalo						
Nafta Brent (sodček) – cena v USD	77,0	72,9				
Zlato (unča) – cena v USD	2.063	2.643				
Bitcoin – cena v USD	42.508	96.841				
Tečaj EUR/USD	1,10	1,06				

Opombe: donosi vključujejo neto dividende; merjene v EUR.

*2024 je na dan 30. 11. 2024; **10 let je obdobje od 30. 11. 2014 do 30. 11. 2024.

Vir: Bloomberg, 2024

Globalne delnice so tako do konca novembra pridobile 26 % (vključujoč dividende). Daleč spredaj so bile (znova) ameriške delnice z donosom preko 30 %. Tako se nadaljuje oziroma celo stopnjuje dominantnost ameriških delnic po koncu finančne krize iz leta 2009. Podobno kot lani so bile tudi letos v ospredju največja tehnološka podjetja, na čelu z Nvidio, ki je postalo tudi največ vredno podjetje na svetu. In čeprav še vedno govorimo o ogromni koncentraciji delniških trgov, pa so se v drugi polovici leta pridružili tehnološkimi podjetji tudi ostali sektorji. Ostale regije so bile daleč zadaj. Še posebej evropske delnice, četudi so dosegle dober donos (9 %). So pa končno pokazale znake življenja tudi kitajske delnice, ki so višje za 22 %, predvsem kot izraz optimizma, da kitajsko vodstvo ne bo dopustilo dodatne ohlavitve kitajskega gospodarstva.

Na drugi strani imajo za seboj solidno leto evropske obveznice. Dosegle so donos blizu 4 %. Kot že ugotavljamo zadnji dve leti, so pričakovani donosi in vrednotenja obveznic znova normalni in jih kot take znova vidimo, kot pomemben gradnik v portfelju vlagateljev.

Naša pričakovanja za leto 2025 gredo v smeri, da smo še vedno v okolju, ki je pozitivno za delniške naložbe, predvsem kombinacija stabilne gospodarske rasti, nadaljnja normalizacija inflacije ob hkratnem nižanju obrestnih mer s strani centralnih bank. V preteklosti je bilo nižanje obrestnih mer v okolju, kjer ameriško gospodarstvo ni padlo v recesijo, pozitivno za delnice in podobno doživljamo tudi sedaj. Tudi del Trumpovih politik, kot so nižji davki in deregulacija, lahko pozitivno vplivajo na ameriško gospodarsko rast.

Je pa navdušenje po dveh letih izjemne rasti na delniških trgih mnogo manjše. Povišana vrednotenja, predvsem ameriških delnic, so na nivojih, ki smo jim bili v zgodovini priča le redko. Rast, ki jo bodo delniški trgi dosegli bo predvsem po zaslugi rasti dobičkov. Med tveganji vidimo tudi trgovinsko vojno in počasnejšo normalizacijo obrestnih mer v ZDA. Zato pričakujemo, da bo naslednja faza mnogo bolj volatilna in bomo izpostavljeni večjim korekcijam.

Znotraj delnic je težko pričakovati, da se bo v letu 2025 zaključila dominanca ameriških delnic, predvsem sedaj, ko se je vrnil Donald Trump, ki je nedvomno boljši za ameriška podjetja kot pa njihove konkurente. Ne pričakujemo pa takšne razlike v korist ameriških delnic, kot smo jo videli letos. Podobno kot lani ostajamo naklonjeni kitajskim delnicam. Septembra smo dobili predogled, kakšno reakcijo lahko pričakujemo, ko združimo nizka vrednotenja z močnimi spodbudami s strani politike in prav to pričakujemo v letu 2025 s strani Kitajske kot odgovor na dodatne carine.

Med sektorji imamo rahlo večjo naklonjenost izbranim cikličnim sektorjem, čeprav je ta zgodba že delno vračunana. Med zanimivejšimi so finance, vojaška industrija ter določeni segmenti, vezani na potrošnika (luksuz, turizem). Nižje obrestne mere v Evropi bi lahko koristile določenim defenzivnim segmentom. Čeprav so vrednotenja tehnoloških podjetij povišana, pa še vedno nismo na nivojih, kot smo bili za čas tehnološkega balona. Zgodba umetne inteligence se bo nadaljevala, zato stava proti tem sektorjem ne pride v poštev.

Obveznice postajajo iz leta v leto bolj privlačne, kar je predvsem posledica vedno višjih vrednotenj delnic. Posledično smo tudi zagovorniki uravnoteženega pristopa v oblikovanju portfeljev. Kombinacija 60/40 (60 % delež delnic in 40 % delež obveznic) ostaja primerna izbira. Znotraj obveznic smo bolj naklonjeni državnim obveznicam in imamo nevtralen pogled nasproti podjetniškim in finančnim obveznicam. Najmanj smo naklonjeni visoko tveganim, saj so pribitki pod dolgoročnim povprečjem.

V Mozaiku se tudi bolj podrobno dotikamo umetne inteligence in pa tudi vprašanja glede vzdržnosti ameriškega javnega dolga ter kako demografija vpliva na finančne donose.

V letu 2025 stopamo v novo obdobje Donald Trumpa, ki bo pustil močan pečat na globalno gospodarstvo in finančne trge. Soočeni bomo z izzivi ter bomo tudi deležni novih priložnosti. Upamo, da vam bo ta publikacija uspešno pomagala krmariti v novem letu.

ZDA: Retorika in realnost Trumpovih drznih gospodarskih načrtov

Trumpovi drzni gospodarski načrti

Donald Trump se vrača. Poleg sedeža v Beli hiši so republikanci pridobili večino v zgornjem in spodnjem domu kongresa, kar bo olajšalo potrjevanje politik, nominacije za kabinet in vplivalo na sestavo vrhovnega sodišča. Ključna sprememba v politiki se nanaša na to, kako se bodo ZDA soočale s preostalim svetom, kako se bodo usmerjala fiskalna sredstva in kako se bo povečeval pritisk na Fed.

A makroekonomski kontekst leta 2024 ni enak tistemu iz leta 2016. Gospodarstvo leta 2016 je bilo na poti počasnega okrevanja, medtem ko se leta 2024 ohlaja po obdobju pregrevanja. Svet je takrat potreboval deflacijo, tokrat pa tega ne potrebuje. Trenutno je veliko neznanj. Pomembno bo, koga bo Trump imenoval na ključne funkcije, saj bo od tega odvisno, kako resno misli z uvajanjem carin in deregulacijo. Predlagani kandidati zbuja marsikateri pomislek, saj okrog sebe zbira predvsem zelo zveste privrženke. Imenovanja na ključna mesta mora potrditi senat, kjer imajo republikanci 53 glasov, demokrati pa 47. Kandidati za imenovanje potrebujejo navadno večino.

Deregulacija in zvezni proračun

Ameriško gospodarstvo je med državami skupine G7 najmanj regulirano. Trumpov deregulacijski pristop bo verjetno usmerjen v finančni sektor, industrijo fosilnih goriv, rudarstvo, energetski in avtomobilski sektor. Trump bi lahko razveljavil podnebne politike Bidnove administracije, odpravil nekatere okoljske omejitve za podjetja ter zmanjšal subvencije za sektor alternativnih virov energije.

Program deregulacije bi bil ugoden za gospodarsko rast, saj bi zmanjšal ovire za

Trumpovi gospodarski načrti so vsekakor drzni – a ne nujno v pozitivnem smislu. Prva različica »trumponomike« je bila uvedena v obdobju visoke rasti in nizke inflacije. Njena naslednja inkarnacija se nadaljuje v manj ugodnih okoliščinah. Trump predlaga še večje povišanje carin, radikalne davčne olajšave ter šok na trgu dela v obliki množičnih deportacij in omejevanja imigracij. Razen pri trgovinskem protekcionizmu Trumpova gospodarska politika spominja na ekonomsko politiko ponudbene strani¹, ki sta jo v 80. letih sprejela Thatcherjeva in Reagan.

Izkušnje iz 80. let in prvega Trumpovega mandata (2016–2020) kažejo, da je ekonomska politika ponudbene strani vedno močan koktajl za spodbujanje dolgoročne rasti proizvodnje. Retrospektivno gledano je Reaganova politika ponudbene strani v 80. letih postavila temelje za gospodarski razcvet 90. let.

podjetja in tako spodbudil naložbe ter produktivnost. Hkrati bi lahko imel deflacijski učinek, saj bi zmanjšanje stroškov, povezanih z regulativnimi zahtevami in operativnimi neučinkovitostmi, pripomoglo k umirjanju rasti cen v določenih sektorjih. Vendar pa bi bil obseg teh učinkov odvisen od specifičnih področij deregulacije in širšega gospodarskega konteksta, v katerem bi bile te politike uvedene. Izkušnje iz leta 2017 kažejo, da je rast naložb le za kratek čas pospešila nad svojo dolgoročno povprečje.



mag. Barbara Gačnik

¹ Ekonomika ponudbene strani (angl. supply-side economics) je gospodarska teorija, ki poudarja pomen ukrepov za spodbujanje proizvodnje in investicij kot ključnega dejavnika za gospodarsko rast. Temelji na prepričanju, da je gospodarsko rast mogoče doseči z zmanjšanjem regulacij in davčnih obremenitev za podjetja in posameznike, kar spodbuja večjo proizvodnjo, zaposlovanje in naložbe. Prav tako zagovarjajo prosto trgovino, vendar to ni v skladu s Trumpovim pristopom.

Trenuten tempo fiskalne politike v ZDA je dolgoročno nevzdržen. Zvezni proračunski primanjkljaj znaša 6 % BDP – raven, ki je bila nekoč povezana z vojnami in gospodarskimi krizami. Cilj misije DOGE², ki jo je Trump zaupal Musku in Ramaswamyju, je zmanjšati zvezni proračun za 2.000 milijard dolarjev.

V zadnjem proračunskem letu je zvezna vlada porabila 6.800 milijard dolarjev. Če izključimo obresti na obstoječi dolg ter obvezna plačila za pokojnine in zdravstveno zavarovanje, ostane približno 25 % oziroma 1.800 milijard dolarjev. To so diskrecijska sredstva, ki so v središču letne proračunske razprave. Skoraj polovica

tega gre za obrambo, ki jo Trump nerad krči. Tako ostane približno 900 milijard dolarjev, ki jih zvezna vlada letno nameni za promet, izobraževanje, znanost, nacionalne parke in izvajanje zakonov. V tem delu proračuna preprosto ni dovolj prostora za doseg želenih rezov.

Večina Trumpovih ekonomskih svetovalcev je vsaj nekoliko zaskrbljena zaradi proračunskega primanjkljaja. Varčevanje je politično neprijetno, vendar menimo, da bo Trumpova administracija z republikanskim kongresom verjetno stremela k temu, da bi bil primanjkljaj nižji od pričakovanih 6–7%.

Davčne olajšave

Zgodovinsko gledano večji davčni rezi skoraj vedno povečajo proračunske primanjkljaje. Kljub temu nižji davki povečujejo dolgoročni gospodarski potencial, medtem ko večji proračunski primanjkljaj deluje kot sveža fiskalna spodbuda za kratkoročno gospodarsko rast.

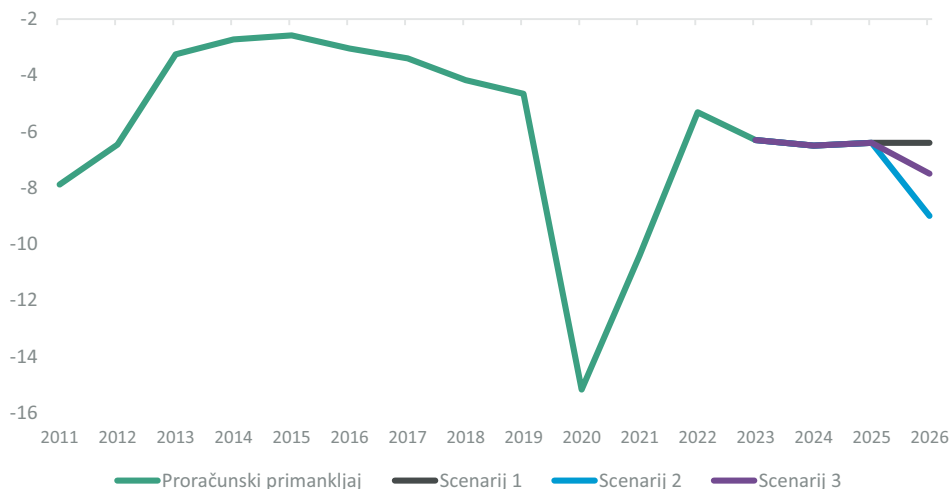
Morebitno znižanje davčne stopnje za podjetja iz 21 % na 15 % bi, kot predlaga Trump, po ocenah povečalo dobiček na delnico (EPS) za 6 odstotnih točk, kar bi posledično dvignilo donosnost dobička za 30 bazičnih točk.

Ali bo Trumpu uspelo znižati davčno stopnjo za podjetja na 15 %? Morda, vendar omejujoč dejavnik predstavlja dejstvo, da niti Trump niti republikansko kontrolirani kongres ne želita, da bi davčne olajšave povzročile prevelik proračunski primanjkljaj, ki bi vodil v višjo inflacijo. Ključna lekcija letošnjih volitev je, da je rastoča inflacija uničujoč "strup" za vladajočo oblast in politike.

Možni so trije scenariji:

- **1. Podaljšanje veljavnosti TCJA:** Kongres lahko zgolj podaljša Zakon o znižanju davkov in delovnih mest (TCJA), kar mora biti storjeno do konca prihodnjega leta, da bi preprečili vrnitev davkov na dohodek na ravni iz leta 2016. Takšna odločitev bi povzročila nadaljevanje velikega proračunskega primanjkljaja in ne bi zagotovila pomembnega fiskalnega impulza v letih 2025–2026, saj zgolj ohranja obstoječe stanje.
- **2. Podaljšanje TCJA in izpolnitev večine predvolilnih obljub:** Če bo Trumpova administracija ukinila obdavčitev napitnin, nadur in plačil za socialno varnost, bo proračunski primanjkljaj verjetno narasel na okoli 9 % BDP do leta 2026. Po ocenah bi to ustvarilo fiskalni impulz v višini približno 2,5 % BDP.
- **3. Vmesni scenarij:** Podaljšanje TCJA in delna izpolnitev predvolilnih obljub bi povečala primanjkljaj na približno 7,5 % BDP. Tak scenarij bi bil verjetno pozitiven za gospodarsko rast in dobičke ameriških podjetij.

Slika 1: Vpliv predlaganih davčnih olajšav na proračunski primanjkljaj (v % od BDP)



Vir: Bloomberg 2024

Visok državni dolg, ki znaša blizu 100 % BDP, pa omejuje možnosti za obsežne davčne reze. Poleg tega bi del pozitivnega vpliva fiskalne politike lahko izničila zmanjšanja zvezne

porabe in uvedba carin. Ameriškemu državnemu dolgu smo namenili posebno poglavje v nadaljevanju.

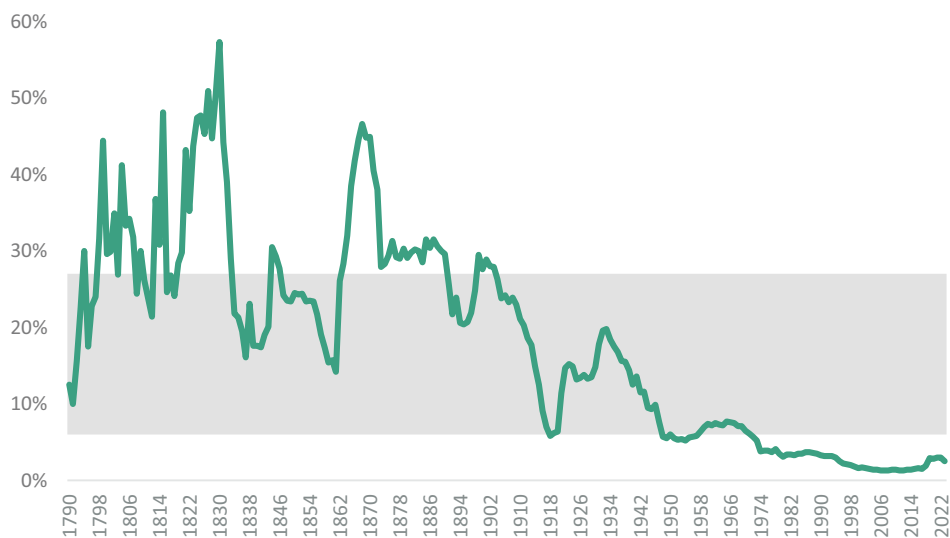
Carine

Trenutno ni jasno, ali je napovedano 10-odstotno zvišanje carin na splošno in 60-odstotno povečanje na kitajski uvoz zgolj pogajalska taktika ali resna grožnja. Trump deluje transakcijsko in bo verjetno uporabljal carine kot glavno orodje za prisilo preostalega sveta, predvsem Kitajske, da kupuje več ameriškega blaga.

Večina ocenjuje, da bi dvig carin za polovico obsega, kot ga predlaga Trump, zmanjšal rast BDP za tretjino do polovice odstotne točke v prvem letu in povečal inflacijo za 1,5 do 2 odstotni točki. Ironično pa je, da bi grožnja s carinami lahko postala oblika spodbude za gospodarsko rast, saj bi prisila drugih držav k nakupu ameriškega blaga lahko povečala neto izvoz.

Vpliv na BDP bo v veliki meri odvisen od tega, kako bo Trumpova administracija porabila zbrana sredstva. V prvem mandatu je Trump povišal subvencije v kmetijstvu, tokrat naj bi večji del sredstev namenil za nadomeščanje izpada prihodkov zaradi nižjih davkov na dobiček.

Slika 2: Povprečne uvozne carine v ZDA v obdobju 1790 do 2023



Vir: The Budget Lab, 2024

Bo Trump uresničil svoj ambiciozni predlog carin?

Povišanje carin zviša cene, s katerimi se soočajo domači potrošniki in podjetja. Na višje cene se prilagodijo z zamenjavo dobrin pri ponudnikih, ki niso predmet carin. Zgornja slika prikazuje razpon (sivo področje) učinkovitih stopenj carin za različne scenarije uvedbe carin (od 10% splošne carine in 60% carine na kitajsko blago, do scenarija 20% splošne carine, 60% na kitajsko blago in 200% na mehiško blago).

Tudi po tem, ko ameriški potrošniki in podjetja preidejo na domače ali nižje carinjene uvozne možnosti, so pod omenjenimi scenariji carinske stopnje za 6 do 27 odstotnih točk višje, kar dvigne skupno carinsko stopnjo na ravni, ki jih vsaj od druge svetovne vojne, morda pa celo od leta 1899, nismo videli.

Migracije

Pričakujemo ostre ukrepe na področju priseljevanja, vendar je malo verjetno, da bi Trump izvedel množične deportacije več milijonov nedokumentiranih migrantov zaradi logističnih in finančnih ovir. Poleg tega bi pomanjkanje delovne sile v panogah, ki so odvisne od priseljencev, kot so kmetijstvo, gradbeništvo in mesnopredelovalna industrija, pomenilo še dodaten pritisk na inflacijo.

Prednostna naloga bo najverjetneje upočasnitev migracijskega toka, deportacija posameznikov s kazenskimi obsodbami in krepitev južne meje z dodatnim zidom.

Zmanjšanje števila priseljencev, ki vstopajo v ZDA, bi zmanjšalo ponudbo delovne sile, hkrati pa bi to ciklično tudi zmanjšalo povpraševanje po delovni sili, saj bi omejilo rast prihodkov in povpraševanje po nepremičninah, ki že od sredine leta 2023 upada. Ustaviti dostop do migrantov in ob enem podražiti uvoz dobrin iz tujine je kombinacija, ki se lahko odrazi v porastu inflacije, morda je to celo kombinacija za stagflacijo.

Trumpova moč in omejitve v Kongresu

Kljub velikemu uspehu republikancev na volitvah Trump ne bo imel popolne moči nad Kongresom. Demokrati in nekaj zmernih republikancev bodo še vedno vplivali na njegovo administracijo.

Proračunske in davčne spremembe, vključno z morebitnim podaljšanjem davčnih olajšav iz leta 2017, potrebujejo zgolj preprosto večino v obeh domovih po postopku, imenovanem proračunska sprava. A to lahko Kongres

uporabi le enkrat letno, kar omejuje obseg zakonodajnih sprememb.

Zakonodaja zunaj proračunskega okvira zahteva 60 glasov v Senatu. Demokrati bodo lahko blokirali Trumpove zakonodajne prednostne naloge, kot so zakoni za poostreitev nadzora na mejah ali poskus razveljavitve zakona o dostopni zdravstveni oskrbi (Obamacare).

Kljub »rdečemu valu« ni nujno, da bo šlo vse gladko.

Fiskalni realizem

Trumpovi načrti so ambiciozni, a omejeni z realnostjo visokega proračunskega primanjkljaja in dolga. Brez zmanjšanja diskrecijskih izdatkov ali reforme socialnih programov bo težko uresničiti obsežno znižanje davkov ali večje povečanje izdatkov.

Ključne politične ovire:

- Proračunski primanjkljaj: Trenutni primanjkljaj znaša 6 % BDP, kar je raven, običajno povezana z gospodarskimi krizami ali vojno.
- Diskrecijski proračunski izdatki: Ta sredstva so omejena in jih gre večina za obrambo, infrastrukturo, izobraževanje in raziskave.
- Inflacija: Trumpova administracija ne bo želela povečevati pritiska na cene, saj je inflacija politično uničujoča za vladajoče.

Čeprav bo Trump s podporo republikanskega kongresa lahko izvedel določene spremembe, bo njegov drugi mandat zaznamovan z omejitvami fiskalne realnosti, kongresnimi blokadami in političnimi kompromisi. Druga Trumpova administracija bo bolj previdna, kot se mnogi bojijo in si bo prizadevala ohranjati stabilnost trga in gospodarstva. Za Trumpa je uspešnost kapitalnega trga merilo njegovega uspeha pri vodenju države, zato je malo verjetno, da bo sprejemal odločitve, ki bi znatno destabilizirale trge ali gospodarsko rast.

ZDA v 2025 z višjo gospodarsko rastjo kot druga razvita gospodarstva

Ameriško gospodarstvo je po pandemiji covid-19 okrevalo z obsežnimi monetarnimi in fiskalnimi ukrepi, ki so spodbudili gospodarsko dejavnost in zaostрили razmere na trgu dela. Vračanje proizvodnje na domača tla je med pandemijo pridobilo na pomenu, saj so svetovni trgovinski tokovi utrpeli močne motnje zaradi ozkih grl v dobavnih verigah. V ta namen je bilo sprejetih več zakonodajnih

ukrepov, kot so Zakon o infrastrukturi in delovnih mestih (IIJA), Zakon o čipih in znanosti (CHIPS+ Science Act) ter Zakon o zmanjševanju inflacije (Inflation Reduction Act). Več milijard dolarjev je bilo namenjenih za izboljšanje transporta ter podporo proizvodnji polprevodnikov in električnih vozil. Posledično so tudi zasebna podjetja povečala naložbe, kar dokazuje učinkovitost teh politik.

Preglednica 2: Ključni gospodarski podatki

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BDP (letna rast v %)	2,5	3	2,5	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,7	2,1
Inflacija CPI (letna rast v %)	2,1	2,5	1,8	1,2	4,7	8	4,1	2,9	2,4
Inflacija PCE (letna rast v %)	1,8	2,1	1,4	1,1	4,1	6,6	3,8	2,5	2,1
Brezposelnost (v %)	4,4	3,9	3,7	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1	4,3
Obrestna mera Fed (v %)	1,5	2,5	1,75	0,25	0,25	4,5	5,5	4,55	3,65

Vir: Bloomberg (mediana napovedi analitikov), november 2024, napovedi, označene z zeleno barvo

Ameriško gospodarstvo
še naprej presega rast
drugih razvitih trgov.

Čeprav je prihodnost teh ukrepov pod novo vlado negotova, obstaja verjetnost, da bodo po volitvah leta 2024 sprejeti dodatni ukrepi za nadaljnje pospeševanje vračanja proizvodnje na domača tla. Bidnova administracija je uporabljala strategijo "korenčka" za spodbujanje industrije, medtem ko je Trumpova strategija, ki vključuje povečanje carin in prepovedi izvoza, bolj osredotočena na pristop "palice". Podpora povečanju konkurenčnosti ameriške proizvodnje pa ostaja področje političnega soglasja, saj tako demokrati kot republikanci izražajo naklonjenost industriji. Kombinacija spodbujevalnih politik in dvostranske podpore na več ravneh oblasti pomeni, da je ameriška proizvodnja na dobri poti za nadaljnjo rast.

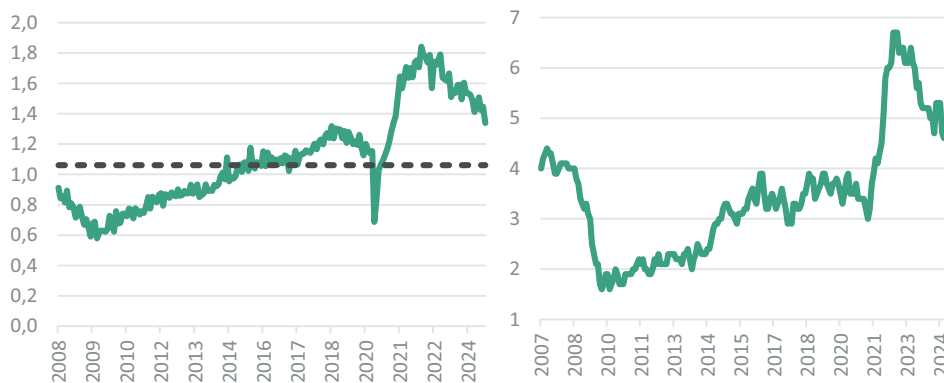
Na strani potrošnje nedavni podatki kažejo, da se vedenje potrošnikov stabilizira in usklajuje z

dinamiko rasti razpoložljivega dohodka, ki pa se bo z umiranjem trga dela postopoma zmanjševala. Stopnja varčevanja ostaja razmeroma nizka (pri 4,4 %), prihranki iz obdobja pandemije so že porabljeni, rast realnega dohodka pa se, čeprav še vedno pozitivna, upočasnjuje.

Pričakujemo, da se bo ameriško gospodarstvo preusmerilo v obdobje počasnejše rasti, pričakovana rast BDP v letu 2025 znaša 2,1%. Zaradi upočasnjevanja domačega povpraševanja lahko nekaj četrletij beležimo tudi podpovprečno rast BDP.

Trg dela se vrača v ravnotežje, saj se povpraševanje po delovni sili zmanjšuje brez znatnega povečanja odpuščanj. Z nadaljnjim upadanjem fluktuacije delovne sile pričakujemo tudi umiritev rasti plač.

Slika 3: Razmerje med nezasedenimi delovnimi mesti in iskalci zaposlitve (levo) in letna rast plač, v %; Atlanta Wage Tracker (desno)



Vir: Bloomberg, november 2024

Omejevanje priseljevanja bi sicer lahko poslabšalo ponudbo na trgu dela, in to v obdobju, ko je brezposelnost na zgodovinsko nizkih nivojih in ko je participacija delovne sile na desetletnem vrhu. Omenjeno bi nedvomno lahko sprožilo rast plač, slednje pa bi se najbolj

odrazilo v rasti cen storitev in posledično na inflaciji. Naš osnoven scenarij je nadaljevanje trenda dezinflacije kljub negotovosti, stopnja brezposelnosti pa naj bi v letu 2025 rahlo porasla na 4,3%.

Omejevanje priseljevanja bi upočasnilo rast delovne sile in dezinflacijo plač.

Pritisk za ameriško centralno banko

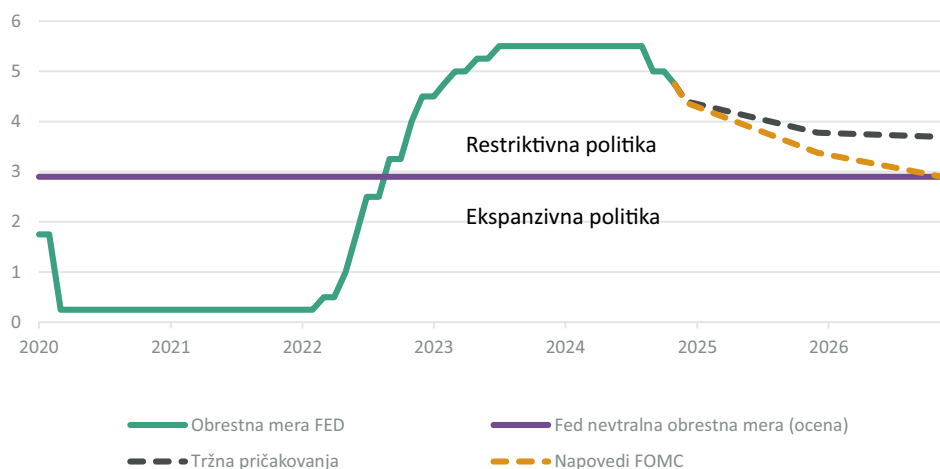
Tveganje, da bi inflacija postala trajna, je ameriško centralno banko (Fed) prisililo k agresivnemu zviševanju obrestnih mer na raven, ki je bila nazadnje dosežena v času Volckerjeve dobe v poznih 70. letih. Zaradi tega znatnega zaostrovanja se je blaga recesija zdela skoraj neizogibna. Vendar so nekatere anomalije v tem ciklu – kot so visoko premoženje gospodinjstev, fiskalni ukrepi in hiter odziv Feda na regionalne bančne težave – omogočile nadaljevanje gospodarske rasti. Inflacijski pritiski so popustili, kar je Fedu omogočilo začetek postopnega zniževanja obrestnih mer.

Fed je cikel sproščanja začel septembra 2024 z znižanjem obrestne mere za 50 bazičnih točk. Do konca novembra je izvedel še dodatno

znižanje za 25 bazičnih točk, s čimer so ključne obrestne mere znižali iz 5,25–5,50 % na 4,50–4,75 %. Na zadnjem zasedanju novembra so uradniki izrazili zaupanje v umirjanje inflacije, pri čemer trg dela ostaja močan, kar omogoča nadaljnje znižanje obrestnih mer, čeprav v zmernem tempu.

Uradniki FOMC so s trenutnim tempom inflacije zadovoljni, čeprav ta po večini meril še vedno presega ciljno vrednost Feda v višini 2 %. Nakazali so, da bodo nadaljnja znižanja obrestnih mer verjetno izvedena, čeprav niso navedli, kdaj in v kolikšni meri. Trg ocenjuje, da se bo centralna obrestna mera konec leta 2025 približala dobrim 3,6 %, člani FOMC jo vidijo nekoliko nižje, pri 3,4 %.

Slika 4: Tržna pričakovanja glede znižanja obrestnih mer presegajo Fedove projekcije



Prihodnost nadaljnega sproščanja je negotova in odvisna od ekonomskih kazalnikov.

Vir: Bloomberg, november 2024

Pot zniževanja obrestnih mer se lahko spremeni, če bo centralna banka ocenila, da bo prihajajoča administracija uvedla politike, ki bi vodile v višje proračunske primanjkljaje in omejitve na strani ponudbe, kar bi lahko spodbudilo inflacijo.

Doseganje nevtralne ravni obrestnih mer³ ostaja glavna prednostna naloga. To nakazuje,

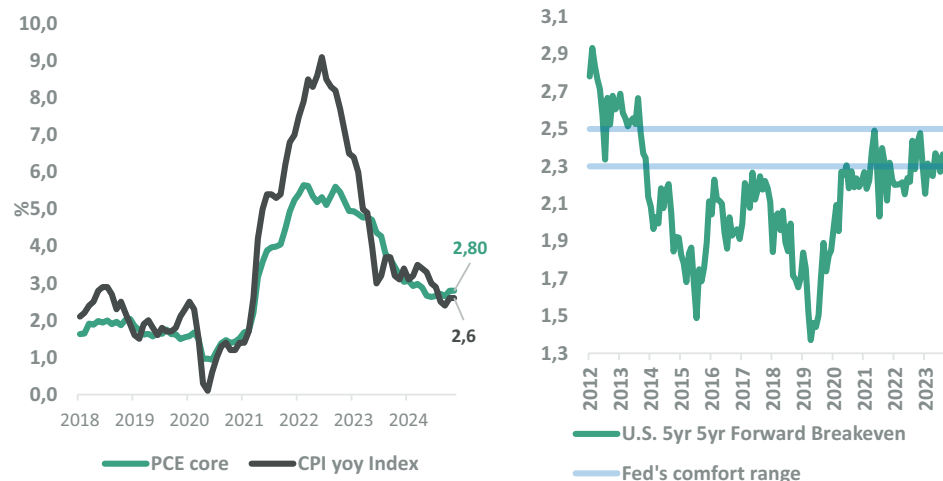
da je malo verjetno, da bi se ključne obrestne mere znižale pod 3 %, razen v primeru recesije. Fed je priznal, da se nevtralna obrestna mera zvišuje, in je svojo oceno letos že trikrat povečal, trenutno na 2,9 %. Fed bi v letu 2025 lahko to oceno še dodatno zvišal.

Inflacija

Oktobra je jedrna inflacija PCE (brez hrane in energije) narasla na 2,8 %, a je bila v skladu s pričakovanji. Porast inflacije je predvsem posledica višjih proizvodnih cen, ki pa naj bi bile prehodnega značaja. Napoveduje se nadaljevanje trenda dezinflacije, ki je v veliki

meri rezultat deflacije cen osnovnih dobrin, povezanih z normalizacijo dobavnih verig in ohlajanjem povpraševanja. Ta trend se širi tudi na osnovne storitve, kjer so že vidni znaki umirjanja inflacije, zlasti na področju stanovaljskih stroškov.

Slika 5: Inflacija in jedrna inflacija (levo) in 5-letna inflacijska pričakovanja (desno)



Vir: Bloomberg, november 2024

Na prihodnjo inflacijo v ZDA lahko vplivajo različni, potencialno nasprotujoči si dejavniki. Fiktivna najemna lastnikov nepremičnin, ki jo vključuje statistika, naj bi se po pričakovanjih upočasnila. Cene nafte bodo odvisne od ameriške proizvodnje in geopolitičnih razmer na Bližnjem vzhodu. Hkrati pa lahko višji

javnofinančni primanjkljaj, deportacije delovne sile in dodatni potrošniški davki, kot so carine, okrepijo inflacijske pritiske.

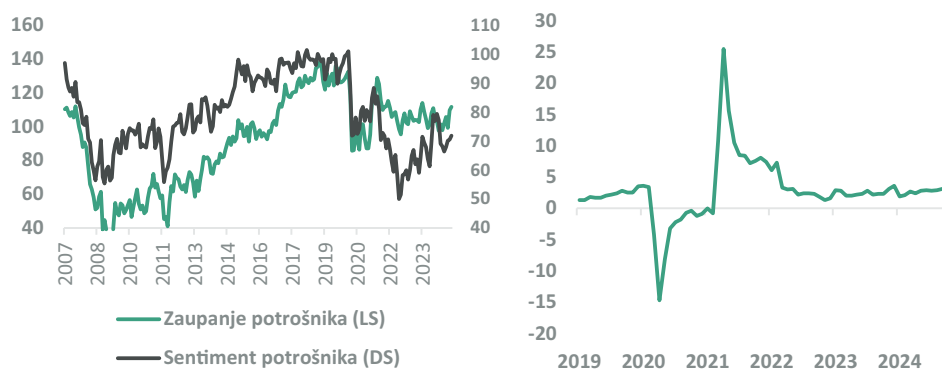
Poročilo o osebnih dohodkih in izdatkih za oktober je pokazalo znake umirjanja potrošnje. Stopnja osebnega varčevanja, ki ostaja na

³ Nevtralna obrestna mera je teoretična raven obrestnih mer, pri kateri denarna politika ne spodbuja niti ne zavira gospodarske rasti. To pomeni, da je gospodarstvo v ravnovesju, kjer je zaposlenost na naravni ravni, inflacija stabilna in se ne ustvarjajo presežni pritiski na gospodarsko rast ali znižanje aktivnosti. Nevtralna obrestna mera ni neposredno opazna, ampak jo centralne banke ocenjujejo na podlagi ekonomskih podatkov, kot so inflacija, produktivnost in dolgoročne rasti potenciala gospodarstva.

zgodovinsko nizkih ravneh, se je zvišala za 0,3 odstotne točke in dosegla 4,4 %. Čeprav kazalniki potrošniškega optimizma kažejo nekaj izboljšanja, poročilo potrjuje trend upočasnjevanja potrošnje. Ta je razviden tudi iz drugih meril, kot so šibka maloprodaja (brez

avtomobilov in bencina) ter opozorila velikih ameriških trgovcev o večji previdnosti potrošnikov pri nakupih. Z umirjanjem potrošnje pričakujemo nadaljevanje trenda dezinflacije, konec leta naj bi se jedrna inflacija PCE ustalila na 2,3 %.

Slika 6: Zaupanje in sentiment potrošnika (levo) in letna rast potrošnje, v % (desno)



Vir: Bloomberg, november 2024

Kljub temu carine ostajajo pomemben dejavnik tveganja za ponoven porast inflacije. Pomembno je poudariti, da dvig carin predstavlja relativen cenovni šok, ki enkratno vpliva na ravni cen, medtem ko je inflacija posledica vztrajnega presežnega povpraševanja.

Carine so pogosto manj opazne za potrošnike, njihov vpliv pa lahko omilijo tudi znižanja dobička v dobavni verigi. Poleg tega se

običajno uvajajo na dobrine, ki jih potrošniki kupujejo redkeje in na katerih cene so manj pozorni. Vendar pa izkušnje iz prvega mandata predsednika Trumpa kažejo tudi na nepričakovane učinke. Ko so bile uvedene carine na uvožene pralne stroje iz Kitajske, so se hkrati podražili tudi sušilni stroji, na katere carine niso bile naložene. To kaže na tveganje t. i. neupravičenih dvigov cen, ki se lahko izvajajo pod pretvezo novih carinskih dajatev.

Trumpov vpliv na globalno politiko

Donald Trump ni običajen politik, njegov stohastičen slog in nepredvidljivost prinašata večjo verjetnost motenj v dvostranskih in večstranskih odnosih ZDA s preostalim svetom ter povečane ekonomske napetosti. Kot vodja najmočnejšega gospodarstva na svetu bi lahko Trump pri odnosih s tujimi

državami uporabljal bolj strategijo »palice« kot »korenčka«, kar bi ustvarilo dodatno negotovost na globalnih finančnih trgih. Čeprav je bil njegov prvi mandat relativno stabilen, se bo Trump tokrat vrnil v času, ko se Amerika sooča z dvema vojnoma – na Bližnjem vzhodu in v Ukrajini.

Rusko-ukrajinski konflikt ostaja ključni vir globalne napetosti. Rusija je na odločitev Bidnove administracije, da Ukrajini omogoči uporabo daljinskih raket, odgovorila s spremembo svoje jedrske doktrine, ki zdaj dovoljuje odziv z jedrskim orožjem na konvencionalni napad. Kljub temu analitiki menijo, da bo Ukrajina poskušala preprečiti eskalacijo v jedrski spopad. Trump trdi, da bi vojno v Ukrajini lahko končal v 24 urah po volitvah, vendar so podrobnosti te izjave nejasne. Njegova administracija bi lahko ubrala zelo raznolik pristop, saj imajo potencialni kandidati za ključne varnostne položaje različna stališča. Na primer, nekdanji državni sekretar Mike Pompeo podpira obsežno vojaško pomoč Ukrajini za prisilo Rusije k pogajanjem, medtem ko J.D. Vance, potencialni podpredsednik, meni, da je pomoč Ukrajini zapravljanje denarja. Kako bo Trumpova administracija uravnotežila te poglede, ostaja nepredvidljivo. Pričakuje se, da bosta obe strani do morebitnih pogajanj poskušali izboljšati svoje položaje na fronti.

Odnosi s Kitajsko bodo verjetno ostali napeti, saj bo rivalstvo med ZDA in Kitajsko še naprej osrednja strateška prioriteta. Trump je v prvem mandatu sprožil gospodarsko ločevanje in trgovinsko vojno, tokrat pa bi lahko nadaljeval s podobnimi ukrepi, čeprav obstaja možnost transakcijskega pristopa. Morda bo iskal drugo fazo gospodarskega dogovora s Kitajsko, vendar ostaja uspeh takšnih pogovorov negotov. Na splošno bi Trumpova administracija verjetno sledila realističnemu pristopu, ki bi bil osredotočen na obvladovanje napetosti in zaščito ameriških nacionalnih interesov.

Napetosti na Bližnjem vzhodu bi se lahko pod Trumpovim vodstvom še zaostrole. Čeprav bi si prizadeval za zmanjšanje konfliktov v regiji, bi to lahko pomenilo ostrejša stališča do Irana. Iran, ki se boji, da bi Trump Izraelu omogočil več svobode pri ukrepanju, bi se pred njegovo inavguracijo lahko razglasil za jedrsko silo, kar bi povečalo tveganje za odziv ZDA ali Izraela.

Možen scenarij ostaja tudi izraelski preventivni napad na iranske jedrske ali naftne objekte pred 20. januarjem, ko Bidnova administracija izgubi vpliv. Odstop zmernejšega izraelskega ministra za obrambo dodatno povečuje verjetnost odločilnih dejanj Izraela proti Iranu, kar bi lahko povzročilo širšo regionalno eskalacijo.

Evropa: Stara celina, novi izzivi

V letu 2024 izgleda, kot da spremljamo svet dveh hitrosti. Na eni strani ZDA, kjer trgi brez težav postavljajo nove rekorde in gospodarstvo utrjuje podobo stabilnosti, na drugi strani pa Evropa, ki se komaj drži nad gladino morja negativnih novic, soočena s strukturnimi izzivi in stagnacijo. V tretjem četrtletju je evroobmočje sicer doseglo stabilnost rasti, povečalo se je za 0,9 % – največ v zadnjem letu in pol, kar je pokazalo, da so bili strahovi o skorajšnji recesiji pretirani. Vendar se na obzorju zbirajo temni oblaki.

Slika se bo v letu 2025 najverjetneje izboljšala, saj kaže na postopno rast BDP v

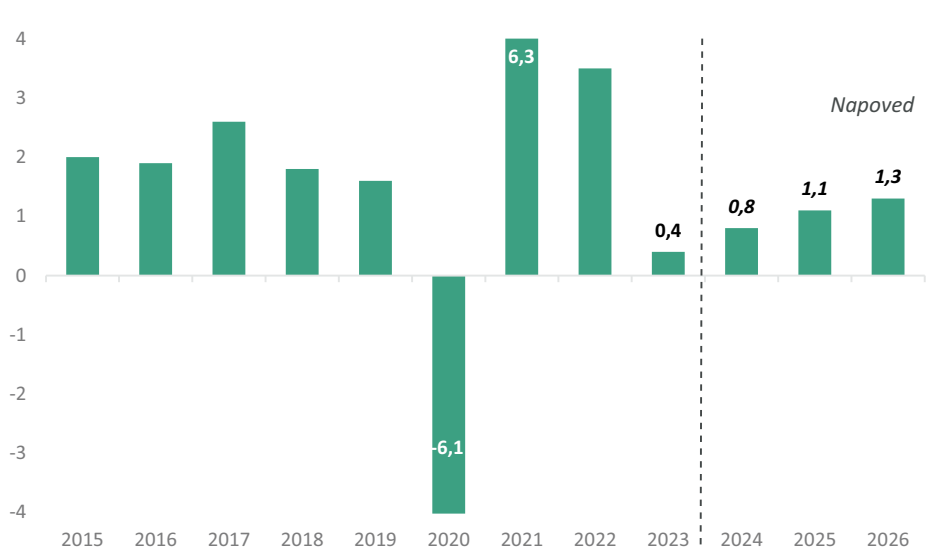
evroobmočju. Vendar bo izvolitev Trumpa Evropi prinesla veter sprememb, ki bodo razburkale gospodarsko stabilnost in povečale negotovost na obzorju, predvsem zaradi trgovinske politike. Te negotovosti bodo še naprej krepili strukturni izzivi v proizvodnem sektorju, ki vključujejo visoke cene energije (glede na stanje pred rusko-ukrajinsko vojno) in konkurenčne pritiske s strani Kitajske. Kljub tem izzivom pričakujemo, da bo gospodarska rast v evroobmočju leta 2024 znašala 0,8 %, nato pa se bo do leta 2025 in 2026 okrepila na 1,1 % in 1,3 %. Ta rast bo predvsem spodbujena s krepitvijo zasebne potrošnje in postopnim oživiljanjem naložb v gospodarstvu.



Tomaž Arih

Slika se bo v letu 2025 najverjetneje izboljšala, saj kaže na postopno rast BDP v evroobmočju.

Slika 7: Gibanje BDP na letni ravni v evroobmočju (v %)



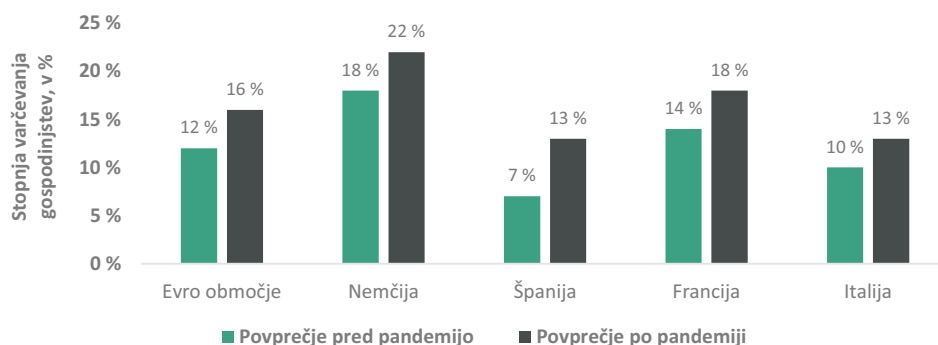
Vir: Bloomberg 2024

Prihranki gospodinjstev, ki so v povprečju še vedno višji od predpandemičnih ravni, predstavljajo močan potencial za spodbujanje domačega povpraševanja, zlasti ob pričakovani dezinflaciji in znižanju

obrestnih mer ECB. Na drugi strani pa bo fiskalno zategovanje v nekaterih državah, kot sta Francija in Italija, ki je usmerjeno v zmanjševanje proračunskih primanjkljajev, dodatno zaviralo rast.

Prihranki gospodinjstev predstavljajo močan potencial za spodbujanje domačega povpraševanja.

Slika 8: Visoke stopnje varčevanja naj bi spodbudile potrošnjo v letu 2025



Vir: Amundi Investment Institute, 2024

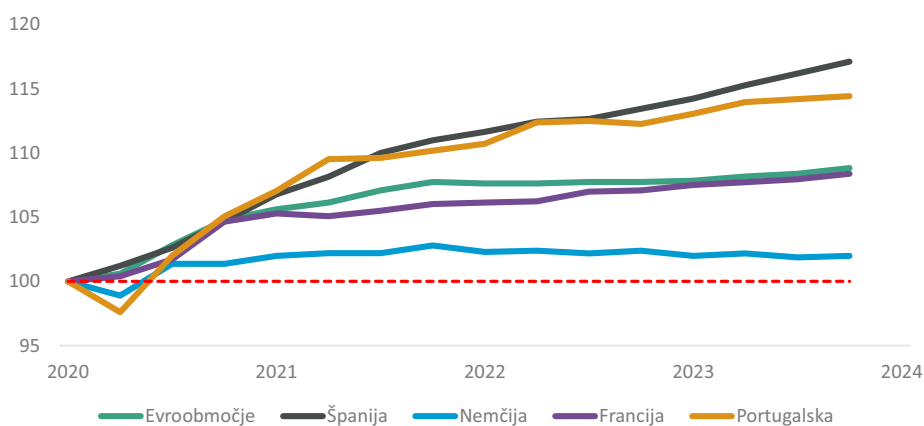
Jug cveti, preostanek stagnira

Medtem ko je nemško gospodarstvo vse slabše, francosko pa v senci evropskega povprečja, so južnoevropske države, kot sta Španija in Portugalska, postale gonilna sila gospodarske rasti v Evropi.

Medtem ko je nemško gospodarstvo vse slabše, francosko pa v senci evropskega povprečja, so južnoevropske države, kot sta Španija in Portugalska, postale gonilna sila gospodarske rasti v Evropi. Slednje so imele koristi od relativno večjega storitvenega sektorja. Ker je bil storitveni sektor glavno gonilo rasti po krizi, je to ustvarilo razkorak med južnimi državami in preostalim delom evroobmočja. V Španiji storitveni sektor predstavlja 75 % gospodarstva, na Portu-

galskem pa 77 %, medtem ko v Nemčiji 69 %. K temu je pripomoglo tudi, da je v teh državah industrija manj pomembna, poleg tega pa je na ta gospodarstva na splošno manj vplival dvig cen energije. Dodatno je k temu pripomoglo povečano priseljevanje, ki je podpiralo močno rast zaposlovanja, ter dejstvo, da so južne države glavne upravičenke načrta EU za oživitvev gospodarstva, kar bi na lahko še dodatno podprlo njihovo nadaljnjo rast.

Slika 9: Gibanje BDP evropskih držav na četrtletje



Opomba: indeks 100 = 2020 Q4
Vir: Bloomberg, 2024

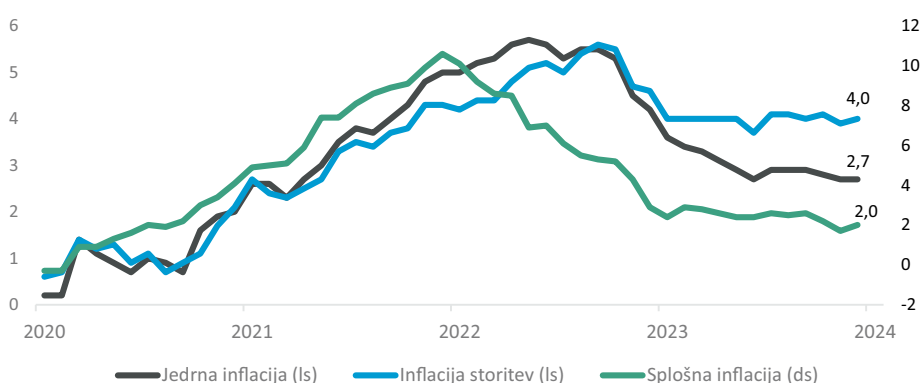
Dolg zadnji kilometer dezinflacije

Inflacija v evroobmočju se je začasno spustila pod ciljno vrednost 2 %. Potem ko se je splošna inflacija več mesecev gibala okoli 2,5 %, se je septembra znižala na 1,7 %, in sicer predvsem zaradi upada cen energentov kot posledica nižjih cen nafte in zemeljskega plina. Kljub temu pa ostajajo cenovni pritiski na drugih področjih prisotni: inflacija na področju

storitev vztraja pri približno 4 %, kar odraža posledice višjih stroškov dela. Naša pričakovanja kažejo, da se bosta tako jedrna kot osnovna inflacija prihodnje leto stabilizirali okoli ravni 2 %. K temu bo prispevalo postopno umirjanje cen življenjskih potrebščin in nadaljnja ohladitev pritiskov na področju storitev.

Inflacija v evroobmočju se je začasno spustila pod ciljno vrednost 2 %.

Slika 10: Inflacija v evroobmočju



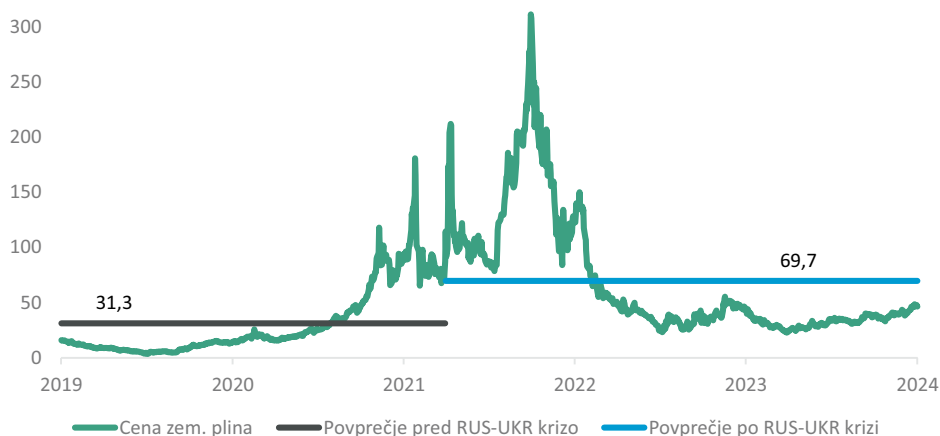
Vir: Bloomberg 2024

Ena izmed ključnih komponent v splošni inflaciji so zagotovo energenti, natančneje zemeljski plin, od uvoza katerega je Evropa zelo odvisna. Čeprav so se cene od najvišjih vrednosti postopoma umirile (posledično se je zmanjševala tudi splošna inflacija), ostajajo bistveno višje od predkriznih ravni in bistveno višje kot v ZDA, s čimer se bo še dodatno

znižala konkurenčnost. To odraža novo realnost za Evropo – obdobje poceni zemeljskega plina je, kot kaže, dokončno mimo. Prehod na alternativne vire energije in iskanje novih dobaviteljev sta prinesla stabilizacijo, vendar po višji ceni. Slednje bo dodalo sol na rano že tako oslabiljenemu gospodarstvu Evrope.

Nova realnost za Evropo – obdobje poceni zemeljskega plina je, kot kaže, dokončno mimo.

Slika 11: Cena zemeljskega plina in povprečje pred/po RUS-UKR krizi

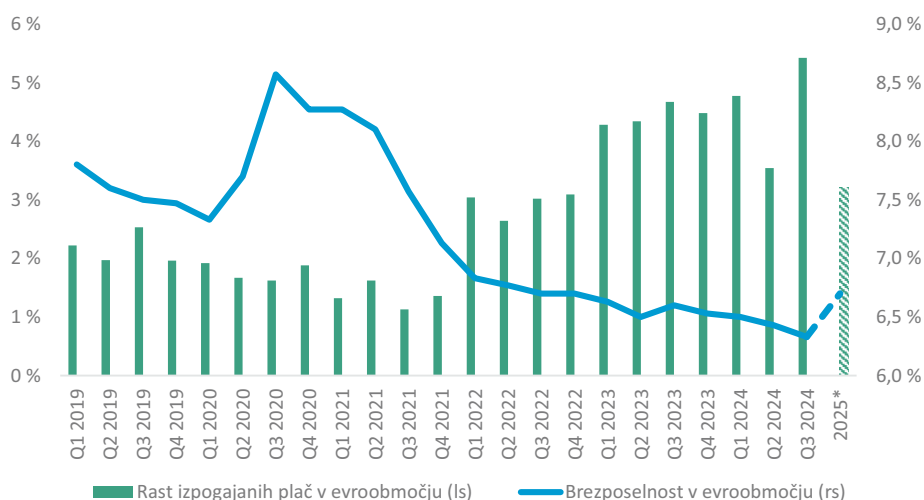


Vir: Bloomberg, 2024

V Evropi se trg dela ni ohladil tako močno kot v ZDA, deloma zaradi manjše tržne fleksibilnosti in deloma zaradi akutnega pomanjkanja delovne sile (npr. v Nemčiji in VB). V takšnih razmerah se rast plač ohlaja počasneje kot v ZDA. Kljub temu pa pričakujemo rahlo povečanje brezposelnosti, ki je sicer pri 6,3 %

najnižja v zgodovini, in precej nižja inflacija naj bi še naprej pritiskala na znižanje rasti izpogajanih plač. Te naj bi se v večini držav normalizirale do konca leta 2025, kar bo pomemben korak pri ohranjanju inflacije na ravni 2%.

Slika 12: Rast izpogajanih plač in brezposelnost v evroobmočju



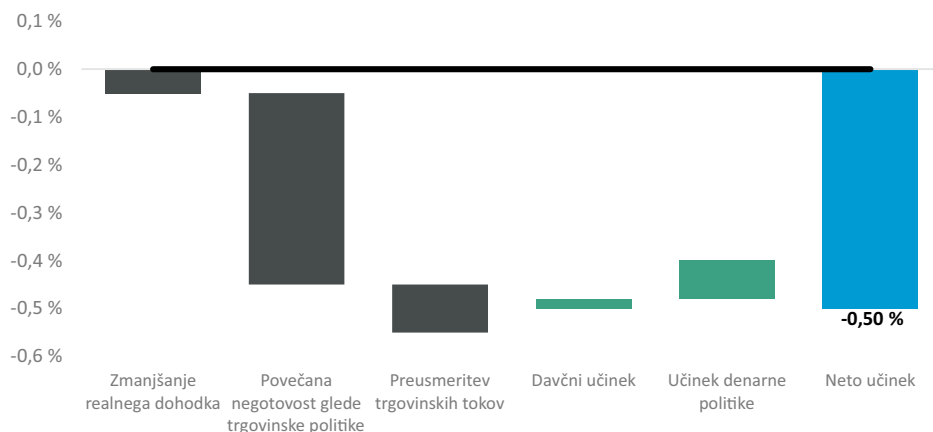
*- napoved za celotno leto
Vir: Bloomberg, ECB 2024

Trump efekt

Ponovna izvolitev Donalda Trumpa je kot slon v sobi za evropske delnice – prevelik vpliv, da bi ga lahko ignorirali. Načrt novega (starega) predsednika ZDA za uvedbo carin bo glede na že tako anemično gospodarsko rast evroobmočja slednjo še dodatno zaviral. Čeprav je obseg morebitnih ameriških carin zelo negotov, menimo, da bo glavčina negativnega učinka na rast izvirala iz povečane negotovosti glede trgovinske politike, ne pa toliko iz samih zvišanj carin. V osnovi

predvidevamo, da bo Trump uvedel ciljno usmerjene carine na Evropo, predvsem na področju izvoza avtomobilov. To bi znižalo realni BDP evroobmočja za 0,5 %. Največji negativni vpliv na rast se bo verjetno osredotočil v obdobju enega leta, ki se začne v prvem četrtletju leta 2025, z vrhuncem učinka v tretjem četrtletju. V primeru pesimističnega scenarija, kjer bi Trump v celoti implementiral carinski načrt, bi bili učinki na BDP dvakrat višji.

Slika 13: Vpliv osnovnih ameriških tarif na BDP evroobmočja



Vir: Goldman Sachs, 2024

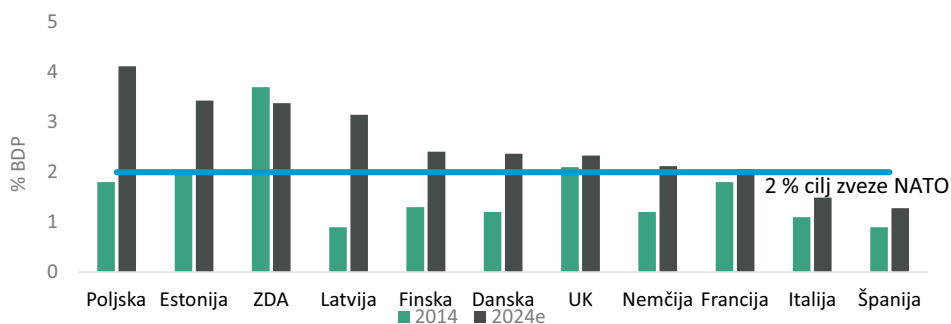
Evropa povečuje vložke v tekmo za varnost

Ponovna izvolitev Donalda Trumpa bi lahko Evropi prinesla povečane pritiske na področju obrambne in varnostne politike. Obveznost članic Nata, da za obrambo namenijo vsaj 2 % svojega BDP, že povzroča izzive, dodatni predlogi o dvigu te meje na 3 % pa bi zahtevali znatna dodatna sredstva. Hkrati zmanjšana vojaška podpora ZDA Ukrajini pomeni, da bi morale evropske države povečati lastne izdatke, kar bi jih lahko stalo do 0,5 % BDP na letni ravni. Čeprav bi povečana obrambna poraba lahko kratkoročno prispevala k

povečanju gospodarske aktivnosti, so multiplikatorji vojaških izdatkov v Evropi razmeroma nizki, kar pomeni omejen dolgoročni vpliv na gospodarsko rast. To je predvsem posledica kapitalne intenzivnosti obrambnega sektorja in nizke povezanosti teh izdatkov s širšo gospodarsko aktivnostjo. Poleg tega bi še dodatno povečanje proračunskih primanjkljajev (pri Franciji in Italiji) zaradi višjih izdatkov lahko povzročilo rast dolgoročnih obrestnih mer, kar bi negativno vplivalo na gospodarsko dinamiko.

Ponovna izvolitev Donalda Trumpa bi lahko Evropi prinesla povečane pritiske na področju obrambne in varnostne politike.

Slika 14: Delež obrambnih izdatkov v BDP (%)



Vir: NATO, European Defence Agency 2024

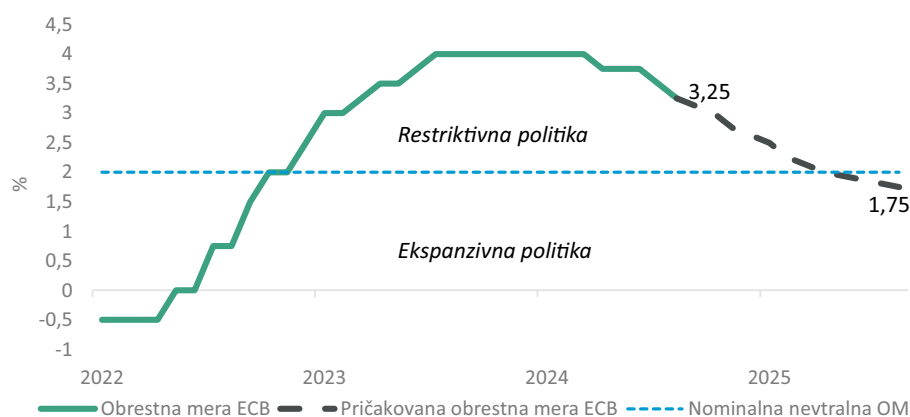
Monetarna politika – po stopnicah navzgor, z dvigalom navzdol

Glede na zadržano gospodarsko rast in nadaljnjo dezinflacijo se krepijo pritiski na ECB, da prihodnje leto dodatno zniža obrestne mere. Trenutno so obrestne mere na nevtralni ravni ocenjene med 2 % in 2,5 %. ECB bi s postopnimi znižanji za 25 bazičnih točk na vsaki seji lahko dosegla raven 1,75 % do prihodnjega leta, kar pomeni, da bi šla pod spodnjo mejo nevtralno obrestne mere. Takšna poteza bi bila zasnovana z namenom spodbujanja gospodarske aktivnosti prek nižjih stroškov zadolževanja za podjetja in gospodinjstva, kar bi lahko spodbudilo investicije in potrošnjo v

obdobju šibke rasti in nizke inflacije. Nižje obrestne mere bi lahko spodbudile tudi potrošnike, da porabijo del prihrankov, ki so jih nakopičili med pandemijo, kar bi dodatno podprlo domače povpraševanje. Vendar se je potrebno zavedati, da čeprav je cilj ECB podpreti šibko gospodarstvo, so možnosti monetarne politike omejene, predvsem zaradi strukturnih težav v posameznih državah članicah. Brez ustreznih fiskalnih reform in investicij v produktivnost bo učinek nižjih obrestnih mer na dolgoročno gospodarsko okrevanje verjetno omejen.

Slika 15: Obrestne mere in pričakovanja ECB

ECB bi s postopnimi znižanji za 25 bazičnih točk na vsaki seji lahko dosegla raven obrestnih mer 1,75 % do prihodnjega leta.



Vir: Bloomberg, Goldman Sachs 2024

Kitajska: Po poteh Japonske ali oživitev gospodarstva

Kitajska, drugo največje gospodarstvo na svetu, se trenutno sooča z vrsto gospodarskih in geopolitičnih izzivov, ki ogrožajo njen osrednji vladni cilj – doseg 5-odstotne gospodarske rasti. Ta cilj se zdi vse preveč ambiciozen ob trenutni upočasnitvi gospodarstva, padcu potrošnje, negotovosti v izvozu in nestabilnosti na nepremičninskem trgu. Kitajski politiki so v jesenskih mesecih uvedli vrsto stimulativnih ukrepov in poskušali prepričati svet, da so pripravljeni zagotoviti pomembno podporo kitajskemu gospodarstvu, ki se sooča s težavami. Kljub začetnemu navdušenju, ko se je kitajski borzni indeks zvišal za več kot 20 odstotkov, je rast nekoliko zbledela, saj so vlagatelji pričakovali več jasnosti glede vpliva prihodnjih spodbud. Hkrati je izvolitev Donalda Trumpa za predsednika ZDA in grožnja z visokimi carinami na kitajske izdelke še dodatno otežila situacijo. Obstaja tudi veliko tveganje za poglobitev deflacije, ki bi Kitajsko potisnila v obdobje dolgotrajne stagnacije, podobno tisti v Japonski, po treh desetletjih izjemne rasti.

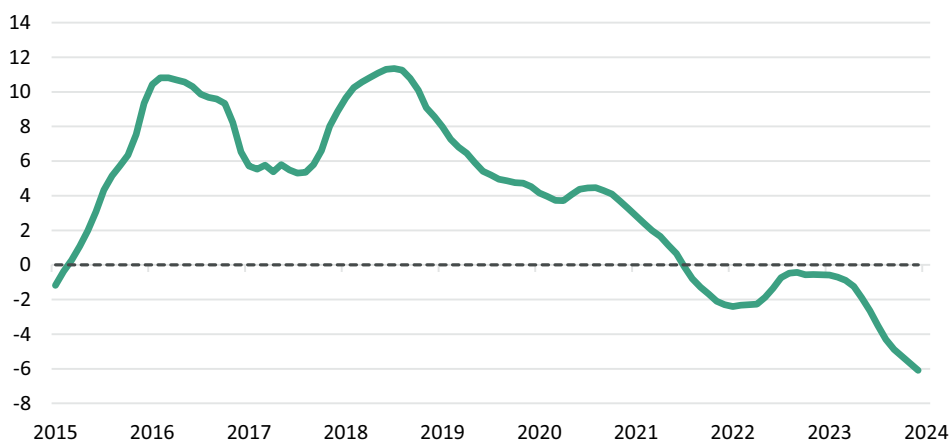
Kitajsko gospodarstvo se je letos upočasnilo in bo po vsej verjetnosti doseglo rast blizu 4,8 %. V središču težav je potrošnik, ki je po večletnem zastoju na nepremičninskem trgu močno zmanjšal svoje prihranke, kar je pripeljalo do splošnega padca zaupanja. Ta negotovost je sprožila začaran krog: zaradi zmanjšane zaupanja, ki je upadlo na najnižjo raven v več kot letu in pol, so gospodinjstva začela še bolj varčevati in zmanjševati porabo. Manjša potrošnja močno vpliva na podjetja, zlasti v ključnih industrijskih sektorjih, kar jih prisiljuje k zniževanju cen, omejevanju proizvodnje in odpuščanju delavcev. To je še posebej prizadelo tuja luksuzna podjetja, katerih letošnja prodaja na Kitajskem je strmoglavila zaradi zmanjšanja razkošnih nakupov med premožnimi posamezniki, podobno, kot se je zgodilo v Združenih državah med svetovno finančno krizo. Dolgotrajno slabljenje potrošnika je vzbudilo strah pred deflacijsko spiralo. Kljub dejstvu, da brezposelnost v mestih še vedno presega 5 %, je bila stopnja brezposelnosti med mladimi avgusta 2024 najvišja v zadnjih osmih mesecih.



Uroš Selič

Kitajsko gospodarstvo se je letos upočasnilo in bo po vsej verjetnosti doseglo rast blizu 4,8 %.

Slika 16: Cene nepremičnin v 70-ih mestih na Kitajskem (sprememba YoY v %)



Vir: Bloomberg, 2024

V luči teh težav je kitajska vlada septembra sprejela največji paket gospodarskih spodbud po pandemiji, ki vključuje državno financiranje za spodbujanje borznega trga, nižje obrestne mere in spodbude za povečanje posojil. Ključni poudarek zadnjega svežnja politik je stabilizacija nepremičninskega sektorja, ki je bil pred leti temelj gospodarske rasti in je stotinam milijonov Kitajcev omogočil prehod iz revščine v srednji razred. Ukrepi, kot so znižanje obrestnih mer na obstoječa hipotekarna posojila in zmanjšanje minimalnega pologa za nakup nepremičnine ter povečanje obsega kreditiranja podjetij pri poslovnih bankah, so del prizadevanj za

oživitev tega pomembnega sektorja. V usklajevanju s centralno banko so poleg znižanja obrestnih mer sprostili likvidnost za spodbujanje bančnega posojanja, dali spodbudo podjetjem k odkupu lastnih delnic in obljubili do 340 milijard dolarjev za krepitev kitajskega trga z delnicami. Kasneje so predstavili tudi načrt za refinanciranje dolgov lokalnih vlad v višini 1,4 trilijona dolarjev, zaradi katerih nekatera mesta niso mogla plačati svojih računov. Lokalni organi imajo v kitajskem gospodarstvu pomembno vlogo pri trošenju, njihovi finančni problemi pa so velik razlog za zadušitev potrošnje.

Slika 17: Kitajske ekonomske napovedi

	2023	2024F	2025F
Rast BDP	5,2 %	4,8 %	4,0 %
Inflacija	0,2 %	0,3 %	0,8 %
Brezposelnost	5,2 %	5,2 %	5,3 %
Rast potrošnje	4,3 %	3,2 %	3,0 %

Vir: Barclays, 2024

Vpliv kitajske tranzicije na svetovno gospodarstvo

Kitajska je že desetletja ena ključnih gonilnih sil globalne gospodarske rasti, njen izvoz pa ima pomemben vpliv na svetovno gospodarstvo. V današnjem globalno povezanem svetu, kjer se dobavne verige raztezajo čez celinske meje in so narodi tesno prepleteni, imajo dogodki v eni državi pogosto posredne posledice drugod. Kitajska bo do leta 2028 ključno prispevala k svetovni gospodarski rasti, njen prispevek, ki znaša 22,6 %, pa bo močno presegel druge države, kot sta Indija (12,9 %) in ZDA (11,3 %). Gospodarski vpliv Kitajske se odraža v njenem obsežnem proizvodnem sektorju, povpraševanju po surovinah in ogromnem domačem trgu. Vendar pa se Kitajska sooča z vrsto izzivov, ki lahko ogrozijo njen gospodarski vzpon. V zadnjih desetletjih je postala sinonim za hitro in obsežno gradnjo infrastrukture, kar

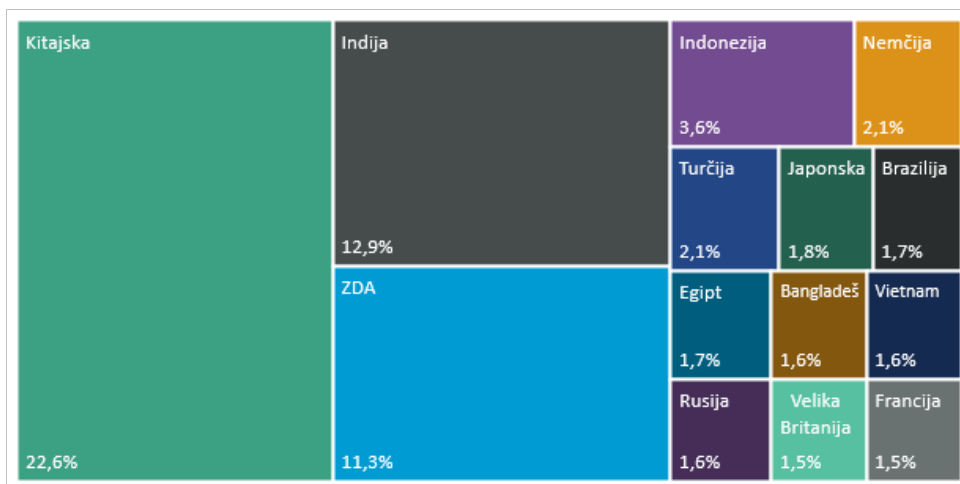
je bilo ključno za njen gospodarski vzpon. Kljub temu se je ta strategija izkazala za dolgoročno problematično. Glavna težava leži v tem, da je vlada pogosto odobravalala infrastrukturne projekte brez upoštevanja dejanske potrebe ali kakovosti izvedbe. Posledično so nastala številna tako imenovana »mesta duhov«, kjer so stanovanja in pisarne prazna, saj povpraševanje ni dohajalo gradbenega tempa. Na drugi strani pa je naredila izredni napredek na tehnološkem področju, s čimer se je povzpela med vodilne svetovne sile v številnih naprednih industrijah. Medtem ko se je na začetku zanašala predvsem na nizke stroške proizvodnje in obsežen domači trg, je v zadnjem obdobju postala globalno konkurenčna proizvajalka tehnološko kompleksnih izdelkov, kot so telekomunikacijska oprema, računalniki,

solarni paneli in električna vozila. Do danes je Kitajska postala vodilna proizvajalka v sedmih od desetih naprednih industrij, kar priča o njenem obsegu in vplivu v globalni proizvodnji. Poleg tega je Kitajska bistveno povečala svoj tržni delež v teh industrijah na svetovni ravni, kar jo postavlja v položaj ekonomske supersile, ki je v številnih sektorjih enakovredna ali celo prekaša Združene države. Ključni izziv za Zahod predstavlja možnost, da Kitajska doseže tehnološko enakovrednost ali celo premoč na področju inovacij. Če Kitajska doseže vodilno vlogo v inovacijah, bi lahko združila vrhunsko kakovost, tehnološko naprednost in cenovno konkurenčnost, kar bi pomenilo resno grožnjo za tehnološko napredna podjetja na Zahodu. V tem kontekstu je treba razumeti ameriške

ukrepe, vključno z omejitvami in carinami, ki Kitajsko poskušajo izključiti iz dobavnih verig za napredne polprevodnike in ključne tehnologije, tako imenovane "strateške konkurence".

Prav tako je oslABLJENO zaupanje, da so banke v Kitajski letos prvič po 19 letih zmanjšale posojila za realno gospodarstvo. Medtem je ravnotežje lokalnih vlad, ki se spopadajo s finančnimi težavami, ena od žrtev upada cen nepremičnin. Prihodki od prodaje zemljišč padajo rekordno hitro, kar otežuje zaustavitev padca proračunskih izdatkov ravno v času, ko gospodarstvo nujno potrebuje fiskalno podporo.

Slika 18: Prispevek posameznih držav k rasti svetovnega gospodarstva v letih 2023–2028



Vir: IMF, 2024

Kitajska še vedno prispeva največ h globalni gospodarski rasti.

Kitajska potrošnja in negotovost na trgu dela

Ob izhodu iz pandemije konec leta 2022 so mnogi pričakovali hitro okrevanje kitajske potrošnje, spodbujeno z "maščevalnim nakupovanjem" in povečanimi izdatki za gostinstvo in potovanja. Vendar so se ta pričakovanja izkazala za pretirana, saj povprečni Kitajec bolj verjame v varčevanje kot v potrošnjo. Izdatki za osebno potrošnjo na Kitajskem so še vedno znatno nižji kot v razvitem svetu. Kot odstotek BDP znašajo 68 % v ZDA, 53 % v Evropi in le 39 % na Kitajskem. Dolgotrajna kriza na nepremi-

čninskem trgu je uničila ocenjenih 18 trilijonov dolarjev premoženja kitajskih gospodinjstev, kar je povečalo težnjo po varčevanju namesto trošenja. To je Kitajsko potisnilo v najdaljše obdobje deflacije od leta 1999. Povečana brezposelnost, še posebej med mladimi, je dodatno zmanjšala potrošniško zaupanje. Mnogi mladi diplomanti so izgubili dostop do dobro plačanih delovnih mest zaradi regulativnega nadzora nad velikimi tehnološkimi podjetji, kar je povzročilo porast brezposelnosti med mladimi v zadnjih mesecih.

Slika 19: Indeks zaupanja potrošnika



Vir: Bloomberg, 2024

Ali bo jesenski paket spodbud rešil težave?

Kratkoročno ukrepi lahko pripomorejo, da Kitajska doseže željeni cilj 5-odstotne rasti, vendar bo premagovanje upočasnitve gospodarstva in obrnitev negativnega trenda v nepremičninskem sektorju zahtevna naloga in vlagatelji pričakujejo trajnostne, dolgoročne rešitve. Mnogi gospodarski problemi izvirajo iz globljih strukturnih težav. Kitajska je postala odvisna od rasti, ki temelji na dolgovih, kar je privedlo do nezdržne gospodarske poti, za katero ekonomisti menijo, da bi lahko vodila v

deflacijsko spiralo. Stabilizacija nepremičninskega trga je eden izmed ključnih korakov. Padanje cen nepremičnin je močno zamajalo zaupanje gospodinjstev in podjetij. Oblasti so že priznale pomen tega izziva, kar je pomemben premik v politiki. Ustavitev padca cen in obnova stabilnosti bi lahko ustvarila pozitivne učinke bogastva, ki bi spodbudili potrošnjo in naložbe. Drugi korak je spodbujanje domače potrošnje. Kitajska gospodinjstva imajo eno najvišjih stopenj

varčevanja na svetu, kar predstavlja veliko neizkoriščeno priložnost za spodbudo gospodarstva. Če bi del teh prihrankov preusmerili v potrošnjo ali naložbe v delnice, bi to močno izboljšalo gospodarsko dinamiko.

Hkrati naraščajoči trgovinski spori, zlasti z ZDA, dodatno otežujejo razmere. Če bi novoizvoljeni ameriški predsednik Trump uresničil svojo napoved o zvišanju carin na kitajske proizvode na 60 %, bi Kitajska lahko izgubila do dva odstotka gospodarske rasti. To bi povečalo pritisk na oblikovanje novih gospodarskih spodbud. Nepremičninski trg se sooča z velikimi izzivi, saj presežek stanovanj in demografski dejavniki, kot sta upadanje

prebivalstva in počasnejša urbanizacija, omejujejo povpraševanje. Ukrepi za ožvitev trga bodo zato verjetno potrebovali več časa za učinek, če sploh. Posledično se Kitajska lahko znajde v obdobju podaljšane šibke rasti, medtem ko rešuje svoje dolgove. Podobno je bilo pri Japonski, ki se je po zlomu nepremičninskega in borznega trga soočala z "izgubljenim desetletjem". A vseeno, če bodo oblasti uspele ustvariti stabilno in predvidljivo okolje, ki spodbuja zaupanje, inovacije in rast, se bo Kitajska lahko vrnila na pot trajnostne rasti, kar bo koristilo tako domačemu kot tujemu gospodarstvu in nenazadnje tudi vlagateljem.

Če bi novoizvoljeni ameriški predsednik Trump uresničil svojo napoved o zvišanju carin, bi Kitajska lahko izgubila do dva odstotka gospodarske rasti.



Aleš Šoba, CFA

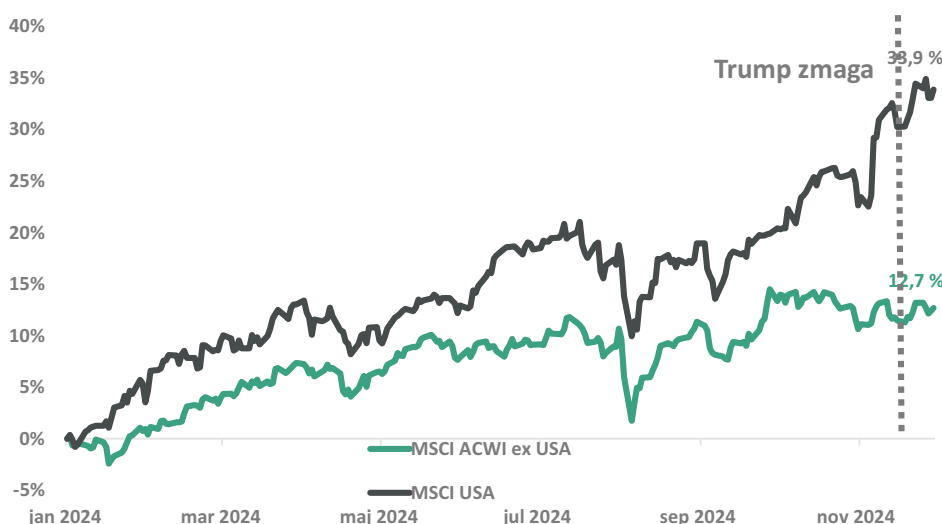
Delniški trgi: Bik se bo nadaljeval, a negotovost povišana

Delniški trgi so v letu 2024 nadaljevali svoj pozitiven trend, ki traja od oktobra 2022. Do konca novembra so globalne delnice pridobile 26 % in krepko presegle pričakovanja z začetka leta. Od oktobra 2022, ko se je ta pozitivni trend pričel, so globalne delnice pridobile že preko 50 %.

Gonilo delniških trgov so bile znova ameriške delnice, ki so po izvolitvi Donalda Trumpa samo še utrdile svoj položaj izjemnosti in so globoko

zasenčile ostale trge. Kot kaže, je ameriškemu gospodarstvu uspel »mehki pristanek«, saj je Fed ukrotil inflacijo brez negativnega vpliva na stopnjo brezposelnosti in gospodarsko rast. Zgodba spominja na leto 1995, ko smo bili nazadnje priča podobno ugodnemu razpletu. V tem letu se je nadaljevala tudi evforija okrog umetne inteligence (AI). Nvidia je na podlagi rezultatov, ki kažejo na nenasitno povpraševanje po njihovih čipih, dosegla status največ vrednega podjetja na svetu.

Slika 20: Ameriške delnice so dominirale v letu 2024



Vir: Bloomberg, 2024

Gonilo delniških trgov so bile znova ameriške delnice.

Če so ameriške delnice še enkrat pokazale svojo izjemnost, pa so trgi zunaj ZDA beležili nižje rasti. Predvsem evropske delnice, četudi so dosegle pozitiven donos v letošnjem letu, so za ameriški zaostale preko 20 %, kar je eden največjih zaostankov v zgodovini. Stagnacija evropskega gospodarstva ob anemični rasti dobičkov ter pomanjkanje tehnoloških podjetij sta glavna krivca počasnega zatona evropskih delnic.

Nekoliko bolje so se letos odrezale kitajske delnice, kjer se kaže odločnost kitajskega vodstva, da se sooči s težavami v gospodarstvu. Resda je navdušenje nad njimi po izvolitvi Donalda Trumpa splahnelo, predvsem z vidika potencialne trgovinske vojne, pa vseeno smo dobili predogled, kakšen je odziv trga, če bo kitajsko vodstvo ukrepalo bolj agresivno.

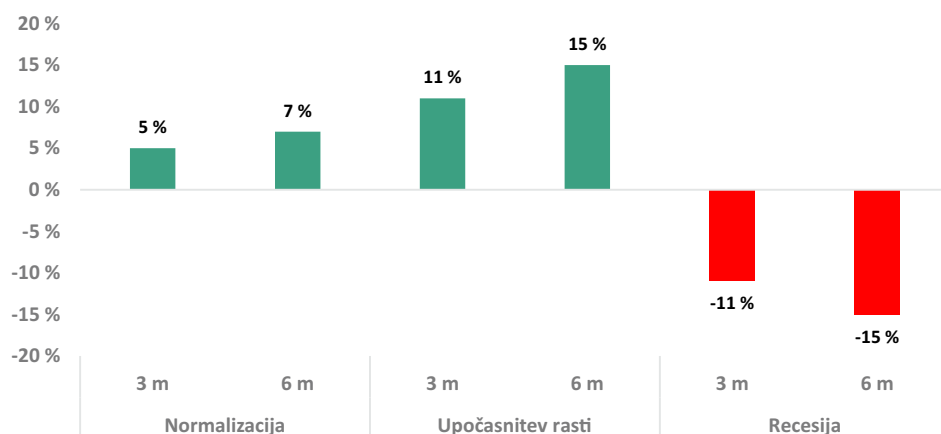
Bik stopil v tretje leto

Po visoki rasti na delniških trgih se seveda zastavlja vprašanje, ali se bo ta trend nadaljeval, predvsem ob tem, da so vrednotenja delniških trgov v teh dveh letih močno narasla. Naše mnenje je, da se bo. Vseeno pa bo naslednja faza mnogo bolj volatilna in izpostavljena večjim korekcijam.

Glavni razlog, da vidimo višje tečaje delnic, je, da je okolje še vedno podporno za delnice,

predvsem kombinacija stabilne gospodarske rasti, nadaljnja normalizacija inflacije ob hkratnem nižanju obrestnih mer s strani centralnih bank. V preteklosti je bilo nižanje obrestnih mer v okolju, kjer ameriško gospodarstvo ni padlo v recesijo, pozitivno za delnice in podobno doživljamo tudi sedaj. Tudi del Trumpovih politik, kot so nižji davki in deregulacija, lahko pozitivno vpliva na ameriško gospodarsko rast.

Slika 21: Donosnost ameriških delnic po prvem znižanju ključne obrestne mere



Vir: Goldman Sachs, 2024

Vir: Goldman SachBo pa nadaljnja rast delniških trgov mnogo bolj omejena, saj so vrednotenja predvsem ameriških delnic na nivojih, ki smo jim bili v zgodovini le redko priča. Povišana vrednotenja tako puščajo malo prostora za prevrednotenje navzgor. Ni pa izključen scenarij, kjer bi ameriške delnice pod vplivom prebujenega živalskega nagona in povišanega optimizma doživele ekstremno rast kot konec 1990 let (tehnološki balon), kjer bi bil v glavni vlogi segment tehnoloških podjetij s področja umetne inteligence (AI). Pa vendar vidimo, da bo glavno breme prihodnje rasti delniških trgov na plečih rasti dobičkov. Da lahko pričakujemo nadaljevanje pozitivnega trenda, nam kaže tudi zgodovina, saj pozitivni trendi (bik) v povprečju trajajo preko

5 let. Sedaj smo šele na začetku tretjega, ki pa je bilo navadno dokaj povprečen (donos 2 %).

Problematičen je tudi drugi del agende, ki jo napoveduje Donald Trump, in to je uvedba carin, ki bi imela negativen vpliv ne samo na države, na katere bi ciljalo, temveč tudi na ameriško gospodarstvo. Pričakovanja so, da bodo določene carine uvedene, vprašanje pa je, na katero blago in v kakšni višini. Predvsem bode v oči grožnja s 60 % carino na kitajsko blago. Ameriška investicijska banka Goldman Sachs pričakuje, da bo le ta na koncu 20 %, kar bi glede na manjšo vlogo, ki jo igrajo ZDA v izvozu Kitajske, imelo zmeren vpliv na kitajsko gospodarstvo.

Okolje je še vedno podporno za delniške trge.

Glede na grožnjo carin se predvideva močan odgovor fiskalnih politik zunaj ZDA. Tukaj sta v ospredju Kitajska in Nemčija. Kitajska čaka na ukrepe s strani Trumpa, preden bo sama ukrepala. Septembra 2024 smo že videli, kakšna je lahko reakcija kitajskih delnic, ko združimo izjemno nizka vrednotenja in močno podporo s strani kitajskega vodstva. Tekom leta 2025 je to eden izmed scenarijev, ki ga pričakujemo.

Višje carine, manj priseljevanj v ZDA in nižji davki so na kratek rok inflacijski, kar bi lahko upočasnilo pričakovana nižanja obrestnih mer s strani Feda in posledično bi višje obrestne mere vztrajale na višjih nivojih.

Slika 22: Ta bik je še mlad (zgodovina pozitivnih trendov S&P 500)

Dno medvedjega trga	Vrh bikovskega trga	Sprememba S&P 500	Leta
13. 06. 1949	02. 08. 1956	267,1 %	7,1
22. 10. 1957	12. 12. 1961	86,4 %	4,1
26. 06. 1962	09. 02. 1966	79,8 %	3,6
07. 10. 1966	29. 11. 1968	48,0 %	2,1
26. 05. 1970	11. 01. 1973	73,5 %	2,6
03. 10. 1974	28. 11. 1980	125,6 %	6,2
12. 08. 1982	25. 08. 1987	228,8 %	5
04. 12. 1987	24. 03. 2000	582,1 %	12,3
09. 10. 2002	09. 10. 2007	101,5 %	5
09. 03. 2009	19. 02. 2020	400,5 %	11
23. 03. 2020	03. 01. 2022	114,4 %	1,8
12. 10. 2022	30. 11. 2024	68,6 %	2,1
Povprečje		181,3 %	5,5
Mediana		108,0 %	5,0

Vir: Carson Investment Research, 2024

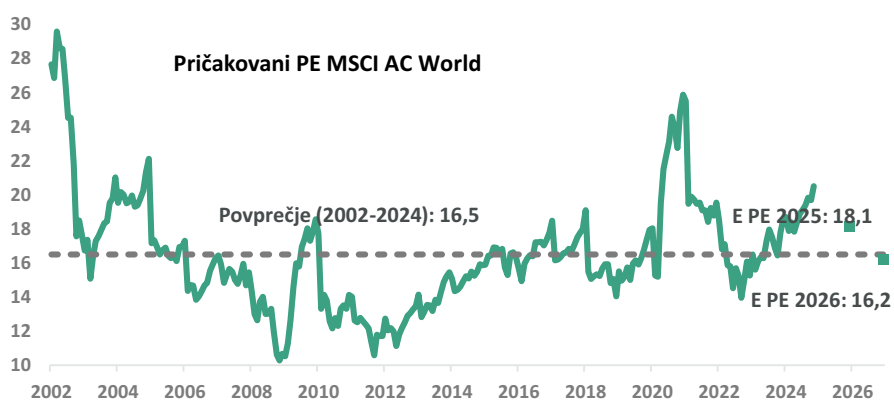
Vrednotenja: kako visoko še lahko gremo

Verjetno so največje tveganje na dolgi rok povišana vrednotenja v določenih segmentih delniških trgov, še posebej v ZDA. Zunaj ameriških delnic so vrednotenja na zgodovinskih povprečjih, čeprav se Evropa in

Kitajska spopadata s strukturnimi težavami. Pričakovan PE za globalne delnice znaša 18, kar je nad povprečjem zadnjih 20 let (16,5) in najvišji po tehnološkem balonu in pandemiji.

Verjetno so največje tveganje na dolgi rok povišana vrednotenja.

Slika 23: Vrednotenje globalnega indeksa MSCI AC World je nad dolgoročnimi povprečji

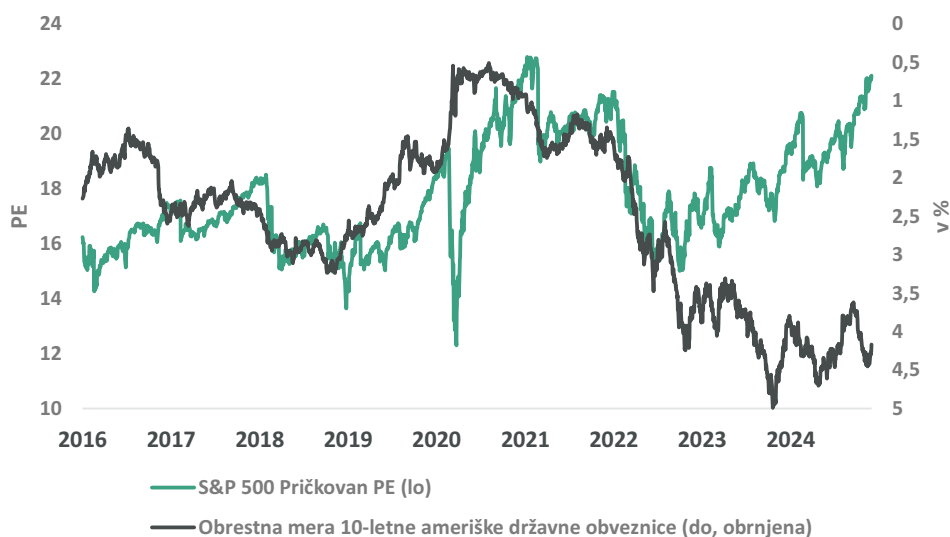


Vir: Bloomberg, 2024

Zanimivo je, da smo v okolju višjih vrednotenj v času, ko se obrestne mere nahajajo blizu najvišjih nivojev v zadnjih 20 letih. Za čas pandemije bi lahko upravičili višja vrednotenja delnic, saj so bile obrestne mere na zgodovinsko najnižjih nivojih. In če drži običajno razmerje med obrestnimi merami in višino vrednotenj, potem pomeni, da nižje obrestne mere sovpadajo z višjimi vrednotenji in obratno. Do konca leta 2022 je bila tesna povezava med njima, v zadnjih dveh letih pa se je to razmerje popolnoma porušilo, kar vidimo v spodnjem grafu na primeru ameriških delnic in državnih obveznic. Slika zunaj ZDA ni tako dramatična, saj so denimo obrestne mere v Evropi nižje, prav tako tudi vrednotenja.

Ali so ta vrednotenja problematična? Nedvomno pomenijo višja vrednotenja nižje dolgoročne donose, kot pa smo že večkrat dejali, pa na kratek rok ni močne povezave med vrednotenji in realiziranimi donosi. Delno lahko povišana vrednotenja upravičimo s tem, da delniški trgi pričakujejo višjo rast dobičkov v prihodnjih letih, kar bi bilo glede na določene elemente Trumponomike upravičeno (nižji davki, deregulacija), vseeno pa je obdobje, ko delnice niso imele prave alternative, dokončno mimo. Presežni pričakovan donos delnic nad obveznicami (premija za tveganje) je najnižji po koncu 90. let in napoveduje težje desetletje za delnice in mnogo boljše čase za obveznice.

Slika 24: Vrednotenja ameriških delnic in obrestne mere so izgubile korelacijo



Delnice bi bile lahko na preizkušnji, če bi se denimo obrestne mere povišale na nivoje, ki so bile v preteklosti problematični za delnice.

Vir: Bloomberg, 2024

Delnice bi bile lahko na preizkušnji, če bi se denimo obrestne mere povišale na nivoje, ki so bile v preteklosti problematični za delnice. V ZDA je bilo to navadno, ko so 10-letne državne obveznice presegle mejo 5 %. Četudi so pričakovanja, da bo Fed zniževal ključno obrestno mero, pa lahko drug del Trumponomike (carine, omejitve priseljevanja) vpliva na višjo inflacijo in višje proračunske primanjkljaje, kar bi pomenil pritisk na obrestne mere.

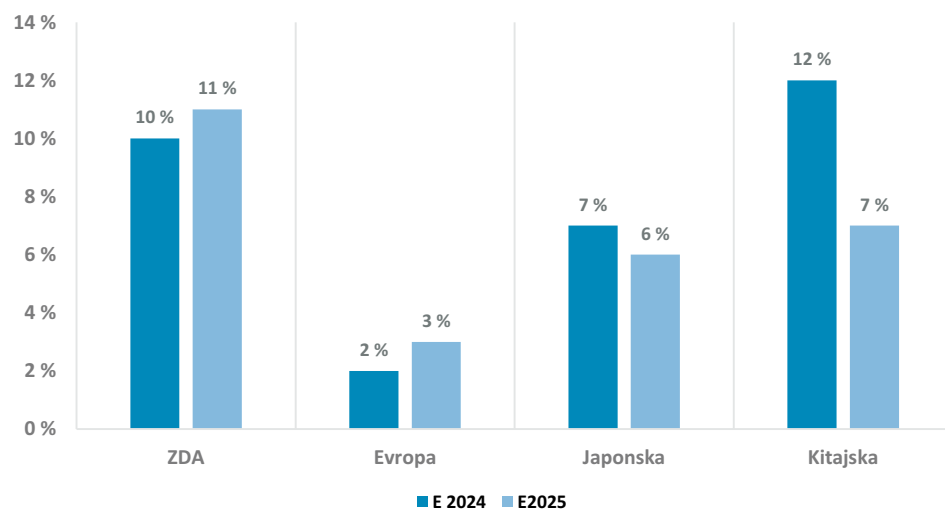
Bodo pa visoka vrednotenja pomembna, ko bo prišlo do obrata v gospodarskem ciklu. Goldman Sachs ugotavlja, da je negativni učinek slabšanja gospodarskih kazalnikov na donosnost delnic večji, kadar je trg precenjen. Z drugimi besedami, poslabšanje makro-ekonomskega okolja bolj škodi delnicam, kadar je trg drag, kot pa, kadar ni. To je lahko opozorilo za naprej, še posebej, če bi se makro okolje poslabšalo. Trenutna izhodišča bi lahko pomenila večji popravek navzdol.

Dobički navzgor

Kot smo dejali, so vrednotenja delniških trgov povišana in bo rast delnic predvsem posledica rasti dobičkov. Tukaj gredo pričakovanja v smeri ameriške izjemnosti, saj naj bi le te imele najvišjo rast med ključnimi regijami v letu 2025.

Investicijska banka Goldman Sachs pričakuje rast dobičkov za ameriška podjetja v višini 11 %. Najnižjo rast naj bi imela evropska podjetja, kjer se pričakuje rast dobičkov v višini 3 %. Gre za nadaljevanje trenda po finančni krizi in glavni razlog, zakaj ameriške delnice tako dominirajo.

Slika 25: Pričakovana rast dobičkov v letu 2024



Vir: Barclays, Goldman Sachs 2024

Koncentracija na trgih

Ena izmed ključnih lastnosti trgov v zadnjih letih je tudi, da so le ti vedno bolj koncentrirani. Vedno manjši delež delnic je odvisen za donose, ki jih dosegajo delniški trgi. V bistvu koncentracija ni samo na ravni posameznih delnic, temveč prihaja v treh oblikah.

Prvič, od leta 2010 je ameriški delniški trg postal večji v primerjavi s preostankom svetovnih delniških trgov, kjer je bila rast dobičkov nižja. Drugič, tehnologija je prevladovala pri donosnosti delniških trgov, saj je rast dobičkov tega sektorja v istem obdobju močno preseгла rast dobičkov drugih sektorjev. In tretjič, koncentracija delnic se je

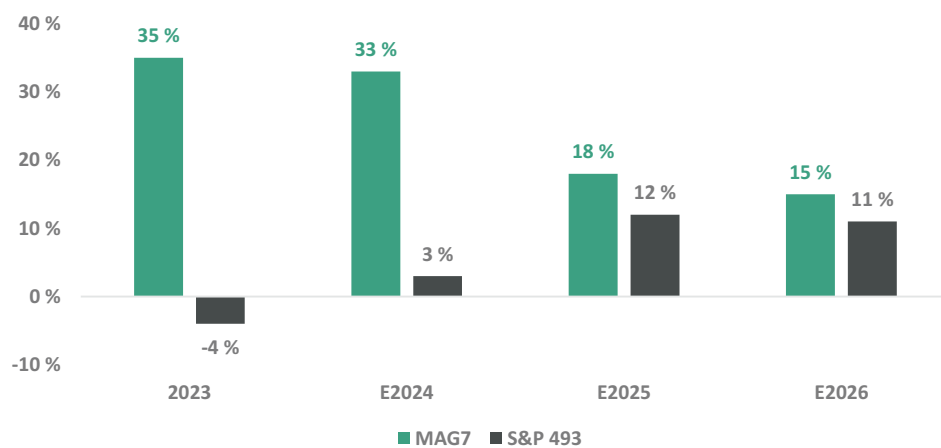
povečala, zlasti v ZDA, predvsem zaradi prevlade izjemno dobičkonosnih ameriških tehnoloških podjetij. Ta podjetja so postala večja in zavzemajo večji delež indeksov, kar je v veliki meri posledica njihove visoke dobičkonosnosti. Tako zavzema 10 največjih ameriških podjetij že preko 20 % v globalnem indeksu.

Pomembno je, da te oblike koncentracije niso špekulativne, temveč temeljijo na fundamentih. To še posebej velja za velika ameriška tehnološka podjetja, katerih prevladujoč položaj na trgu odraža boljše poslovanje, ne pa pretiranih vrednotenj. Tako imenovani

»Veličastnih 7« so bili gonilo delniških trgov v zadnjih letih. V spodnjem grafu vidimo, da je bila rast dobičkov teh podjetij občutno višja v preteklih letih in to je tudi razlog višjih donosov teh podjetij. V letu 2024 je le 17 % podjetij (globalno), ki so preseгла donos teh gigantov.

Kdor jih ni imel v portfelju, je težko sledil trgu. V letih 2025 in 2026 so pričakovanja, da bo presežna rast dobičkov MAG 7 nasproti S&P 493 le 6 % in 4 %. Podobna rast dobičkov bi morala pomeniti tudi podobno gibanje MAG7 in ostalih delnic.

Slika 26: Rast dobičkov MAG7 se bo približala trgu



Vir: Goldman Sachs, 2024

V letu 2025 pričakujemo visoko rast dobičkov.

Regije: Dominanca ZDA še kar traja in traja

Borzni indeksi	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2025	DIV Y
MSCI ACWI (Globalni delniški indeks)	100 %	26,0 %	34 %	79 %	186 %	21,2	18,3	1,8 %
MSCI WORLD (Razviti trgi)	92 %	27,6 %	38 %	87 %	207 %	22,5	19,5	1,7 %
MSCI EM (Trgi v razvoju)	8 %	12,7 %	3 %	22 %	61 %	13,7	11,7	2,7 %
MSCI US (Ameriške delnice)	65 %	33,9 %	44 %	112 %	290 %	27,5	22,3	1,2 %
MSCI EUROPE (Evropske delnice)	14 %	9,2 %	21 %	41 %	88 %	15,0	13,6	3,3 %
MSCI CHINA (Kitajske delnice)	2 %	21,8 %	-16 %	-8 %	40 %	11,1	9,6	2,5 %
MSCI JAPAN (Japonske delnice)	5 %	13,8 %	19 %	35 %	113 %	14,3	15,2	2,3 %

Vir: Bloomberg 2024, donosnost v EUR, vključujoč dividende na dan 30. 11. 2024

Tudi v letu 2024 so bile ameriške delnice najbolj donosna regija. Do konca novembra so pridobile preko 33 %, kar je drugo leto zapored, ko je bil donos nad 20 %. To je se predtem zgodilo le 4-krat v zadnjih 100 letih. Evropske imajo za seboj solidno leto z donosom v višini 9 %, prav tako tudi kitajske, ki

so višje za 22 %. Glede na dominantnost ameriških delnic po finančni krizi (2008) se mnogi sprašujejo, ali je sploh še smiselno nalagati v regije zunaj ZDA. Njihov delež v globalnem indeksu se približuje 70 % in vpliv, ki ga imajo ameriške delnice, je ogromen.

Slika 27: Ameriške delnice imajo visoko premijo nasproti ostalim regijam (z vidika pričakovanega PE)



Vir: Bloomberg, 2024

Glede na okolje, v katerem se nahajamo, je kratkoročno težko pričakovati, da se bo v letu 2025 ta dominanca zaključila. Ameriško gospodarstvo je v boljšem stanju kot evropsko ali kitajsko. Drug mandat Donalda Trumpa je nedvomno boljši za ameriška podjetja kot pa njihove konkurente. Čeprav imajo tudi ZDA

svoje strukturne izzive (javni dolg), pa so nedvomno v močnejšem položaju kot Evropa in Kitajska. Energetska samozadostnost, kultura inovativnosti in podjetništva ter boljša demografska slika pomenijo, da si ameriške delnice zaslužijo premijo glede na ostale trge. Vprašanje je samo, kolikšna je primerna. Ne

glede na izbran kazalnik za vrednotenja so bile ameriške delnice višje vrednotene le v 3 % primerov (le za čas tehnološkega balona konec 90. let in kratek čas po pandemiji). Pričakovani PE znaša že preko 22. Resda lahko del višjih vrednotenj pripišemo večji uteži tehnoloških podjetij, pa tudi če te izključimo, slika ni preveč drugačna. Kakorkoli obrnemo – ameriške delnice so drage in dolgoročni pričakovani donosi so najnižji po letu 2000. Vseeno pričakujemo, da se bo apetit po ameriških delnicah na kratek rok ohranil. Dolgoročni vlagatelji pa so zaradi visokih vrednotenj motivirani za večjo diverzifikacijo, kot pa jo nudijo indeksi.

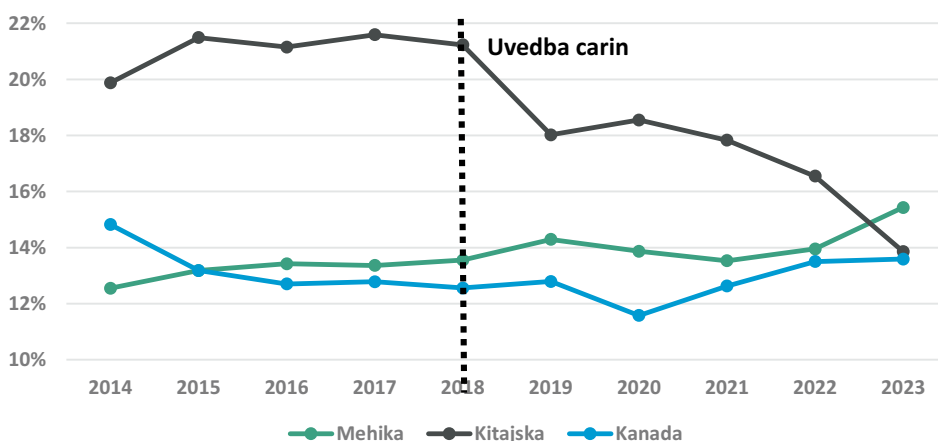
Kljub izrazito nižjim vrednotenjem zunaj ZDA ni tako enostavno narediti pozitivnega scenarija za trge zunaj ZDA. Evropske delnice so v zadnjih 10 letih le dvakrat presegle donos ameriških. Ali bo leto 2025 res tisto, ko se bo to spremenilo? Kar gre poleg nizkih vrednotenj v korist evropskih delnic, je izrazito negativen sentiment. Ni potrebno dosti, da Evropa preseže pričakovanja. Eden izmed katalizatorjev bi bila lahko Kitajska, če se kot

odgovor na uvedbo carin s strani ZDA odloči močno stimulirati svoje gospodarstvo. Prav tako lahko po februarjskih volitvah pride do fiskalnih spodbud v Nemčiji. Nazadnje lahko pride do prekinitve vojne v Ukrajini. Tudi šibkejši evro pomaga evropskim izvoznikom.

Septembra smo pri kitajskih delnicah dobili predogled, kakšno reakcijo lahko pričakujemo, ko združimo nizka vrednotenja z močnimi spodbudami s strani politike. Težave Kitajske so zdaj že dodobra znane (pok nepremičninskega balona, zadolženost lokalnih oblasti, demografska slika, geopolitična tveganja) in so tudi že bolj ali manj upoštevane v nizkih vrednotenjih kitajskih delnic. Naš pogled gre v smeri, da kitajsko vodstvo čaka na uvedbo novih carin, da bo videlo, kako visoke naj bodo njihove spodbude. Čeprav bo vsaka uvedba carin negativna za Kitajsko gospodarstvo, pa bo vpliv mnogo manjši, saj se je delež Kitajske v amerškem uvozu že močno zmanjšal v preteklih letih in je v preteklem letu znašal manj kot 14 %. Podjetja so določeni del proizvodnje že preselila iz Kitajske v Vietnam, Mehiko, Tajvan in Malezijo.

Kitajske delnice so skriti adut.

Slika 28: Delež uvoza ZDA po državah



Vir: Census Bureau, 2024

Recesija, ki se ni zgodila

Preglednica 4: Ključni podatki za sektorje

Sektor	Delež	YTD	3 leta	5 let	10 let	PE	PE 2025	DIV Y
Informacijska tehnologija	25 %	36 %	50 %	175 %	561 %	39,4	26,2	0,7 %
Finančne storitve	17 %	35 %	50 %	74 %	155 %	13,5	13,1	2,8 %
Komunikacijske storitve	8 %	35 %	24 %	68 %	113 %	21,2	18,4	1,1 %
Javna oskrba	3 %	25 %	32 %	42 %	107 %	18,5	15,6	3,4 %
Industrija	11 %	25 %	42 %	72 %	178 %	23,4	20,3	1,7 %
Trajne potrošne dobrine	11 %	24 %	11 %	67 %	184 %	22,9	20,7	1,1 %
Nepremičnine	2 %	15 %	3 %	10 %		32,2	18,4	3,2 %
Energija	4 %	15 %	70 %	63 %	77 %	12,0	12,1	4,1 %
Osnovne potrošne dobrine	6 %	14 %	20 %	33 %	96 %	20,6	19,2	2,8 %
Zdravstvo	10 %	12 %	19 %	52 %	140 %	24,0	17,9	1,7 %
Surovine	4 %	5 %	13 %	51 %	113 %	19,7	15,6	2,8 %

Vir: Bloomberg 2024, donosnost v EUR, vključujoč dividende, na dan 30. 11. 2024

Ciklični sektorji v ospredju.

V letu 2024 znova najdemo na vrhu sektor informacijske tehnologije, njegova prednost pred ostalimi pa je letos minimalna. Blizu so tudi komunikacijske storitve. Gonilo rasti za ta dva sektorja je bila znova zgodba umetne inteligence in izgradnja infrastrukture, ki je potrebno za njeno delovanje. Na vrhu se jima je pridružil tudi sektor financ. Predvsem izvolitev Donalda Trumpa in napoved deregulacije je povzročila veselje finančnikov. Vsi trije sektorji so dosegli donos v višini 35 %. Na dnu najdemo zanimivo kombinacijo obeh defenzivnih sektorjev (osnovne potrošne dobrine in zdravstvo) ter dva ciklična sektorja – surovine in energija. Defenzivna sta se slabše držala v okolju, kjer smo doživeli mehki pristonek, energetska/surovinski del pa je bil pod vtisom upočasnitve kitajskega gospodarstva.

Ali bodo tehnološka podjetja nadaljevala svojo dominanco tudi v letu 2025? Menimo, da je težko biti negativno nastrojen proti njimi, ne pričakujemo pa takšnih presežnih donosov kot v preteklih dveh letih. Kot smo že prej pokazali, so pričakovanja glede nadaljnje rasti dobičkov pri največjih podjetjih blizu temu, kar pričakujemo pri ostalih podjetjih. In čeprav so vrednotenja tehnoloških podjetij povišana, pa še vedno nismo na nivojih, kot smo bili za čas tehnološkega balona. Ni izključena evforija kot

v 90. letih. Pričakujemo lahko tudi, da se bo zgodba AI razširila še na ostale segmente, predvsem se bodo podjetjem, ki so odgovorna za izgradnjo AI infrastrukture, pridružila software podjetja.

Zunaj tehnološkega segmenta bi lahko glede na pričakovanja, da je pred nami leto stabilne gospodarske rasti ob hkratnem nižanju obrestnih mer, pričakovali, da bodo ciklični sektorji v ospredju. Težava je, da je ta zgodba že močno vračunana v vrednotenja teh delnic. Izpostavljenost do cikličnih sektorjev bi najraje videli preko finančnega sektorja, ki ima več pozitivnih stvari: rast povpraševanja po kreditih, povečanje aktivnosti na področju prevzemov in združitve ter prvih javnih ponudb delnic (IPO). Tudi določeni segmenti sektorjev, vezanih na potrošnika, so postali zanimivi, predvsem tisti del, ki je vezan na Kitajsko (npr. luksuz), saj so doživeli močno prevrednotenje navzdol. Prav tako podjetja iz sektorja turizma, predvsem evropska (ameriškim turistom pomaga močan USD) ter tudi strukturne zgodbe, kot je vojaška industrija znotraj industrijskega sektorja.

Glede na pričakovano šibkejšo rast evropskega gospodarstva in nižjih obrestnih mer so zanimivi tudi evropski defenzivni

sektorji, ki pa imajo tudi večjo izpostavljenost do ameriškega trga (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine, telekomi).

Na splošno pa pričakujemo, da bo več sektorjev/podjetij sodelovalo pri rasti delniških

trgov, ki bodo manj koncentrirani. Pri podjetjih bodo (razen sektorske izpostavljenosti) pomembni predvsem izpostavljenost ameriškemu gospodarstvu, nižja tržna kapitalizacija in pa izpostavljenost trgovinski vojni.



mag. Mitja Vranetič



Timotej Žlof

Državne obveznice: Varna in realno pozitivno naložba

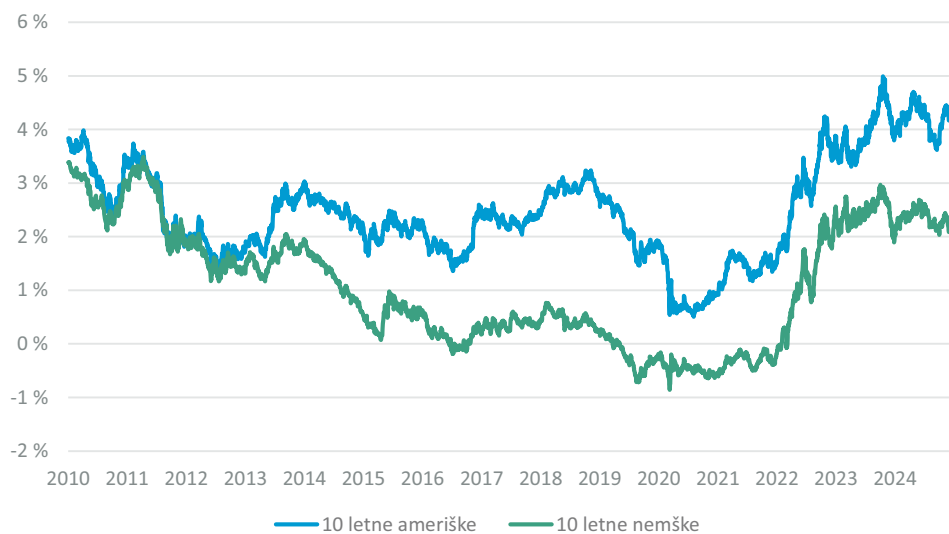
V iztekajočem se letu smo ob nadaljevanju upadov inflacijskih stopenj, ki so se začeli že v letu 2023, dočakali tudi zasuk monetarne politike centralnih bank večine razvitih svetovnih gospodarstev. To se je posledično odrazilo tudi na donosnostih do dospelja državnih obveznic, ki so se postopoma začele zniževati, z mesecem septembrom pa se je zaključilo tudi obdobje inverzne krivulje donosnosti pri ameriških in nemških državnih obveznicah. S tem se je stanje na dolžniških trgih normaliziralo v smislu, da so vlagatelji za držanje instrumentov z daljšo ročnostjo bolj nagrajeni od tistih, ki investirajo v kratkoročne instrumente. Obvezniški trgi so v letu 2024 prinesli solidne donose, predvsem pa so blestele obveznice krajših ročnosti. Trend zniževanja inflacije se je letos nadaljeval in v večini razvitih držav približal cilju centralnih bank 2 %, kar je predvsem v drugi polovici leta sprožilo globalni cikel zniževanja obrestnih mer. V takšnem okolju se donosnosti do dospelja državnih obveznic v številnih evropskih gospodarstvih gibajo v realno pozitivnem območju, kar daje dodatno

privlačnost naložbenemu razredu. Hkrati imajo vlagatelji priložnost, da z investiranjem v izdaje nekoliko daljših ročnosti ugodne donosnosti zaklenejo za dalj časa ter ob morebitnih nadaljnjih padcih obrestnih mer participirajo pri realizaciji dobička.

Pričakovanja glede nižanja obrestnih mer s strani centralnih bank so sicer skozi leto 2024 precej nihala, tem nihajočim pričakovanjem pa so sledile zahtevane donosnosti državnih obveznic letos. Te so tako letos (do vključno 30. 11. 2024) še pridobile in ne izgubile, kot je pričakovala večina trga na začetku leta 2024. Letos so se zahtevane donosnosti 10-letnih ameriških državnih obveznic povečale za okoli 29 bazičnih točk oz. 0,29 odstotne točke (konec novembra je ta znašala 4,178 %), medtem ko so se zahtevane donosnosti 10-letnih nemških državnih obveznic povečale le za 5 bazičnih točk oz. 0,05 % (konec novembra je znašala 2,095 %). Trenutna razlika med njima je torej že več kot 2 odstotni točki oz. 200 bazičnih točk.

S septembrom se je v ZDA in Evropi končalo 2-letno obdobje inverzne krivulje donosnosti. Statistično se je v preteklosti v naslednjih 6–18 mesecih v ZDA z 80-odstotno verjetnostjo po končanju takšnega obdobja pričela recesija.

Slika 29: Gibanje zahtevanih donosnosti do dospelja 10-letnih državnih ameriških in nemških obveznic od 2010 do danes



Vir: Bloomberg, 2024

Evropa izgublja boj, počasi, a zanesljivo

Vse večji razkorak med zahtevanimi donosnostmi ameriških in evropskih oz. nemških državnih obveznic, ki se je začel že leta 2012, se torej nadaljuje. To kaže na to, da je ameriško gospodarstvo zaradi svoje večje konkurenčnosti sposobno poslovati v okolju bistveno višjih obrestnih mer kot evropsko. In v čem je glavna razlika? Za nami je že nekaj desetletij nadpovprečnega razvoja tehnoloških podjetij, kjer je Evropa ostala brez resnih igralcev. Tehnološki giganti (Microsoft, Apple, Google, Nvidia, idr.), bolj centralizirano odločanje, večja gospodarska svoboda, manj regulatornih zahtev, bolj odzivno pravosodje,

večja aplikacija znanosti v gospodarstvu in še kaj Ameriko potiska daleč pred Evropo. Na tretji strani pa Kitajska igra svojo igro hitrega popolnoma centralističnega odločanja, ki dolgoročno ogroža Evropo in Ameriko hkrati. Zadnji udarec strateškega nastopa Kitajske v avtomobilski industriji že kaže posledice tudi v Evropi. Če povzamemo, Amerika vse bolj globalno dominira v storitvenih dejavnostih, Kitajska v proizvodnih, Evropa pa postaja vse bolj le še potrošnik ene in druge gospodarske velesile. Evropa torej izgublja boj, počasi, a zanesljivo.

Gonilni evropski gospodarstvi pred velikimi izzivi, pribitki perifernih evropskih držav se tanjšajo

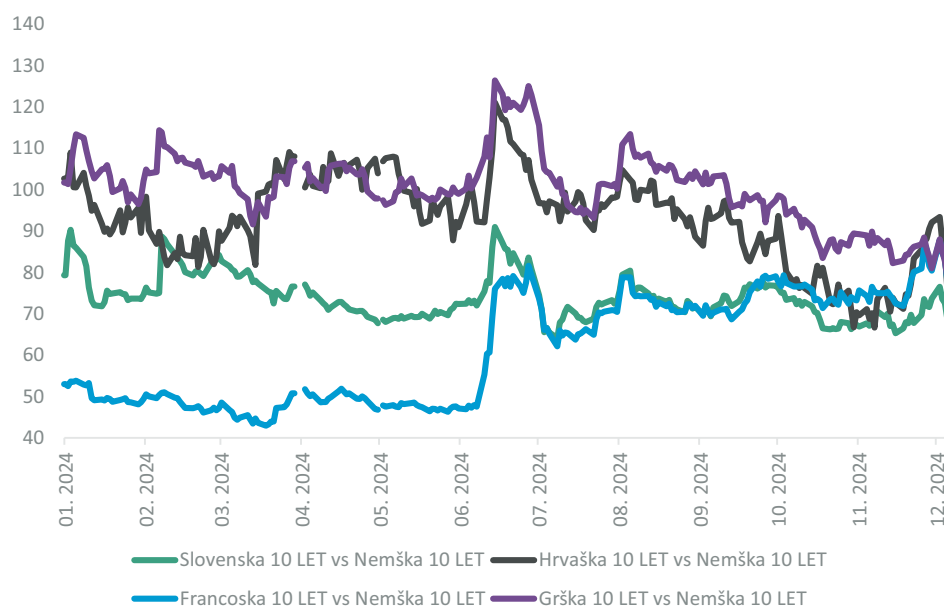
Znotraj decentralizirane Evrope je slika gospodarskih gibanj zelo pestra. Tako so pozitivno letos presenetile Španija, Portugalska, Italija in Hrvaška, kjer so se zahtevane donosnosti do dospelja 10-letnih državnih obveznic znižale najbolj (za okoli 0,2 do 0,4 odstotne točke), kar pomeni, da so obveznice teh evropskih držav letos cenovno pridobile največ. Vsekakor je skupna točka vseh teh držav tudi ciklična panoga turizma, ki je v tem pokoronskem času ponovno v polnem razcvetu.

Ob perifernih evropskih državah, kot sta Romunija in Bolgarija, kjer je politična nestabilnost in velik proračunski deficit že stalnica, pa je letos večji (politični) udarec

prizadel Francijo, katere zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic so se povečale celo za okoli 40 bt oz. 0,4 odstotne točke. Trend povečevanja je dobil dodatni zagon po volitvah v evropski parlament junija letos, kjer sta v Franciji tako skrajna levica kot skrajna desnica prejeli nadpovprečno veliko poslancev v evropski parlament. Ob rekordnem proračunskem deficitu (pričakovano 6 % BPD za leto 2024), nadpovprečni zadolženosti (okoli 110 % BDP) ter veliki možnosti predčasnih volitev v letu 2025 vse kaže na to, da bo Francija še nazadovala po bonitetni oceni (proti enojnemu A), kar pomeni še višjo ceno zadolževanja oz. relativno višje zahtevane donosnosti francoskih državnih obveznic v letu 2025.

V času nadaljnjega rahljanja obrestnih mer imajo vlagatelji priložnost, da zaklenejo ugodne donosnosti za dalj časa ter participirajo ob realizaciji dobička pri ceni obveznice.

Slika 30: Gibanje pribitkov zahtevani donosnosti glede na zahtevano donosnost do dospelja 10-letne nemške državne obveznice



Vir: Bloomberg, 2024

Medtem ko se glavni gospodarstvi Evrope Nemčija in Francija soočata z vedno večjimi izzivi, na drugi strani pozitivno presenečajo že skoraj odpisane države PIGS.

Ob Franciji pa je vse več težav zaznati tudi v Nemčiji kot vodilnem evropskem gospodarstvu. Večja konkurenčnost kitajskih avtomobilskih proizvajalcev povzroča vse več napetosti tako v gospodarskem kot političnem okolju Nemčije. Kljub rahli rasti BDP (+0,1%) v tretjem četrtletju se država sooča s cikličnimi in strukturnimi izzivi. Razpoloženje ostaja negativno zaradi visokih stroškov energije in geopolitičnih napetosti. Tveganje ameriških carin bi lahko dodatno oslabilo zaupanje, kar bi povečalo potrebo po fiskalni podpori za spodbujanje rasti v največjem evropskem gospodarstvu. Čeprav bi nova vlada lahko prinesla stabilnejšo koalicijo in omogočila fiskalno prožnost, bistvenih sprememb ni pričakovati pred sredino leta 2025, saj bodo pogajanja verjetno dolgotrajna, fiskalne olajšave pa ni pričakovati pred letom 2026. Možen je tudi politični odpor do reforme nemške dolžniške zavore, ustavnega zakona, ki omejuje letni proračunski primanjkljaj na 0,35 % BDP. Zato je veliko verjetneje nadaljnje

povečevanje premije za tveganje 10-letnih ameriških državnih obveznic v primerjavi z nemškimi obveznicami zaradi gospodarskih izzivov Nemčije, močnega potenciala za nadaljnje zniževanje obrestnih mer s strani Evropske centralne banke in naraščajočih trgovinskih težav. Kljub vsemu pa bo verjetno bonitetna ocena Nemčije v prihajajočem letu ostala pri trojnem AAA, tudi po zaslugi nizkega javnega dolga (63 % GDP) in še vedno relativno konkurenčnega nemškega gospodarstva.

Glede na to, da se vodilni gospodarstvi Evrope (Nemčija in Francija) soočata z vedno večjimi izzivi, na drugi strani pozitivno presenečajo nekoč že odpisane države PIGS (Portugalska, Italija, Grčija, Španija), saj smo v Evropi priča zniževanju pribitkov zahtevanih donosnosti perifernih držav nad osrednjimi državami Evrope, kar se bo verjetno nadaljevalo tudi v letu 2025.

Modelska primerjava donosnosti do dospelja na enoto prevzetega tveganja

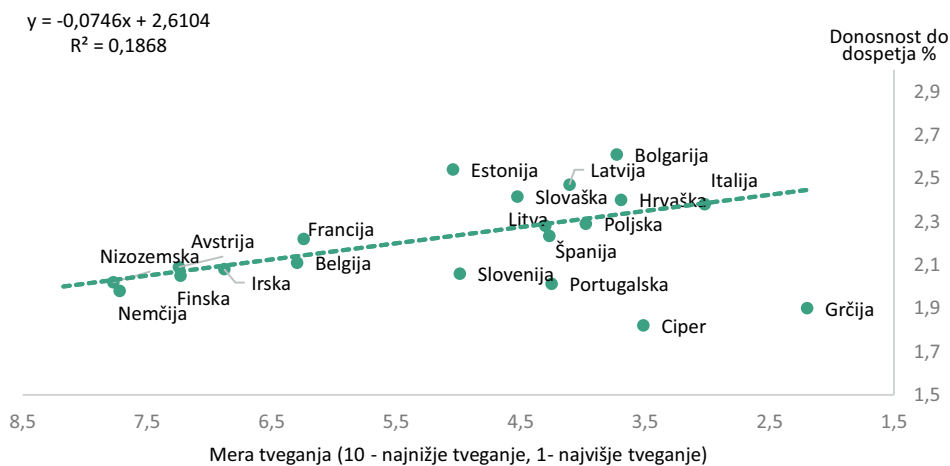
V ta namen nam je lahko v pomoč tudi modelska primerjava donosnosti do dospelja na enoto prevzetega tveganja različnih držav izdajateljic evrskih obveznic. V hišnem modelu primerjamo relativno privlačnost 2-letnih evrskih obveznic, ki predstavljajo približek za t. i. kratki del krivulje in 10-letnih evrskih obveznic, ki nam omogočajo primerjavo obveznic z nekoliko daljšo ročnostjo. Regresijska trendna črta, ki poteka čez graf, ločuje relativno ugodnejše obveznice od tistih manj ugodnih glede na njihovo tveganje. Slednje je izraženo preko bonitetnih ocen treh najpomembnejših bonitetnih agencij (S&P, Fitch in Moody's) ter konsenza napovedi analitikov glede nekaterih makroekonomskih kategorij, kot so pričakovana rast bruto domačega proizvoda, stopnje inflacije, ravni brezposelnosti ter višine proračunskega primanjkljaja, povzetih z analitskega portala Bloomberg. Temu dodamo še Bloombergovo oceno državnega tveganja, ki ocenjuje finančno, gospodarsko in politično okolje posamezne države.

Koeficient determinacije (R^2), ki nam pove, kako dobro se regresijski model prilega podatkom, je bolj izrazit (0,58) pri desetletnih obveznicah, kar pomeni, da lahko bolje pojasni odstopanja od regresijske premice. Obveznice držav izdajateljic, ki se tesno prilegajo omenjeni premici, bi torej lahko ocenili kot primerno vrednotene, odstopanje nad premico kot podcenjenost, pod premico pa kot precenjenost njihovih obveznic. Posledično bi lahko kot precenjene na strani držav z nizkim tveganjem izpostavili Nemčijo, kjer donosnost ostaja relativno nizka in torej nujno ne odraža vseh nevarnosti. Kot že omenjeno, precej nizke donosnosti prinašajo tudi obveznice evropske periferije, ki se nahajajo na robu med investicijskim in

špekulativnim razredom ter so še pred desetletjem v času evropske dolžniške krize veljale za zelo problematične. Slednje pa ne vključuje Italije, katere obveznica nudi še zmeraj nekoliko višjo donosnost, prav tako pa so pričakovanja glede gospodarske in politične stabilnosti bolj optimistična kot v preteklosti. Nadpovprečno donosnost tako pri krajših dvoletnih kot daljših desetletnih obveznicah sodeč po modelu prinašajo še obveznice vzhodnoevropskih gospodarstev, kot so Slovaške, Poljske, Bolgarije ter Baltskih držav, kar pa je v glavnem posledica premije na njihovo geografsko bližino Rusije, in tveganja, da bi se vojni konflikt, ki divja v Ukrajini, lahko razširil še nanje. Kljub vsemu je potrebno upoštevati, da so lahko podobni modeli sicer priročni za prikaz širše slike, vendar pa se je dobro zavedati njihove majhne napovedne moči, saj v glavnem temeljijo na statičnih podatkih sedanjega stanja, ki ne odraža nujno razvoja dogodkov v prihodnosti.

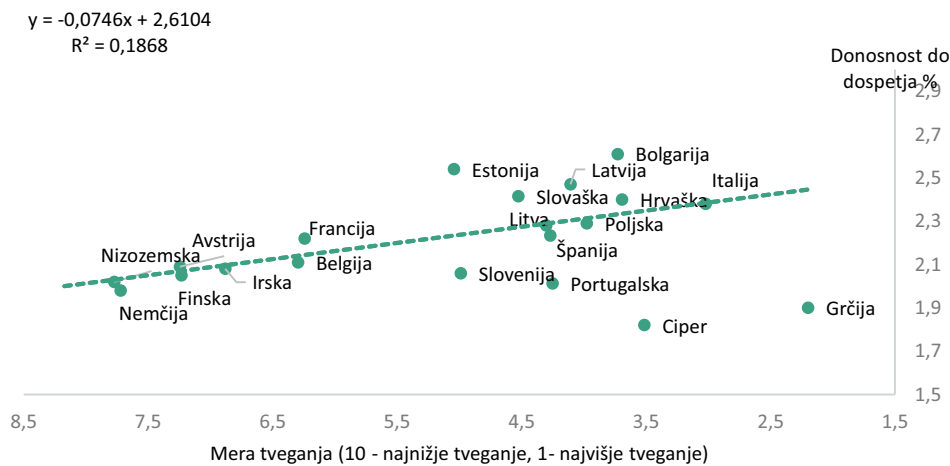
Sredozemske države z izjemo Italije, ki so bile v času evropske dolžniške krize najbolj problematične, danes nudijo nizke pribitke na netvegane obrestne mere.

Slika 31: Model 2-letnih evrskih državnih obveznic



Vir: Bloomberg, lastni izračun, 2024

Slika 32: Model 10-letnih evrskih državnih obveznic



Vir: Bloomberg, lastni izračun, 2024

Glede na vse zgoraj navedeno ocenjujemo, da nam trg evropskih državnih obveznic omogoča varne naložbe z realno pozitivnim donosom, med katerimi je še kar nekaj priložnosti za pozitivno presenečenje. Evropsko gospodarstvo ima še vedno zagon, tudi ob podpori zniževanja obrestnih mer s strani ECB, kar bo še dodatno pozitivno vplivalo na rast cen evropskih obveznic. Kot kaže, tak trend zniževanja obrestnih mer omogoča tudi inflacija v Evropi, ki verjetno

ostaja zmerna tudi v letu 2025. Se pa Evropa sooča z negotovostjo glede uvedbe ameriških carin, kar lahko vpliva na gospodarsko rast in blagovno menjavo. To pa lahko, tudi ob vse večji politični nestabilnosti posameznih držav, negativno vpliva na trg dolžniškega kapitala s poslabšanjem bonitete izdajateljev zaradi slabšega poslovanja in vse večjih proračunskih deficitov. Kljub vsemu ocenjujemo, da do večjih pretresov ne bo prišlo, zato ostajamo pozitivni tudi za leto 2025.

Podjetniške obveznice: Priložnost za zanesljive donosnosti v negotovih časih

Leto 2024 je kljub prisotnim globalnim negotovostim zaznamovalo spodbudno makroekonomsko okolje. Centralne banke so začele zniževati obrestne mere, kar je omogočilo umiritev inflacije na sprejemljive ravni. Največja svetovna gospodarstva so beležila rast BDP, pri čemer ZDA kot vodilno svetovno gospodarstvo potrjuje svojo stabilnost in vse bolj postaja očitno, da niso na poti v recesijo, saj njihova gospodarska rast ostaja stabilna in vzdržna. Podjetja izkazujejo robustne finančne temelje z uravnoteženimi bilancami stanja, naraščajočimi dobički, močnimi denarnimi pozicijami in nizko zadolženostjo glede na zgodovinska povprečja. Takšna stabilnost omogoča odpornost na makroekonomske izzive ter spodbuja nadaljnjo rast in investicije.

Podjetniške obveznice ostajajo zanimiv naložbeni razred, ki temelji na dveh ključnih komponentah: ne-tvegani obrestni meri

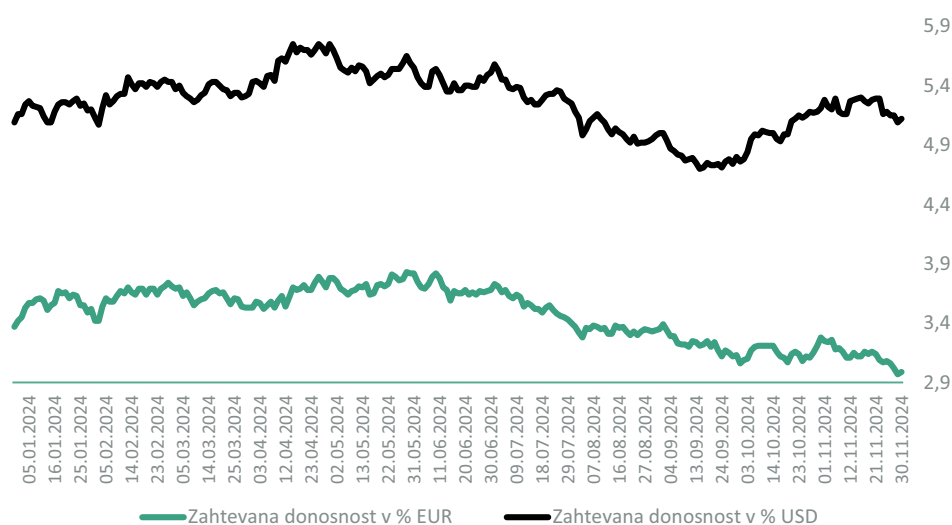
(risk-free rate) in pribitku za tveganje (asset spread). Od najbolj varnih državnih obveznic se njihova donosnost razlikuje po pribitku za tveganje, ki izkazuje, kako je določen izdajatelj izpostavljen tveganjem. V letošnjem letu se je pribitek za tveganje pri podjetniških obveznicah v EUR z investicijsko bonitetno oceno (IG) znižal za 24 bazičnih točk (bp) na 99 bp, kar je pod dolgoročnim povprečjem (118 bp). Zahtevana donosnost do dospelja je padla iz 3,4 % na 3 %, kar odraža znižanje tako netvegane obrestne mere kot tudi pribitka za tveganje. Pri podjetniških obveznicah v USD z investicijsko bonitetno oceno se je pribitek za tveganje znižal za 16 bp na 83 bp, kar je prav tako pod dolgoročnim povprečjem (131 bp) in izkazuje močne temelje ameriških podjetij ter malo prostora za dodatno znižanje. Zahtevana donosnost do dospelja znaša 5,12 %.



Mihaela Jarc Knaver

Podjetja izkazujejo robustne finančne izkaze z uravnoteženimi bilancami stanja, naraščajočimi dobički, močnimi denarnimi pozicijami in nizko zadolženostjo glede na zgodovinska povprečja.

Slika 33: Gibanje zahtevane donosnosti EUR in US podjetniških obveznic IG v letu 2024



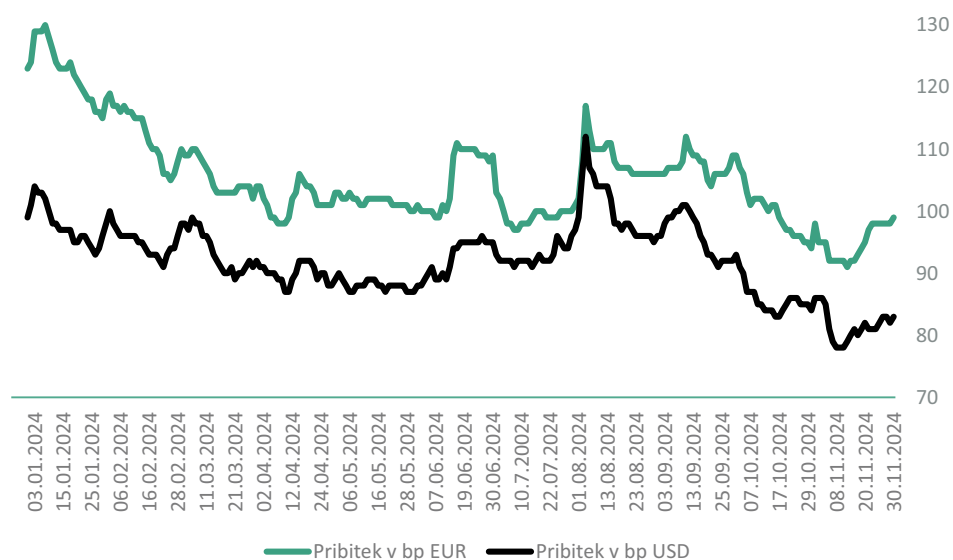
Vir: Bloomberg (ICE BofA Euro Senior Non-Financial Index in US Non-Financial Index), 2024

Špekulativne podjetniške obveznice (high yield) so v EUR zabeležile znižanje pribitka za tveganje za 65 bp na 331 bp, v USD pa za 66 bp na 281 bp. Oboje je pod dolgoročnimi

povprečji, kar kaže na večjo kvaliteto izdajateljev. Zahtevana donosnost evropskih obveznic s špekulativno bonitetno oceno znaša 5,88% in ameriških 7,44%.

Slika 34: Gibanje zahtevane donosnosti EUR in US podjetniških obveznic HY v letu 2024

Zdravi temelji gospodarstva in številni dejavniki rasti obetajo stabilno leto 2025.

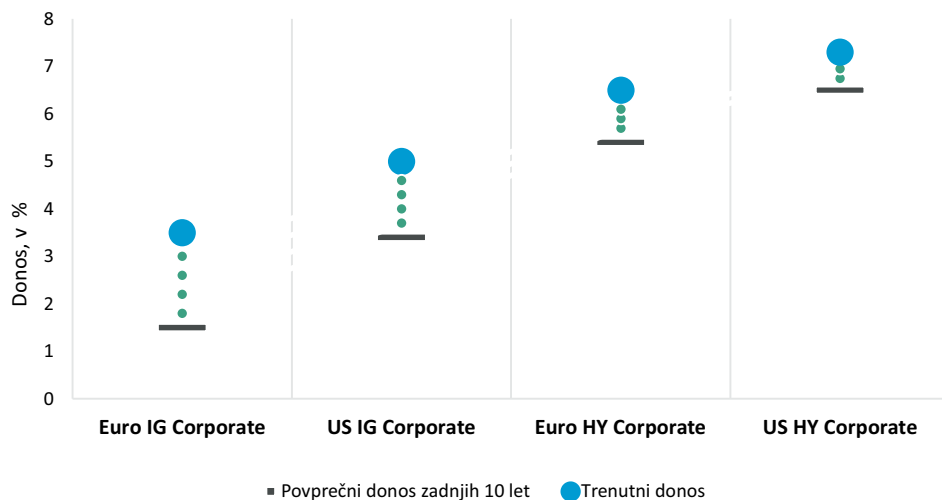


Vir: Bloomberg (ICE BofA Euro Non-Financial High Yield Index in US Non-Financial HY Index), 2024

Zdravi temelji gospodarstva in številni dejavniki rasti obetajo stabilno leto 2025. Države bodo povečale vlaganja v nacionalno varnost, nove tehnologije, podnebne ukrepe in razvoj družbe. Glavne centralne banke naj bi nadaljevale z zniževanjem obrestnih mer, kar bo povečalo razpoložljivi dohodek gospodinjstev, spodbudilo potrošnjo in okrepilo zaupanje potrošnikov. Posledica bodo povečana prodaja in boljši poslovni rezultati podjetij. Mnoga podjetja razpolagajo z visokimi zalogami likvidnih sredstev, ki jih bodo namenila za investicije, medtem ko bodo

druga izkoristila ugodne pogoje zadolževanja za nadaljnjo rast, kar bo v prihodnje prispevalo k povečanju dobičkov. Vse to ugodno vpliva na pribitke za tveganje, čeprav ostajajo prisotne številne negotovosti, ki so jim podjetja izpostavljena. Omeniti velja geopolitična tveganja in razplet ameriških volitev, od katerih lahko na eni strani pričakujemo nižje davčne stopnje in deregulacijo za ameriška podjetja, po drugi strani pa zaostritev mednarodnih trgovinskih povezav in povečano verjetnost višjih tarifnih stopenj.

Slika 35: Trenutna donosnost podjetniških (corporate) obveznic glede na dolgoročno povprečje



Podjetniške obveznice so zaradi zdravih temeljev in višjih nivojev obrestnih mer zanimiva naložba za diverzifikacijo portfelja, čeprav ostajajo podjetja izpostavljena številnim tveganjem.

Vir: Bloomberg, 2024

Podjetniške obveznice so zaradi negativne korelacije z delnicami in višjih nivojev obrestnih mer znova postale zanimive za vlagatelje. Povprečne donosnosti do dospelja so trenutno precej nad 10-letnim povprečjem,

zato so privlačna naložba predvsem za tiste, ki iščejo stabilne prihodke in diverzifikacijo portfelja. Priporočljiv je premišljen in selektivni pristop pri izbiri izdajateljev, zlasti če imajo nižjo bonitetno oceno.



Vito Protner

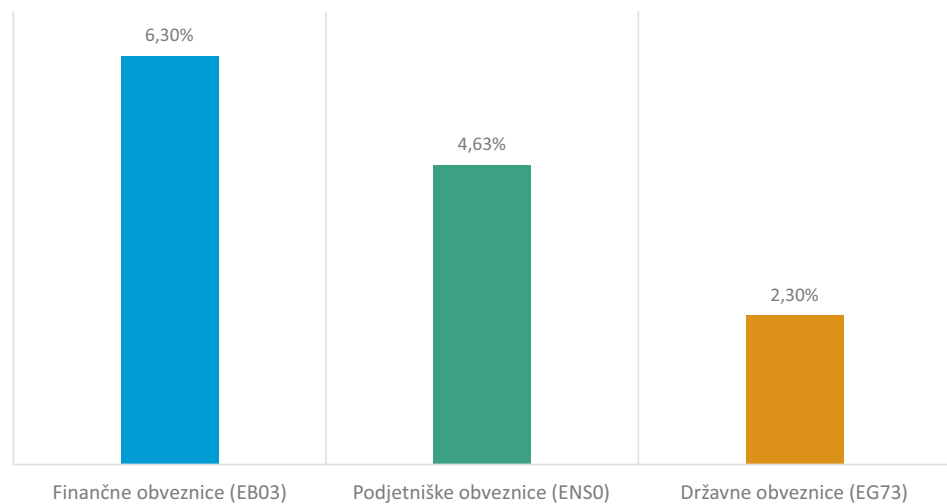
Finančne obveznice: Stabilna donosnost in pozitivni obeti

Leto 2024 je bilo za evropski bančni sektor prelomno, saj so trgi doživeli preobrate, ki so jih zaznamovali regulativni ukrepi, geopolitične napetosti in spremembe monetarne politike.

Donos obveznic finančnih institucij z upoštevanimi natečenimi obrestmi in gibanji tržnih

cen se je v letošnjem letu povečal za 6,3 %, sledile so podjetniške obveznice s 4,6 %, medtem ko se je evropskim državnim obveznicam z bonitetno oceno med AAA in A, ki jih običajno štejemo za najmanj tvegane naložbe, skupaj z izplačanimi kuponi cena povečala za le 2,3 %.

Slika 36: Primerjava rasti cen finančnih, podjetniških in državnih obveznic do 30. 11.2024



Finančnim obveznicam so se prav tako precej znižale premije za tveganje.

Vir: Bloomberg, EB03 (ICE BofA 5-7 Year Euro Financial Index), ENSO (ICE BofA Euro Senior Non-Financial Index), EG73 (ICE BofA 5-7 Year AAA-A Euro Government Index)

Dobro poslovanje bank v letu 2024

Finančnim obveznicam so se prav tako precej znižale premije za tveganje oz. pribitki nad državnimi obveznicami (40 b.t.)⁴, kar se kaže kot posledica večjega zaupanja trga do tega sektorja, na katerega pa je imelo vpliv več dejavnikov:

- izboljšanje kreditnih fundamentov (stabilnejše bilance bank, višanje

kapitalskih ustreznikov – Tier1, zviševanje likvidnosti),

- višje neto obrestne marže ter večja dobičkonosnost,
- manj izdaj v zadnjih letih v primerjavi z ostalimi razredi ter povečano povpraševanje je dvigovalo cene in zniževalo spreade,
- izboljšani obeti evropskih finančnih

institucij (manjša izpostavljenost do komercialnih nepremičnin v primerjavi z ostalimi regijami – ZDA),

- povpraševanje po višjih donosih v primerjavi z državnimi obveznicami,

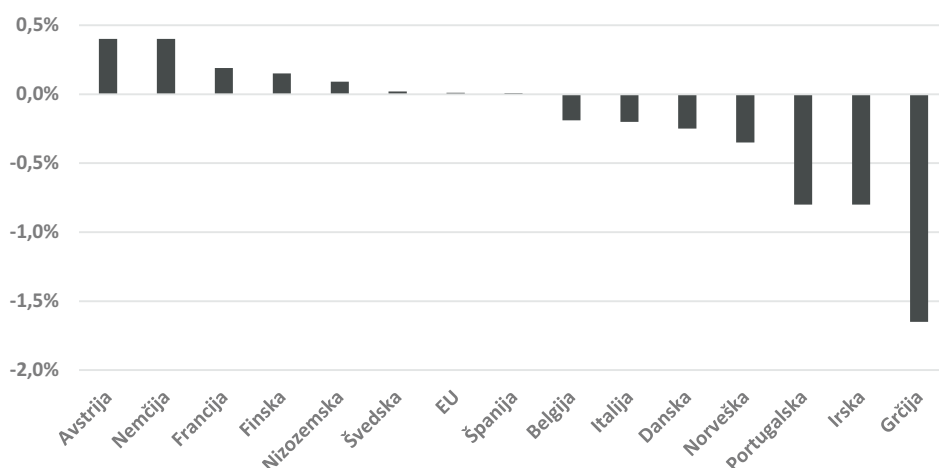
- zmanjšana zaznava tveganja zaradi strogega regulativnega nadzora (redni stres testi, višje kapitalske zahteve, manjše tveganje neporavnani).

Obvladljivost slabih posojil

Evropska centralna banka (ECB) prehaja na znižanje obrestnih mer, pri čemer se do konca leta 2025 pričakuje zmanjšanje za 150 bazičnih točk⁵. Nižje obrestne mere bodo verjetno

negativno vplivale na neto obrestne marže (NIM), vendar se bosta povečala obseg in kakovost posojil.

Slika 37: Sprememba deleža slabih posojil od 2Q22 do 2Q24



Kakovost posojil znotraj EU bančnega sistema ostaja stabilna.

Vir: ING, Bank outlook 2025

Kakovost posojil znotraj EU bančnega sistema ostaja stabilna, čeprav se je delež slabih posojil (NPL) nekoliko povečal, zlasti v Avstriji in Nemčiji. Porast je opaznejša zaradi nižjega vrednotenja nepremičnin (najbolj komercialnih – pisarne), izrazite izpostavljenosti proizvodnemu sektorju, občutljivosti na višje stroške energije in upada obsega del v gradbenem sektorju v primerjavi z ostalimi regijami. Južnoevropske države sicer še vedno nosijo

breme zgodovinskih slabih posojil, vendar jih uspešno znižujejo, tako da so sedaj slaba posojila na ravni celotne EU obvladljiva, kar pa v splošnem kaže na relativno odpornost finančnega sektorja, ki je posledica doslednega in učinkovitega upravljanja s tveganji, proaktivnega oblikovanja dodatnih rezervacij, močne kapitalizacije in stroge regulative.

⁵ Bloomberg: World Interest Rate Probability

Tveganja za bančni sektor v letu 2025

Glavna tveganja v finančnem sektorju v prihodnje ostajajo:

- Možnost globalnega gospodarskega upočasnjevanja, ki bi ga prvi občutili posojiljemalci, kar bi preko povečanega obsega slabih posojil lahko vplivalo na kakovost bančnih sredstev.
- Zaradi nadaljnjega zniževanja vrednosti komercialnih nepremičnin (pisarne) bi lahko bankam, katerih izpostavljenost je večja, padla kakovost sredstev. V Evropi je izpostavljenost bank do komercialnih nepremičnin nizka v primerjavi z amerškimi in predstavlja približno 10 % vseh bančnih posojil.

- Visoka finančna zadolženost podjetij in vladnega sektorja – to bi lahko poslabšalo plačilno sposobnost podjetij in vplivalo na manjšo državno podporo realnemu gospodarstvu in bankam.
- Digitalizacija, umetna inteligenca, podnebne spremembe in kibernetški napadi so tveganja, ki bodo za nekatere banke predstavljala izzive za njihove poslovne modele in upravljanje s tveganji, medtem ko bodo drugim ponudila priložnosti za povečanje tržnega deleža.

Nižji obseg izdaje bančnih obveznic

Letos prvič po 10 letih ponudba evrskih ESG bančnih obveznic ne bo presegla lanskega obsega, ko je ta znašala cca. 80 milijard evrov. Ob zmanjšani rasti in upočasnjeni ponudbi posojil bo tako letošnja izdaja ESG obveznic končala blizu 75 milijard evrov. Ta trend bi se naj nadaljeval tudi v letu 2025, ko pa bi ponudba znašala le še 70 milijard evrov. To zmanjšanje je povezano s splošnim upadom izdajanja obveznic ter z omejitvami pri izpolnjevanju trajnostnih meril, določenih v okviru EU taksonomije.

V letu 2025 bo evropski finančni sektor soočen z izzivom prilagajanja nižjim obrestnim meram, ki bodo pritiskale na neto obrestne marže, hkrati pa izboljševale kakovost posojil. Banke z raznolikimi viri prihodkov in osredotočenjem na provizijske prihodke bodo bolj pozicionirane za obvladovanje teh sprememb, hkrati pa bodo lahko bolj izkoristile možne prevzeme in združitve z ostalimi bankami. Po poročilu bonitetne agencije S&P ima trenutno približno 80 % bančnih skupin po svetu stabilne obete, pričakuje pa se, da se bo ta trend nadaljeval tudi v letu 2025. Od tega ima Evropa najnižji

delež negativnih obetov ter najvišji delež pozitivnih obetov izdajateljev.

V segmentu bančnih obveznic smo tako mnenja, da bo zaradi manjšega obsega izdaj v prihodnje povpraševanje po evropskih bančnih obveznicah ostalo enako visoko kot v preteklih letih, kar bo vplivalo na nadaljnje zniževanje kreditnih pribitkov in rast njihovih cen, vendar bodo vlagatelji zaradi morebitnega počasnejšega okrevanja gospodarstva previdnejši pri izbiri bančnih izdajateljev glede na različne razrede poplačil. Menimo, da je možnost zniževanja pribitkov pri senior preferred največja, saj bo povpraševanje po tej vrsti dolga višje ali najmanj enako kot letos, vendar bo po napovedih manjši napovedan obseg izdaj ter več predčasnih odkupov v 2025 pozitivno vplivalo na rast cen.

Medtem menimo, da se bodo zaradi manjše potrebe po izdajah višjega tveganja pribitki pri podrejenih obveznicah v 2025 zviševali. Iz tega izhaja, da bi lahko imele te obveznice omejen potencial za rast cen.

V letu 2025 bo evropski finančni sektor soočen z izzivom prilagajanja nižjim obrestnim meram, ki bodo pritiskale na neto obrestne marže, hkrati pa izboljševale kakovost posojil.

Priporočila

Naložbeni razred	UW*	N**	OW***	Komentar
AA				
Delnice			●	Ostajamo naklonjeni delnicam. Stabilna gospodarska rast, nadaljnje umirjanje inflacije in nadaljevanje nižanj obrestnih mer so pozitivne za delnice. Kar omejuje navdušenje, so visoka vrednotenja in možnost trgovinske vojne. Obveznice so najbolj privlačne v zadnjih letih, vendar menimo, da delnice nudijo več potenciala v letu 2025.
Obveznice	●			
Delnice – regije				
ZDA			●	Trumpova politika in prebuditve živalskega nagona bosta podaljšala ameriško izjemnost. Glavna ovira so vrednotenja, ki pa na kratek rok ne igrajo vloge. Evropskim delnicam kljub občutno nižjim vrednotenjem manjka katalizator za prevrednotenje navzgor. Priložnost se bo ponudila za evropske in kitajske delnice v določenem trenutku, kjer bi predvsem v primeru kitajskih delnic bile spodbude v stilu »karkoli je potrebno«. Vprašanje je samo, kdaj bomo tega deležni.
Evropa	●			
Kitajska			●	
EM – ex Kitajska		●		
Delnice – sektorji & stili				
Cikliki			●	Med sektorji imamo rahlo večjo naklonjenost izbranim cikličnim sektorjem, čeprav je ta zgodba že delno vračunana. Med zanimivejšimi so finance, vojaška industrija ter določeni segmenti, vezani na potrošnika (luksuz, turizem). Nižje obrestne mere v Evropi in izpostavljenost ameriškega gospodarstvu bi lahko koristile določenim defenzivnim segmentom (zdravstvo, osnovne potrošne dobrine, telekom).
Defenzivni	●			
Value		●		Pričakujemo, da se bo pozitiven trend pri delnicah razširil na vse segmente, ne samo na »growth« podjetja. Določeni segmenti »value« so rekordno nizko vrednoteni. Kombinacija višje gospodarske rasti in nižjih obrestnih mer je pozitivna za njih.
Growth		●		
Veličastnih 7		●		Menimo, da je težko biti negativno nastrojen proti največjim tehnološkim podjetjem, ne pričakujemo pa takšnih presežnih donosov kot v preteklih dveh letih. Pričakovanja glede nadaljnje rasti dobičkov so pri največjih podjetjih blizu temu, kar pričakujemo pri ostalih podjetjih. Pričakujemo, da se bo pozitiven trend razširil na preostala podjetja, kar smo že videli v H2 2024.
S&P 493			●	
Obveznice				
Državne			●	Povprečne zahtevane donosnosti do dospelja za obveznice so trenutno nad dolgoročnim povprečjem, zato so privlačna naložba predvsem za tiste investitorje, ki iščejo stabilne prihodke in diverzifikacijo portfelja. Podjetniške obveznice v IG segmentu so podprte z močnimi fundamenti in pozitivnimi obeti, v HY segmentu pa se je precej izboljšala kvaliteta izdajateljev. Izboljšani kreditni fundamenti bank, strožja regulativa in višje kapitalske zahteve prav tako izboljšujejo finančne obete bank na srednji rok. Pribitki za tveganje so v večini pod dolgoročnimi povprečji na obeh straneh Atlantika ter tudi v IG in HY segmentu. Priporočljiv je selektivni pristop pri izbiri izdajateljev, zlasti če imajo nižjo bonitetno oceno.
Podjetniške – IG		●		
Finančne		●		
HY		●		
Duration			●	Glede na nedavno končanje inverzne krivulje donosnosti pri državnih obveznicah pričakujemo nadaljevanje normalizacije v smeri bikovskega strmenja krivulje (»bull-steepening«). Pri tem sicer računamo na večje padce na krajšem delu krivulje, a tudi donosnosti do dospelja daljših obveznic ostajajo na atraktivnih ravneh. V kontekstu trajanja benchmarka, ki znaša 6,5 let, predlagamo blago povečano izpostavljenost daljšemu trajanju.

Pogled v primerjavi z indeksom: *UW – Underweight (manjša utež); **N – Neutral (nevtralna) ***OW – Overweight (večja utež)



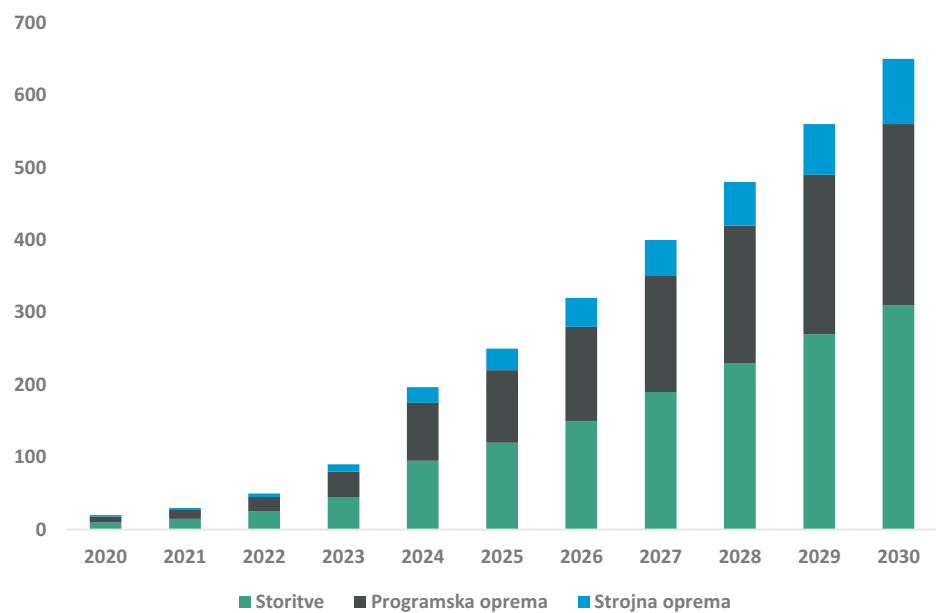
Aleš Grbić

Umetna inteligenca – kje smo dve leti po ChatGPT

Tudi v letu 2024 je bila umetna inteligenca ena izmed glavnih investicijskih tem in nič ne kaže, da ne bo tudi v letu 2025. Indikator je tudi uporaba ChatGPT. Zaradi zanimivega in interaktivnega načina pri dostopu do informacij, podpore in zabave je postal visoko priljubljen. Ima sposobnost razumevanja in ustvarjanja besedil, podobnih človeškimi. Pogovor naredi naraven in intuitiven. Poleg tega podjetja vključujejo ChatGPT v storitve za

stranke in druge aplikacije, kar povečuje njegovo vidnost in uporabnost. Te kombinacije so spodbudile navdušenje, zaradi česar je ChatGPT postal izstopajoče orodje v svetu umetne inteligence. Rast njegove uporabe kaže na vse večje zaupanje in odvisnost od tehnologije umetne inteligence v naših vsakodnevnih interakcijah. Po oceni Grand View Researcha bo trg umetne inteligence do leta 2030 rasel slabih 37% letno.

Slika 38: Svetovni trg umetne inteligence po segmentih v mrd USD



Vir: Grand View Research, 2024

Rast naložb, povezanih z umetno inteligenco, ostaja visoka.

Investicije v umetno inteligenco ostajajo visoke

Rast naložb, povezanih z umetno inteligenco, ostaja visoka. To velja predvsem za podjetja na področju polprevodnikov. Veliki modeli umetne inteligence se nahajajo večinoma v dveh velesilah na tem področju – Združenih državah Amerike in Kitajski. Glavni razlog za koncentracijo razvoja UI v zgolj dveh

gospodarskih velesilah je nenehno naraščajoč strošek usposabljanja teh sistemov. Medtem ko so bili skupni stroški za strojno opremo in porabo energije leta 2016 ocenjeni na nekaj tisoč dolarjev, so modeli na meji zmogljivosti leta 2023 zlahka dosegli milijonske zneske, in to zgolj za začetne cikle usposabljanja. To

dejstvo omejuje število prispevkov k raziskavam, saj se modeli nahajajo na meji zmogljivosti.

Po napovedih se bodo investicije v umetno inteligenco še pospešile v naslednjih nekaj letih. K rasti prispevajo številne aplikacije umetne inteligence. Gre za različne sektorje/industrije – finance, zdravstvo in trgovine ter tehnologije, kot so strojno učenje, obdelava naravnega jezika in generativna umetna inteligenca.

Segment generativne umetne inteligence, ki vključuje orodja, kot je ChatGPT, dosegla izjemno visoko rast. Po pričakovanjih bodo investicije v to področje imele povprečno letno stopnjo rasti okoli 59 %, do leta 2028 pa naj bi dosegle 202 milijardi USD. To pomeni skoraj 1/3 vseh investicij v umetno inteligenco. Poleg tega področja ostajajo programska oprema in storitve informacijske tehnologije ključni segmenti z največjimi izdatki. Programska oprema obsega več kot polovico trga.

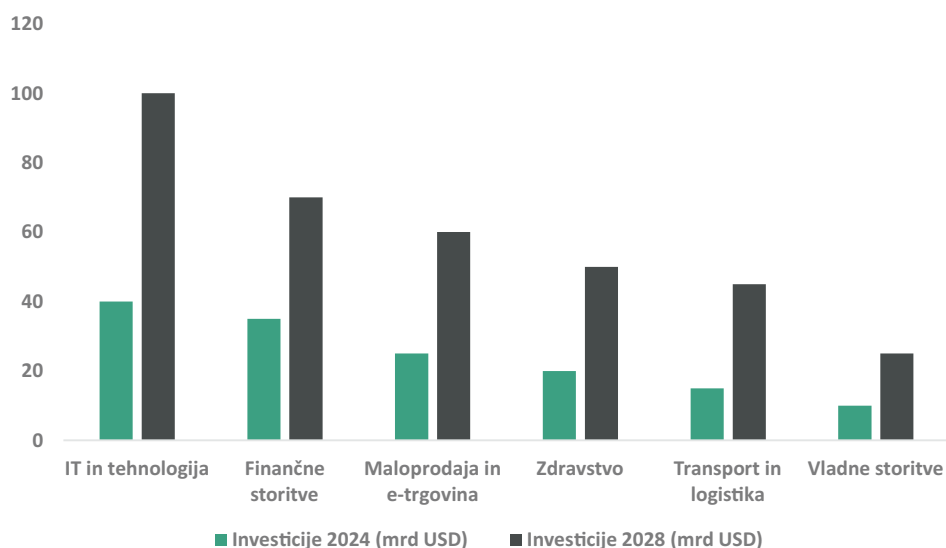
Finančni sektor bo med največjimi investitorji v umetno inteligenco. Predstavljal bo več kot 20 % vseh investicij. Prednostne aplikacije vključujejo analizo prevar, avtomatizacijo

procesov in poosebljene finančne storitve. Informacijska tehnologija bo vodilna pri investicijah med vsemi sektorji. Največ bo investirala v razvoj platform in aplikacij umetne inteligence. Le te bodo vključevale obdelavo naravnega jezika, strojno učenje in generativno umetno inteligenco. Še vedno bodo vodilni pri inovacijah.

Zdravstvo bo tudi imelo pomemben delež pri investicijah v umetno inteligenco. Gre predvsem za uporabo pri diagnostiki, analizi slik, poosebljeni medicini in avtomatizaciji administrativnih procesov. Trgovina in digitalna prodaja uporabljata umetno inteligenco za optimizacijo zalog, poosebljene izkušnje kupcev in izboljšane iskalnike. Ta sektor bi naj prispeval okoli 15 % vseh investicij v umetno inteligenco. Na segmentu transporta in logistike bodo ključni dejavniki rasti investicij v umetno inteligenco avtonomna vozila, optimizacija poti in izboljšanje dobavnih verig. Veliko bodo v umetno inteligenco vložile tudi vlade in javni sektor. Gre predvsem za umetno inteligenco za izboljšanje storitev, varnosti in administracije. Med drugim zajema analizo podatkov za izboljšanje odločanja in avtomatizacijo procesov.

Po napovedih se bodo investicije v umetno inteligenco še pospešile v naslednjih nekaj letih

Slika 39: Pričakovane investicije v umetno inteligenco po ključnih sektorjih



Vir: IDC (2024)

Še vedno na začetku pri uporabi UI

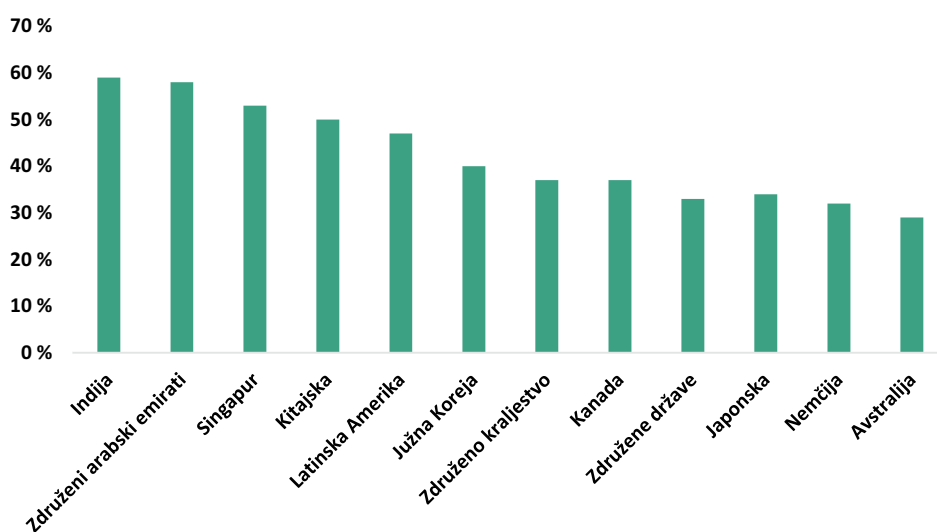
Kljub izjemni rasti uporabe umetne inteligence v zadnjih letih je ta še vedno v zgodnji fazi razvoja, kar zadeva njeno sposobnost nadomestitve dela in spodbujanja povečanja produktivnosti. Izzivi, s katerimi se sooča širša implementacija umetne inteligence v različnih industrijah, segajo od velike porabe energije do podrobnosti glede njenega izvajanja v okviru zahtev za usposobljenost pri zaposlitvah, ki vključujejo vprašanja zaupanja. Kljub temu da se tehnologija pogosto obravnava kot globalni inovator, se raziskave in implementacija lahko močno razlikujejo od regije do regije.

Naložbe podjetij so bile doslej razmeroma skromne, saj znašajo le 2,5 % prihodkov na letni ravni. Nasprotno pa je bilo ob koncu dot-com razcveta na prelomu tisočletja tovrstno vlaganje na petletni ravni 10 %. Z drugimi besedami, obstaja še veliko prostora, da podjetja v različnih sektorjih povečajo svoja vlaganja v umetno inteligenco, saj postajajo primeri uporabe vse bolj očitni – in prepričljivi.

Do leta 2024 je približno 40 % podjetij po svetu pričelo uporabljati umetno inteligenco v različnih oblikah. Dodatnih 40 % raziskuje njen potencial za prihodnjo uporabo. Vedeti moramo, da gre dejansko za lažja opravila oz. naloge.

Do leta 2024 je približno 40 % podjetij po svetu pričelo uporabljati umetno inteligenco v različnih oblikah.

Slika 40: Stopnja uporabe umetne inteligence po državah

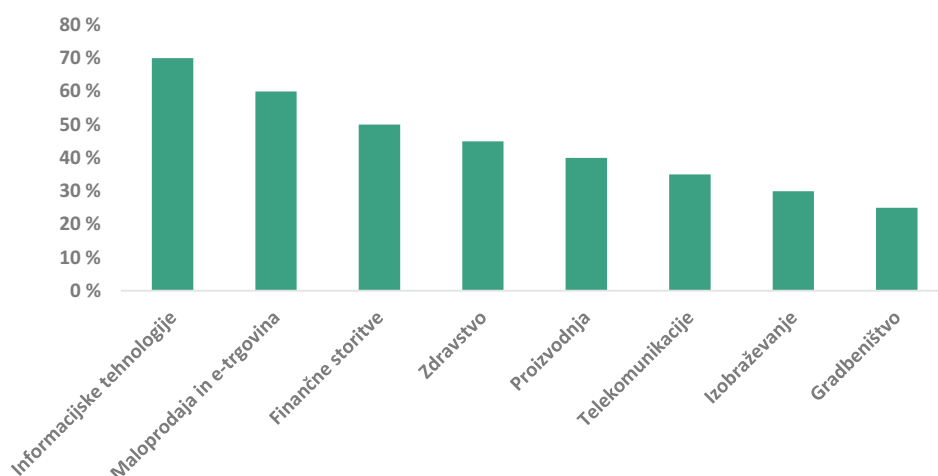


Vir: Statista in Exploding Topics, 2024

Najpogosteje se uporablja v službah za pomoč strankam – kar 59 % jo uporablja za to nalogo. Druga pomembna področja uporabe vključujeta kibernetško varnost z 51 %, digitalne asistente z 47 % in upravljanje zalog s

40 %. Velika podjetja, predvsem tista z več kot 1.000 zaposlenimi, jo pogosteje vključujejo kot manjša podjetja, saj jim občutno izboljša poslovno učinkovitost.

Slika 41: Uporaba umetne inteligence v svetu po panogah



Vir: Statista, McKinsley 2024

Ključne aplikacije umetne inteligence po sektorjih

Uporaba umetne inteligence se precej razlikuje med sektorji/industrijami, mnogi pa se osredotočajo na avtomatizacijo, podporo uporabnikom in napovedno analitiko. Najpogostejša uporaba aplikacij umetne inteligence je na segmentu pomoči uporabnikom, kjer kar 73 % podjetij uporablja klepetalnice za hitro pomoč strankam, ki so podprte s strani umetne inteligence. Za poosebljenje jo uporablja 55% podjetij v smislu prilagoditve storitev in oglasov osebam. V zdravstvu jo uporabljajo za napovedno diagnostiko, avtomatizacijo administrativnih

nalog in priporočila za zdravljenje. Sledijo finančne storitve, kjer jim pomaga odkrivati goljufije, prav tako pri napovedih za potrebe analitike in avtomatizaciji pomoči uporabnikom.

Prihodnji potencial umetne inteligence temelji na razširjenih aplikacijah, kot so izboljšana analiza prevar, avtonomni sistemi in poosebljene uporabniške izkušnje. Le te postajajo ključnega pomena na področjih, kot so finančne storitve, transport in trgovina.

Vpliv UI na trg delovne sile

Vpliv umetne inteligence (UI) na trg dela se je nekoliko povečal, saj se je delež prostih delovnih mest, povezanih z UI, povečal v primerjavi s celotnim številom prostih delovnih mest, medtem ko je stopnja brezposelnosti pri delovnih mestih,

izpostavljenih UI, nekoliko preseгла stopnjo brezposelnosti za manj izpostavljene poklice. Število omemb UI v napovedih odpuščanj podjetij se je avgusta povečalo, vendar na splošno ostaja omejeno.

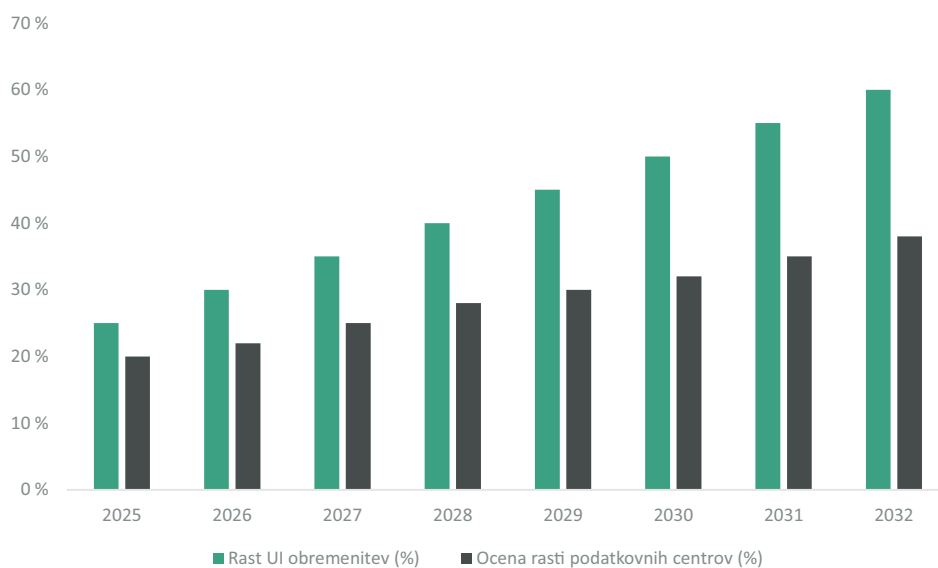
Polprevodniki oz. podatkovni centri ostajajo vroča zgodba

Še naprej je opazen zgodovinski porast povpraševanja po pospeševalnikih umetne inteligence. Njihovi nosilci so grafični procesorji za podatkovne centre, kjer še vedno ni zaznati znakov upočasnitve. Podjetja iz tega segmenta še naprej vsako četrletje presegajo svoje optimistične napovedi. Po dolgem času so bile njihove napovedi poslovanja znotraj razpona, ki ga je pričakoval trg, in niso pozitivno presenetile. Vedno bolj se pojavljajo skrbi glede rasti prihodkov, na drugi strani pa glavni kupci ne upočasnjujejo svojih naročil glede podatkovnih centrov.

Leta 2023 bil trg podatkovnih centrov vreden okoli 13,5 mrd USD, v naslednjih osmih letih bi

naj povprečna letna stopnja rasti prihodkov znašala okoli 15 %. Povečan obseg rasti je predvsem posledica potrebe po čipih, ki lahko obvladujejo ogromne količine podatkov, ki jih obdelujejo sodobni podatkovni centri. Hiperskale podatkovni centri, zasnovani za obvladovanje izjemnih količin podatkov, hitro rastejo, povpraševanje po specializiranih čipih, kot so grafični procesorji (GPU) in pospeševalniki umetne inteligence, pa narašča. Ti čipi omogočajo obdelavo v paraleli, ki je potrebna za naloge, kot sta usposabljanje modelov umetne inteligence in obdelava podatkov v realnem času.

Slika 42: Rast obremenitve umetne inteligence in podatkovnih centrov



Vir: Statista, 2024

Obseg presenečenj glede porabe za umetno inteligenco se zmanjšuje, kar nakazuje bolj zmeren trend donosnosti za delnice. A tu ne smemo pozabiti, da določena podjetja zaradi

specifičnih razlogov niso mogla zadovoljiti vsega povpraševanja. V začetku leta 2025 se bo ponudba približala povpraševanju.

Energetska infrastruktura bo s težavo sledila potrebam u metne inteligence

Podatkovni centri danes predstavljajo 2–4 % porabe energije v velikih gospodarstvih, a ta delež naj bi se do leta 2030 podvojil in dosegel 8 % povpraševanja po električni energiji v ZDA. To bo poganjalo rast umetne inteligence. Trenutna geografska koncentracija teh podatkovnih centrov povzroča največje težave z zmogljivostmi, saj podatkovni centri

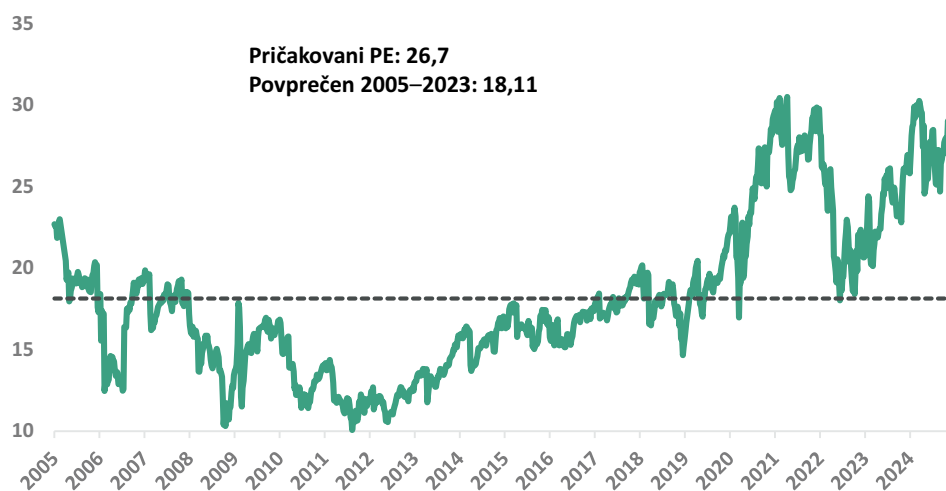
že zdaj porabijo več kot 10 % električne energije v najmanj petih zveznih državah ZDA in več kot 20 % celotne porabe elektrike na Irskem. Gradnja jedrskih reaktorjev traja približno osem let za najnovejše dokončane reaktorje, ob tem je bilo v zadnjih treh letih po svetu na omrežje priključenih le dvanajst reaktorjev, kar kaže na resno tveganje.

Vrednotenja lahko postanejo izziv za tehnološka podjetja

Precej vlagateljev se po tako visoki rasti v zadnjih dveh letih sprašuje, kakšna je prihodnost naložb iz sektorja informacijske tehnologije. Marsikdo jih primerja s

tehnološkim balonom iz konca prejšnjega stoletja. Zanimivo je pogledati, kje se trenutno nahajajo vodilna tehnološka podjetja glede na prejomenjeno obdobje.

Slika 43: Vrednotenje sektorja informacijske tehnologije glede na pričakovan dobiček v letu 2025



Vir: Bloomberg, 2024

Podatkovni centri danes predstavljajo 2–4 % porabe energije v velikih gospodarstvih, a ta delež naj bi se do leta 2030 podvojil.

Čeprav so te delnice v primerjavi z zgodovino videti nekoliko drage (a niti blizu ekstremom iz leta 2000), obstaja možnost, da bo povpraševanje po umetni inteligenci prisililo največja tehnološka podjetja, da bodo porabila še več za investicije, povezane z umetno inteligenco, kot trenutno pričakujejo vlagatelji

in analitiki. Ta dinamika se je odvijala v letu 2023 in prvih devetih mesecih leta 2024. Nenazadnje bodo precej pridobila tudi podjetja iz področja programske opreme, katera ponujajo storitve oz. aplikacije z vključeno programsko opremo.

Preglednica 5: Vrednotenje vodilnih tehnoloških podjetij v ZDA danes v primerjavi s tehnološkim balonom konec prejšnjega stoletja

ZDA				
	Velikost			
	Benchmark (%)	Tržna kapitalizacija (v milijardah \$)	Vrednotenje (24 m E P/E)	Vrednotenje (24 m E EV/prodaja)
Sedem ključnih podjetij				
Apple	7,0 %	3.668	29,8	8,1
NVIDIA	6,7 %	3.435	32,0	17,4
Microsoft	6,3 %	3.206	28,4	10,1
Alphabet	3,6 %	2.107	18,9	5,9
Amazon	3,5 %	2.244	29,9	3,3
Meta Platforms	2,7 %	1.550	23,5	8,2
Broadcom	1,7 %	785	27,1	13,9
Skupaj	31,6 %	16.996	27,1	9,5
Tehnološki balon				
Microsoft	4,5 %	581	53,2	19,2
Cisco Systems	4,2 %	543	101,7	17,5
Intel	3,6 %	465	42,1	11,5
Oracle	1,9 %	245	84,6	19,0
IBM	1,7 %	218	23,5	2,3
Lucent	1,6 %	206	37,9	4,1
Nortel Networks	1,5 %	199	86,4	6,4
Skupaj	19,0 %	2.457	61,3	11,4

Vir: Bloomberg, 2024

Pri trenutnih vrednotenjih še ne moremo govoriti o ekstremu iz dot.com.

Pri trenutnih vrednotenjih še ne moremo govoriti o ekstremu iz dot.com. Gledano skozi pričakovan dobiček na delnico in prodajo na delnico, prilagojeno za dolg podjetja, je približno na polovični ravni kot v balonu v prejšnjem stoletju. Ključna razlika med zdajšnjim stanjem in tehnološkim balonom je v tem, da imajo trenutna vodilna podjetja na področju umetne inteligence že izredno donosno poslovanje, ki ustvarja velik prosti denarni tok. Sedanja vodilna podjetja so sposobna veliko investirati v razvoj. V ZDA imajo največja IT podjetja skoraj 3,5 % denarja

gleda na svojo tržno kapitalizacijo, v obdobju tehnološkega balona so imela le 2 % denarja. Razmerje med dolgom in kapitalom je približno enako. Sedaj donos na lastniški kapital (ROE) znaša kar preko 60 % (lani 44 %) v primerjavi z 28 % v času tehnološkega balona. Podobna slika je pri neto profitni marži, ki zdaj znaša 31 % (lani 25 %) in je občutno nad 16 % izpred 25 let. V jadralskem žargonu se lahko izrazimo, da so imela vodilna tehnološka podjetja glede poslovanja v opazovanem obdobju izjemno ugoden veter, ki bo, kot kaže, še naprej pihal v pravo smer.

Demografija je naša usoda

Kako bo staranje prebivalstva spremenilo svet in vplivalo na donose finančnih naložb

Zanimivo bi bilo spremljati odgovore ljudi na vprašanje, kaj je tisto, kar lahko najbolj spremeni svet okoli nas do konca stoletja? Kaj je tisto, kar lahko najbolj vpliva na napredek človeštva, ali pa v skrajnem primeru postavi na kocko njegovo preživetje? Na tem mestu bi omenil tri kompleksne tehnološke, družbene in naravne izzive, ki bodo v naslednjih letih vedno bolj zaznamovali naše vsakdanje življenje. Prvi pozitivni je AI tehnološki val, ki počasi pomika meje človeškega napredka v smeri splošne umetne inteligence, kar se je še pred nekaj časa zdelo kot utopične sanje iz hollywoodskih filmov. Po drugi strani se človeštvo sooča z dvema potencialno usodnima problema, negativno demografsko sliko in verjetno najtežje rešljivim orehom – segrevanjem planeta in podnebnimi spremembami.

Tako demografske spremembe s staranjem prebivalstva kot podnebne spremembe s segrevanjem planeta imajo veliko skupnih točk, med katerimi je prav gotovo ta, da gre za skrajno kompleksne in dolgotrajne procese, ki se pred našimi očmi odvijajo že več desetletji. Verjetno so redki posamezniki, ki ne bi imeli svojega mnenja o demografskih in podnebnih spremembah, vendar pa imamo vsi skupaj preveč opravka z vsakdanjimi banalnimi opravili, da bi se zavedali, kako tektonske ali celo usodne bodo te spremembe za naša življenja.

Tako demografske in podnebne spremembe kot njihove neverjetno kompleksne in daljnosežne posledice so predmet intenzivnega znanstvenega proučevanja, vendar pa kot družba pravzaprav niti ne vemo, kje naj začnemo odločno in sistematično ukrepati. Žal smo prišlo do točke, ko nimamo več na voljo lahkih odgovorov in enostavnih rešitev. Nahajamo se v kolektivni pasti, podobno kot žabe, ki ne opazijo, da se voda postopoma segreva. Ne zaznavamo sprememb, ki nas lahko že v nekaj letih ali desetletjih pripeljejo v situacijo, iz katere se bo težko rešiti.

Na pot iskanja svetega grala splošne umetne inteligence in podnebnega preboja stopamo s težkim nahrbtnikom demografskih sprememb in staranja prebivalstva, ki bodo radikalno zarezale na trg delovne sile ter vplivale na produktivnost in gospodarsko rast, podjetniško vitalnost in donose premoženjskih razredov. Najnovejši podatki kažejo, da se prebivalstvo v razvitih gospodarstvih po svetu zmanjšuje hitreje, kot je bilo sprva pričakovano, skoraj četrtina svetovnega prebivalstva že živi v državah z upadajočim prebivalstvom.



Damjan Kovačič

Rast svetovnega prebivalstva se hitro upočasnjuje in je leta 2020 prvič po letu 1950 upadla pod en odstotek na leto.

Alarmantna demografska gibanja v številkah

Za razliko od nepredvidljivih podnebnih sprememb lahko relativno uspešno in predvidljivo napovedujemo demografske trende tudi za več desetletij naprej, vendar pa se je tudi pri tem statističnem pristopu povečala negotovost. Po izbruhu koronavirusne pandemije je potrebno upoštevati dodatno dimenzijo nepredvidljivosti pri napovedovanju demografskih gibanj, saj obstaja precejšnja verjetnost, da se do leta 2050 pojavi pandemija, ki bo vsaj tako huda, kot je bila covid-19. Nedavna študija, ki preučuje izbruhe nalezljivih bolezni v zadnjih 400 letih, ocenjuje, da je letna verjetnost za takšno pandemijo približno 2 %, kar pomeni, da obstaja 38-odstotna možnost, da se tak dogodek v življenju posameznika zgodi. Profesor Gabriel Katul z Univerze Duke, eden od avtorjev študije, je pojasnil: "Ko se danes zgodi stoletna poplava, bi lahko zmotno domnevali, da bo naslednja taka poplava šele čez 100 let. To prepričanje je napačno – stoletna poplava se lahko ponovi že naslednje leto."

Rast svetovnega prebivalstva se hitro upočasnjuje in je leta 2020 prvič po letu 1950 upadla pod en odstotek na leto. Po zadnjih ocenah ZN naj bi se svetovno prebivalstvo do leta 2052 povečalo na 9,8 milijarde in doseglo vrh pri 10,4 milijardah okoli leta 2027. Ob najnovejših projekcijah so ZN premaknili predvideni vrh za 16 let, kar nakazuje, da se demografski trendi poslabšujejo hitreje od pričakovanj. Hitrost procesa staranja lahko ponazorimo s podatkom, da je starostna skupina mlajših od 19 let že dosegla svoj vrh, medtem ko se bo število oseb, starejših od 65 let, do leta 2050 podvojilo – iz trenutnih 800 milijonov v letu 2024 na 1,6 milijarde. Po podatkih Združenih narodov skoraj četrtnina svetovnega prebivalstva živi v državah, kjer je prebivalstvo že doseglo svoj vrh. Med te države sodijo Kitajska, Japonska, Nemčija in Italija. V več kot polovici držav po svetu je rodnost nižja od tako imenovane ravni nadomeščanja, ki znaša 2,1 rojstva na žensko.

Vplivi na trg delovne sile

Ključni koeficient starostne odvisnosti je razmerje med številom starejših od 65 let in številom delovno sposobnih prebivalcev. Ta delež se bo v državah skupine G20 povečal iz 14 % v letu 2000 na 18 % v letu 2020 in 22 % v letu 2030. Evropa, ki je v središču demografskih izzivov, naj bi po projekcijah do leta 2050 izgubila skoraj četrtno delovno aktivnega prebivalstva. To bo povzročilo izrazito pomanjkanje delovne sile v ključnih storitvenih sektorjih. Že zdaj se je število nezasedenih delovnih mest v razvitih državah v zadnjih 15 letih povečalo v povprečju med 1,0 in 2,5 %, medtem ko so najbolj prizadete panoge, kot sta zdravstvo (1,5 do 4 %) ter gostinstvo in turizem (2,5 do 5 %), beležile še večji porast.

Na eni strani vidimo, da se zaradi staranja številčne generacije baby boomerjev skladno s pričakovanji stopnje zaposlenosti znižujejo, v ZDA so se na primer od začetka leta 2000 znižale iz 67,3 % na 62,6 %. Na drugi strani pa je predvsem v zadnjih 30 letih opazen izrazit porast zaposlenosti med ženskami, pri čemer posebej izstopata Italija in Japonska. Starejši delavci uživajo precej večjo zaposlitveno varnost, saj je njihova verjetnost brezposelnosti devetkrat manjša kot pri mlajših delavcih, starih med 16 in 24 let. Med najbolj pozitivnimi trendi na trgu dela je sekularno znižanje stopnje brezposelnosti. V ZDA se je ta znižala iz 5 % v 80. letih na današnjih 3,4 %, v EU pa iz 9 % na trenutnih 6,3 %. Ta razveseljiva dinamika na trgu dela z

drugimi besedami pomeni, da si lahko, za razliko od preteklosti, danes vsak delovno sposobni prebivalec brez večjih težav najde delovno mesto.

Za demografskimi gibanji se pod površino skrivajo velike spremembe življenjskega sloga in odnosov med spoloma, ki so posledica rasti življenjskega standarda in emancipacije žensk.

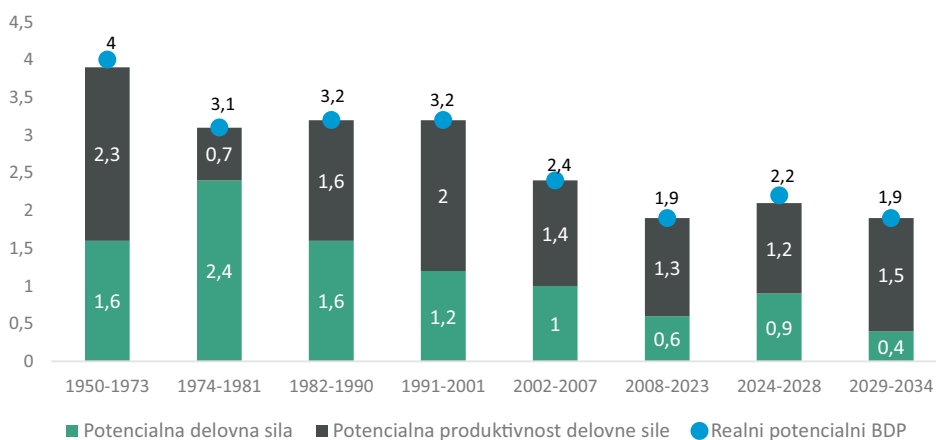
Težko sklepam, kakšne bodo posledice na družbo in gospodarstvo, ampak očitno je, da se nahajamo v nekem novem postmodernem svetu. V ZDA je rekordnih 52 % žensk neporočenih ali ločenih, medtem pa raziskava Pew Research iz leta 2019 kaže, da le 38 % samskih žensk aktivno išče partnerja v primerjavi z 61% samskih moških.

Demografska gibanja in gospodarska rast

Ker sta rast produktivnosti in rast delovne sile ključna dejavnika gospodarske rasti, je jasno, da negativni demografski trendi zmanjšujejo potencial za prihodnjo gospodarsko rast. To osnovno ekonomsko pravilo, ki povezuje

gospodarsko rast s številom delovno aktivnega prebivalstva, potrjuje tudi preprost korelacijski koeficient, ki je v zadnjih 25 letih med rastjo realnega BDP in številom delovno aktivnega prebivalstva znašal približno 70 %.

Slika 44: Komponente povprečne letne realne gospodarske rasti v ZDA



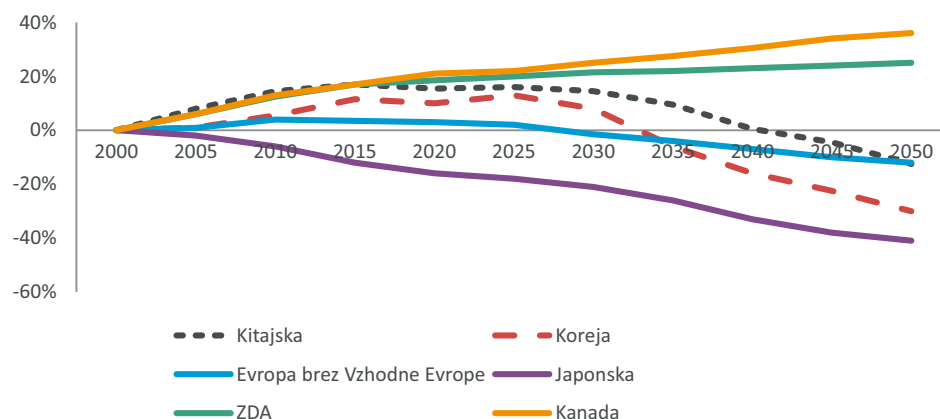
Vir: CBO, Deutsche Bank

Združene države se poleg Kanade ponašajo z daleč najbolj zdravo demografsko sliko, ko gre za relativne primerjave najpomembnejših gospodarskih blokov, vendar pa se bodo morali tudi v prihodnje nadaljevati pozitivni migracijski tokovi. Nasprotno od prepričanja številnih Američanov in Trumpove protimigrantske politike je prav izjemna privlačnost ZDA za najbolj usposobljene in izobražene strokovnjake iz celega sveta

verjetno njihova največja konkurenčna prednost. Ali poznate kakšnega mladega in nadarjenega posameznika, ki bi se želel preseliti ali študirati na Kitajsko, v Indijo, razvito Evropo ali na Japonsko? Za večino so Združene države še vedno obljubljeni dežela, kjer najbolj genialni posamezniki najdejo podporno okolje za razvoj svojih talentov ter ključno prispevajo k prebojnim inovacijam in tehnološkemu napredku.

Združene države se poleg Kanade ponašajo z daleč najbolj zdravo demografsko sliko.

Slika 45: Rast delovno aktivnega prebivalstva



Vir: UN Population Division, Haver Analytics, Deutsche Bank

Varčevalne navade in trendi v strukturi premoženja

Staranje prebivalstva povzroča spremembe v varčevalnih navadah družbe in lastniški strukturi, kar bo močno vplivalo na investicijske tokove in vzorce potrošnje.

Ljudje običajno največ varčujemo v obdobju največje delovne aktivnosti, med 25. in 64. letom, ko stopnja varčevanja v ZDA znaša približno 20 %. Po 65. letu pa se pričakovano začne črpanje privarčevanih sredstev. Trenutno imajo v ZDA posamezniki, starejši od 55 let, v lasti tri četrtine vsega premoženja. Še bolj izrazito je dejstvo, da ta starostna skupina obvladuje kar 80 % delnic in vzajemnih skladov ter 60 % nepremičnin.

Posebej spodbudno je, da so mlajši od 40 let po pandemiji uspeli najbolj povečati čisto vrednost svojega premoženja, in sicer za skoraj 90 %. Še posebej izstopa podatek, da je ta starostna skupina povečala svoje finančno premoženje (delnice, vzajemni skladi) za kar 160 %. Na drugi strani pa je najstarejša skupina, starejši od 70 let, v tem obdobju najbolj povečala vrednost svojega nepremičninskega premoženja, in sicer za več kot 70 %, medtem ko je vrednost nepremičnin pri starostni skupini med 40 in 54 let zrasla le za nekaj več kot 40 %.

Dvojno staranje: Starejši postajajo tako delavci kot tudi podjetja

Ko opazujemo svet okoli sebe, opazamo zanimiv pojav: skupaj z delovno aktivnimi zaposlenimi se naravno starajo tudi podjetja, v katerih ti zaposleni delajo. Tako kot je pri negativnih demografskih trendih glavni problem manjše število rojstev, je pri staranju podjetij težava v zmanjšanem številu novih

zagonskih podjetij. Leta 1987 je bilo dve tretjini delavcev zaposlenih v podjetjih, starejših od deset let, danes pa ta delež presega 80 %.

Profesorica Sahin z Univerze v Teksasu uporablja slikovito prisposodbo in pravi, da podobno kot ljudje s starostjo pridobivamo

telesno težo, tudi podjetja postajajo večja in starejša. To samo po sebi ne bi bilo problematično, če ne bi obstajala jasna povezava med manj dinamičnim podjetniškim okoljem in staranjem delovne sile. Dinamika ustanavljanja zagonskih podjetij je namreč močno povezana z rastjo delovno aktivnega prebivalstva in razpoložljivostjo delovne sile. Mlajše generacije so po svoji naravi bolj kreativne, inovativne ter pripravljene eksperimentirati in prevzemati tveganja, ki jih prinaša ustanavljanje podjetij.

V ZDA so danes na sto zaposlenih le še štiri podjetja, medtem ko jih je bilo konec leta 1985 pet. Ta upad odraža manjšo dinamiko podjetniškega okolja, kar lahko dolgoročno vpliva na gospodarsko rast in inovacije.

Pozitivni učinki staranja podjetij so bolj predvidljivo poslovno okolje z manjšo verjetnostjo izgube delovnih mest in varnostjo zaposlitve za starejše zaposlene. Negativni učinki večje koncentracije pa pomenijo, da imajo zaposleni na voljo manj možnosti za izbiro ali menjavo službe, kar lahko na mikro nivoju slabo vpliva na inovativnost podjetij, v makroekonomskem okviru pa na nižjo celotno produktivnost. Pozitivni učinke staranja zaposlenih in podjetij se jasno kažejo predvsem v nižjih trendnih stopnjah brezposelnosti v vseh starostnih skupinah, posebej pa pri mladi populaciji, ki je bila še desetletje nazaj posebej ranljiva.

Pozitivni učinki staranja podjetij so bolj predvidljivo poslovno okolje.

Koncept zastoja rasti ali kaj se zgodi, ko podjetja dosežejo točko preloma

V poslovni literaturi je zelo uporaben koncept tako imenovanega zastoja rasti, ki se pojavi, ko podjetje v določenem letu doseže največjo razliko med preteklimi in prihodnjimi 10-letnimi povprečnimi stopnjami rasti prihodkov. Težava je, da pri številnih podjetjih do zastoja rasti pride v njihovi zreli razvojni fazi, ko so na vrhuncu poslovne uspešnosti in dosegajo empirično najvišje donose na borzah.

Kot pojasnjujeta Olson in Bever v knjigi Točke zastoja (Stall Points), večina podjetij v določenem trenutku življenjskega cikla preneha rasti. Največja težava pa je, da stopnje rasti prihodkov običajno ne upadajo postopoma, temveč doživijo nenaden in strm padec, kot kamen, kar dramatično poslabša poslovanje in vrednost podjetja.

Statistična analiza razkrije dolgoročno uničujoče učinke zastoja rasti, kjer si lahko demografske spremembe predstavljamo v vlogi negativnega katalizatorja. 87 % podjetij v

svojem obstoju vsaj enkrat doživi zastoj rasti. Po takšnem zastoju se 54 % podjetij sooča s počasno ali negativno rastjo, pri čemer le 7 % uspe ponovno doseči zmerno ali visoko rast. Kar 67 % podjetij po zastoju ne okreva in se sčasoma popolnoma izgubi. V desetletju po zastoju podjetja v povprečju izgubijo kar 74 % svoje tržne vrednosti v primerjavi z delniškimi indeksi, pri čemer 90 % podjetij izgubi več kot 5 % svoje vrednosti.

Ta neizprosna statistika o življenjskem ciklu podjetij poudarja, kako ključno vlogo ima priliv novih zagonskih in hitro rastočih podjetij. To je na primer jasno razvidno iz razlike v donosnosti med evropskimi in ameriškimi delnicami v zadnjih 20 letih. Ob negativnih demografskih gibanjih se bo na marsikaterem področju konkurenčni boj še bolj zaostрил, podjetja, ki se ne bodo znala prilagoditi spremenjenim okoliščinam, pa bodo imela še manj možnosti za preživetje.

Ekonomika dolgoživosti - optimistični alternativni pristop

Sprememba v načinu staranja nam prinaša nove perspektive. Pri 65 letih še zdaleč nismo za odpis – staramo se bolje in vedno bolj postaja jasno, da so dolga leta pred nami priložnost, ne le izziv. Za osebo v srednjih letih je zelo verjetno, da bo doživela 87 let, medtem ko ima pravkar rojeni otrok 50-odstotna verjetnost, da bo doživel 100 let.

Prednosti in izzivi dolgoživosti nas postavljajo pred vprašanje: kako kakovostno in produktivno izkoristiti preostanek svojega časa? Tradicionalna predstava o upokojitvi se spreminja, saj nas podaljševanje biološke starosti spodbuja k drugačnemu razmišljanju. Poleg napredka v podaljševanju življenjske dobe lahko sami storimo veliko, da živimo dlje in predvsem bolj kakovostno.

Strah pred staranjem je globoko zakoreninjen v našem genetskem zapisu – bojimo se bolezni, osamljenosti, pomanjkanja ustrezne nege in izčrpanja privarčevanih sredstev. Andrew Scott z Londonske poslovne šole (LBS) pa v svojem delu omenja koncept tridimenzionalne dividende dolgoživosti. Ta vključuje tri enako pomembne vidike: podaljševanje življenjske dobe, ohranjanje zdravja in zagotavljanje produktivnosti skozi daljše obdobje življenja. Njegov moto "Live Longer, Healthier for Longer, Productive for Longer" (Živeti dlje, biti dlje zdrav, ostati dlje produktiven) nas poziva, da dolga leta vidimo kot priložnost za rast in ustvarjalnost.

Pogled analitikov: morda pa naši strahovi niso upravičeni

Kadar vsi razmišljamo enako, ni prostora za kritično presojo. V resnici ne moremo z gotovostjo vedeti, katera različica prihodnosti nas čaka, lahko pa razmislimo o verjetnosti uresničitve posameznih scenarijev in analiziramo njihove posledice za družbo in donosnost finančnih naložb.

Poglejmo nekaj standardnih argumentov ZA in nasprotnih mnenj PROTI, povezanih z demografskimi gibanji, kot jih izpostavljajo analitiki Deutsche Bank v svoji študiji Demografija: Vpliv na trg do leta 2030.

Demografija: Standardni pogledi in optimistični protiargumenti

Standardni pogled	Optimistični pogled
Več upokojencev pomeni, da se bodo proračuni držav razpočili po šivih.	Ljudje zdaj delajo dlje in so bolj zdravi kot pred 10, 20 ali 30 leti. To vodi v drugačne vzorce investiranja in porabe, kar lahko prepreči fiskalni „prepad.“
Baby boomerji bodo prešli na varne obvezniške naložbe, kar bo sprožilo razprodajo delnic.	Starejši vlagatelji od leta 1990 vse bolj usmerjajo svoje portfelje v delnice. Ta trend naj bi se nadaljeval zaradi daljše povprečne dolžine upokojitve in vedno večjega števila ljudi z nezadostnimi pokojninami, ki morajo iskati višje donose.
Zahodne države so najbolj prizadete zaradi staranja prebivalstva.	Čeprav deloma drži, da se ZDA in nekatere druge države starajo počasneje kot številne države v razvoju, jim to daje več časa in prostora za prilagoditve.
Upad delovne sile bo škodoval dobičkonosnosti poslovanja podjetij.	Produktivnost v ZDA v zadnjih nekaj letih raste kljub počasnejši rasti prebivalstva. Nove tehnologije, kot je umetna inteligenca, in spodbude za kapitalske naložbe lahko dodatno povečajo produktivnost, tudi ko starejši delavci zapuščajo trg dela.
ZDA so v zelo slabem stanju zaradi visokih stroškov zdravstvenega varstva in starajočega se prebivalstva.	ZDA imajo demografsko prednost. Starostna skupina 30–44 let bo ostala razmeroma stabilna do leta 2030. Ta skupina je ključna za gospodarske inovacije in potrošnjo, kar ZDA postavlja ZDA v boljši položaj kot Evropo, kjer se ta starostna skupina še naprej zmanjšuje.
Hitro staranje Kitajske povečuje tveganje za gospodarsko stagnacijo, podobno kot na Japonskem.	Starostna skupina 30–44 let na Kitajskem, ki je ključna za gospodarstvo, že narašča kot delež prebivalstva, kar se je zgodilo pet let prej kot na Japonskem. Japonski borzni indeks je po obnovi te skupine dosegel dvakrat višjo vrednost, kar nakazuje možnosti za rast kitajskih delniških trgov.
V starajočem svetu se bo zmanjšalo povpraševanje po infrastrukturnih naložbah.	Rekordna urbanizacija in rast bogastva na trgih v razvoju bosta močno pospešila povpraševanje po surovinah, inženiringu, gradnji mest in finančnih produktih.

Goldman Sachs ponuja pet ključnih rešitev za omilitev demografske krize

Vključevanje žensk v gospodarstvo in izboljšanje participacije na trgu dela

Stopnja participacije žensk na trgu dela (za starost 15–64 let) se je med letoma 1991 in 2023 povprečno povečala za 20,6 % v Nemčiji, na Japonskem, v Italiji, Franciji, Združenem kraljestvu in ZDA.

Izobraževanje, prekvalifikacija, podaljšanje delovne aktivnosti in zaposlovanje

Prekvalifikacija v dobi umetne inteligence bi lahko do leta 2030 povečala gospodarsko produktivnost za 6,5 tisoč milijard, pri čemer je 68 % delavcev pripravljenih na dodatno usposabljanje, da ohranijo in pridobijo nove veščine ter ostanejo konkurenčno zaposljivi.

Priseljevanje

Priseljevanje lahko pomaga nekaterim državam zmanjšati upadanje delovno aktivnega prebivalstva glede na scenarije Združenih narodov, z izboljšavami kot so:

7-odstotno zmanjšanje upada prebivalstva v Nemčiji, 12 % v Italiji, 15 % v EU in popolna sprememba trenda z rastjo prebivalstva v ZDA in Združenem kraljestvu.

Selitev industrijske dejavnosti

Prispevek k dodani vrednosti proizvodnje v na novo industrializiranih državah se je od leta 1990 povečal iz 10 % svetovne dodane vrednosti v proizvodnji na 42 %.

Avtomatizacija industrije in storitev ter umetna inteligenca

Letne namestitve industrijskih robotov so se med letoma 2013 in 2023 povečale za več kot 20 %, trg robotskih storitev pa naj bi do leta 2033 rasel s 22-odstotno letno stopnjo rasti. Avtomatizacija delovnih procesov, ki so izpostavljeni umetni inteligenci, bi lahko v ZDA po ocenah Goldman Sachs povzročila 15-odstotno povečanje produktivnosti dela in BDP.

Zaključek

Ko gre za staranje posameznika, podjetij in družbe, velja, da je naš genetski zapis (DNK) tisti, ki napolni pištolo, vendar pa je naš življenjski slog tisti, ki pritisne na sprožilec. V prihodnjih 25 letih pričakujemo, da se bodo močno povečale razlike med državami in podjetji, ki bodo bolje pripravljena na izzive staranja prebivalstva.

Makroekonomski guru Lawrence Summers opozarja, da negativni demografski trendi vodijo v nižje stopnje varčevanja in investicij. To naj bi dolgoročno povzročilo nižje obrestne mere in nižjo inflacijo.

Če se bodo obstoječi trendi nadaljevali, lahko

po izhodiščnem scenariju pričakujemo, da bodo do leta 2050 povprečne obrestne mere nižje za 0,5 do 1,0 odstotka, medtem ko se bo rast delovne sile do leta 2075 postopoma približala ničli. Spremenjene potrošne navade starajočega prebivalstva in vse večji vpliv države bodo po letu 2030 verjetno prinesle nižje pričakovane stopnje rasti produktivnosti.

Padec življenjskega standarda, ki ga povzroča večja starostna odvisnost, bi bilo po podatkih Harvard Ageing Society mogoče obrniti z dodatno 0,15-odstotno letno rastjo produktivnosti. Vendar pa se glede na obstoječe negativne trende zdi doseganje takšne rasti skoraj misija nemogoče.

Pričakovane povprečne donose delnic do leta 2050 lahko izračunamo s pomočjo formule, ki vključuje osnovne komponente: pričakovano globalno rast, sestavljeno iz rasti produktivnosti (2 %) in demografske rasti (0,5 %) ter dividendnega donosa (1,5%) in inflacije (2,0 %).

Ker se trenutno nahajamo v obdobju zmerno povišanih vrednotenj, kar je deloma posledica povečanega povpraševanja starostne skupine med 40 in 50 leti, lahko pričakujemo, da bodo prihodnji dolgoročni donosi delnic še nekoliko nižji. Na osnovi tega modela ocenjujemo, da

bodo ti donosi znašali med 5,5 % in 6,0 % letno, medtem ko bodo donosi uravnoveženih portfeljev in skladov približno 4,5 % letno.

Države in podjetja, ki bodo znale staranje prebivalstva izkoristiti kot priložnost, bodo lahko odlično uspevale v tem čudovitem novem svetu sivolase ali večnozeleno prihodnosti. Kot družba moramo storiti vse, da pametno investiramo v večnozeleno gospodarstvo, ki bo omogočalo kakovostno življenje tudi v pozni starosti.



dr. Uroš Vek

Vzdržnost ameriškega dolga

Javni dolg ZDA trenutno znaša skoraj 36 bilijonov dolarjev, kar je rezultat dolgotrajnega zadolževanja države od njenega nastanka, predvsem zaradi proračunskih primanjkljajev. ZDA financirajo ta dolg z izdajo vrednostnih papirjev, kot so obveznice, in so sposobne vzdrževati dolg zaradi statusa ameriškega dolarja kot svetovne rezervne valute. Ta status omogoča ZDA nizke obrestne mere in lažje zadolževanje, kar preprečuje dolžniško krizo. Vendar pa obstajajo tudi tveganja, kot so prekomerna odvisnost od zadolževanja in možnosti za dedolarizacijo. Kljub visoki

nominalni zadolženosti ZDA ni med najbolj zadolženimi državami G-7, kjer Japonska vodi z več kot 250 % BDP. Razmerje dolga do BDP ZDA je trenutno nad povprečjem G-7, vendar še vedno precej nižje od nevarnih pragov, ki bi jih lahko povzročili naraščajoči stroški obresti. Trenutno vzdržnost ameriškega javnega dolga ni pod vprašajem. Vendar pa bi nadaljevanje visoke zadolženosti, kot smo ga opazovali po pandemiji, skupaj z morebitnimi dramatičnimi spremembami na geopolitičnem prizorišču lahko spremenilo percepcijo dolgoročne vzdržnosti tega dolga.

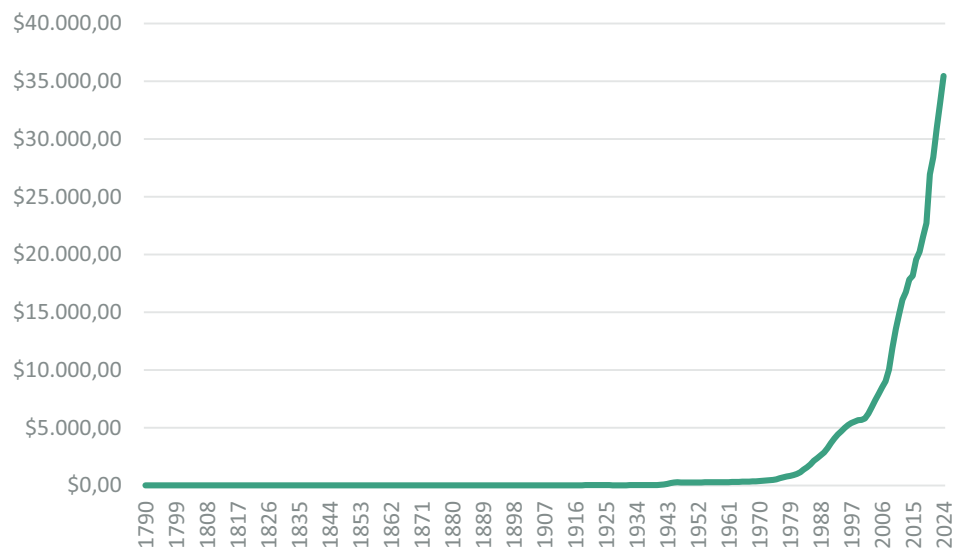
Javni dolg v ZDA

Javni dolg Združenih držav Amerike (ZDA) trenutno znaša osupljivih 35.950 milijard dolarjev oziroma 35,95⁶ bilijonov dolarjev. Zgodovina ameriškega zadolževanja sega v

same začetke nastanka države. Po podatkih TreasuryDirect je prvi dolg nastal v času državljanske vojne in je 1. januarja 1791 znašal 75.463.476,52 dolarjev⁷.

Razmerje dolga do BDP ZDA je trenutno nad povprečjem G-7, vendar še vedno precej nižje od nevarnih pragov, ki bi jih lahko povzročili naraščajoči stroški obresti.

Slika 1: Deleži v letni stopnji rasti ameriške inflacije CPI (potrošniških cen), v %



Vir: Fiscal Data, 2024⁸

⁶ Vir: FiscalData U.S. Treasury, 30.11.2024

⁷ Vir: <https://treasurydirect.gov/government/historical-debt-outstanding/>

⁸ Vir: FiscalData U. S. Treasury, 30. 09. 2024

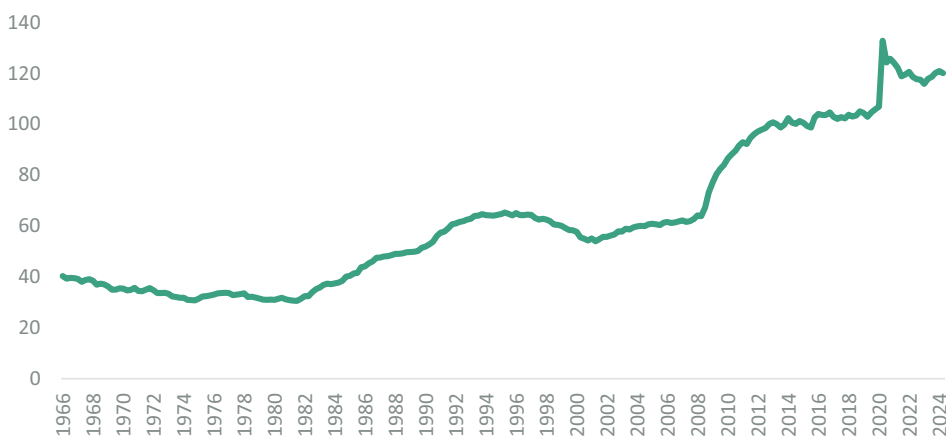
Preden se poglobimo v razsežnosti ameriškega dolga, je pomembno razumeti njegovo vsebino. Javni dolg predstavlja dolg, ki ga z zadolževanjem ustvarjajo vlada ter širše javne institucije, vključno z lokalnimi oblastmi in posebnimi skladi, kot so pokojninski ali zdravstveni skladi. V primeru ZDA javni dolg obsega zadolževanje zvezne države, ki je skozi leta akumulirano zaradi proračunskih primanjkljajev. Ti primanjkljaji se financirajo z izdajo vrednostnih papirjev, kot so zakladne menice in državne obveznice, dolg pa vključuje tudi obresti, ki jih država dolguje vlagateljem.

Javni dolg lahko poenostavljeno primerjamo z uporabo kreditne kartice. Pri kreditni kartici posameznik običajno ne poravnava celotnega dolga na mesečni ravni, zato nastane primanjkljaj. Skupni dolg na kartici nato predstavlja akumulacijo neporavnanih obveznosti. Podobno deluje tudi javni dolg – gre za seštevek letnih proračunskih primanjkljajev skupaj z obrestmi.

Javni dolg ZDA je začel strmo naraščati v drugi polovici 20. stoletja. Na dan 30. septembra 2024 je dosegel 35 tisoč milijard dolarjev. Ta rast je posledica kombinacije dejavnikov, kot so višji vladni izdatki, inflacija, gospodarske krize, demografske spremembe in povečana dostopnost financiranja.

Nominalna vrednost dolga sama po sebi ne razkriva celotne slike. Ključno je primerjati dolg glede na gospodarsko sposobnost države, kar omogoča kazalnik razmerja med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom. To razmerje ponuja bolj jasno sliko o sposobnosti države, da upravlja in odplačuje dolg, saj omogoča relativno primerjavo, ki upošteva velikost gospodarstva. Medtem ko nominalna vrednost dolga kaže zgolj skupni znesek, razmerje med dolgom in BDP omogoča smiselne primerjave med državami različnih velikosti in gospodarstev. Poleg tega poudarja vzdržnost dolga in prikazuje, ali gospodarstvo raste dovolj hitro, da podpira ali zmanjšuje dolgoročno obremenitev z dolgom.

Slika 47: Gibanje relativne zadolženosti ZDA – javni dolg v BDP⁹



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024

⁹ G-7 Skupina sedmih (G7) je medvladni politični in gospodarski forum, ki ga sestavljajo Kanada, Francija, Nemčija, Italija, Japonska, Združeno kraljestvo in Združene države Amerike; poleg tega je Evropska unija (EU) "neimenovan član".

Forum temelji na skupnih vrednotah pluralizma, liberalne demokracije in predstavniške vlade. Članice G7 so večinoma vodilna razvita gospodarstva po merilih Mednarodnega denarnega sklada (IMF). –

Vir: Wikipedia 2024. – <https://en.wikipedia.org/wiki/G7>

Status ameriškega dolarja

Združene države Amerike imajo edinstveno vlogo v globalnem sistemu, zlasti na političnem, obrambnem in finančnem področju. Ameriški dolar že desetletja služi kot glavna svetovna rezervna valuta, kar pomeni, da ga tuje vlade in institucije, kot so centralne banke, široko uporabljajo kot del svojih deviznih rezerv. Ta status ima daljnosežne posledice tako za svetovno gospodarstvo kot za ZDA, še posebej v povezavi z njihovim javnim dolgom.

Status dolarja kot rezervne valute temelji na zaupanju v stabilnost in raznolikost ameriškega gospodarstva ter na njegovih trdnih institucijah. Ameriški državni vrednostni papirji, predvsem državne obveznice, so zaradi svoje varnosti in zanesljivosti med najbolj iskanimi naložbami na svetu, kar spodbuja tuje vlade in organizacije k hranjenju dolarjev kot rezerv. Poleg tega globalna prevlada ameriškega dolarja v trgovini, zlasti pri trgovanju s surovinami, kot sta nafta in zlato, ter njegova ključna vloga v mednarodnem financiranju še dodatno utrujeta njegov pomen. Poleg tega ZDA izdajajo širok spekter finančnih instrumentov, kot so obveznice in delnice, ki so globalno cenjeni in uporabljeni za diverzifikacijo ter upravljanje tveganj.

Status ameriškega dolarja kot svetovne rezervne valute prinaša številne prednosti za javni dolg ZDA. Povpraševanje po ameriških državnih obveznicah ohranja nizke obrestne mere za zadolževanje, kar omogoča ZDA trajne proračunske primanjkljaje brez tveganja dolžniške krize. Stabilne obrestne mere omogočajo vladi povečanje dolga brez večjih stroškov, medtem ko sposobnost tiskanja rezervne valute zagotavlja fleksibilnost pri fiskalni in denarni politiki. Poleg tega široka uporaba dolarja v globalnem financiranju in trgovini prinaša dodatne koristi, saj mnoge države jemljejo posojila v dolarjih.

ZDA zaradi statusa ameriškega dolarja kot svetovne rezervne valute uživajo prednost nižjih obrestnih mer na svoj dolg. Ta prednost je ocenjena na približno 60 bazičnih točk. Prihranek, znan kot "convenience yield," odraža dodatno likvidnost in varnost ameriškega dolga, ki se pogosto uporablja kot zavarovanje v finančnih transakcijah. Vlagatelji zaradi teh lastnosti cenijo ameriški dolg in so pripravljeni plačati premijo za njegovo varnost in zanesljivost. Ocenjuje se, da ta status ameriškega gospodarstvu prihrani približno 0,7 % BDP letno pri trenutni zadolženosti, ki znaša 120 % BDPGP (Choi, Dang, Kirpalani in Perez, 2024).

Neposredni dohodek za ZDA predstavlja t. i. seigniorage, ki ga ustvarijo tuji subjekti z velikimi zalogami ameriških dolarjev. Seigniorage je prihodek centralne banke, ki izvira iz izdaje gotovine, pri čemer označuje razliko med nominalno vrednostjo denarne enote in stroški njene izdelave ter distribucije. Ta dohodek je pomemben vir prihodkov za centralno banko in ima lahko vpliv na monetarno politiko države. Visoko povpraševanje po dolarju na globalni ravni povečuje pomen seigniorage kot stabilnega in strateškega finančnega vira za ZDA.

Status ameriškega dolga kot svetovne rezervne valute kljub prednostim prinaša tudi določena tveganja. Spodbuja prekomerno odvisnost od zadolževanja, saj ZDA lahko pridobivajo posojila po nizkih obrestnih merah. To lahko vodi v nevzdržno rast dolga in nastanek fiskalnih izzivov, zlasti če bi se zmanjšalo tuje povpraševanje po ameriškem dolgu. V kontekstu deglobalizacije in povečanih geopolitičnih napetosti narašča zanimanje za dedolarizacijo, predvsem med državami, kot sta Kitajska in Rusija, ki aktivno iščeta alternative za dolar v mednarodni trgovini. Ta trend bi lahko zvišal stroške zadolževanja za ZDA in ogrozil sposobnost financiranja dolga pod ugodnimi pogoji.

Poleg tega status dolarja kot rezervne valute omogoča ZDA, da trajno ohranja trgovinske primanjkljaje. S tem se država zadolžuje za financiranje svoje porabe, kar počne po razmeroma ugodnih obrestnih merah, ne da bi

se soočila s posledicami, ki bi običajno prizadele druge države s podobnimi gospodarskimi neravnotežji. Ta privilegij pa prinaša tveganje za dolgoročno stabilnost in vzdržnost ameriškega dolga.

Kdaj je preveč dolga?

Bonitetni agenciji S&P in Fitch sta znižali bonitetno oceno Združenih držav Amerike. S&P je ta korak storila že leta 2011, ko je oceno znižala na drugi najvišji nivo, AA+. Agencija Fitch je sledila avgusta 2023 in prav tako znižala bonitetno oceno ZDA na AA+. Kot ključne razloge za znižanje bonitetnih ocen sta agenciji navedli rast javnega dolga, notranjo politično negotovost ter dolgoročno vzdržnost javnih financ.

Med tremi največjimi svetovnimi bonitetnimi agencijami edino Moody's še vedno ohranja najvišjo bonitetno oceno za ZDA.

Po oceni Congressional Budget Office (CBO) ni mogoče točno določiti praga, pri katerem bi razmerje dolga do BDP naraslo do točke, da bi postala dolžniška kriza verjetna ali neizogibna. Prav tako ne obstaja določen fiksni prag, pri katerem bi se stroški obresti glede na BDP zvišali do takšne mere, da bi postali nevzdržni. Podati je mogoče zgolj ocene velikosti javnega dolga, ki bi lahko ZDA pripeljal do neravnovesij.

Obstaja razhajanje med dolgom, ki ga objavljata Zvezna centralna banka Federal Reserve of St. Louis in urad ameriške vlade Congressional Budget Office (CBO). Razlika izhaja iz pristopa k merjenju dolga. Federal Reserve of St. Louis objavlja bruto zvezni javni dolg, ki vključuje:

- dolg v lasti posameznikov, institucij in tujih vlad, kar pomeni vrednost vseh izdanih državnih vrednostnih papirjev, imenovanih zvezni dolg v lasti javnosti;
- medvladni dolg, ki ga imajo v lasti različne državne institucije znotraj ZDA, na primer

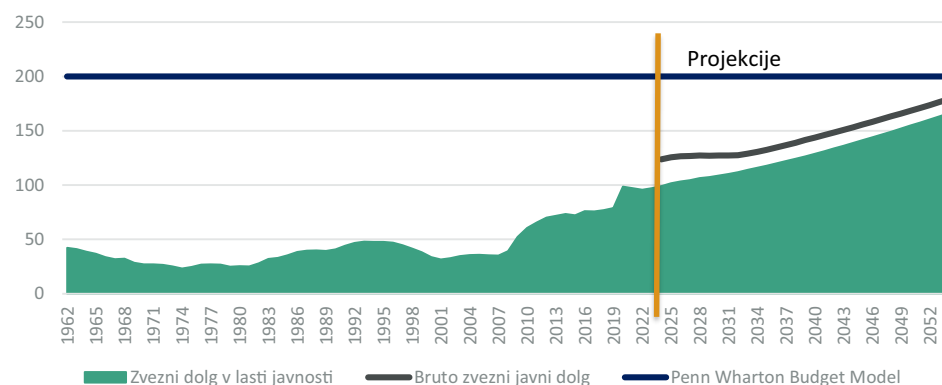
Social Security Trust Fund. Ta dolg dejansko predstavlja obveznosti, ki jih država dolguje sama sebi, zato ni relevanten za zunanje zadolževanje.

Obstajajo ocene, do katere mere je ameriški dolg še vzdržen, vendar je treba poudariti, da gre za približne izračune. Po proračunskem modelu Penn Wharton (PWBM) bi moral javni dolg ZDA kot odstotek BDP preseči 200 %¹⁰, da bi ZDA grozilo resno tveganje neplačila. Mednarodni denarni sklad ocenjuje, da ta meja leži nekoliko nižje, in sicer med 175 % in 200 % BDP¹¹. Trenutni javni dolg ZDA je bistveno pod temi pragovi, pri čemer se ocenjuje, da jih v naslednjih 25 letih ne bo presegel (Goldman Sachs, 2024).

¹⁰ Vir: <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2023/10/6/when-does-federal-debt-reach-unsustainable-levels>

¹¹ BDP – Bruto domači proizvod – kot merilo gospodarske aktivnosti.

Slika 48: Dolg skozi zgodovino in projekcija



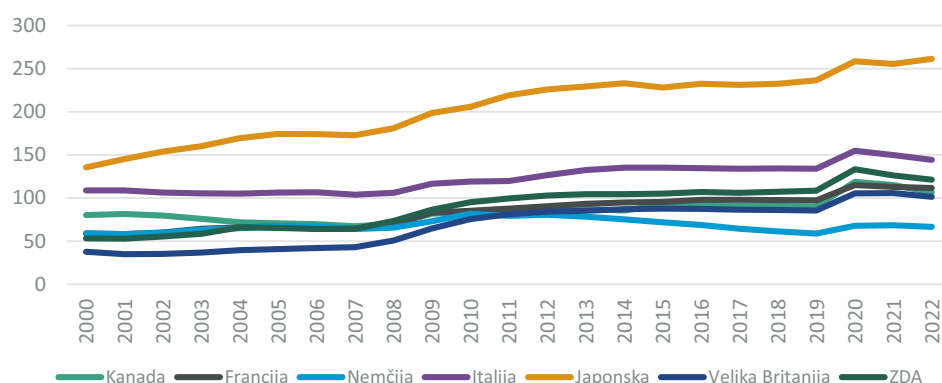
Vir: CBO in PWBM 2024¹²

So ZDA edine, ki se soočajo s fiskalnimi izzivi?

Nominalna zadolženost ZDA je ekstremno visoka med svetovnimi gospodarstvi, vendar relativno gledano v primerjavi z državami G-7 ni najvišja. Na vrhu je Japonska, ki ima zadolženost več kot 250 % BDP. S precejšnjim razmikom, več kot 100 odstotnih točk nižje, sledi Italija, za njo pa ZDA, katerih zadolženost je bila na podlagi podatkov Mednarodnega denarnega sklada iz leta 2022 rahlo nad 120 %

BDP. Najnižjo relativno zadolženost med državami G-7 ima Nemčija, kjer je ta v letu 2022 znašala rahlo nad 66 % BDP. Povprečna zadolženost držav G-7 v istem letu je znašala 130 % BDP, kar pomeni, da je bila višja od zadolženosti ZDA. Če pa zadolženost primerjamo glede na srednjo vrednost oziroma mediano, ki znaša 111,67 %, ugotovimo, da je zadolženost ZDA rahlo nad to vrednostjo.

Slika 49: Gibanje javnega dolga v BDP za G-7 držav v % BDP do leta 2022



Vir: Mednarodni denarni sklad, 2024¹³

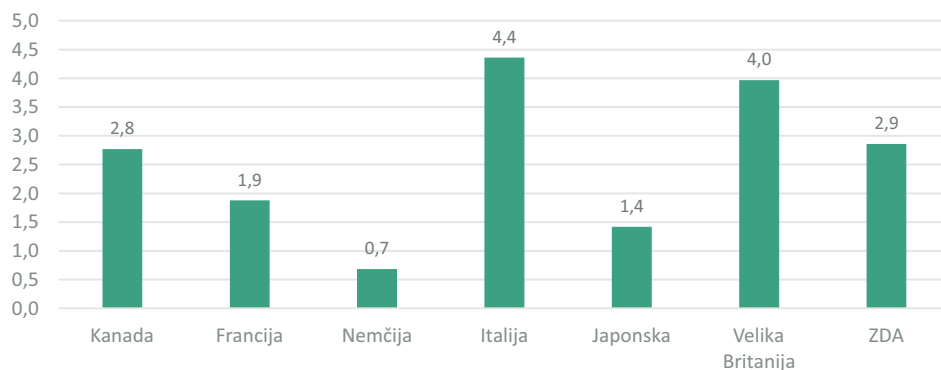
Velikost javnega dolga glede na BDP je na Japonskem bistveno višja kot ocenjena vzdržnost javnega dolga na podlagi ocene PWBM, ki znaša okrog 200 %. Japonska si

namreč lahko privošči višjo relativno zadolženost, ker je stopnja varčevanja japonskih gospodinjstev bistveno višja od ZDA.

¹² Vir: <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2023/10/6/when-does-federal-debt-reach-unsustainable-levels> in <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#2>

¹³ https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/CAN/FRA/DEU/ITA/JPN/GBR/USA

Slika 50: Delež obresti za plačilo javnega dolga v BDP v letu 2022



Vir: Mednarodni denarni sklad, 2024¹⁴

Kljub visokemu nivoju zadolženosti Japonske njen delež BDP, ki ga namenja za servisiranje dolga, ostaja nizek in znaša zgolj 1,7% BDP. To je posledica dejstva, da se Japonska lahko zadolžuje po nižjih obrestnih merah kot druge članice G-7, kar zmanjša stroške servisiranja dolga. Prednost Japonske je v tem, da ima široko bazo domačih vlagateljev, ki ji zaupajo in

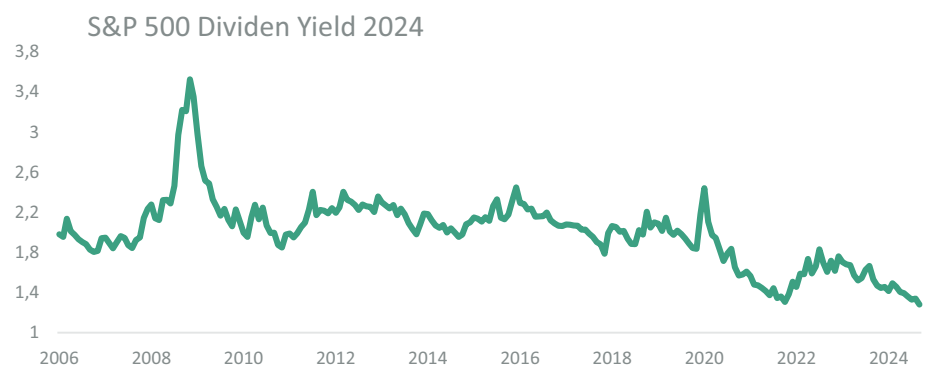
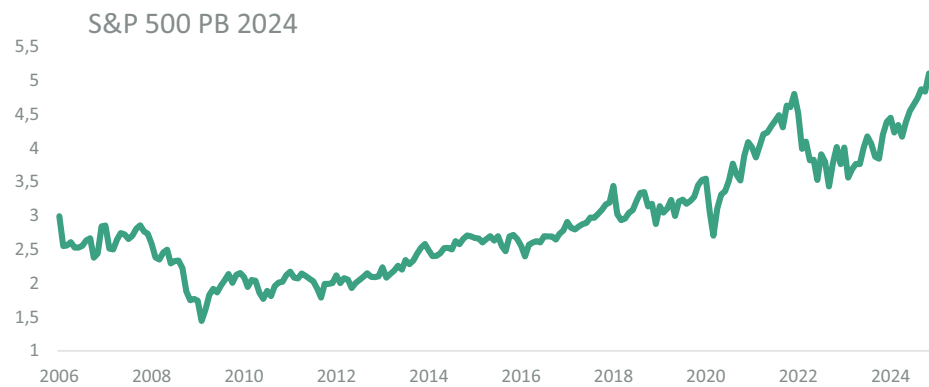
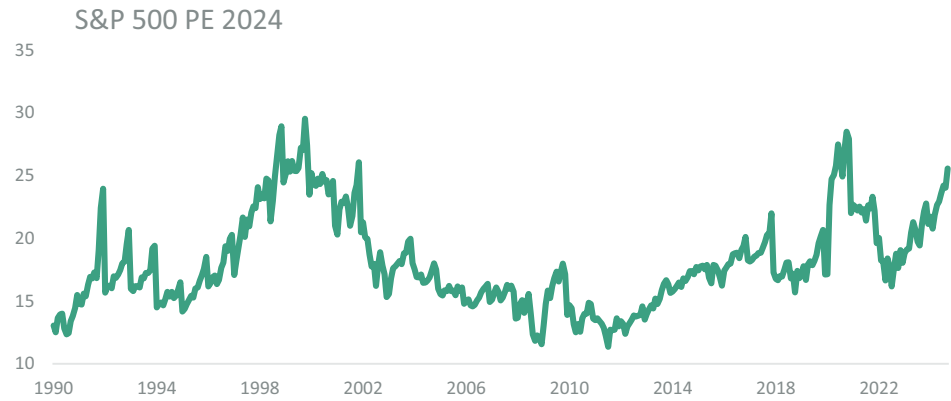
so pripravljeni posojati denar pod ugodnimi pogoji. Stroški refinanciranja dolga ZDA so nižji od stroškov Italije in Velike Britanije, vendar so rahlo višji od mediane držav G-7. Nemčija, ki je relativno najmanj zadolžena med državami G-7, za plačilo obresti porabi zgolj 0,7 % BDP, kar je sorazmerno z njeno nizko zadolženostjo.

¹⁴ <https://www.imf.org/external/datamapper/ie@FPP/ITA/USA/GBR/CAN/DEU/JPN/FRA>

Kazalniki in referenčni grafi

Delnice

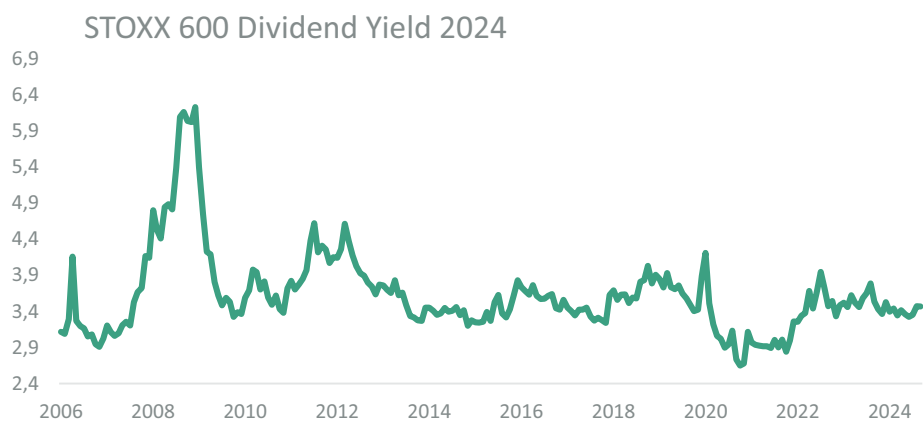
ZDA



Vir: Bloomberg 2024

Delnice

Evropa



Vir: Bloomberg 2024

Delnice

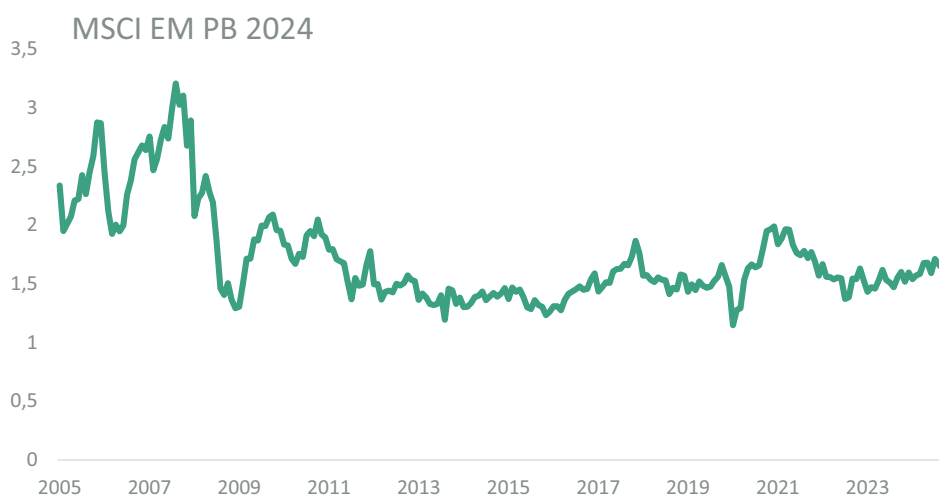
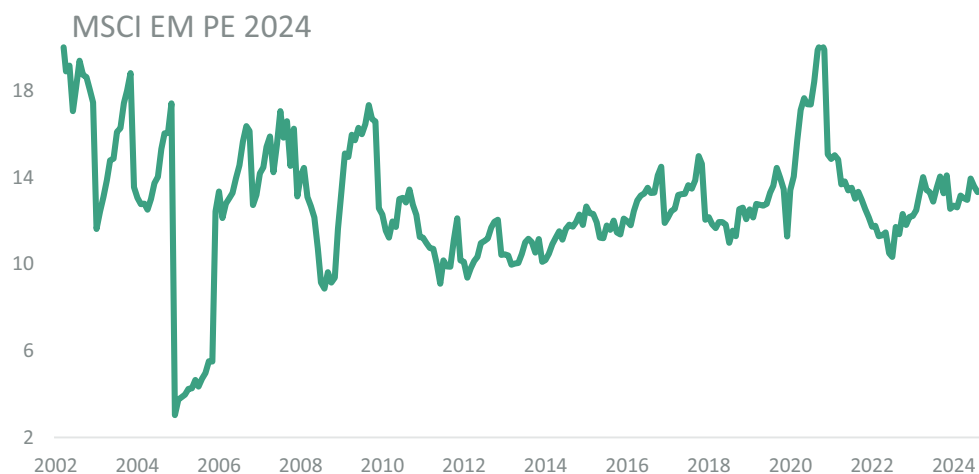
Japonska



Vir: Bloomberg 2024

Delnice

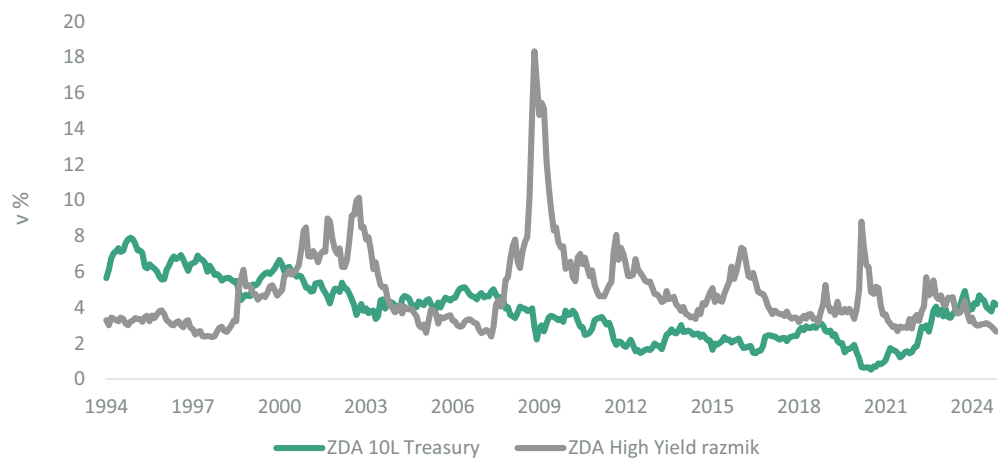
Države v razvoju



Vir: Bloomberg 2024

Obveznice

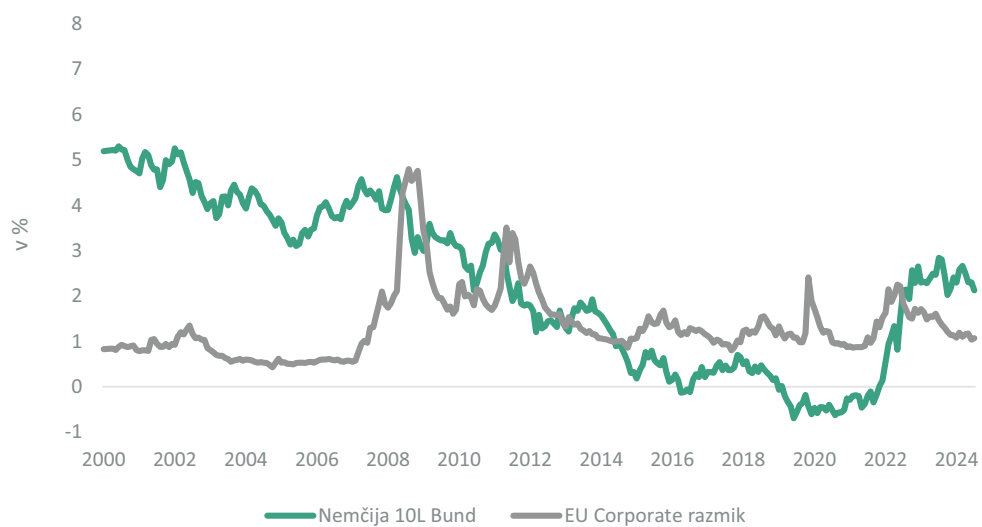
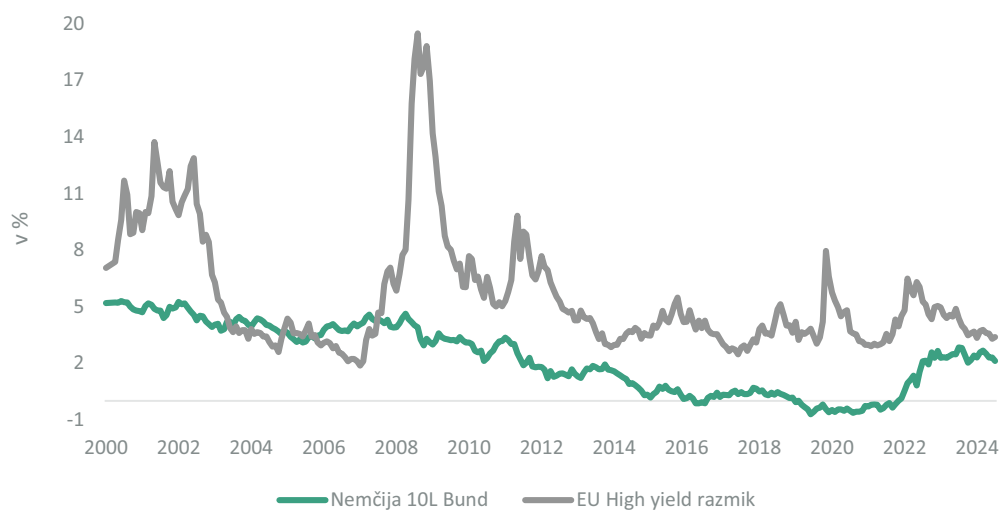
ZDA



Vir: Bloomberg 2024

Obveznice

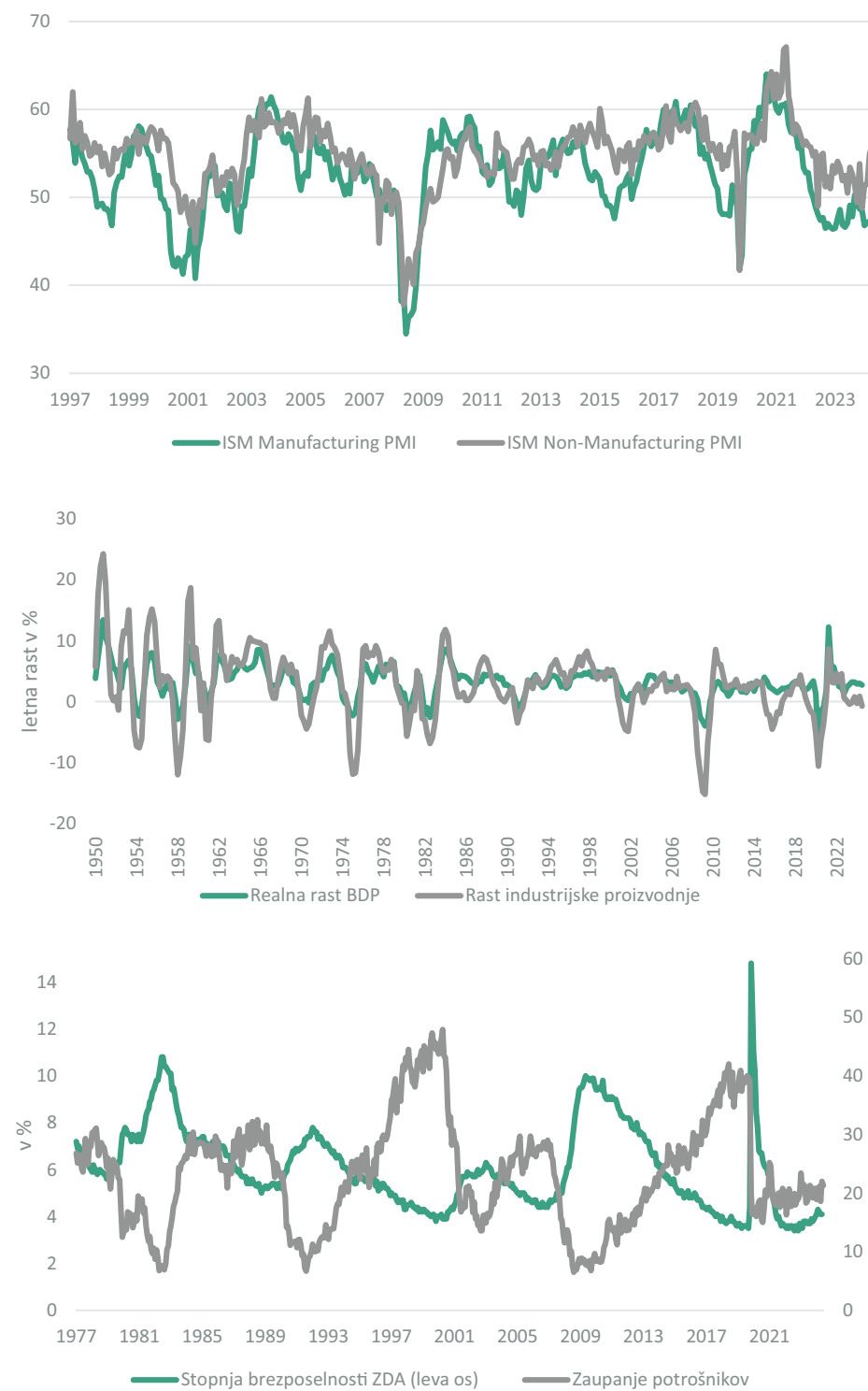
Evropa



Vir: Bloomberg 2024

Ekonomija

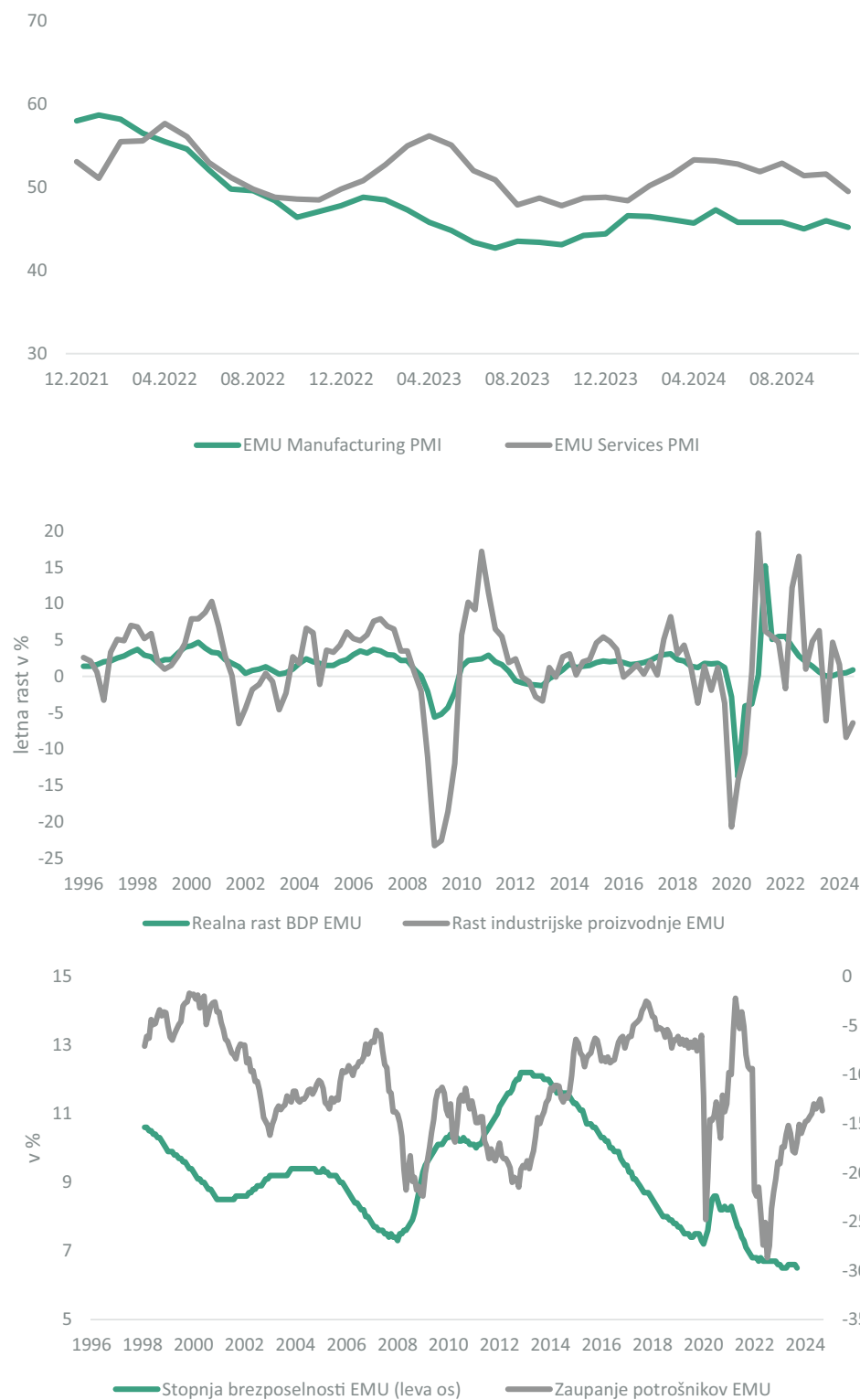
ZDA makroposnetek



Vir: Bloomberg 2024

Ekonomija

EU makroposnetek



Vir: Bloomberg 2024

Naložbeni mozaik je dokument, ki je informativne narave in tako bralcem predstavlja zgolj informativno gradivo. O morebitnih naložbenih odločitvah na podlagi Naložbenega mozaika se je potrebno pred izvedbo posvetovati z osebnim finančnim svetovalcem.

Naložbeni mozaik ne pomeni osebnega priporočila stranki za nakup posameznih finančnih instrumentov niti ne predstavlja storitve investicijskega svetovanja. Družba ne odgovarja bralcu ali kateri koli drugi osebi za morebitno neposredno ali posredno škodo, obveznosti in/ali izgubo, nastalo kot posledica odločitev bralca na podlagi informativnega gradiva Naložbeni mozaik. Družba tudi ne prevzema odgovornosti zaradi napačnih ali nepopolnih podatkov in/ali informacij v informativnem gradivu Naložbeni mozaik, razen v primeru naklepa ali velike malomarnosti družbe ali njenih predstavnikov, kar se presoja po standardu skrbnost dobrega strokovnjaka.

Podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin, temveč le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij. Družba morda je ali še bo za račun skladov v upravljanju ali v lastnem imenu sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedeni v tem dokumentu, lahko pa so ali bodo to počele tudi osebe, ki so sodelovale pri pripravi tega dokumenta.

Če publikacije Naložbeni mozaik ne želite več prejemati, nam to sporočite na elektronski naslov marketing@infond.si.



SAVA
I N F O N D

Sava Infond,
družba za upravljanje, d.o.o.
Ulica Eve Lovše 7
SI-2000 Maribor
www.infond.si
02 229 74 40