



Vir: UI

Pogled 2026

Umetnost lovljenja
ravnotežja



Spoštovane vlagateljice, spoštovani vlagatelji!

Za nami je še eno pozitivno leto 2025 na delniških trgih, ki se je nadaljevalo po trendu, začetem oktobra 2022. Pomembna razlika glede na prejšnja leta je, da so se visokim donosom ameriških delnic končno pridružile tudi ostale regije.

V središču dogajanja ostaja umetna inteligenca (UI). Njen potencial za preobrazbo gospodarstva in našega življenjskega sloga je izjemen. Čeprav so prisotni dejavniki za nastanek balona (predvsem povišana vrednotenja), je rast naložb v UI za zdaj upravičena in vzdržna.

Ameriški delniški trg ostaja epicenter inovacij. Širjenje uporabe UI ustvarja priložnosti tudi za sektorje zunaj IT, kot so zdravstvo, obramba in energetika. Glede na visoke ravni vrednotenj in visoko koncentracijo delniških indeksov, bo diverzifikacija ključna za obvladovanje tveganja.

Evropa vstopa v leto 2026 v precej boljšem stanju. Kombinacija ugodne monetarne politike, državne podpore in boljših pričakovanj glede dobičkov ustvarja ugodnejše pogoje, ključni motorji rasti bodo nemške fiskalne spodbude, obramba in infrastruktura.

V fokus vlagateljev se vračajo tudi kitajske delnice saj nudijo dvojno priložnost: rast in nizke cene. Vlaganje v kitajska vodilna podjetja v sektorjih, kot sta UI in zelena energija, ponuja dodatno geografsko diverzifikacijo.

Rivalstvo med ZDA in Kitajsko se nadaljuje, kar vodi v zaostrene industrijske, oboroževalne in tehnološke tekme. Obveznice ponovno služijo kot učinkovita varovalka proti padcem delnic in so bistven element vsakega portfelja. Zniževanje obrestnih mer s strani centralnih bank je tradicionalno ugodno za obveznice.

Vstopamo v leto 2026, polno dinamičnih sprememb in priložnosti, leto, ki bo zahtevalo umetnost lovljenja ravnotežja.

Barbara Gačnik

Teme v fokusu:

- [Navdušenje nad UI ne pojenja](#)
- [Globalna rast 2026: Optimizem z mero previdnosti](#)
- [Geopolitika: Rivalstvo med ZDA in Kitajsko](#)
- [Bo cena zlata še naprej naraščala?](#)

Delnice in obveznice:

- [Delnice: Dolgočasno ne bo](#)
- [ZDA: Med inovacijami in obrestno negotovostjo](#)
- [Evropa na strateškem prelomu](#)
- [Pričakujemo še eno dobro leto za kitajske delnice](#)
- [Ali že lahko govorimo o balonu na področju UI?](#)
- [Zdravstvo na pragu revolucionarnih sprememb](#)
- [Obveznice: Izbira kakovostnih izdajateljev in srednje ročnosti obveznic](#)

Pogled 2026: Naša pričakovanja

Navdušenje nad UI ne pojenja

Aleš Grbić



Hitra rast uporabe UI ter visoke investicije podpirata njene temelje

- **Navdušenje nad razvojem modelov UI**

V središču zgodbe o umetni inteligenci je generativna umetna inteligenca. Generativna UI oziroma veliki jezikovni modeli so v širšem smislu računalniški programi, ki se učijo in ustvarjajo besedilo, slike, zvok, programsko kodo ali druge vrste medijev z uporabo arhitekture, trenirane na velikanskih količinah podatkov.

- **Pospešek investicijskega cikla UI**

V letu 2025 so naložbe v infrastrukturo, povezane z UI, k rasti ameriškega BDP prispevala več kot potrošnja gospodinjstev. Impulz k rasti, ki izhaja iz izdatkov za UI, bo skoraj zagotovo tudi v letu 2026 pomemben vir rasti BDP. Do leta 2026 bi lahko investicije v UI presegle 550 milijard dolarjev.

- **Uporaba UI**

Ameriške raziskave med podjetji kažejo stalno rast uvajanja UI. 10 % podjetij že poroča, da jo uporabljajo za proizvodnjo blaga ali storitev. Po alternativnem indeksu uvajanja UI podjetja Ramp skoraj 45 % podjetij že plačuje naročnine za velike jezikovne modele.

- **Vpliv UI na trg dela**

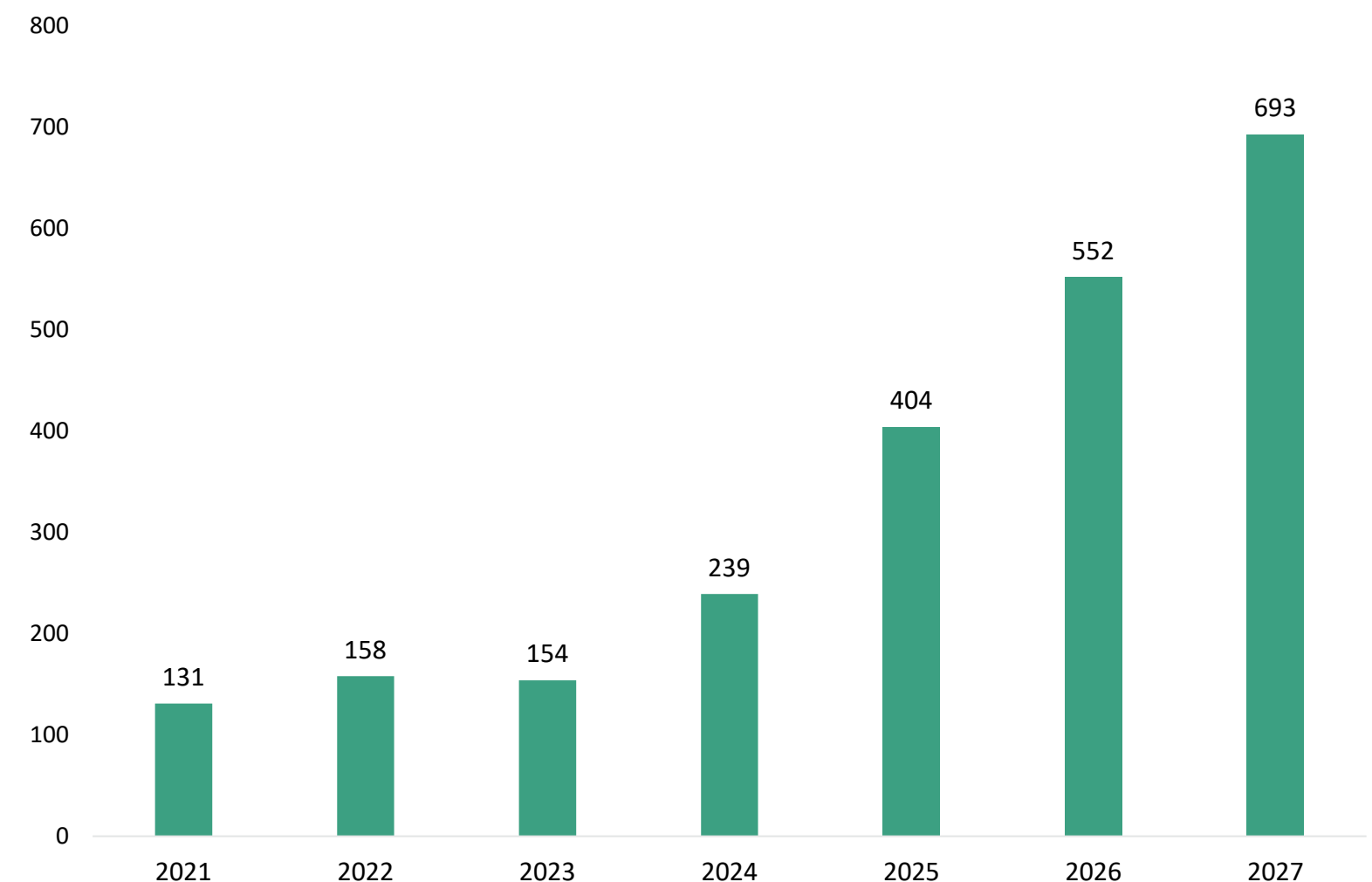
Kratkoročno bo verjetno UI več delovnih mest izboljšala, kot jih bo avtomatizirala ali ukinila. Možno je tudi, da lahko povišanje produktivnosti zaradi UI izravna šibkejše trende rasti prebivalstva v razvitem svetu.

- **Potencialne omejitve širjenja umetne inteligence**

Največja omejitev je električna energija. Ovira je tudi zastarela infrastruktura, 70 % daljnovodov je starejših od 25 let. Voda za hlajenje podatkovnih centrov je tudi pomemben dejavnik. Zasebnost podaktov ostaja eden izmed ključnih dejavnikov.

[PREBERI VEČ](#)

Investicije hiperskalerjev v UI infrastrukturo v mrd USD



Vir: Bloomberg, Goldman Sachs 2025.

Tehnološki napredek je sprožil pravi investicijski razcvet v UI infrastrukturo. Velika ameriška tehnološka podjetja so potrojila letne izdatke za kapitalne naložbe od leta 2023, ko so znašale 154 milijard dolarjev.



Globalna rast 2026: Optimizem z mero previdnosti

Uroš Vek



Na leto 2026 zremo optimistično, a se zavedamo, da previdnost ni odveč.

- **Zmeren globalni optimizem v letu 2026**

Globalno gospodarstvo vstopa v leto 2026 z zmernim optimizmom, saj napovedi Mednarodnega denarnega sklada kažejo na 3,1 % rast. Rast naj bi podpirali dejavniki, kot so manjša trgovinska negotovost, ekspanzivna fiskalna politika ter ugodne cene energije, kar potrjujejo tudi OECD-jevi vodilni indikatorji za večino regij.

- **Tveganja ostajajo**

Kljub temu ostajajo ključna tveganja, inflacija, geopolitična negotovost in fiskalna krhkost, ki lahko vplivajo na stabilnost.

- **Ugodnejši pogoji za rast**

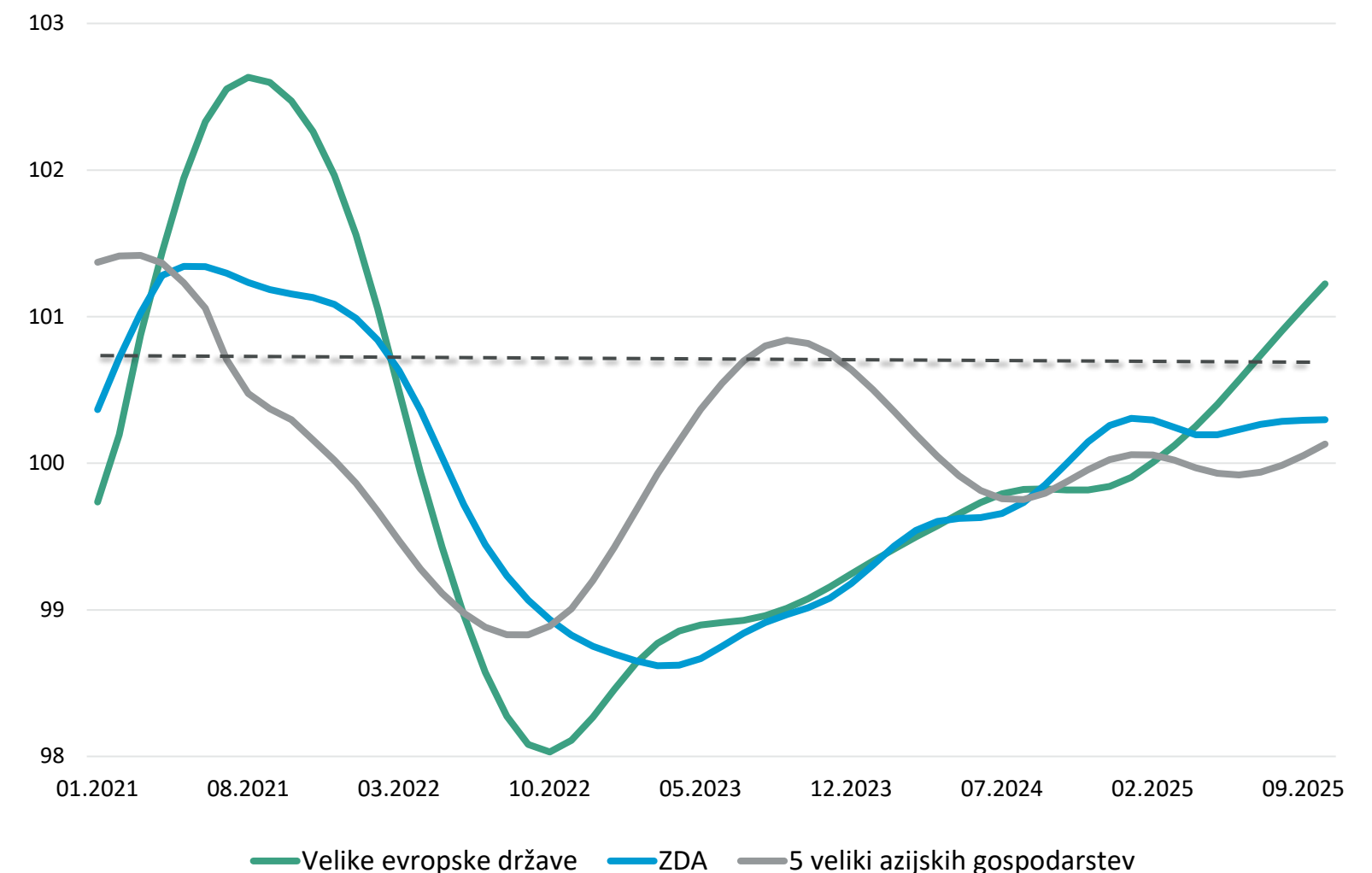
Pozitivno sliko dopolnjujejo dejavniki, kot so umirjanje trgovinskih napetosti, ekspanzivna fiskalna politika v ZDA in Evropi ter napoved nižje cene nafte (65,84 USD/sodček), kar bo spodbudilo potrošnjo. OECD-jevi vodilni indikatorji za večino regij potrjujejo nadaljevanje rasti, kar krepi pričakovanja, da bodo priložnosti prevladale nad tveganji.

- **Leto 2026: priložnosti, a tudi preizkušnje**

Na leto 2026 zremo optimistično, a se zavedamo, da previdnost ni odveč.

[PREBERI VEČ](#)

OECD vodilni indikator



Vir: OECD, 2025

Globalno gospodarstvo je po pandemiji ostalo presenetljivo odporno, brez širše recesije. Za 2026 pa ostajajo glavna tveganja inflacija, geopolitika in fiskalna krhkost.



Geopolitika: Rivalstvo med ZDA in Kitajsko

Aleš Šoba



Svet se pomika proti nastajajočemu bipolarnemu redu ZDA proti Kitajski.

- **Bipolarni svet**

Namesto globalizacije in miru se današnji vlagatelji srečujejo z vojno v Evropi, carinami, tehnološkimi omejitvami in oblikovanjem trgovinskih blokov. ZDA izgubljajo vlogo hegemon, tako da vstopamo v svet dveh dominantnih sil, kjer je Kitajsko postala resen konkurent.

- **Od učinkovitosti k odpornosti**

Med pandemijo so zahodne države dobro spoznale, kako odvisne so od krhkih dobavnih verig. To spoznanje je postavilo na glavo povojno (po hladni vojni) prepričanje v globalizacijo, ki daje prednost učinkovitosti. Varne, po možnosti domače, dobavne verige pa so postale osrednji del državnih politik na Zahodu, na Kitajskem in drugod.

- **Od miru k vojni**

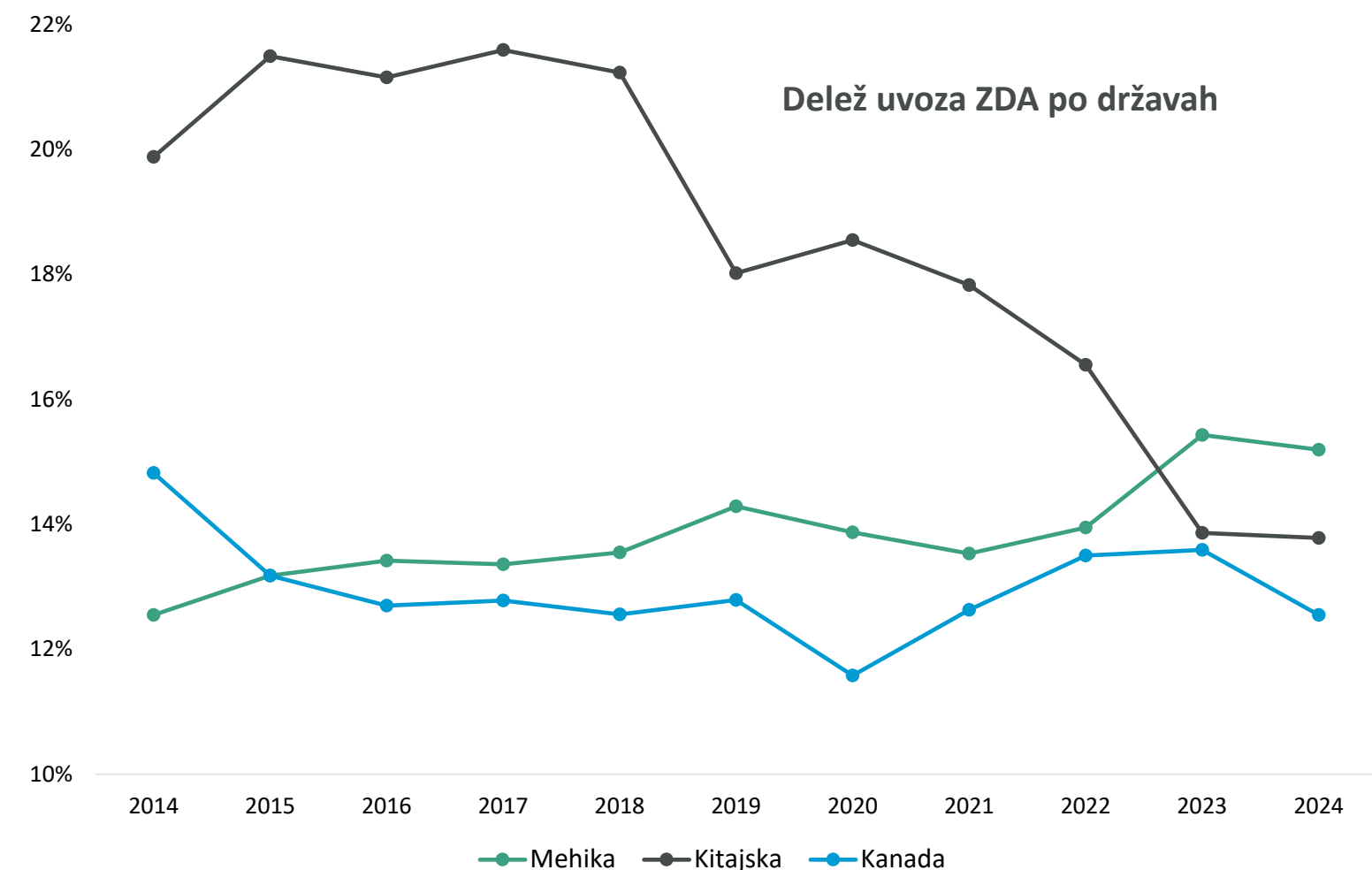
Po razpadu Sovjetske zveze je razviti svet lahko užival v t. i. »dividendi miru«. Od leta 1992 do 2022 so evropski izdatki za obrambo močno upadli. Napeti odnosi med ZDA in Kitajsko verjetno ne pomenijo neposrednega vojaškega spopada. Takšen bipolarni svet pa lahko pomeni posredne konflikte, zlasti v državah v razvoju. S tem vstopamo v svetovno oboroževalno tekmo.

- **Kaj to pomeni**

Bolj bipolaren svet ZDA in Kitajske pomeni naraščajoče geopolitične napetosti ter zaostrene industrijske, oboroževalne in tehnološke tekme. Obe državi (pa tudi druge velike ekonomije) si bosta prizadevali vzpostaviti ločene in podvojene industrijske zmogljivosti ter več vojaške opreme, kar bo zahtevalo več surovin, kapitala in dela. To na srednji rok (2–5 let) pomeni večji pritisk na inflacijo.

[PREBERI VEČ](#)

Razveza ZDA in Kitajsko traja že nekaj let



Vir: Census Bureau 2025

Med strukturnimi zmagovalci nove geopolitične realnosti so obrambni sektor, visoka tehnologija, določene industrijske panoge (električna oprema) ter surovinski sektor.



Bo cena zlata še naprej naraščala?

Damjan Kovačič



Pregled bikovskega trga plemenitih kovin v 2025 in obeti za 2026

- **Rekordno leto 2025**

Cena zlata je prebila 4.000 dolarjev in po 45 letih z več kot 60 % rastjo dosegla novo inflacijsko prilagojeno rekordno vrednost vseh časov. Še višje donose so ustvarili srebro (+100 %) in delnice rudnikov zlata (+125 %), ki so zasedle sam vrh donosnosti. Sektor sicer ostaja eksotična niša z manj kot 1 % deležem v globalnih delniških indeksih.

- **Glavni dejavniki ekstremne rasti**

Rast poganjajo padec tečaja dolarja, nižje realne obrestne mere, rekordni nakupi centralnih bank in rast investicijskega povpraševanja, kar ustvarja idealne pogoje za potencialni supercikel plemenitih kovin.

- **Dozorevanje v optimizmu bikovskega trga**

Plemenite kovine se nahajajo sredi optimistične faze bikovskega cikla, z zlatimi delnicami, ki so šele po 14 letih presegle vrh iz leta 2011 in ostajajo za polovico cenejše, kot so bile v podobni fazi zadnjega bikovskega trga.

- **Obeti za leto 2026**

Izhodiščni scenarij ostaja konstruktiven, vendar pa pričakujemo manj eksplozivna gibanja. Analitiki pričakujejo nižje obrestne mere in šibkejši tečaj dolarja. Zlato ostaja učinkovita zaščita pred razvrednotenjem valut in nepredvidljivimi geopolitičnimi tveganji.

[PREBERI VEČ](#)

Sredi optimistične faze bikovskega trga



Plemenite kovine v pozni fazi poslovnega cikla omogočajo razpršitev tveganja in zaščito pred razvrednotenjem valut.



Delnice: Dolgočasno ne bo

Aleš Šoba



UI ostaja dominantna tema na trgih. Ali bomo rajali kot leta 1999, pa bomo še videli.

- **2025 bilo še eno pozitivno leto**

Delniški trgi so tudi v letu 2025 nadaljevali pozitiven trend, ki se je pričel oktobra 2022. Do konca novembra so globalne delnice (MSCI AC World Index) pridobile 8 %, če jih merimo v EUR. Donos bi bil še krepko višji, če ameriški dolar ne bi močno izgubil na vrednosti. Pozitivna stvar leta 2025 pa je bila, da so se visokim donosom ameriških delnic končno pridružile ostale regije.

- **UI ostaja dominantna tema**

Tudi v letu 2026 ostaja dominantna tema na delniških trgih umetna inteligenca in njen potencial, da transformira gospodarstvo in način, kako živimo. Pot navzgor ne bo linearna, vendar si je brez tehnoloških podjetij težko predstavljati portfelj.

- **Ostali segmenti delniških trgov so zanimivi**

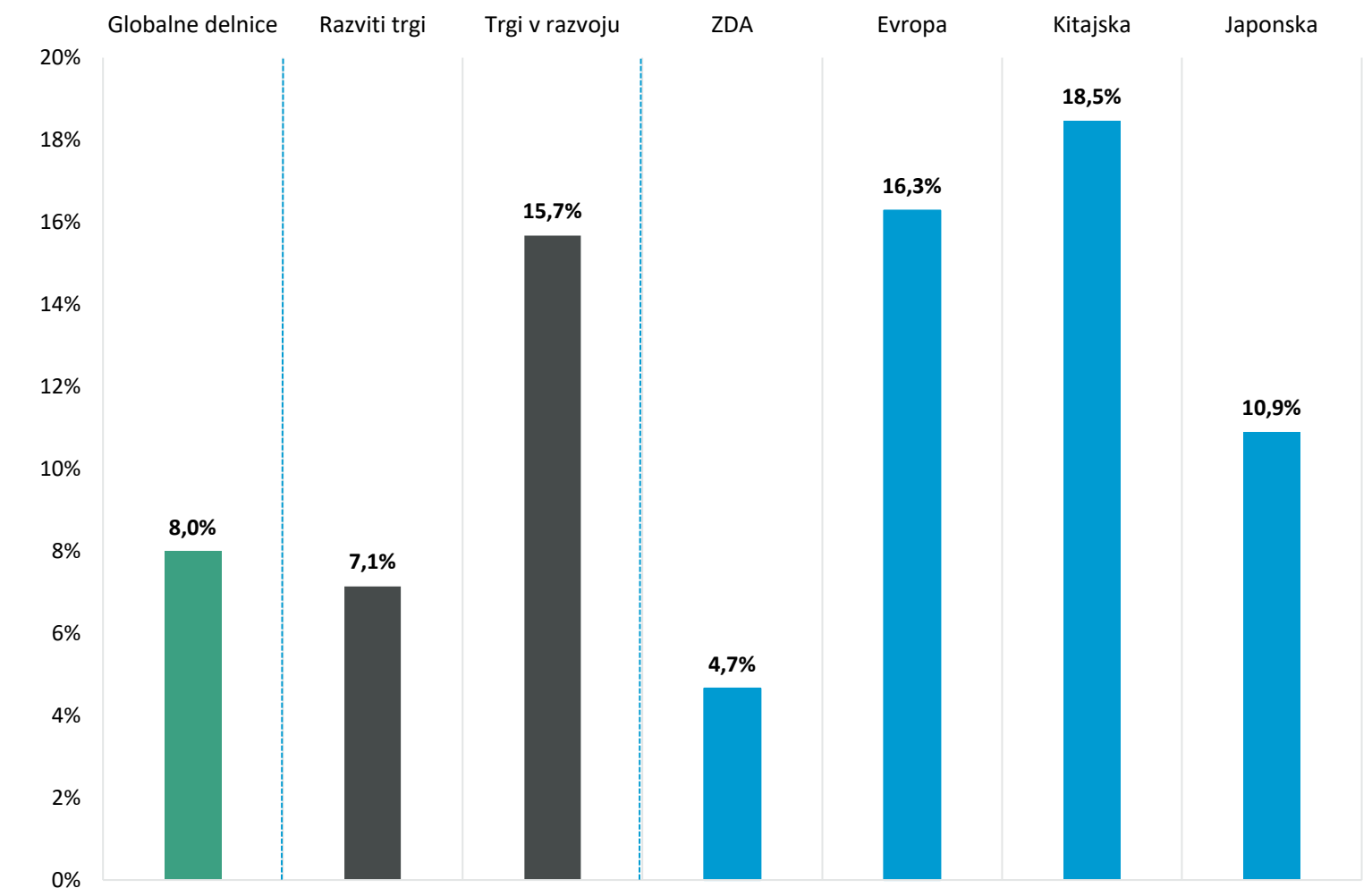
Pričakujemo pa, da se bodo poti navzgor pridružili tudi preostali deli delniških trgov; tako sektorji kot regije. Nižje obrestne mere s strani ameriške centralne banke, fiskalne spodbude in manjša negotovost glede carin bodo dovolj, da ameriško gospodarstvo ohrani pozitiven moment. Pozitivno leto pričakujemo tudi za evropske delnice. Evropsko gospodarstvo bo dobilo pozitiven vzgon s strani nemških fiskalnih spodbud. Investicije v obrambo in infrastrukturo bodo ključne za dvig rasti evropskega gospodarstva. Kitajska gospodarska rast se bo še naprej upočasnjevala, vendar bo v ospredju njen tehnološki sektor, ki lahko edini ogrozi ameriški primat.

- **Ali bomo rajali kot leta 1999?**

Če bi morali odgovoriti na vprašanje, kje smo v primerjavi z 90 leti prejšnjega stoletja in tehnološkim balonom bi dejali, da še nismo na koncu. Sestavine, da gremo v manijo, so z nami. Ali bomo rajali kot leta 1999, pa bomo še videli. Ena izmed glavnih tveganj so povišana vrednotenja, vendar ta na kratek rok (1 leto) nimajo nobene korelacije z gibanjem delnic. Pomembnejša je rast dobičkov. Glede tega smo optimisti. Pred nami je še eno leto dvomestne rasti dobičkov.

[PREBERI VEČ](#)

Delnice zunaj ZDA v letu 2025 bolj donosne



Vir: Bloomberg 2025

Tudi v letu 2026 ostaja dominantna tema na delniških trgih umetna inteligenca. Pričakujemo pa, da se bodo, podobno kot v letu 2025, poti navzgor pridružili tudi preostali deli delniških trgov.





UI bo najpomembnejši dejavnik donosov na javnih delniških trgih v prihodnjih nekaj letih

- Dominacija in tveganje koncentracije**

Delniški trgi v ZDA ostajajo epicenter inovacij, pri čemer sta S&P 500 in NASDAQ beležila izjemne donose, poganjane zlasti s strani sektorja IT in fenomena umetne inteligence (UI). Ta skupina danes predstavlja približno 36 % uteži indeksa S&P 500, kar ustvarja visoko koncentracijo in sistemsko tveganje v primeru večjega popravka v tem segmentu.

- FED in obrestne mere ostajata ključni dejavnik**

Trenutni konsenz v letu 2026 predvideva tri znižanja obrestne mere, kar bi osrednjo obrestno mero znižalo na 3,0 %. Vztrajna inflacija, tarife, zaostritev priseljevanja in pritisk UI na cene energije predstavljajo tveganja, ki bi lahko zahtevala bolj zaostreno stališče FED-a.

- Širjenje uporabe UI predstavlja priložnost za sektorje izven IT**

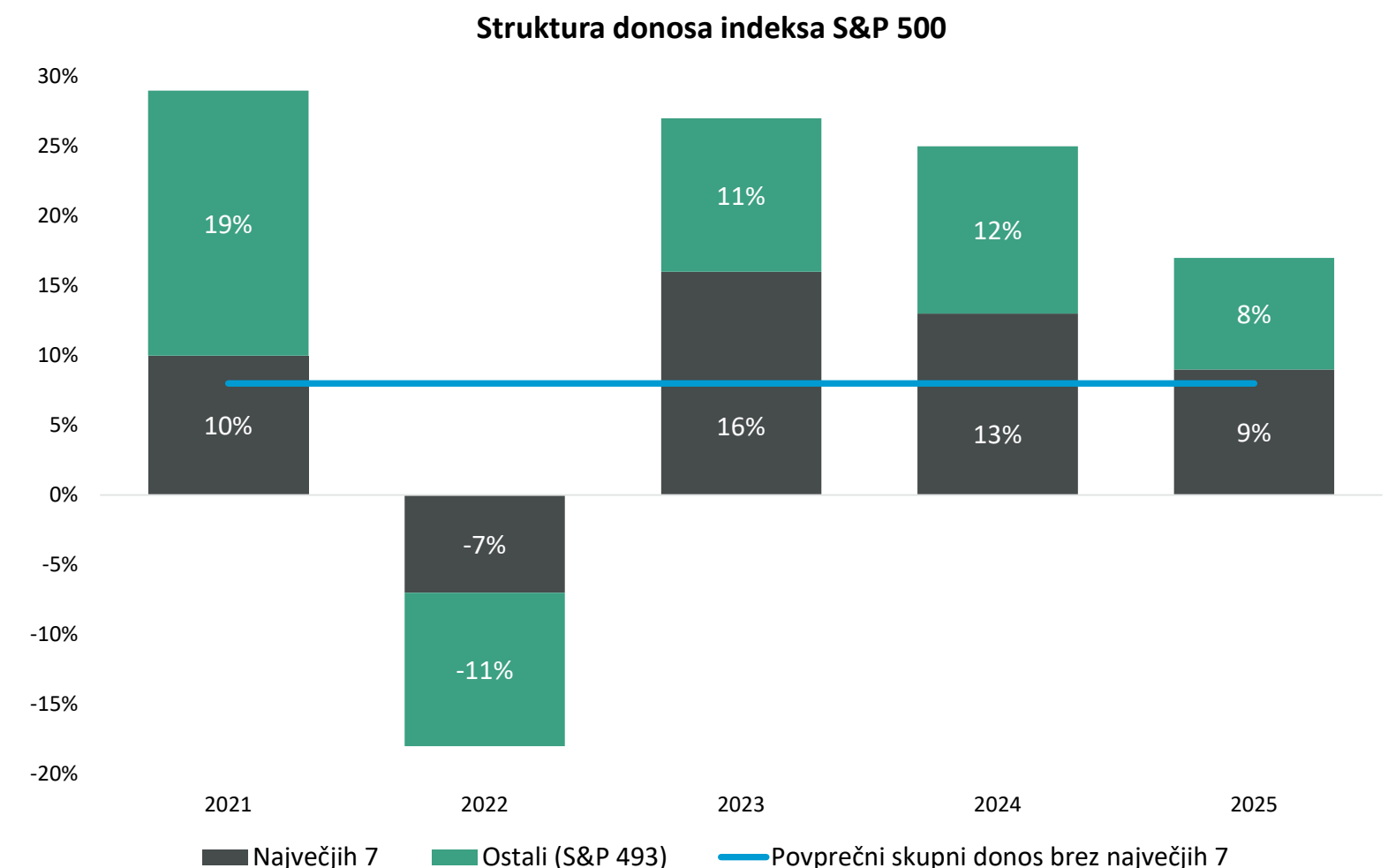
V prihodnje se pričakuje, da bodo največ pridobili sektorji, kot so zdravstvo (diagnostika, odkrivanje zdravil), obramba in kibernetika varnost, proizvodnja in logistika ter energetika (zaradi povečanega povpraševanja po energiji za UI infrastrukturo).

- Pričakovani donosi**

Vlagatelji morajo upoštevati, da današnje visoke ravni vrednotenja zgodovinsko signalizirajo podpovprečne donose v naslednjem desetletju. Goldman Sachs pričakuje dolgoročni letni realni donos S&P 500 v višini 4,0 % (nominalni 6,5 %).

[PREBERI VEČ](#)

Če Veličastnih sedem ohrani svojo prevlado, bodo donosi verjetno presegli večino napovedi.



Zaradi visoke koncentracije trga je diverzifikacija edino "brezplačno kosilo" v investiranju in ključna za obvladovanje specifičnega tveganja, povezanega z Veličastnimi sedmimi.



Evropa na strateškem prelomu

Tomaž Arih



Evropa vstopa v leto 2026 v precej boljšem stanju, kot je bila na začetku letošnjega leta.

- **Nemška fiskalna »bazuka«**

Nemčija, nekoč označena za “bolnika Evrope”, ponovno prevzema vodilno vlogo. Vlada do leta 2027 načrtuje paket ukrepov v vrednosti 500 milijard evrov za modernizacijo infrastrukture, krepitev obrambe in znižanje davkov, kar ustvarja močan fiskalni impulz ter spodbuja evropsko gospodarsko rast in stabilnost.

- **Evropska obramba: od dividende miru do investicij v varnost**

Evropa se prilagaja geopolitičnim pritiskom in si prizadeva za strateško avtonomijo. Vojna v Ukrajini je razkrila ranljivosti in pospešila povečanje obrambne porabe. Vodilne države vlagajo v vojaške zmogljivosti in infrastrukturo, kar krepi domačo industrijo, zagotavlja finančno vzdržnost ter ustvarja dolgoročne gospodarske koristi.

- **Evropska vrednotenja (še vedno) pod dolgoletnim povprečjem**

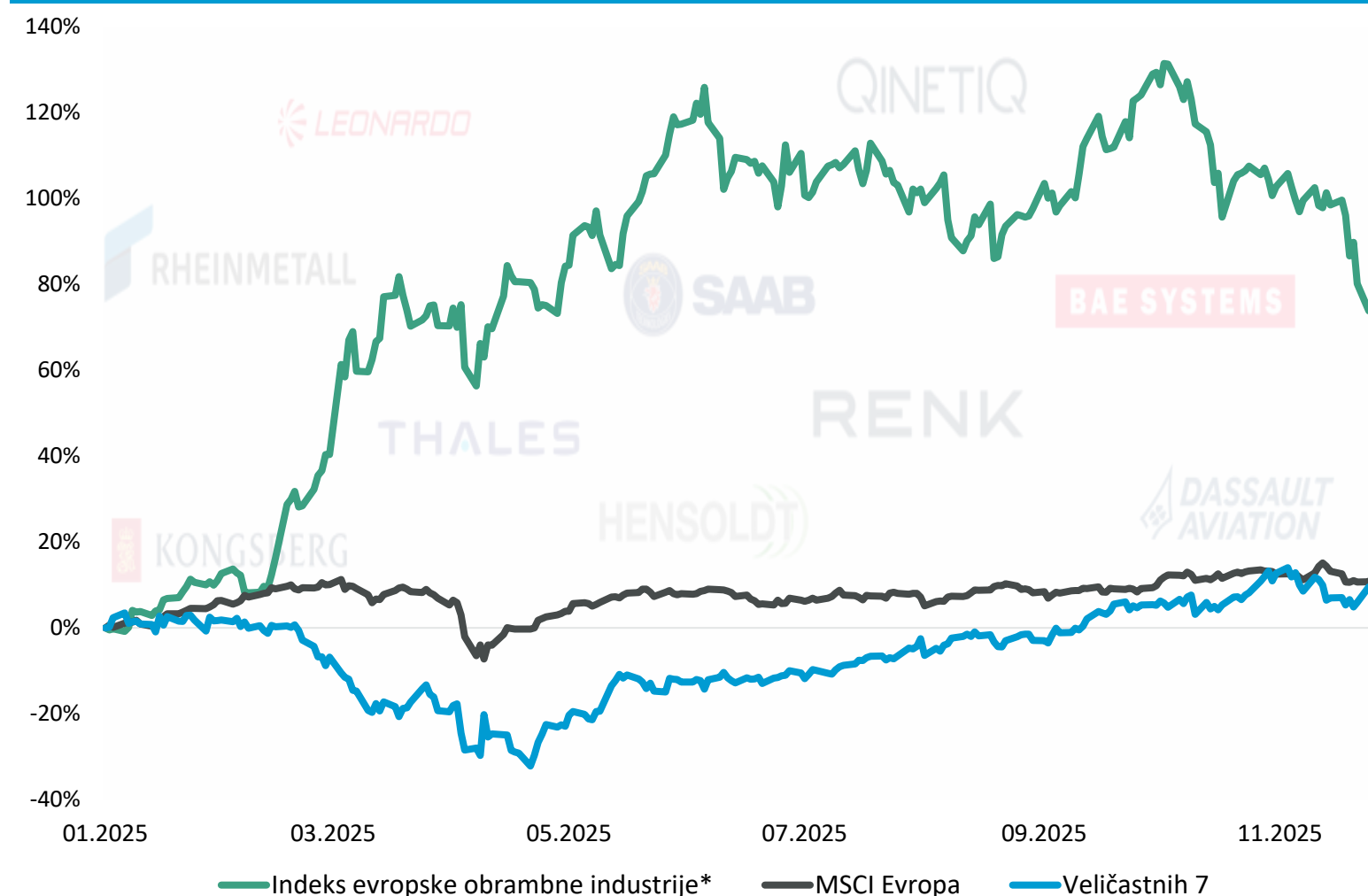
Evropske delnice ostajajo privlačne, saj trgujejo z 28 % diskontom glede na ZDA. Evropa ni več počasna, zaspana regija brez priložnosti, temveč okolje, kjer znižanje inflacije, sproščanje monetarne politike in stabilizacija gospodarske aktivnosti ustvarjajo ugodnejše pogoje za podjetja.

- **Ugodno izhodišče v letu 2026**

Evropa se sicer ni čez noč spremenila v nek nov motor rasti, ampak kombinacija ugodne monetarne politike, državne podpore, boljših pričakovanj glede dobičkov in nižjih izhodiščnih vrednotenj pomeni, da Evropa v leto 2026 vstopa v precej boljšem stanju, kot je bila še na začetku letošnjega leta.

[PREBERI VEČ](#)

Obrambna industrija - motor rasti



Evropske obrambne delnice imajo vse več ugodnih dejavnikov, a rast bo postopna. Pri morebitnih padcih bo šlo za korekcijo, ne za spremembo trenda, zato dolgoročno ostajajo zanimiva naložba.



Pričakujemo še eno dobro leto za kitajske delnice

Uroš Selič



Kitajska na prehodu iz tradicionalnih stebrov rasti (nepremičnine in izvoz) na nove gospodarske motorje – zeleno energijo in UI

- **Kitajske delnice kljub izzivom beležijo pozitiven trend**

Kitajske delnice se po dveh pozitivnih letih kljub geopolitičnim in makroekonomskim izzivom vračajo v fokus vlagateljev. Država intenzivno prestrukturira gospodarstvo s poudarkom na zelenih tehnologijah, umetni inteligenci in domači potrošnji, kar naj bi prineslo dolgoročen zagon.

- **Kitajska cilja na globalno vodstvo v umetni inteligenci**

Kitajska preoblikuje gospodarstvo, pri čemer naj bi generativna UI do leta 2030 bistveno povečala rast BDP. Kitajska pot do UI zmogljivosti je ekonomsko bolj vzdržna od ameriške. Z močno državno podporo Kitajska na raziskovalnem področju ustvarja več patentov UI kot tri najboljše ameriške univerze skupaj.

- **Kitajska se odziva na izzive**

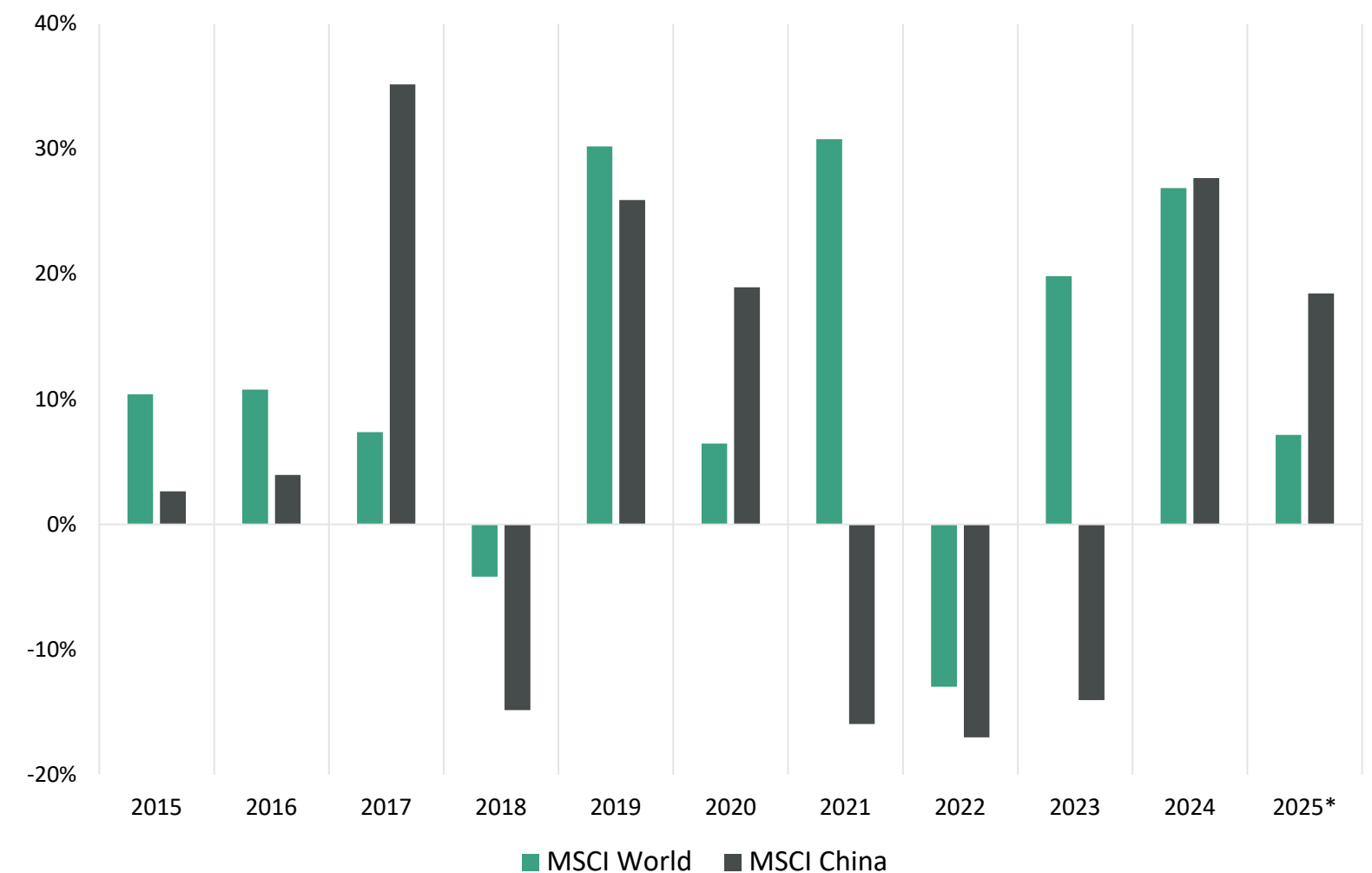
Kitajsko gospodarstvo se sooča z izzivom "3D": dolgom (lokalne vlade in nepremičnine), deflacijo (šibka potrošnja) in demografijo (starajoče se prebivalstvo). Čeprav obstajajo skrbi glede scenarija v stilu Japonske iz 90-ih, je verjetno najslabše že bilo vračunano v ceno delnic.

- **Dvojna priložnost – rast in nizke cene**

Vključitev kitajskih delnic omogoča geografsko diverzifikacijo in izpostavljenost drugi največji ekonomiji sveta z njenim hitrejšim tempom rasti, pri čemer so delnice hkrati ugodno ovrednotene.

[PREBERI VEČ](#)

Primerjava donosov MSCI World Index vs. MSCI China Index



Vir: Bloomberg, 2025, vključujoč dividende.* do 28.11.2025.

Vodstvo v novih tehnologijah: Kitajska podjetja so pogosto vodilna v sektorjih, kot so umetna inteligenca, fintech in zelena energija (npr. električna vozila). Vlaganje v ta podjetja ponuja izpostavljenost globalnim inovacijam.



Ali že lahko govorimo o balonu na področju UI?

Aleš Grbić



Povišana, a ne ekstremno visoka vrednotenja vodilnih podjetij

- **Vpliv UI na donose vlagateljev**

Smiselno je razmisliti o fazi, kje se nahajamo. Cilj je biti deležen rasti, ki jo prinaša revolucija UI, hkrati pa poizkusiti obvladovati tveganja prevelike evforije. Dejavniki za nastanek balona so prisotni, vendar je za zdaj po mojem mnenju rast naložb, povezanih z UI, upravičena in vzdržna.

- **Stabilnost virov kapitalskih naložb v podatkovne centre**

Vodilna podjetja so skoraj nezadolžena. Skupni denarni tokovi iz poslovanja še vedno presegajo kapitalске naložbe in dividende. Zadolženost se bo verjetno povečevala, v kolikor se bodo nadaljevale visoke naložbe v UI. Kakovost poslovanja teh podjetij se kaže tudi v tem, da so investicije financirane iz njihovih denarnih tokov in ne iz zadolževanja.

- **Vrednotenja podjetij, povezanih z UI**

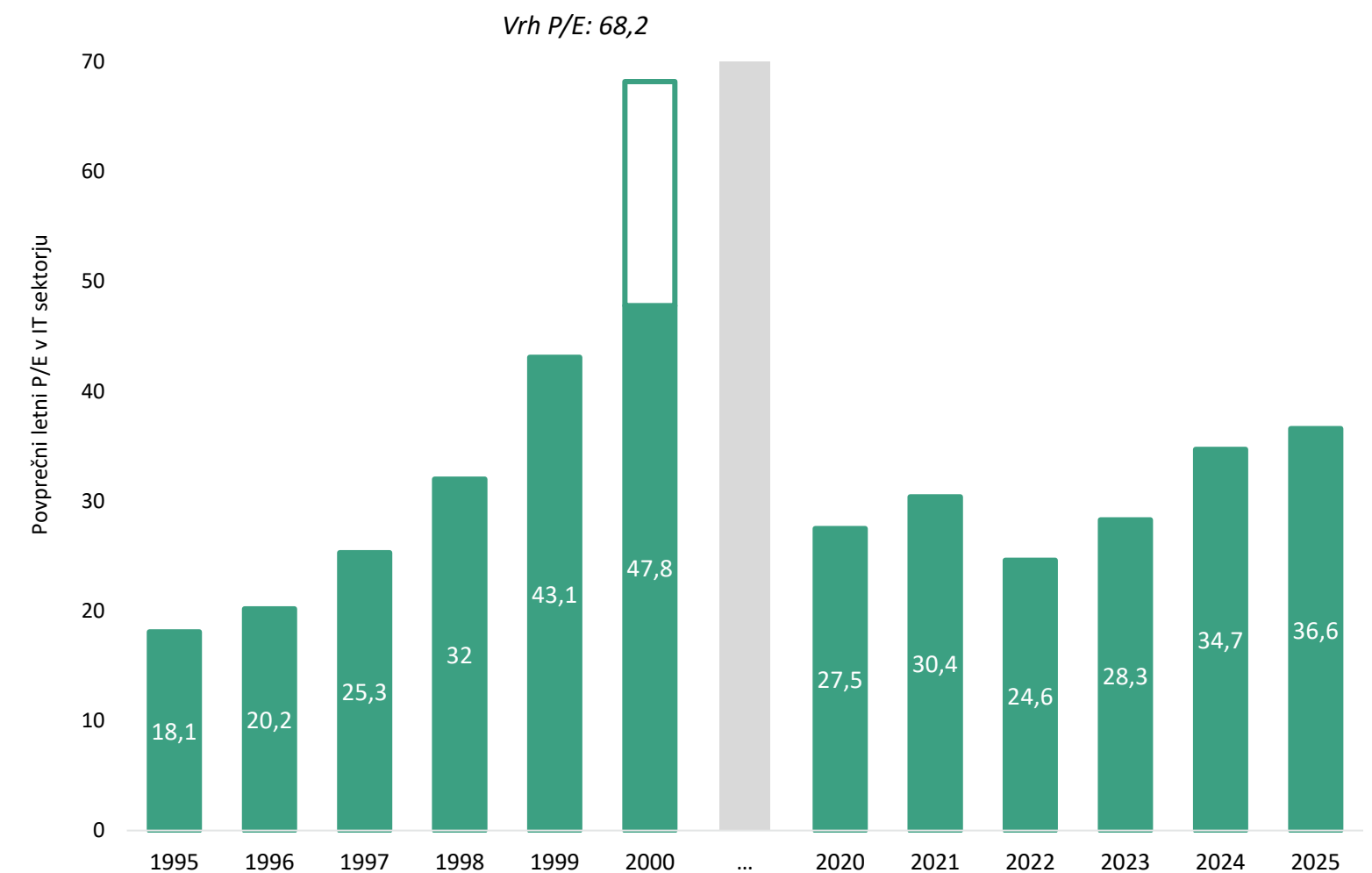
Glavna podobnost z balonom dot-com so povišana vrednotenja naložb iz področja UI. So še občutno nižje kot v letih 1999 in 2000. Poslovni modeli so robustni. V večini primerov imajo izrazite konkurenčne prednosti, ki izhajajo iz intelektualne lastnine, omrežnih učinkov, ekonomij obsega ter stroškovnih prednosti.

- **Hitrejša rast dobičkov kot cen delnic ključnih UI podjetij**

Na borzah pa so podjetja, povezana z UI, svoje donose ustvarila izključno z rastjo dobička. V zadnjih treh letih se je pričakovan P/E za podjetja UI znižal, medtem ko so se ocene dobička na delnico več kot podvojile. V zadnjih petih letih se je cena delnice Nvidie povišala za 14-krat, njen dobiček pa je narasel kar 20-krat.

[PREBERI VEČ](#)

Vrednotenja IT sektorja občutno pod zadnjo fazo cikla iz dot.com obdobja



Vir: Bloomberg, 2025

Podjetja, ki so danes v središču pozornosti, so vrednotena občutno nižje kot v zadnjih dveh letih balona dot-com. Kakovost njihovega poslovanja je občutno boljša kot pred 27 leti.





Poganjata jih globalizacija zdravil za hujšanje in preobrazba raziskav in razvoja z umetno inteligenco

- **Pritisk na sektor in uspešnost podjetij**

Čeprav celotni zdravstveni sektor v globalnem delniškem indeksu MSCI ACWI zaostaja, so nekatera podjetja in podsektorji izjemno uspešni. Eli Lilly je po zaslugi zdravil za hujšanje poskočila in postala prvo zdravstveno podjetje, ki je preseglo tržno kapitalizacijo 1.000 milijard dolarjev.

- **Bližajoč patentni prepad kot poživilo za biofarmacijo**

Strateška potreba velikih farmacevtskih podjetij (Big Pharma) po obnovi portfeljev pred iztekom patentov spodbuja obsežne združitve in prevzeme (M&A). V letu 2025 je bilo sklenjenih več kot 380 milijard dolarjev M&A poslov, kar je 49,3 % več kot leto prej.

- **Magična tabletki in nenasiten apetit po zdravilih za hujšanje**

Leta 2026 se patenti za semaglutid iztečejo na velikih trgih v razvoju (Brazilija, Kitajska, Indija, Turčija), kar bo vodilo v uvedbo generičnih različic, močan padec cen in širšo dostopnost. Pričakuje se tudi prihod nove generacije izboljšanih zdravil. Lillyjeva nova injekcija retatrutide je t. i. "Godzilla" med zdravili za hujšanje.

- **Vzpon kitajske biofarmacije**

Kitajska je postala drugi največji svetovni razvijalec novih zdravil in prehaja od generikov k razvoju prvih v razredu zdravil (first-in-class). Kitajska podjetja lahko ciljno molekulo pripeljejo do zgodnjih kliničnih preskušanj dva do trikrat hitreje, kar vodi v povečano sodelovanje in licenčne pogodbe z zahodnimi Big Pharma podjetji.

PREBERI VEČ

Kitajska postaja vse bolj pomemben partner zahodni farmaciji



Vir: UI

Za dobičke sektorja je bilo tretje četrtletje najboljše v zadnjih štirih letih. Nižja negotovost glede določanja cen zdravil, globalizacija zdravil za hujšanje in preobrazba razvoja zdravil zaradi UI so veter v krila celotnemu sektorju.



Obveznice: Izbira kakovostnih izdajateljev in srednje ročnosti obveznic

Mihaela Jarc Knaver



Ponovno služijo kot učinkovita varovalka proti padcem delnic in so bistven element vsakega portfelja.

- **Monetarna politika in inflacija**

Večina centralnih bank že znižuje obrestne mere, kar je tradicionalno ugodno za obveznice. Glavno tveganje predstavlja trdovratna inflacija, ki bi centralnim bankam lahko preprečila znižanje obrestnih mer na pričakovano raven.

- **Državni dolg in geopolitika**

Zaradi visokih ravni državnega dolga in geopolitičnih napetosti se pričakuje, da bodo vlagatelji zahtevali dodatno premijo za daljšo ročnost.

- **Varnost**

Državne obveznice visokih bonitetnih ocen bodo še naprej predstavljale varnostni steber portfeljev, saj nudijo zanesljivost in likvidnost v negotovih razmerah.

- **Kakovost**

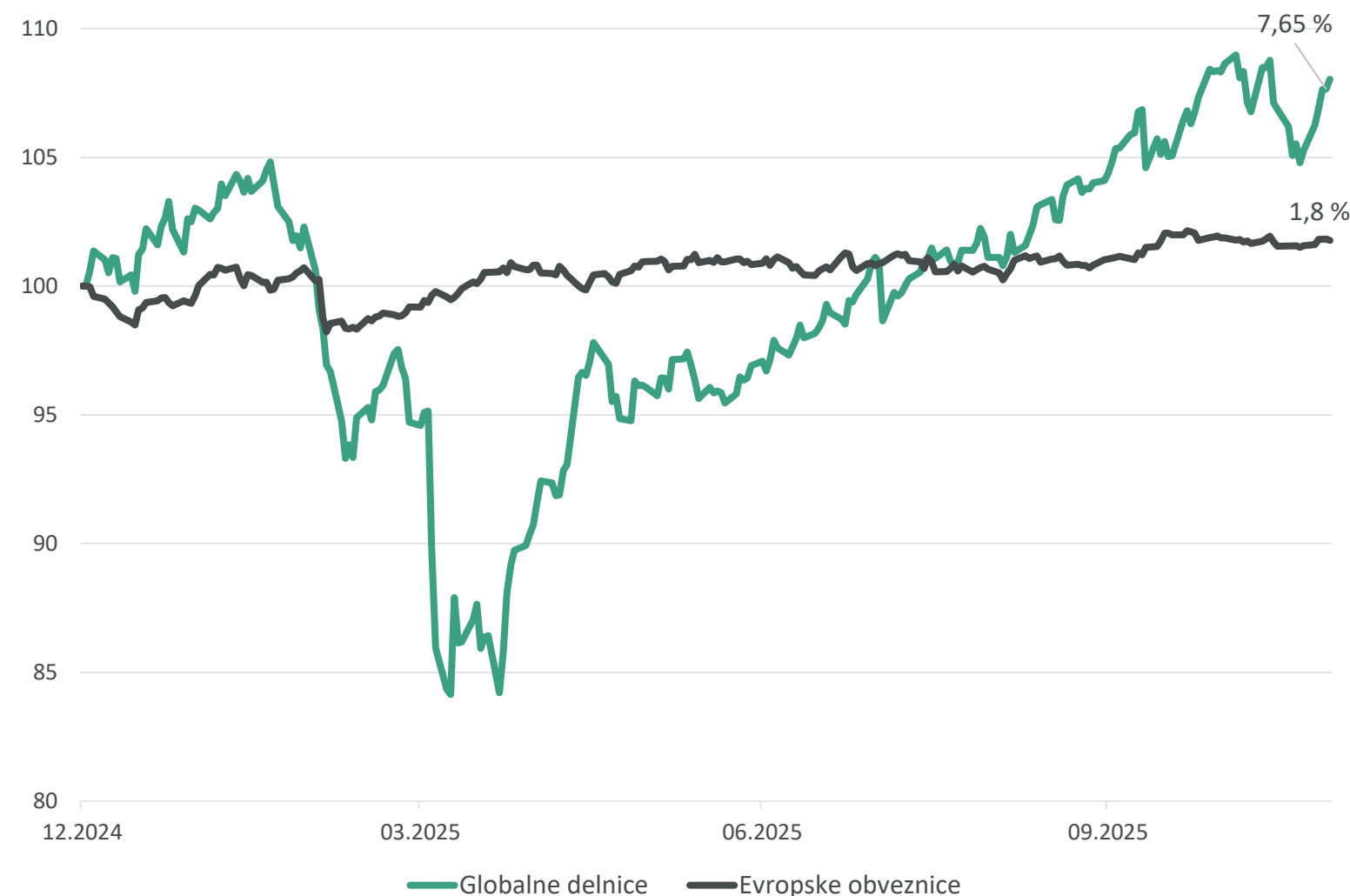
Kakovostne podjetniške in finančne obveznice bodo ostale v središču zanimanja vlagateljev, saj močni temelji evropskih bank in stabilne bilance korporacij zagotavljajo zanesljivost.

- **Ročnost**

Zaradi negotovih dolgoročnih inflacijskih trendov in visokih ravni državnega dolga vlagatelji pogosto izbirajo zmerno ročnost portfeljev, torej približno šest let. Daljše ročnosti v takšem okolju navadno prinašajo nesorazmerno večje tveganje v primerjavi z omejenim dodatnim donosom.

PREBERI VEČ

Primerjava donosnosti evropskih obveznic in globalnih delnic



Vir: Bloomberg, 2025, v EUR, vključujoč dividende, do 28.11.2025.

Makroekonomsko okolje ostaja negotovo, zato bodo obvezniške naložbe zahtevale bolj fleksibilen in globalen pristop. Kljub temu se je v zadnjem letu znižala korelacija med delnicami in obveznicami, kar je ključno.



Pogled 2026: Naša pričakovanja

Naložbeni razred		UW	N	OW	Komentar
Alokacija	Delnice			●	Ostajamo naklonjeni delnicam. Stabilna gospodarska rast, nadaljevanje nižanja obrestnih mer in manjša negotovost glede carin so pozitivni za delnice. Dominantna tema ostaja UI, pričakujemo pa, da se bodo poti navzgor pridružili tudi preostali deli delniških trgov - tako sektorji, kot regije. Glavno tveganje predstavljajo povišana vrednotenja, sestavine za formiranje balona so prisotne, a še nismo zaskrbljeni.
	Obveznice		●		Obveznice ponovno služijo kot varovalka pred padcem delnic, v primerjavi z depoziti ponujajo privlačno donosnost, večina centralnih bank znižuje obrestne mere, kar je tradicionalno ugodno za obveznice.
Delnice - regije	ZDA		●		ZDA ostajajo epicenter inovacij, a predstavljajo večje tveganje v primeru popravka na trgih zaradi povišanih vrednotenj in visoke koncentracije osrednjih indeksov.
	Evropa		●		Evropske delnice ostajajo privlačne in trgujejo z občutnim diskontom v primerjavi z ameriškimi, v kombinaciji ugodne monetarne politike, državne podpore, boljših pričakovanj glede dobičkov. Evropa vstopa v leto 2026 v precej boljšem stanju, kot v letu 2025.
	Trgi v razvoju			●	Kitajska vedno bolj postaja vodilna v novih tehnologijah, kot je UI, Fintech in zelena energija. Vključitev kitajskih delnic v portfelj ponuja dvojno priložnost, diverzifikacijo in ugodna vrednotenja.

*UW – Underweight (manjša utež); **N – Neutral (nevtralno) ***OW – Overweight (večja utež)

Sava Infond, družba za upravljanje, d.o.o., UI. Eve Lovše 7, 2000 Maribor. To je tržno sporočilo. Pred sprejemom katere koli končne naložbene odločitve glejte Prospekt Krovnega sklada Infond z vključenimi pravili upravljanja in dokument s ključnimi informacijami izbranega sklada, ki so dostopni na vseh vpisnih mestih in na www.infond.si. Podatki o gibanju vrednosti enot premoženja izbranega sklada so objavljeni na www.infond.si. Pretekla uspešnost ne napoveduje prihodnjih donosov. Kaj boste dobili, bo odvisno od tega, kako uspešen bo trg in kako dolgo boste imeli naložbo/produkt. Vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo pričakovani rezultat. Ta je odvisen tudi od obdavčitve, ki je odvisna od osebnega stanja vlagatelja in se lahko v prihodnosti spremeni. Skladi nimajo vzpostavljenih jamstev za kapital, tako da ni zagotovljena višina vplačanih sredstev in je lahko tudi nižja ob izplačilu. Podatki v tem sporočilu ne predstavljajo naložbenega priporočila ali storitev investicijskega svetovanja. Za pridobitev informacij o primernosti posamezne naložbe se obrnite na svojega finančnega svetovalca ali na vpisno mesto. Skladi so razvrščeni v kazalnike tveganja od 1 do 7 (od najmanjšega do največjega). Vse informacije v zvezi s tveganji najdete v dokumentu s ključnimi informacijami izbranega sklada na www.infond.si.