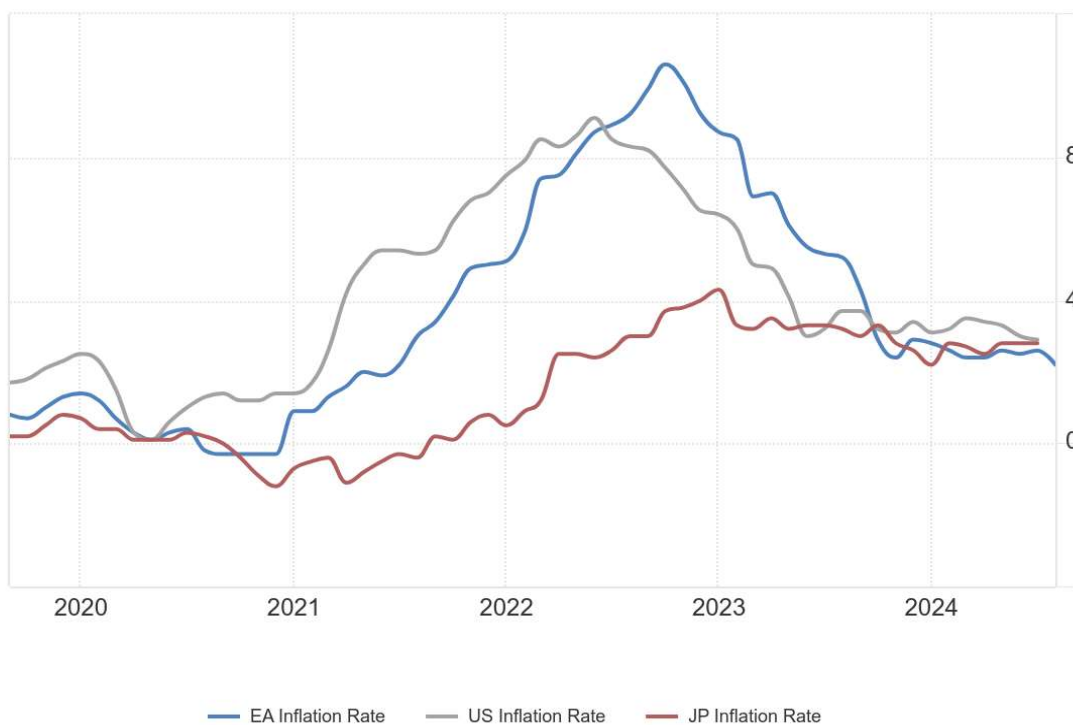


Gospodarski podatki še naprej vzpodbudni, inflacija pod nadzorom

V zadnjih dveh mesecih spremljamo na delniških trgih povečano volatilitnost, ki je predvsem posledica negotovosti glede prihodnjega razvoja gospodarske situacije v ZDA. Dokler se je trg fokusiral na enega nasprotnika, inflacijo, je bilo vse kar je vplivalo na njeno znižanje, ne glede na to ali bi bilo v običajnih razmerah videno kot pozitivno ali negativno, sprejeto kot pozitivno.

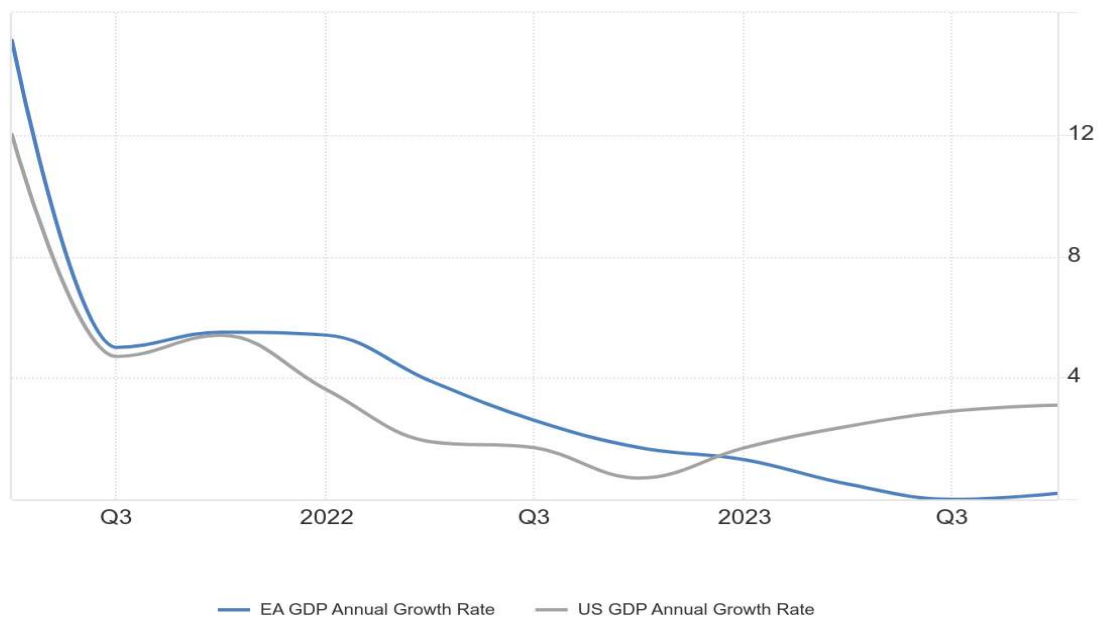
V zadnjih mesecih pa smo prišli do točke, ko lahko rečemo, da je inflacija pod nadzorom in se počasi in vztrajno bliža ciljnim vrednostnim centralnih bank, **zato so se v prvi plan ponovno vrnile ostale gospodarske kategorije** kot so gospodarska rast, brezposelnost, osebna potrošnja, vrednost indeksa nabavnih menedžerjev in podobno, ki kažejo na zdravje gospodarstva.



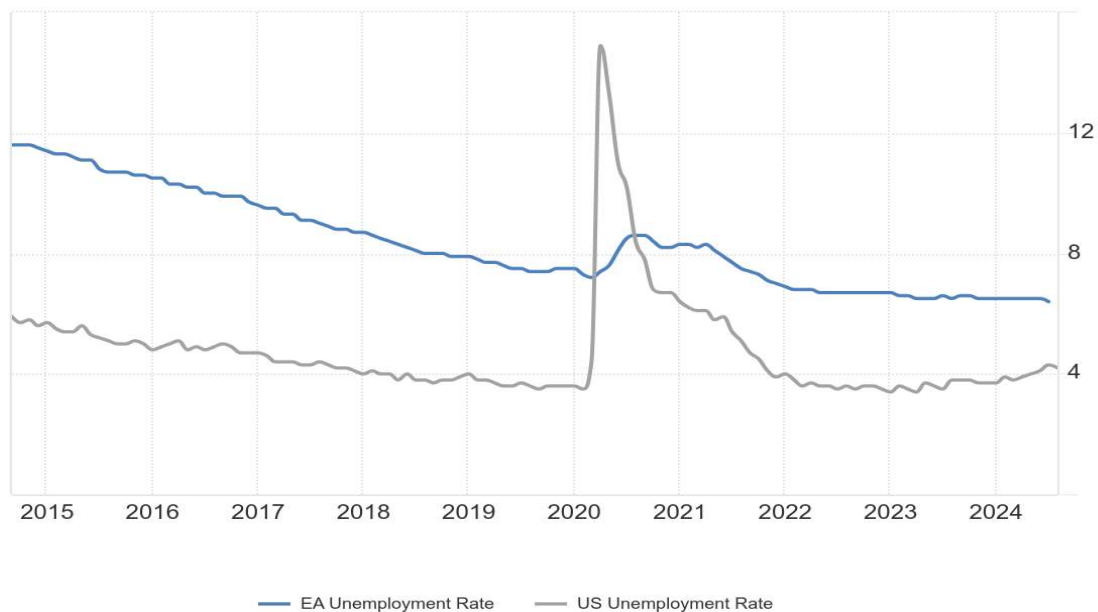
Gibanje letne stopnje inflacije v Evroobmočju (modra), ZDA (siva) in na Japonskem (rdeča)

Vir: Trading Economics

In gospodarska rast v ZDA ostaja kljub še vedno visokim obrestnim meram dobra, tudi stopnja brezposelnosti, ki je v zadnjih mesecih zrasla, je zgodovinsko gledano še vedno nizka in se je avgusta ponovno nekoliko znižala, prav tako ostaja osebna potrošnja, ki je glavno gonilo gospodarske rasti v ZDA, dobra. Za delniške trge je zelo pomembna tudi rast poslovanja podjetij in **zadnje objave rezultatov podjetij so postregle z dobrimi rezultati, ki so v večini primerov presegli napovedi analitikov**. So se pa velika pričakovanja glede umetne inteligence, ki je bila eno izmed večjih gonil rasti trga v zadnjem letu, nekoliko umirila. Največji vpliv na ta del je imela objava poslovnih rezultatov Nvidie, ki so tudi tokrat presegli pričakovanja analitikov, vendar je očitno, da se hitra rast umirja. Dokler ne bo novih podatkov, ki bi kazali na nadpovprečno velika vlaganja v razvoj umetne inteligence oziroma rezultatov, ki bi izhajali iz njene uporabe, se bo fokus trgov preusmeril drugam.



Letna rast BDP v Evroobmočju (modra) in ZDA (siva)
Vir: Trading Economics



Stopnja brezposelnosti v Evroobmočju (modra) in ZDA (siva)
Vir: Trading Economics

V Evropi so medtem vse oči uprte v Nemčijo, ki se sooča z velikimi težavami predvsem v avtomobilski industriji. Prehod na proizvodnjo električnih avtomobilov, kjer je konkurenca iz Kitajske iz leta v leto močnejša, ter višji stroški, ki so posledica tako dražjih energentov kot tudi višjih cen surovin in stroškov dela, negativno vplivajo na prodajne številke. Je pa Francija po dveh mesecih naposled le dobila novega premierja, kar bi moralo pozitivno vplivati na stabilnost drugega največjega evropskega gospodarstva. Če na hitro skočimo še domov lahko vidimo, da se je tudi na Ljubljanski borzi rast tečajev na borzi umirila, pri čemer pa največja

slovenska podjetja še naprej razveseljujejo z rastjo poslovanja in pozitivnimi napovedmi, ter visokimi dividendnimi donosi. Na drugem koncu sveta pa se Kitajska še naprej spopada s strukturno krizo. Še dodatno k temu prispevajo razne uvozne carine na kitajske izdelke, ki sta jih predvsem ZDA in Evropa že sprejeli oziroma jih napovedujeta. Globalizacija, kot smo jo poznali v preteklosti se očitno počasi poslavlja. Pritisk na tečaje kitajskih delnic pa tudi zato ne pojenja. Kljub temu, da so po kazalnikih zgodovinsko poceni, se še naprej cenijo.

Obrestne mere in obvezniški trg

Julija in avgusta so zahtevane donosnosti obveznic še naprej rahlo padale kar je pozitivno vplivalo na tečaje obvezniških skladov in ETF-ov. Ameriška centralna banka (FED) je julija obrestno mero pustila nespremenjeno, trenutno pa več kot **70 % udeležencev trga predvideva, da bo FED na svojem zasedanju 18. septembra obrestno mero znižal za 0,25%**. Tudi v Evropi se pričakuje, da bo ECB na zasedanju 12. septembra obrestne mere znižala za nadaljnjih 0,25%, čemur bi naj sledilo še eno znižanje do konca letošnjega leta. Glede na to, da je inflacija že zelo blizu ciljnih 2 %, na drugi strani pa je gospodarska rast v Evropi nizka in se le počasi dviguje bodo seveda prihodnja znižanja obrestnih mer za gospodarstvo več kot dobrodošla.

Ker se je v zadnjem letu celotna obrestna krivulja pomaknila navzdol, pričakujemo, da bodo prihodnja znižanja obrestnih mer pozitivno vplivala predvsem na tečaje obveznic krajših ročnosti, medtem, ko bi obveznice daljših ročnosti dodatno pridobile predvsem v primeru povečane verjetnosti recesije.



Gibanje zahtevane donosnosti 10 letnih ameriških (črtkana), nemških (rdeča), francoskih (oranžna) in italijanskih (modra) državnih obveznic

Vir: TradingView

Delnice

V začetku avgusta so delniški trgi doživeli že drugo letošnjo korekcijo, ki je presenetila s svojo silovitostjo. Nekateri vodilni delniški indeksi so v nekaj dneh izgubili tudi več kot 10 %, ki pa so jih tako hitro, kot so jih izgubili, pridobili nazaj. Glavna razloga razprodaje naj bi bila slabši podatki o zaposlenosti v ZDA, ki jim je sledil minoren dvig obrestnih mer na Japonskem, kar je trgovce, ki so si sposojali poceni denar na Japonskem vzpodbudilo, da prodajo delniške

naložbe, ki so jih s tem financirali. Najverjetneje lahko del zaslug za tako silovito nihanje pripišemo tudi elektronskim trgovalnim sistemom (botom), ki ob prekoračitvi določenih kriterijev brez oklevanja (oz. v primeru ljudi razmisleka) prodajajo (ali kupujejo) delnice.

Je pa zadnje mesece rast delniških indeksov v ZDA poganjalo vedno več delnic. Rast indeksov tako ni več odvisna samo od veličastnih sedem, ki so bile v 2023 in začetku 2024 zaslužene za večino rasti v ZDA ampak se je to počasi razširilo na več sektorjev in več delnic. Tako na primer med najbolj donosnimi sektorji v zadnjem času ni bilo sektorja informacijske tehnologije ampak so se je tja zavihteli drugi sektorji.

Prav tako smo lahko opazili rotacijo od tako imenovanih »growth« delnic (hitro rastoča podjetja) k »value« delnicam (delnice iz zrelih panog z nižjimi vrednotenji), ki so po donosnosti v zadnjem obdobju prehitale prve. Z nižanjem obrestnih mer bodo v ospredje vedno bolj prihajala tudi majhna in srednja podjetja, na katere so imele višje obrestne mere zaradi višjih stroškov zadolževanja največji vpliv.



Gibanje delniškega indeksa S&P500 (črtkana), MSCI World (rdeča), STOXX 600 (rumena), MSCI Emerging Markets (modra) in MSCI China (zelena)

Vir: TradingView

Zlato, nafta in tečaj EURUSD

Cena zlata je tudi čez poletje počasi naraščala in se ustalila pri vrednostih okrog 2.500 USD za unčo. Od začetka leta je cena zrasla že za več kot 20 odstotkov, kljub temu pa zglada, da ima dovolj moči in podpore, da se pozitiven trend ohrani tudi v prihodnje. **Nakupi centralnih bank in v zadnjih mesecih tudi povečani prilivi v ETF-e vezane na zlato, dajejo zlatu močno podporo.** Tudi geopolitična situacija skupaj s trenutno makroekonomsko negotovostjo še dodatno vzpodbuja nakupe.

Na drugi strani trenutna makroekonomska negotovost negativno vpliva na ceno nafte, ki se je v zadnjih dveh mesecih znižala za slabih 20 odstotkov. Slabi podatki glede proizvodne aktivnosti na Kitajskem pa tudi upočasnjevanje v ZDA, ter predvidevanja o presežni ponudbi v 2025, so imele največji vpliv na padec cen. Tudi strah, da bi se lahko vojna v Gazi razširila na

širšo regijo in povzročila težave pri preskrbi z nafto se je trenutno popolnoma umaknil. Bodo pa nižje cene nafte še dodatno ublažile inflacijske pritiske.

Ameriški dolar je v zadnjih dveh mesecih nekoliko izgubljal v primerjavi z evrom, kar je predvsem posledica pričakovanj, da se bodo obrestne mere v ZDA v prihodnje zniževale hitreje kot v Evropi. Ker pa je gibanje valutnega para poleg obrestnih mer odvisno tudi od gospodarske situacije na obeh straneh, in ta je v ZDA trenutno še vedno boljša kot v Evropi, se večjih sprememb na tem delu do konca leta ne pričakuje.



Gibanje cene zlata (črtkana) in nafte (rdeča) v USD in tečaja EURUSD (modra) od začetka leta
Vir: TradingView

Kako naprej?

Trenutno se vse vrti okrog gospodarske situacije v ZDA in predvidevanj okrog velikosti in tempa znižanja obrestnih mer s strani FED-a. Trgi za razliko od zadnjega leta ali dveh na slabe gospodarske podatke ne odreagirajo več pozitivno ampak tako kot je običajno, torej negativno, saj je strah pred inflacijo zamenjal strah pred recesijo. Kljub temu pa **zgleda, da ostaja gospodarska situacija ob hkratnem ohlajanju inflacije dobra, približuje pa se tudi obdobje obsežnejšega zniževanja obrestnih mer**, kar bi moralo še dodatno pozitivno vplivati na gospodarstvo in trge. Nekdo bo rekel, da je kozarec napol prazen, mi pa zaenkrat verjamemo, da je napol poln in se bo sčasoma še bolj napolnil.

Zaradi spreminjajoče makroekonomske slike, obstoječih geopolitičnih tveganj in prihajajočih volitivah v ZDA pričakujemo na trgih več nervoze in posledično večjo volatilitnost. Še vedno pa pričakujemo do konca leta pozitiven razplet tako na delniških kot tudi obvezniških trgih. Nižanje obrestnih mer bo namreč še naprej pozitivno vplivalo na tečaje obvezniških naložb, prav tako obdobja nižanja obrestnih mer običajno pozitivno vplivajo na delniške trge, če seveda nižanja niso posledica izrazitega poslabšanja gospodarske situacije, kar pa v trenutnem primeru niso. Nižje obrestne mere in geopolitična tveganja nudijo tudi dobro podporo zlatu.

Glede na trenutno situacijo še naprej v celoti sledimo dogovorjeni ciljni strukturi portfeljev.