

V pričakovanju Trumpa

Če pogledamo situacijo na kapitalskih trgih ob koncu leta 2024, lahko hitro ugotovimo, da je **za nami še eno pozitivno leto**. Zaznamovalo ga je dinamično dogajanje vezano na kompleksno mešanico makroekonomskih dejavnikov, monetarne politike in geopolitičnih napetosti. V začetku leta je trge najbolj zaposlovala negotovost glede inflacije, zaposlenosti in gospodarske rasti. Strah pred recesijo oz. stagflacijo je bil velik, vse skupaj pa se je pozitivno razpletlo. **Ob zniževanju inflacije smo v ZDA spremljali mehek pristanek gospodarstva, v Evropi pa nizko gospodarsko rast.**

Na geopolitičnem področju se je situacija še nadalje zaostrovala. Vojna v Ukrajini se je nadaljevala z enako močjo, vojna v Gazi pa se je še stopnjevala. Leto 2024 je bilo tudi supervolilno leto, v katerem so volitve potekale v dobri tretjini vseh držav po svetu. Najpomembnejše so na trge seveda vplivale tiste v ZDA, v Evropi pa so kar nekaj pretresov prinesle tudi predčasne parlamentarne volitve v Franciji.

Skrbi vezane na makroekonomsko situacijo so v drugi polovici leta počasi drsele v ozadje, **v ospredje pa so stopile centralne banke, ki so začele zniževati obrestne mere, kar je na trg prineslo val olajšanja**. Umetna inteligenca je bila pomemben motor rasti na delniških trgih in delnice podjetij povezanih z razvojem AI tehnologij so dosegale lepe rasti. Še drugo leto zapored so izjemne rasti dosegale tudi delnice, ki tvorijo tako imenovano skupino veličastnih 7 (Nvidia, Apple, Microsoft, Amazon, Meta, Google in Tesla). Delež teh sedmih delnic posledično v indeksu S&P 500 trenutno presega 34 odstotkov. Ta podjetja so v lanskem letu tudi največ prispevala k skupni rasti prihodkov podjetij vključenih v indeks, prav tako so prispevala levji delež k skupni rasti indeksa S&P 500. Zgodovinsko gledano ni imela še nikoli peščica podjetij tako velikega deleža v celotnem indeksu.

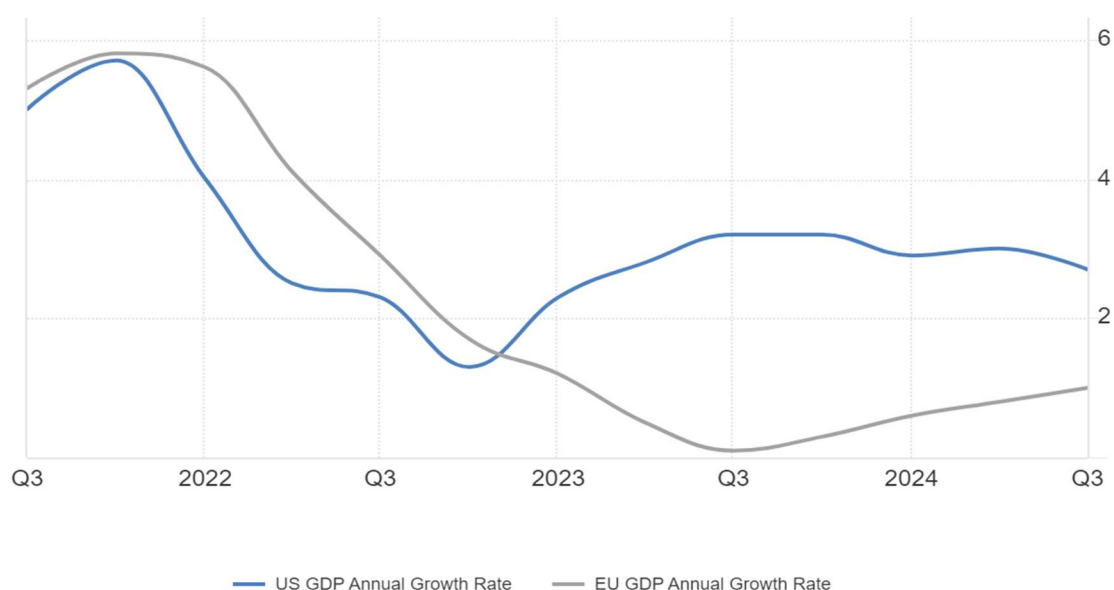
V nasprotju s pričakovanji, da bo vrednost dolarja v primerjavi z evrom in košarico pomembnejših valut padla, se je ta na krilih dobre gospodarske rasti in manjših znižanj obrestnih mer v ZDA v primerjavi z EU, v zadnjem letu okrepil za več kot 5 odstotkov in se v zadnjih dneh zelo približal pariteti z evrom. ZDA bi sicer bolj koristil šibkejši dolar, ki bi pocenil njihov izvoz. Celotna ideja dodatnih carin se namreč vrti okrog neravnovesja v zunanjetrgovinski bilanci ZDA, kjer ZDA vrednostno veliko več uvažajo kot pa izvažajo. Tudi trgi so zadnje tedne pod vplivom napovedanih politik prihajajoče Trumpove vlade. Poleg napovedi uvoznih carin so na tapeti še nižanje davkov in zaostrovanje migrantske politike in vpliv teh ukrepov na inflacijo, javni dolg in mednarodno trgovino.

Nadaljnje zniževanje obrestnih mer ob nadaljnjem postopnem zniževanju inflacije in solidni gospodarski rasti se odraža tudi v pričakovanjih ekonomistov, investicijskih bank in upravljavcev premoženja, ki tradicionalno poskušajo napovedati, kaj se bo zgodilo v prihajajočem letu. Če so bila za leto 2024 mnenja deljena, **za leto 2025 večina pričakuje zmerno rast vodilnih delniških indeksov**. Rast bi naj bila podprta z nadaljnimi nižanji obrestnih mer s strani centralnih bank ter rastjo prihodkov podjetij, ki bi naj izhajali iz izboljšanja produktivnosti in nižjih stroškov financiranja. Obenem lahko pričakujemo večja nihanja saj so vrednotenja nad dolgoročnimi povprečji, kar pušča malo prostora za razočaranja. Tako zelo poenotena mnenja so po pravici povedano nekoliko zaskrbljujoča, saj so se bikovskemu taboru pridružili še zadnji skeptiki iz Wall Streeta.

Največje tveganje za tak scenarij predstavljajo višja inflacija oziroma recesija v ZDA ali pa prihodki podjetij, ki bodo rasli počasneje od pričakovanj. Verjetnost višje inflacije oziroma recesije je po mnenju udeležencev trga majhna, bolj vprašljiva pa je visoka pričakovana rast prihodkov podjetij.

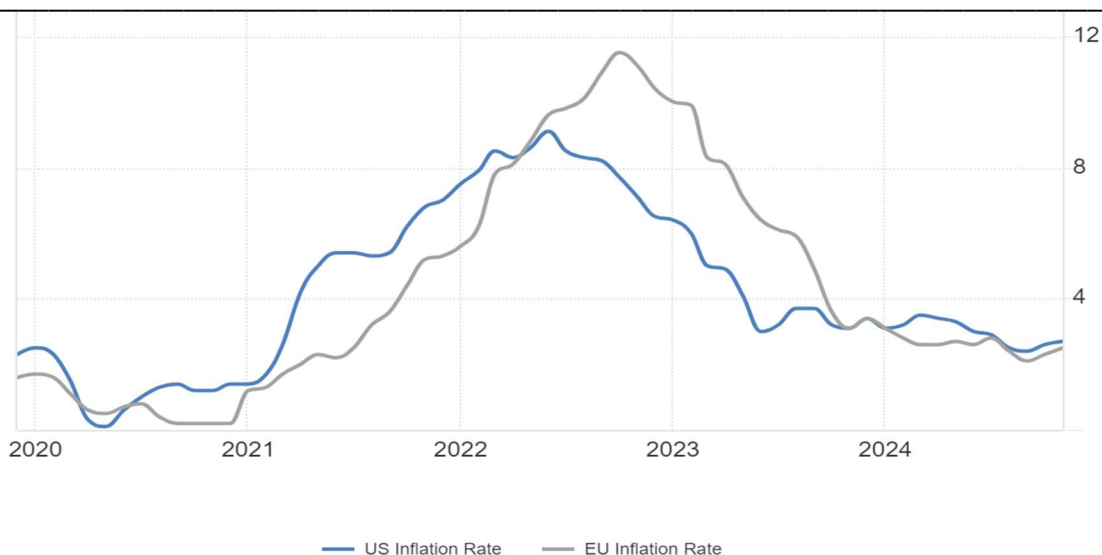
Stanje gospodarstva in inflacija

Napovedi svetovne gospodarske rasti za prihodnje obdobje ostajajo podobne kot v preteklem letu. Pričakuje se rast v višini 3,3 odstotka, kar je za desetinko odstotne točke več kot lani. Ob tem se pričakuje manjša rast v ZDA, ki bi se naj iz letošnjih 2,8 odstotka znižala na še vedno zavidljivih 2,4 odstotka. Na drugi strani naj bi se rast v območju evra okrepila iz lanskih 0,8 na 1,3 odstotka. Nižja rast se v prihodnje pričakuje tudi na Kitajskem, kjer se bo spustila pod 5 odstotkov.



Gibanje letne stopnje rasti BDP v ZDA (modra linija) in EU (siva linija)
Vir: Trading Economics

Inflacija se bo po pričakovanjih še naprej postopno zniževala zato se pričakujejo nadaljnja nižanja obrestnih mer s strani centralnih bank. Pri tem je vredno omeniti, da se je inflacija v evro območju znižala hitreje in bolj kot inflacija v ZDA. Posledično bi naj ECB v tem letu znižala obrestne mere večkrat in bolj kot FED na drugi strani Atlantika. Smo pa lani videli, da se lahko pričakovanja glede rezov v ZDA zelo hitro spreminjajo.



Gibanje letne stopnje inflacije v EU (siva linija) in ZDA (modra linija)
Vir: Trading Economics

Obveznice

V novembru in decembru smo bili priča precejšnjemu nihanju zahtevanih donosnosti obveznic. Po novembrskem znižanju je v decembru sledila rast zahtevanih donosnosti, kar je imelo za posledico znižanje tečajev obveznic. Rast zahtevanih donosnosti so povzročile napovedi glede manjšega števila rezov obrestnih mer v ZDA, močna gospodarska rast in pričakovanja trdovratnejše inflacije, po drugi strani pa tudi napovedane politike prihajajoče Trumpove administracije, ki želi z nižjimi davki spodbujati gospodarstvo, kar bo najverjetneje še povečalo že tako velik javni dolg za servisiranje katerega ob trenutnih visokih obrestnih merah ZDA porabijo že več kot za izdatke za obrambo. Evropske obveznice so kljub drugačni temeljni situaciji sledile premikom.

Kljub trenutnim nihanjem pričakujemo, da so bodo **zahtevani donosi na državne obveznice še naprej postopoma zniževali, kar bo pozitivno vplivalo na njihove vrednosti.**

Delnice

Od večjih delniških trgov so v lanskem letu najvišjo rast dosegle delnice v ZDA, kjer je S&P 500 že drugo leto zapored zrasel za več kot 20 odstotkov. Po donosnosti je sledil japonski Nikkei 225, ki je zrasel za dobrih 17 odstotkov, na repu razvitih trgov pa so se znašle evropske delnice, kjer je indeks STOXX 600 pridobil dobrih 7 odstotkov. Še drugo leto zapored so tako imenovane »growth« delnice (podjetja orientirana na rast) rasle bolj kot »value« delnice (družbe z ugodnimi vrednotenji). Prav tako so delnice malih in srednjih podjetij po rasti zaostajala za velikimi podjetji.

In prav sektorji in **delnice, ki lani niso izkazale pretirane rasti naj bi najbolj pripomogle k temu, da bo tudi letošnje leto na delniških trgih pozitivno.** Rast prihodkov teh družb bi se naj v letošnjem letu še izboljšala. Prav tako bi naj nadaljnje zniževanje obrestnih mer pozitivno vplivalo na stroške zadolževanja malih in srednjih podjetij.

Ker so trenutna vrednotenja delnic nad dolgoletnimi povprečjem, se predvideva, da bo rast tečajev delnic v tem letu predvsem posledica rasti prihodkov podjetij in ne toliko rasti vrednotenj samih delnic.



TradingView

Gibanje delniških indeksov S&P500 (črtkana linija), MSCI World (modra linija), STOXX 600 (rumena linija) in Nikkei 225 (rdeča linija) v zadnjem letu

Vir: TradingView

Zlato, evro in ameriški dolar

Predvidevanja za zlato ostajajo pozitivna tudi za letošnje leto. Dolgoročni pozitivni trend bi se lahko nadaljeval, podprt predvsem z nakupi zlata s strani centralnih bank. V zadnjih mesecih se temu pridružujejo tudi neto prilivi v ETF-e (exchange traded funds), ki sledijo gibanju cene zlata. Seveda pa ne smemo pozabiti tudi na geopolitična tveganja in funkcijo zlata kot varnega pribežališča.

Ameriški dolar se je v zadnjem letu glede na evro nekoliko okrepil, kar je posledica razhajanja v gospodarski rasti med regijama, ter razhajanju v monetarni politiki obeh centralnih bank. Večina investicijskih bank in upravljavcev je podobno kot lani mnenja, da je **trenutno ameriški dolar precenjen glede na evro.**



TradingView

*Gibanje cene zlata v USD (črtna linija) in tečaja EURUSD (rdeča linija) v zadnjem letu
Vir: TradingView*

Končno se v Sloveniji piše in govori tudi o večjih naložbenih portfeljih na podjetjih ter o družinskih pisarnah

V zadnjih dveh mesecih smo bili tudi medijsko precej aktivni in prepoznani. Novembra se je o tem pisalo točno tam, kjer bi se moralo: v izdaji revije [Finance Manager 100 najbogatejših Slovencev](#), za kar je poskrbel mladi urednik odprtega uma Jure Ugovšek. Nekoliko so sicer narobe zapisali, kje so priporočljive meje za pridružitve Multi Family Office, a nič zato.

Na koncu leta pa smo o tem govorili tudi v najbolj gledanem in poslušanem podkast-u v Sloveniji na temo financ – [Money How](#), z vedno nabrito in radovedno Marjo Milič.

Prvi nasledstveni cikel v Sloveniji se bliža vrhu. Dogajanje zadnjega leta kaže na to, da smo 12 let nazaj, ko smo se odločili tudi za razvoj storitve družinske pisarne (ali family office), odločili pravilno.