

Komentar financijskih tržišta Srpanj 2024.

TRENDOVI I OČEKIVANJA U GOSPODARSTVU

Snažan rast hrvatskoga gospodarstva i osjetan pad zaduženosti države, inflacija se počela stabilizirati u eurozoni i SAD-u

Usporavanje ekonomskog rasta na razvijenim tržištima eurozone i u SAD-u uz i dalje povećanu stopu inflaciju obilježili su 2023. godinu, međutim, s druge strane, veoma snažna tržišta rada pridonijela su većoj rezistentnosti globalne ekonomije. Središnje su banke pauzirale podizanje referentnih kamatnih stopa u ovoj godini da bi u lipnju Europska središnja banka (ECB) prvi put nakon 2019. godine spustila referentne kamatne stope, i to za 25 baznih poena (bps). Tako prekonoćna kamatna stopa na depozite banaka kod ECB-a trenutno iznosi 3,75 % naprema dugo održavanih 4 %. Uz globalno smanjenje stope inflacije te otklanjanje velike većine poremećaja u dobavnim lancima, očekuje se kako će vodeće svjetske središnje banke nastaviti odnosno započeti proces umjerenog spuštanja kamatnih stopa u bliskoj budućnosti. Lagano popuštanje agregatne potražnje, pad temeljnih stopa inflacije te vidljiva normalizacija rasta plaća na tržištima rada utječu na buduće odluke središnjih banaka koje zasada svojom restriktivnom monetarnom politikom nisu previše negativno djelovale na ekonomski rast odnosno na sveopće stanje ekonomija. Američka ekonomija ističe se postojanim tržištem rada, međutim ni europska ekonomija u ovom području ne posustaje puno.

U 2023. godini realni BDP eurozone porastao je za 0,4 % na godišnjoj razini, što ipak predstavlja bitno usporavanje rasta s obzirom na stopu ekspanzije gospodarstva od 3,4 % u 2022. godini. Prosječna stopa inflacije iznosila je 5,4 % u eurozoni tijekom 2023. godine. Posljednji podatci sugeriraju otpornost gospodarstva eurozone koje je zabilježilo porast realnog BDP-a od 0,4 % na godišnjoj razini u prvom kvartalu 2024. godine. Inflacija je u fazi opadanja, predvođena prije svega padom cijene energenata, dok se inflatorni pritisak najviše osjeti kod cijena usluga i hrane. S druge strane, američki BDP zabilježilo je realni porast od 2,5 % u prošloj godini naprema 1,9 % u 2022. godini, što ukazuje na veću ekonomsku aktivnost u SAD-u u usporedbi s eurozonom. Iako su nominalne kamatne stope bile više nego u eurozoni, snažno američko tržište rada te pojačana domaća potrošnja uz rast investicija i državne potrošnje,

kao i pozitivna kontribucija neto izvoza pridonijeli su većoj ekspanziji američke ekonomije. Prosječna stopa inflacije u SAD-u u 2023. godini iznosila je 4,1 %, što ukazuje na bržu normalizaciju cjenovnog pritiska u SAD-u nego što je to bio slučaj u eurozoni. ECB očekuje porast gospodarstva eurozone od 0,9 % i 1,4 % u 2024. i 2025. godini, a prosječna inflacija trebala bi iznositi 2,5 % odnosno 2,2 % u 2024. i 2025. godini što ukazuje na polagan povratak stope inflacije prema cilju ECB-a. Prema zadnjim projekcijama Federalnih rezervi (FED), američko gospodarstvo trebalo bi porasti za 2,1 % u 2024. i 2,0 % u 2025. godini uz prosječnu stopu inflacije (PCE – preferirana mjera FED-a za stopu inflacije) od 2,6 % u 2024. i 2,3 % u 2025. godini. Objekcije pokazuju kako bi trebalo doći do daljnjeg spuštanja stope inflacije uz oporavak rasta gospodarstva u eurozoni te zadržavanje više nego solidnog rasta gospodarstva u SAD-u. Globalni rizici najviše se očituju u povećanim geopolitičkim napetostima, u i dalje restriktivnim kamatnim stopama središnjih banaka koje mogu tijekom dužeg vremena bitno narušiti privatnu potražnju i investicije, ali i kroz povećane fiskalne deficite država i subvencije te uz rizik ponovnog rasta stope inflacije zbog internih ili eksternih poremećaja. Bitan politički događaj za globalnu ekonomiju svakako će biti nadolazeći predsjednički izbori u SAD-u u studenom.

Tablica 1: Makroekonomske podatci za RH i eurozoni (EA)

Makropodac	RH	Eurozona
Promjena BDP-a (1Q 2024.)	3,9 %	0,4 %
Stopa inflacije (svibanj 2024.)	3,3 %	2,6 %
Stopa nezaposlenosti (travanj 2024.)	5,3 %	6,4 %
Javni dug (% BDP-a, 4Q 2023.)	63,0 %	88,6 %
Državni proračun (% BDP-a, 2023.)	-0,7 %	-3,6 %
Industrijska proizvodnja (4M 2024.)*	-3,5 %	-4,3 %
Promet u maloprodaji (4M 2024.)*	8,7 %	-0,1 %

* Napomena: Interni izračun za kumulativnu promjenu industrijske proizvodnje i prometa u maloprodaji u prva četiri mjeseca 2024. godine

Izvor: DZS, Eurostat

Gospodarstvo Hrvatske poraslo je za 3,1 % u 2023. godini nakon veoma snažnog rasta od 6,3 % u 2022. godini. Ovdje je bitno napomenuti kako govorimo o realnom rastu, a visoki nominalni rast BDP-a Hrvatske posljedica je više stope inflacije tijekom 2023. godine, koja je u prosjeku iznosila 8,4 %. Iako je inflacija počela opadati krajem godine te se trend nastavio i u prvoj polovici 2024. godine, ista je i dalje iznad prosjeka eurozone te predstavlja jedan od većih izazova u gospodarstvu. U prvom kvartalu 2024. godine zabilježen je rast BDP-a od 3,9 % na godišnjoj razini (realni podatci), što je bilo iznad očekivanja te je veoma dobra makroekonomska situacija potaknula analitičare da povećaju procjenu rasta BDP-a u ovoj godini. Već je spomenuto snažno tržište rada gdje je

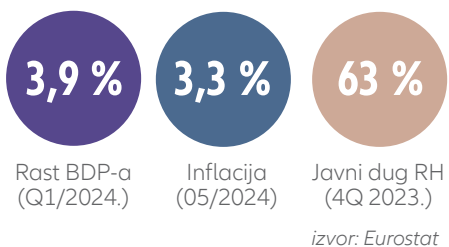
stopa nezaposlenosti u travnju ove godine (prema mjerenju Eurostata) iznosila 5,3 %, što je bilo za 0,8 p. p. manje nego godinu dana ranije. U ovom kontekstu valja napomenuti kako je u 2023. godini zabilježen porast nominalnih plaća za 13,0 %, što sugerira porast realnih plaća za oko 4,6 % na godišnjoj razini. Zadnji podatci za travanj otkrivaju kako je prosječna neto plaća u RH iznosila 1.323 eura, što je nominalni porast u odnosu na prošlogodišnji travanj za 17,9 % odnosno realni porast za 13,7 %. Snažan nominalni rast BDP-a u 2023. godini doveo je do nastavka pada relativne zaduženosti države, pa je tako na kraju 2023. godine udio javnog duga u BDP-u iznosio 63,0 % što je bilo za 4,8 p. p. manje nego na kraju 2022. godine. Ovakav razvoj događaja treba staviti u kontekst s time da je na kraju 2023. godine udio javnog duga u BDP-u Njemačke iznosio 63,6 %, što dodatno pokazuje snagu relativnog smanjenja zaduženosti Hrvatske (prosjek eurozone iznosio je 88,6 %). Također, Hrvatska je u 2023. godini bila četvrta zemlja po uspješnosti smanjenja ovog omjera zaduženosti u eurozoni. Deficit proračuna iznosio je 0,7 % BDP-a što je bilo tek malo lošije od očekivanja, međutim ovaj podatak treba staviti u kontekst rastućih potpora i subvencija država na globalnoj razini u zadnje dvije godine (prosjek deficita proračuna u eurozoni iznosio je 3,6 % BDP-a u 2023. godini).

Hrvatska trenutno ima veoma pozitivan gospodarski momentum te se očekuje nastavak rasta gospodarstva po značajno višim stopama nego što je očekivanje za eurozoni. Tekući podatci ukazuju na veoma dobru turističku predsezonu, dok bi glavna sezona ponovno trebala biti dodatni zamašnjak rastu gospodarstva te bi po prihodima trebala (ponovno) oboriti rekord. HNB projicira realni rast BDP-a od 3,3 % u ovoj godini i 2,8 % iduće godine, dok bi se prosjek inflacije trebao kretati malo ispod 4 % u ovoj godini i na razinama od 2,5 % u idućoj godini. Europska komisija projicira veoma sličan rast BDP-a Hrvatske kao i HNB, ali uz nešto nižu prosječnu inflaciju (3,5 % u 2024. i 2,2 % u 2025. godini).

OBVEZNIČKA TRŽIŠTA

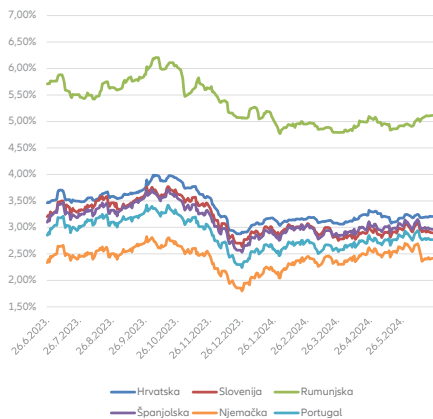
Očekivanja tržišta glede pada kamatnih stopa bila su previše izražena, porast prinosa u prvoj polovici 2024. godine, iščekivanje nove narodne obveznice

Nakon što su većim dijelom 2023. godine prinosi na obveznice globalno nastavili s rastom, a što je posljedično zbog inverznog odnosa cijene obveznice i prinosa na obveznice utjecalo na pad vrijednosti na obvezničkim tržištima, zadnje tromjesečje prošle godine dovelo je do poprilično velikog obrata na obvezničkim tržištima. Prinosi na postojeće obveznice značajno su pali i na tržištu eurozone i na tržištu SAD-a te su prinosi na obveznice dužih dospijeća na kraju 2023. godine bili niži nego na kraju 2022. godine, a isto je utjecalo i na značajan porast vrijednosti



obveznica u četvrtom tromjesečju 2023. godine, i to posebice na tržištu eurozone, te je upravo taj rast cijena na kraju godine bio zaslužan za generalno pozitivan performans obveznica na razini cijele 2023. godine. Očekivanja tržišta na početku ove godine bila su previše agresivna glede dinamike i snage spuštanja kamatnih stopa od strane središnjih banaka. Tako je tržište na početku godine očekivalo da će ECB spustiti kamatne stope za 150 – 175 baznih poena (bps) odnosno 6 – 7 spuštanja kamatnih stopa, a ujedno se očekivalo i da će FED spustiti kamatne stope za 150 bps (spuštanje kamatnih stopa u 6 navrata). Ipak, takva su se očekivanja pokazala prebrza i prevelika te makroekonomski podatci, ponajviše dinamika inflacije, ali i izražena otpornost gospodarstva, nisu podupirali takve reakcije središnjih banaka. Prinosi na obveznice generalno su počeli rasti, što je dovelo do negativnog cjenovnog performansa obveznica u prvoj polovici 2024. godine. ECB je na zadnjem sastanku u lipnju tek prvi put spustio kamatne stope, i to za 25 bps, a tržište sada očekuje kako će do kraja ove godine doći do još dvaju spuštanja kamatne stope, i to za ukupno 50 bps. Tržišni sudionici očekuju kako će s druge strane FED tek dva puta spustiti kamatne stope ove godine, i to za ukupno 50 bps.

Grafikon 1: Prinosi na EUR obveznice dospijeća 2030. godine



Izvor: Bloomberg, zaključno s 24. 6. 2024. gledano u zadnjih godinu dana

Američka desetogodišnja (dolarska) obveznica završila je 2023. godinu s prinosom od 3,88 %, dok sada trguje na razini od oko 4,2 %. Američka dvogodišnja obveznica na kraju godine trgovala je s prinosom od 4,25 %, a sada je prinos otprilike 45 bps viši. Njemačka desetogodišnja (eurska) obveznica imala je na kraju 2023. godine prinos od svega 2,0 %, a sada trguje na razini od približno 2,4 %, dok je njemačka dvogodišnja obveznica bila na otprilike 2,4 %, a sada ima prinos od otprilike 2,8 %. Osim što isto ukazuje na porast prinosa u ovoj godini, isto tako se može razaznati da su i dolarska i eurska (obveznička) krivulja i dalje inverzne odnosno da obveznice kraćeg dospijeća imaju viši prinos do dospijeća od onih duljeg dospijeća (na godišnjoj razini). Krivulje se još uvijek nisu normalizirale na način da se stvori pozitivna razlika između prinosa na obveznice duljeg dospijeća i prinosa na one kraćeg dospijeća što predstavlja normalnu krivulju u uključuje klasičnu vremensku premiju po ročnosti.

Hrvatska (euro)obveznica dospijeća u ožujku 2033. godine na kraju 2023. godine imala je prinos od 3,1 %, a trenutno trguje na razinama od oko 3,35 %, što je zbog inverznog odnosa cijene i prinosa na obveznice dovelo do pada cijene ove obveznice za malo više od 1 % od početka godine. RH je izdala novu (euro)obveznicu ove godine, i to s dospijećem 10 godina. Prinos na izdanju iznosio je 3,42 %, dok ista obveznica sada trguje s prinosom od približno 3,6 %, što je utjecalo na pad cijene ove obveznice za otprilike 1,5 % od dana izdanja. U 2023. godini Ministarstvo financija prvi je put izdalo takozvanu „narodnu“ obveznicu s dospijećem u 2025. godini te su izdani i kratkoročni dužnički instrumenti, trezorski zapisi s dospijećem 12 mjeseci. Ove je godine nastavljeno s praksom izdavanja državnih dužničkih instrumenata građanstvu pa su tako u dva navrata izdavana trezorski zapisi ročnosti 3

mjeseca s (godišnjim) prinosom od 3,75 % i s ročnosti 12 mjeseci uz prinos od 3,65 %. Ukupan iznos upisa od strane građana u ovoj godini iznosio je 1,76 milijardi eura, a ministar financija preliminarno je najavio novo izdavanje narodne obveznice koja bi trebala imati ročnost od tri godine. Trenutačno hrvatske trogodišnje obveznice trguju s prinosom od 3,2 %. Premija rizika odnosno spread na hrvatske državne obveznice značajno je pao u 2024. godini što nam govori kako tržišni sudionici vide RH kao još kvalitetnijeg izdavatelja. U ovom kontekstu spomenimo kako je na kraju prošle godine spread na hrvatsku euroobveznicu dospijeća 2033. godine u odnosu na njemačku državnu obveznicu usporedivog dospijeća iznosio 115 bps, a sada je spread na razini od oko 90 bps.

Kako je RH nastavila sa snažnom makroekonomskom izvedbom, rastom gospodarstva iznad dugoročnog trenda te veoma stabilnim javnim financijama uz relativno opadanje zaduženosti, isto je prepoznato od strane triju najvećih kreditnih rejting agencija (S&P, Fitch i Moody's). Tako su u drugoj polovici 2023. godine sve tri rejting agencije ostavile kreditni rejting Hrvatske na razini BBB+ odnosno Baa2, ali su povećale izgled iz stabilnih u pozitivne, što može biti dobar znak za skor ulazak u kategoriju A kreditnog rejtinga. Ako RH nastavi s veoma dobrom gospodarskom izvedbom te ako javne financije ostanu stabilne i kontrolirane, ulazak u kategoriju A rejtinga mogao bi doći već ove godine. Novo izdavanje obveznica (za građanstvo i za institucionalne ulagatelje) očekuje se u prvoj polovici srpnja kad ujedno i dospijeva lokalna obveznica u ukupnom iznosu od 1,4 milijarde eura.

Grafikon 2: Prinos na hrvatsku (eursku lokalnu) obveznicu dospijeća 2029. godine



Izvor: Bloomberg, zaključno s 24. 6. 2024. gledano u zadnjih 5 godina

DIONIČKA TRŽIŠTA

Nastavak pozitivne izvedbe i u 2024. godini nakon sjajnog performansa u prošloj godini

U 2023. su godini dionička tržišta globalno imala veoma izražen pozitivan performans uz dvoznamenkasti rast vrijednosti, izuzev kineskog tržišta koje je osjetilo značajniju korekciju zbog određenih problema u sektoru nekretnina te nešto niže gospodarske aktivnosti i povećane volatilnosti. Od globalnih tržišta u 2023. godini posebno se istaknulo japansko tržište s porastom vrijednosti referentnog dioničkog indeksa (Nikkei 225) za više od 30 % te američko tržište s porastom dioničkog indeksa S&P 500 od gotovo 25 %. Dobar momentum nastavljen je i ove godine pa je tako od početka godine zabilježen ponovno snažan pozitivan performans globalnih dioničkih tržišta. Od početka godine do datuma 20. 6. 2024 američki dionički indeks S&P 500 zabilježio je porast od 15 % (slično kao i japansko tržište dionica), dok je njemački dionički indeks (DAX 30) porastao u istom vremenu za 9 %, koliko je približno iznosio i porast dioničkog indeksa Eurostoxx 50 koji reprezentira dionice velikih kompanija iz eurozone.

Inflacija je trenutačno u fazi opadanja, što sugerira kako kompanije ne bi trebale imati više značajnih problema što se tiče inputa (normalizacija na tržištu energenata), a više prodajne cijene i dalje ostaju te bi samim time trebali porasti prihodi, ali

i profitabilnost kompanija. Potrošačka moć ni u EU-u ni u SAD-u ne jenjava, dok trenutačna razina kamatnih stopa uz ipak benigno makroekonomsko okruženje ide na ruku kompanijama iz financijskog sektora. Također, opadanje stope inflacije utječe na očekivanje tržišta o budućem spuštanju kamatnih stopa, a što onda ima utjecaj na smanjenje diskontne stope po kojoj se vrednuju buduće zarade kompanija odnosno drugim riječima buduće zarade s manjom diskontnom stopom vrijede više u današnjim terminima te isto utječe na porast vrijednosti dionica. Naravno, treba biti oprezan glede očekivanja tržišta u vezi sa spuštanjem kamatnih stopa jer ista mogu biti previše agresivna te se može dogoditi zaustavljanje trenda pada inflacije što bi utjecalo na duže razdoblje restriktivnijih monetarnih politika od strane središnjih banaka. S druge strane, imamo i sve veći utjecaj umjetne inteligencije odnosno AI sektora koji utječe na porast vrijednosti tehnoloških dionica, ali ovaj bi fenomen, uz pravilnu i kontroliranu primjenu, trebao pozitivno pridonijeti i cjelokupnom gospodarstvu. Kad se pogleda ovogodišnji rast vrijednosti dionica u Europi odnosno sektorske komponente dioničkog indeksa STOXX Europe 600, ističe se bankarski sektor s porastom vrijednosti od 19 % te tehnološki sektor s porastom vrijednosti za više od 16 % od početka godine. Također, sektor medija ima veoma dobru izvedbu s porastom vrijednosti višim od 15 %. Negativnu promjenu vrijednosti ima sektor nekretnina gdje je zabilježen malo manji pad od 4 % od početka godine, a isto je posljedica pada cijena nekretnina u većini europskih zemalja. Kod individualnih imena treba definitivno izdvojiti dionicu NVIDIA koja ima sjajan performans ove godine sa strelovitim porastom cijene dionice za 164 %. Ovakav porast cijene dionice reflektirao se u tržišnoj kapitalizaciji kompanije (tržišna vrijednost svih dionica) te je NVIDIA postala kompanija s najvećom tržišnom kapitalizacijom na svijetu, i to u iznosu od 3,217 milijardi američkih dolara (3,217 milijuna američkih dolara).

Grafikon 3: S&P 500, DAX i Crobex u zadnjih deset godina



u %	YTD	3Y	10Y	10Y ann.*
S&P 500	14,6	29,3	178,4	10,8
DAX	8,4	16,4	81,9	6,2
CROBEX	11,2	42,2	55,0	4,5

*10-godišnji cjenovni (bodovni) prinos sveden na godišnju razinu

Izvor: Bloomberg, zaključno s 21. 6. 2024.; YTD razdoblje: od 31. 12. 2023. do 21. 6. 2024.

Domaće dioničko tržište zabilježilo je sjajan izvedbu u 2023. godini te je referentni indeks domaćeg dioničkog tržišta, CROBEX, u 2023. godini porastao za 28 % (bez dividendnog prinosa). Sjajan performans u 2023. godini odnosno porast cijene dionice za preko 100 % imala je dionica Končar Distributivni i specijalni transformatori (redovna dionica +162 %, povlaštena dionica +168 %), a od većih kompanija, dionica Podravke imala je također sjajan performans s porastom tržišne vrijednosti od 94 %. Slovensko je dioničko tržište isto imalo veoma izraženi pozitivan performans u 2023. godini te je referentni dionički indeks slovenskog tržišta, SBITOP, u 2023. godini porastao za 20 %,

ali slovenske dionice ujedno imaju i visoki prinos od dividendi koji se kreće na razinama od oko 5 – 6 %, što dodatno utječe na povećanje ukupnog prinosa od ulaganja. U 2024. godini nastavljen je snažan performans oboju dioničkih tržišta pa tako CROBEX od početka godine do 20. 6. 2024 bilježi porast vrijednosti od 11,2 %, a posebno impresivno djeluje SBITOP koji je u istom vremenskom razdoblju porastao za čak 25,0 %. Hrvatska ekonomija bila je jedna od najjačih u EU-u tijekom 2023. godine i u prvaj polovici ove godine, a nakon institucionalnih priznanja (ulazak u eurozonu i područje Schengena) i poboljšanja kreditnog rejtinga odnosno izgleda zemlje, sve je prisutnije i konvergencijsko kretanje Hrvatske k prosjeku standarda eurozone. Snažan porast realnih plaća i postojana domaća potražnja uz očekivanja još jedne rekordne turističke sezone pozitivno utječu na očekivanja tržišnih sudionika glede budućih zarada i rezultata kompanija. Iako je likvidnost na hrvatskom dioničkom tržištu, ali i na slovenskom, i dalje relativno slaba, uspostavljanje ETF-ova koji prate ova dva tržišta, kao pasivnih i relativno pristupačnih investicijskih strategija, definitivno je pridonijelo popularizaciji i atraktivnosti ulaganja na lokalnim tržištima. Većih korporativnih aktivnosti u zadnje vrijeme nije bilo na lokalnim tržištima, osim što se u zadnje vrijeme Nova Ljubljanska banka uključila u natjecanje oko preuzimanja Addika te bi, ako u istome uspije, vjerojatno već iduće godine ušla na hrvatsko tržište. Turističke su kompanije u zadnje vrijeme pojačale odnosno najavile pojačanje investicijskog ciklusa, ali treba reći kako se trenutačno čini da ove kompanije posluju u zreljoj fazi te da zahvaljujući svojim prethodnim investicijama u povećanje kapaciteta i kvalitetu smještaja, u sljedećim godinama mogu ostvarivati veoma dobre rezultate.

Grafikon 4: Normalizirano kretanje američkog dioničkog indeksa S&P 500 od 1990. godine

U dugom roku se periodična cikličnost neutralizira i trend (isprekidana linija) jasno ukazuje na uzlazni trend odnosno povećanje vrijednosti dioničkog indeksa



u %	1990. – 2024.*	1991. – 2000.	2001. – 2010.	2011. – 2020.
Ukupno	1.419,3	299,8	-4,7	198,7
Anualizirano	8,2	14,9	-0,5	11,6

* Zadnji je datum u izračunu za 2024. godinu 21. 6. 2024., a razdoblje od 1990. do 2024. obuhvaća razdoblje od 2. 1. 1990. do 21. 6. 2024.

Izvor: Bloomberg, zaključno s 21. 6. 2024.

INVESTICIJSKI POGLED

Otporna ekonomija uz i dalje atraktivne prinose obveznica, očekivanja spuštanja kamatnih stopa, generalno pozitivan tržišni sentiment

Nakon usporavanja rasta globalne ekonomije u 2023. godini, ali i izbjegnute globalne recesije, očekuje se kako će globalna i europska ekonomija ove godine rasti po i dalje niskim stopama, međutim ujedno se i očekuje početak gospodarskog oporavka odnosno približavanje putanji normalnog rasta ekonomije. S druge strane, američka se ekonomija pokazala izuzetno otpornom prošle godine te su ovogodišnja očekivanja rasta gospodarstva u skladu s dugoročnim projekcijama potencijalnog rasta. Snažna tržišta rada globalno utječu na smanjenu razinu nezaposlenosti te na pritiske na povećanje plaća, što s druge strane podržava domaću, ali i globalnu ekonomiju. Iako isto ima djelomično i inflacijsku komponentu, snažna i otporna tržišta rada bila su glavni čimbenik očuvanja gospodarske aktivnosti u zadnje vrijeme. Krajem prošle godine i na početku ove godine, očekivanja tržišta glede spuštanja kamatnih stopa od strane FED-a i ECB-a bila su prenaplaćena, a na što smo posebno upozoravali. Ipak, iz današnje perspektive čini se kako se problem inflacije relativno dobro svladao te bi se u odsustvu vanjskih šokova inflacija trebala nastavljati vraćati na uobičajene razine odnosno na ciljne razine središnjih banaka. Isto bi trebalo utjecati na spuštanje kamatnih stopa te na provođenje manje restriktivne monetarne politike. U tom kontekstu treba spomenuti kako su trenutačno tržišna očekivanja glede spuštanja kamatnih stopa od strane FED-a (za 50 bps tijekom ove godine) i ECB-a (za dodatnih 50 bps tijekom ove godine) puno realnija te kako zaista mogu predstavljati bazni scenarij. Naravno, novi podatci, kretanja i očekivanja glede razvoja inflacije bit će ključni input za procjenu središnjih banaka u vezi s provođenjem monetarne politike. U kontekstu Hrvatske očekuje se nastavak pozitivnih makroekonomskih kretanja, rast BDP-a znatno iznad prosjeka eurozone uz nešto višu, ali opadajuću stopu inflacije te uz nastavak relativnog smanjenja zaduženosti države ponajprije zbog jakog nominalnog rasta gospodarstva. Snažna domaća potražnja, rast investicija u fiksni kapital, pozitivna turistička očekivanja, ali i dostupnost visokih EU sredstava trebali bi biti zamašnjak rasta gospodarstva i nastavka konvergencije k standardu eurozone.

Obveznička tržišta trebala bi ostati atraktivna tijekom ove godine, ponajprije iz razloga što je trenutačna razina prinosa i dalje primamljiva za konzervativnije (institucionalne) investitore, posebice jer nudi mogućnost ostvarivanja povoljnih prinosa iz čiste buy and hold strategije tijekom dužeg vremena (kupnja obveznice i držanje iste do dospijea). Prinosi na obveznice dužih dospelja trebali bi ostati više-manje stabilni, ali očekuje se korekcija prinosa na kraćem kraju krivulje te povratak normalne zakrivljenosti krivulje gdje duža dospelja nude više (godišnje) prinose od obveznica kraćih dospelja. Na kraći kraj krivulje najviše utječu očekivanja monetarnih akcija središnjih banaka odnosno (očekivane) promjene u monetarnoj politici, stoga bi veća vidljivost budućeg spuštanja kamatnih stopa ubrzala proces povratka krivulje u normalno stanje. U ovom pogledu, smatramo kako bi prinosi na hrvatske državne obveznice trebali pratiti kretanje temeljnih (core) prinosa odnosno prinosa na obveznice država eurozone s najvišim kreditnim rejtingom. Također, veoma dobra gospodarska situacija u RH, stabilne javne financije i poboljšanje omjera relativne zaduženosti, uz ulazak RH u kategoriju A investicijskog rejtinga, trebale bi djelovati na daljnje smanjenje premije rizika (spreada) na hrvatske državne obveznice, što bi uz ostale nepromijenjene uvjete, imalo pozitivan utjecaj na vrijednost ulaganja u hrvatske državne obveznice.

Dionička su tržišta imala sjajnu izvedbu tijekom 2023. godine gdje su globalni dionički indeksi zabilježili dvoznamenkaste pozitivne prinose. Rezultati kompanija bili su poprilično dobri te su kompanije relativno dobro mitigirale povećane ulazne troškove, ponajviše podizanjem prodajnih cijena te racionalizacijama troškova. U pogledu

vrednovanja dionica, niže očekivane kamatne stope trebale bi pozitivno djelovati na vrijednost dioničkih ulaganja, iako uvijek treba imati na umu da dionička tržišta djeluju anticipativno odnosno da trenutačne cijene u sebi imaju već ugrađena očekivanja, tako da sama aktualizacija pojedinih očekivanja ne mora imati nužno značajan pozitivan učinak na vrijednost dionica. Također, za pojedine institucionalne ulagatelje značajan utjecaj imaju prinosi od dividendi koji bi trebali porasti odnosno u nekim slučajevima ostati na razinama od nekoliko stotina baznih poena iznad prinosa na državne obveznice (primjerice 5 – 6 % za europske dionice). Naime, ne može se očekivati ista atraktivnost pojedine dionice koja ima stabilan dividendni prinos u uvjetima kad su prinosi na državne obveznice (često aproksimirane kao bezrizično ulaganje) na razinama od 0,5 % ili kad su na razinama od 3,5 %. Više bezrizične kamatne stope ili prinosi zahtijevaju veću stopu povrata od rizične imovine baš kako bi investitor bio kompenziran za dodatni rizik koji preuzima prilikom ulaganja. Moramo napomenuti da bez obzira na prethodno, kao jedna od najznačajnijih vrsta realne imovine u kojoj je implicitno ugrađeni očekivani gospodarski, društveni i tehnološki napredak, dionice odnosno dionička izloženost poželjan su dio portfelja za dugoročne investitore. Naglašavamo važnost dugoročnijeg karaktera ulaganja na dioničkim tržištima, a što najbolje pokazuju nedavne tržišne epizode povećane volatilnosti (u 2020. i 2022. godini), upravo iz razloga što se u dugom roku razdoblja povećane tržišne volatilnosti mogu uspješno neutralizirati. Sve veća zastupljenost umjetne inteligencije (AI) i tehnološke izvrsnosti proizvodnih i uslužnih procesa trebala bi donijeti dodatni benefit u poslovanju kompanija te poboljšati financijske rezultate, a što bi se potom moglo preliti i u veće vrijednosti dionica. Kako ne bismo zaboravili rizike koji mogu negativno utjecati na vrijednost dioničkih ulaganja, u kratkoročnom i srednjoročnom razdoblju ističu se ponajviše nepovoljna demografija razvijenih tržišta (manjak raspoložive radne snage, posebice u Europi) te negativan utjecaj ovog fenomena na profitabilnost kompanija i na povećanje državne potrošnje odnosno smanjenu produktivnost. Prisutni su i dalje geopolitički globalni rizici, rizik deglobalizacije svjetske ekonomije, kao i eventualno (ponovno) jačanje stope inflacije. Hrvatsko dioničko tržište, točnije referentni indeks CROBEX nastavlja s pozitivnim performansom, a kako smo pisali, gospodarsko-tržišna slika Hrvatske značajno je poboljšana unazad nekoliko godina. Također, velika većina hrvatskih kompanija ima zaista snažne rezultate, što uz novitete glede mogućnosti efikasnog pristupa pasivnom ulaganju (pojava ETF-a koji prati hrvatsko tržište), dodatno ohrabruje investitore da ulažu na hrvatsko dioničko tržište. Još jedan bitan faktor jest povećanje profitabilnosti hrvatskih kompanija te povećana transparentnost kao i bolje korporacijsko upravljanje. Iako još uvijek ima mjesta za napredak, isto je zaista vidljivo tijekom zadnjih godina te je razina financijskih i drugih izvještaja vodećih hrvatskih kompanija značajno porasla. Spominjali smo i veliki jaz u valuacijskim odnosno tržišnim multiplama između hrvatskih dionica i usporedivih globalnih dionica te iako je jaz potisnut u zadnje vrijeme, konvergencija standarda RH prema prosjeku eurozone i EU-a trebala bi djelovati i na konvergenciju multipli na kojima trguju dionice hrvatskih kompanija prema multiplama na kojima trguju usporedive globalne kompanije.

Tržište nekretnina, globalno je gledajući, osjetilo usporavanje tijekom 2023. i u dosadašnjem dijelu ove godine, pa čak i izraženiji pad vrijednosti, posebice u slučaju komercijalnih nekretnina. Više kamatne stope na kredite, ali i poprilično visoka baza zbog značajnog uzleta cijena nekretnina u prethodnom razdoblju, negativno djeluju na potražnju za nekretninama. Kod komercijalnih nekretnina, uz već poznati fenomen rada od doma, više kamatne stope na kredite, ali i manja atraktivnost ove podvrste ulaganja za institucionalne investitore (zbog povećanja prinosa na nisko rizična ulaganja u instrumente fiksnog prinosa), glavni su razlozi pada vrijednosti i manje potražnje. Što se tiče RH, tržište rezidencijalnih nekretnina nastavilo je rasti pa je tako u 2023. godini na razini RH zabilježen prosječan rast cijena od 12,0 % (naprema prosječnom padu od 1,1 % na području eurozone, prema podacima

Eurostata). Ovaj rast treba staviti i u kontekst rasta rezidencijalnih nekretnina u RH tijekom 2022. i 2021. godine kad je zabilježen prosječni godišnji rast od 14,8 % odnosno od 7,3 %. U Hrvatskoj nije došlo do naglog povećanja kamatnih stopa na stambene kredite (iako su generalno stope porasle), kao što je to bio slučaj u drugim zemljama eurozone, a što je imalo i uporište u padu stope obvezne pričuve prilikom ulaska RH u eurozonu. Također, i dalje snažna inozemna potražnja, dobra očekivanja za nadolazeće turističke sezone te percepcija nekretnina u Hrvatskoj kao svojevrznog čuvara vrijednosti trebala bi nastaviti podržavati domaće tržište nekretnina ili barem ublažiti eventualni pad vrijednosti nekretnina u kratkom i srednjem roku.

Skloniji smo sagledavanju investicijskog performansa tijekom dužeg vremenskog razdoblja gdje stabilnost, postojanost i otpornost portfelja, kao i uspješna struktura portfelja, čine najveći dio investicijskog prinosa. Kako smo već naglašavali, negativne odnosno volatilne epizode na tržištima kapitala u pravilu se uspješno neutraliziraju orijentacijom investitora na ostvarivanje prinosa u dužem roku, stoga i sagledavanje uspješnosti pojedinih investicija treba gledati tijekom dužeg vremenskog razdoblja. Prednosti koje nudi izloženost tržištu kapitala odnosno financijskim tržištima uz adekvatnu strukturu portfelja te dugoročni investicijski horizont trebale bi biti misao vodilja u uspješnom procesu investiranja.

UPRAVLJANJE IMOVINOM OSIGURANJA

Razborit pristup ulaganju uz sigurnu bazu i usredotočenost na pokriće obveza

Upravljanje imovinom osiguranja (asset management) konzervativnijeg je profila te je fokus na uvijek dostatnom i pravovremenom pokriću obveza, bilo da se radi o životnom ili neživotnom osiguranju. Kod životnog i neživotnog osiguranja vodi se računa o valutnoj usklađenosti portfelja, likvidnosti, sigurnosti i stabilnosti imovine, kao i o usklađivanju ročnosti imovine i obveza. Usklađenost ročnosti imovine i obveza posebice je bitna kod upravljanja imovinom životnih osiguranja gdje se budući novčani odljevi odnosno realizacija obveza mogu pouzdanije procijeniti, a ujedno portfelj mora biti u stanju osigurati stabilni prinos tijekom dužeg vremena te uskladiti osnovne karakteristike portfelja s profilom obveza. Investicijska je filozofija kod oba portfelja poprilično konzervativna, dakle fokus je na domaćim i stranim (EUR denominiranim) instrumentima fiksnog prinosa s manjom izloženošću prema sektoru nekretnina te neznatnom izloženošću prema stranim i domaćim dioničkim tržištima. Razdoblje relativno nižih razina prinosa na obvezničkim tržištima, koje je trajalo do polovice 2022. godine, zahtijevalo je traženje ostalih ulaganja s višim očekivanim razinama prinosa, poput primjerice alternativnih dužničkih fondova (private debt strategije), međutim veći

očekivani prinosi ovih ulaganja trebaju se sagledati i kroz prizmu većeg rizika koji se preuzimaju kod takvih ulaganja. Trenutačni prinosi na obvezničkim tržištima i više razine kamatnih stopa utječu na mogućnost ostvarivanja viših povrata na nova ulaganja bez preuzimanja dodatnog rizika odnosno konzervativnom investicijskom strategijom mogu se ostvariti adekvatni prinosi. Upravljanje portfeljem naglasak stavlja i na osiguravanje dostatne razine likvidnosti kako bi se pravovremeno i u potpunosti namirile sve poslovne i ugovorne obveze, a što je posebice bitno kod upravljanja imovinom neživotnog osiguranja zbog manje mogućnosti projiciranja budućih šteta i isplata. U sagledavanju trenutanih i potencijalnih investicija svaku investiciju promatramo u kontekstu cjelokupnog portfelja. Preferiramo širu geografsku izloženost čime nastojimo dodatno diversificirati rizik ulaganja. Posebnu pozornost posvećujemo kreditnoj kvaliteti portfelja. Vodeći računa o temeljnim načelima upravljanja imovinom osiguranja, nastojimo osigurati stabilan i adekvatan prinos na godišnjoj razini tijekom dužeg vremenskog razdoblja, kontrolirajući pritom rizičnost cjelokupnog portfelja, segmenata portfelja te individualnih investicija.