Dvomesečno poročilo Prosperita Family Office in SUPER Klub Finančni center, 8. 9. 2026
Avtorja: Primož Kovačič in mag. Samo Lubej

Obrestne mere ponovno v ospredju

V zadnjih dveh mesecih smo bili na kapitalskih trgih priča **zanimivi kombinaciji odpornih delniških trgov, padanja cen dolgoročnih državnih obveznic ter rasti zlata**. Gospodarska aktivnost v največjih svetovnih gospodarstvih zaenkrat ostaja solidna, vendar se je v ospredje ponovno vrnila inflacija. K temu so največ prispevale višje cene energentov, kot posledica konflikta v Iranu, zaradi česar se je opazno spremenilo tudi razmišljanje vlagateljev o prihodnji denarni politiki centralnih bank.

Še pred nekaj meseci je bilo glavno vprašanje, kdaj in kako hitro bodo centralne banke nadaljevale z zniževanjem obrestnih mer, v zadnjih mesecih pa se trg ponovno ukvarja z možnostjo, da bodo morale obrestne mere ostati visoke bistveno dlje. ECB je na svojem junijskem zasedanju temeljno obrestno mero že dvignil za 0,25 % točke, medtem, ko FED v tem letu obrestnih mer zaenkrat še ni spreminjal. Trg trenutno pričakuje, da bomo v septembru videli tako dvig s strani ECB kot tudi prvi letošnji dvig na strani FED-a.

Ameriško gospodarstvo je v drugem četrtletju nadaljevalo z rastjo. Podatki glede potrošnje gospodinjstev, trga dela in investicij ostajajo dobri. Tudi v Evropi se gospodarska slika nekoliko izboljšuje. Rast ostaja precej šibkejša kot v ZDA, vendar so nekateri podatki iz proizvodnje in storitvenega sektorja boljši kot v prvi polovici leta. Še vedno ostajajo velike razlike med posameznimi državami, evropsko gospodarstvo pa je zaradi večje odvisnosti od uvoza energentov tudi precej bolj občutljivo na rast cen nafte in plina.

Geopolitična tveganja so se v zadnjih tednih ponovno povečala. Dogajanje na Bližnjem vzhodu in nevarnost motenj pri transportu nafte skozi Hormuško ožino sta ponovno dvignila cene energentov in s tem tudi inflacijska pričakovanja. Vojna v Ukrajini se medtem nadaljuje brez pomembnejšega političnega preboja, dodatno negotovost pa predstavljajo trgovinska politika ZDA ter še naprej napeti odnosi med ZDA in Kitajsko.

Kljub temu ostaja večina **delniških trgov blizu letošnjim rekordnim vrednostnim**. Dobri poslovni rezultati podjetij in nadaljevanje izjemno visokih investicij v umetno inteligenco za zdaj odtehtajo negativne učinke višjih obrestnih mer. Precej drugačna slika je bila na obvezniških trgih, kjer so se zahtevane donosnosti predvsem pri daljših ročnostih ponovno občutno zvišale.

Obrestne mere in inflacija

Julija in avgusta se je inflacija znižala tako v ZDA kot tudi v Evropi. FED je na julijskem zasedanju obrestne mere pustil nespremenjene v območju med 3,50 % in 3,75 %. Pomembnejše od same odločitve je bilo sporočilo centralne banke, da boj proti inflaciji še ni končan. Kevin Warsh je ponovno poudaril pomen 2 % inflacijskega cilja in nakazal, da FED v primeru nadaljnjega povečevanja cenovnih pritiskov ne bo okleval z bolj restriktivno politiko.

Podobno dilemo ima ECB. Depozitna obrestna mera trenutno znaša 2,25 %, vendar višja inflacija in nekoliko boljši gospodarski podatki zmanjšujejo potrebo po hitrem sproščanju monetarne politike. Trgi zato tudi v Evropi pričakujejo, da bodo obrestne mere ostale višje dlje, kot je bilo pričakovano še pred nekaj meseci.

Ključna neznanka za prihodnje mesece ostajajo cene energentov. Če bi ZDA in Iran našle pot iz trenutnega konflikta, ki je glavni razlog za visoke cene, bi se lahko inflacijska slika hitro

Prosperita Family Office d.o.o., **vse pravice pridržane.**

izboljšala. Nasprotno lahko daljše obdobje visokih cen centralnim bankam močno zoži manevrski prostor.

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

Obvezniški trgi

Največji premik zadnjih dveh mesecev smo videli prav na obvezniških trgih. **Donosnost 10-letne ameriške državne obveznice se je z okoli 4,5 % v začetku julija zvišala proti 4,8 %**, kar je povzročilo padec cen predvsem obveznic daljših ročnosti. Podobno gibanje smo opazovali tudi v Evropi, Veliki Britaniji in na Japonskem. Razlog ni samo pričakovanje višjih obrestnih mer centralnih bank. Vlagatelje vse bolj skrbijo tudi visoki javnofinančni primanjkljaji, hitro naraščanje javnega dolga ter posledično velika prihodnja ponudba državnih obveznic. Javni dolg ZDA je na primer v avgustu prvič v zgodovini presegel vrednost 40 trilijonov dolarjev.

Dodatno vprašanje predstavlja močno povečanje investicij v AI in energetsko infrastrukturo, ki povečuje povpraševanje po kapitalu. Kombinacija višje inflacije, visokih državnih deficitov in velikih investicijskih potreb lahko pomeni, da bodo dolgoročne tržne obrestne mere ostale povišane tudi v primeru, da bodo centralne banke v prihodnjih letih postopoma zniževale kratkoročne obrestne mere.

Največje tveganje zato ostaja predvsem pri **obveznicah z zelo dolgo zapadlostjo, zlasti 10 do 30 letnih državnih obveznicah**, medtem ko je občutljivost kratko in srednjeročnih obveznic na nadaljnjo rast donosnosti precej manjša.

Prosperita Family Office d.o.o., **vse pravice pridržane.**

Gibanje zahtevane donosnosti 10 letnih ameriških (črtkana), nemških (modra), francoskih (zelena) in japonskih (rdeča) državnih obveznic od začetka leta
Vir: TradingView

Delniški trgi

Delniški trgi so se kljub rasti obrestnih mer dobro držali. Ameriški indeks S&P 500 je od začetka julija do začetka septembra pridobil približno 3 %, Nasdaq pa okoli 2 %. Znotraj obdobja je bilo sicer precej nihanja, predvsem pri tehnoloških podjetjih, ki so povezana z umetno inteligenco.

Glavno gonilo delniških trgov ostajajo visoka pričakovanja glede razvoja umetne inteligence. **Investicije največjih tehnoloških podjetij v podatkovne centre, čipe in energetsko infrastrukturo še naprej rastejo z izjemno hitrostjo.** Vseeno predstavljajo višje obrestne mere vedno pomembnejšo protiutež visokim vrednotenjem. Zato lahko tudi ob dobri temeljni zgodbi pričakujemo povečano volatilnost.

Evropski delniški trgi so bili nekoliko šibkejši od ameriških. V prid evropskim trgom gre predvsem izboljševanje nekaterih gospodarskih kazalnikov, nižja vrednotenja v primerjavi z ZDA ter povečane investicije v infrastrukturo in obrambo, glavno slabost pa predstavljajo višje cene energentov.

Na razvijajočih trgih ostajajo razlike velike. Tajvan in Južna Koreja sta močno povezana z globalnim ciklom polprevodnikov in umetne inteligence, Indija ima še naprej relativno visoko gospodarsko rast, kitajski trg pa ostaja razpet med solidnim izvoznim in tehnološkim sektorjem ter šibkim domačim povpraševanjem in nepremičninskim trgom. Visoke ameriške obrestne mere še vedno predstavljajo pomembno omejitev za širši in močnejši vzpon teh trgov.

Prosperita Family Office d.o.o., **vse pravice pridržane.**

Gibanje delniških indeksov S&P500 (črtkana linija), STOXX50 (modra linija), Nikkei225 (rdeča linija) MSCI China (oranžna linija), MSCI India (svetlo modra linija) in MSCI Emerging Markets (zelena linija) od začetka leta
Vir: TradingView

Zlato, nafta in USD

Po padcu v prvi polovici leta je **zlato v zadnjih dveh mesecih ponovno občutno pridobilo na vrednosti**, dolgoročna zgodba zlata tako ostaja nespremenjena. Poleg tradicionalne vloge varnega zatočišča, ostaja pomembna tudi njegova funkcija zaščite pred razvrednotenjem fiat valut, ter alternativa naložbam v dolarske obveznice.

Pomemben preobrat smo videli tudi pri cenah nafte. Po tem, ko so se cene do konca junija vrnile na nivoje iz začetka leta, so se v nadaljevanju zaradi ponovnega zaostrovanja razmer na Bližnjem vzhodu hitro povzpele.

Ameriški dolar se je v zadnjem obdobju ustalil in zaenkrat v letošnjem letu ni naredil večjega premika v eno ali drugo smer. Dokler ameriško gospodarstvo raste hitreje od evropskega in FED ohranja bolj restriktivno denarno politiko, ostaja podpora dolarju relativno močna.

Prosperita Family Office d.o.o., **vse pravice pridržane.**

Gibanje cene zlata (črtkana linija), valutnega križa EUR/USD (zelena linija) in cene nafte WTI (modra linija) v zadnjih treh mesecih
Vir: TradingView

In kako naprej?

Generalna slika ostaja še naprej dobra. Gospodarska rast v svetu ostaja solidna, poslovanje podjetij dobro, po drugi strani pa nekoliko višja inflacija zmanjšuje možnosti za zniževanje obrestnih mer.

Kombinacija solidne gospodarske rasti, dobrih dobičkov, nekoliko povišane inflacije in obrestnih mer lahko tudi v prihodnje predstavlja dobro okolje za kapitalske trge.

Zaradi tega ohranjamo nevtralno mnenje tako za delnice in zlato, medtem ko smo pri obveznicah kratkoročno nekoliko bolj zadržani, na nekoliko daljši rok pa prav tako nevtralni.

Prosperita Family Office vse bolj prepoznavna v strokovni javnosti tako v tujini kot doma

Ponosni smo na mnoga vabila, ki se vrstijo na različne mednarodne in domače konference, kjer nastopamo kot govorci in tudi moderatorji predvsem pri različnih naložbenih temah. V prvi polovici leta smo tako sodelovali na treh tovrstnih dogodkih. Izvedli smo tudi predstavitveno predavanje na Ekonomski Fakulteti Univerze v Ljubljani na temo »Kaj je in kako deluje Family Office«.

Za naslednja dva meseca pa bomo najprej soustvarjali vsebino na »Asset Alocation Conference«, ki jo organizira slovensko združenje finančnih analitikov – CAF Society Slovenia.

Drugi dogodek pa je naš prvi vsebinski angažma v ZDA, kjer bomo na povabilo The Family Office Cluba, največjega svetovnega združenja Family Office-v na dogodku Silicon Valley Summit izvedli kratko predstavitev o naložbenih priložnostih v regiji CEE.

Prosperita Family Office d.o.o., **vse pravice pridržane.**