

Komentar financijskih tržišta Siječanj 2024.

TRENDOVI I OČEKIVANJA U GOSPODARSTVU

Inflacija u padu, otporna tržišta rada globalno

Tijekom druge polovice 2023. godine nastavljen je trend smanjenja stope inflacije, kako u eurozoni, tako i u SAD-u, što je potaknulo središnje banke na usporavanje tempa podizanja kamatnih stopa te, kako se trenutačno čini, i završetka ciklusa podizanja stopa. Pri tome je ECB, s obzirom na to da su kasnije od FED-a reagirali na početak rasta inflacije, ostao više *hawkish* u svojoj retorici uz poruku da su ozbiljni u nakani da smanje inflaciju na pret pandemijske razine. U svakom slučaju, i jedna i druga središnja banka dale su si dovoljno prostora da reagiraju u skladu s aktualnim podacima iz ekonomije, bez previše dalekih prognoza i smjernica. A posebno s obzirom na to da su već odradili veći dio posla u pooštavanju monetarnih uvjeta zbog čega trenutačno imaju mogućnost biti pažljiviji i taktični s obzirom na to da cjelokupni efekt podizanja stopa često ima zakašnjeni utjecaj na ekonomiju. ECB je s podizanjima ukupno došao do referentne kamatne stope od 4,00 % (*deposit facility*), a američki FED do 5,50 % (raspon od 5,25 % do 5,50 %).

Podatci iz ekonomija većim su dijelom ukazivali na relativnu otpornost američkoga gospodarstva u odnosu na europsko. To je bilo najvidljivije uz podatke o industrijskoj proizvodnji gdje je tijekom godine Njemačka redovito predvodila s padom ekonomske aktivnosti što se djelomično prelilo i na ostatak eurozone koja je većim dijelom ostala bez rasta u zadnjim kvartalima. S obzirom na niske vrijednosti PMI indeksa, koji su često dobar indikator trenutačnog stanja gospodarstva, te podatke iz europske industrije, očekivao se i veći pad ekonomske aktivnosti, no on je za sad izostao. Stope nezaposlenosti blago su porasle i u Europi i Americi, ali su i dalje na relativno niskim razinama zbog čega djelomično nije došlo do većeg smanjenja ekonomske aktivnosti. Stopa nezaposlenosti u eurozoni još od ožujka pa sve do listopada, za koji je objavljen zadnji podatak, iznosila je nepromijenjenih 6,5 % (osim lipnja gdje je nakratko pala na 6,4 %). Stopa nezaposlenosti u SAD-u nešto je više varirala, iako je još na vrlo niskim razinama, pa je s 3,5 % u srpnju porasla na 3,8 % u kolovozu gdje se zadržala do smanjenja na 3,7 % koliko je iznosila u studenom i prosincu.

U dijelu država u Europi cijene nekretna reagirale su na restriktivnu monetarnu politiku i

ostvarile pad vrijednosti, prvi u zadnjih desetak godina, no u dobrom dijelu država koje su i zabilježile pad cijena on nije bio poseban velik. Kako je velika većina objavljenih podataka tijekom zadnjeg kvartala godine bila ispod očekivanja, značajno su se povisili izgledi za prestankom podizanja referentnih kamatnih stopa, ali i početkom smanjivanja stopa u idućoj godini.

Krajem četvrtog kvartala, zahvaljujući padajućoj inflaciji, produbila su se očekivanja tržišta o smanjenju kamatnih stopa od strane FED-a i ECB-a što je američki FED potvrdio u svojim projekcijama stopa gdje su za iduću godinu prognozirali nedvosmisleno rezanje kamatnih stopa. ECB je bio nešto oštiri na svojoj zadnjoj sjednici te u ovom trenu nisu htjeli previše razgovarati o rezanju kamatnih stopa, no tržišta očekuju da u svojoj politici neće puno odudarati od FED-a s obzirom na to da je stopa inflacije u studenom za eurozonu iznosila samo 2,4 % na godišnjoj razini. Početkom listopada porasla je i volatilnost cijene nafte zbog niže potražnje za derivatima, zatim i zbog novih geopolitičkih napetosti nakon napada Libanona na Izrael i otvaranja novog rata na Bliskom istoku. Kineski je rast i dalje bio usporen s obzirom na stagnaciju kineskog nekretninskog sektora koji čini oko trećinu njihove ekonomije. S druge strane, zemlje u CEE regiji ostvarile su iznadprosječan rast i pokazale značajnu otpornost u odnosu na ostatak Europe.

Tablica 1: Makroekonomski podatci za RH i eurozonu (EA)

Makropodatci	RH	Eurozona
Promjena BDP-a (3Q 2023.)	3,0 %	0,0 %
Stopa inflacije (prosinac 2023.)	5,4 %	2,9 %
Stopa nezaposlenosti (listopad 2023.)	6,5 %	6,5 %
Javni dug (% BDP-a, 2Q 2023.)	66,5 %	90,3 %
Državni proračun (% BDP-a, 2022.)	0,4 %	-3,6 %
Industrijska proizvodnja (10M 2023.)*	-0,6 %	-2,3 %
Promet u maloprodaji (10M 2023.)*	2,8 %	-2,0 %

* Napomena: Interni izračun za kumulativnu promjenu industrijske proizvodnje i prometa u maloprodaji u 2023. godini

Izvor: DZS, Eurostat

Hrvatsko gospodarstvo bilo je pri samom vrhu EU-a po rastu BDP-a što je najvećim dijelom posljedica još jedne vrlo uspješne turističke sezone, značajnog doprinosa sredstava iz EU fondova te i dalje niskih kamatnih stopa jer se u domaći financijski sustav nisu prelili efekti podizanja kamatnih stopa kao u ostalim članicama eurozone što je pozitivno djelovalo na gospodarstvo koje je u trećem kvartalu raslo 2,8 % na godišnjoj razini.

U kontrastu s ovim pozitivnim efektima samo je usporavanje dijela hrvatskih trgovinskih partnera bio čimbenik koji je negativno utjecao na rast domaće ekonomije. HNB za iduću godinu prognozira i viši

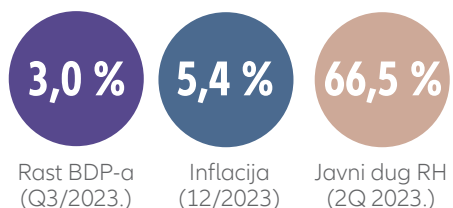
rast od ovogodišnjeg i to 3 % na godišnjoj razini, primarno temeljen na snažnoj očekivanoj potrošnji, a inflaciju prognoziraju na razini od 4,0 %.

Pozitivan momentum hrvatske ekonomije primijetile su i kreditne agencije pa su tako sve tri - S&P, Moody's te Fitch zadržale dugoročni kreditni rejting Hrvatske na dosadašnjoj razini, ali su povećale izgleda sa stabilnih u pozitivne što su svakako pozitivne vijesti. Nastavljeno je i smanjenje javnog duga u odnosu na BDP pa je tako krajem drugog kvartala 2023. godine javni dug iznosio 66,5 % BDP-a, što je manje od 69,1 % u prvom kvartalu te 72,4 % koliko je iznosio omjer krajem 2022. godine. Dug je smanjen i u nominalnoj vrijednosti te je iznosio 47,9 mlrd. EUR na kraju drugog kvartala u odnosu na 48,4 mlrd. EUR krajem prvog kvartala 2023. godine. Proračunski je deficit krajem drugog kvartala 2023. iznosio 0,5 % BDP-a, te je blago smanjen u odnosu na deficit od 0,6 % BDP-a krajem prvog kvartala. U ovom kontekstu treba izdvojiti i sjajno postignuće u 2022. godini kad je ostvaren suficit proračuna od 0,4 % BDP-a. Stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj krajem listopada iznosila je 6,5 %, jednako kao i prosjek eurozone, te na istoj razini kao i ranijih mjeseci.

OBVEZNIČKA TRŽIŠTA

Kraj 2023. godine označio snažan pad prinosna na obvezničkim tržištima te izražena očekivanja investitora glede skorog spuštanja kamatnih stopa

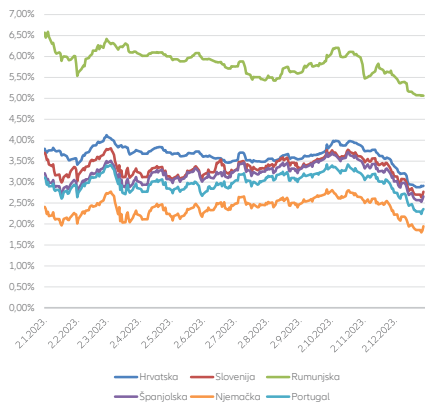
Iako su većim dijelom 2023. godine prinosi na obveznice globalno nastavili s rastom, a što je posljedično, zbog inverznog odnosa cijene obveznice i prinosa na obveznice, utjecalo na pad vrijednosti na obvezničkim tržištima, zadnje je tromjesečje dovelo do poprilično velikog obrata na obvezničkim tržištima. 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. Isto je utjecalo i na značajan porast vrijednosti obveznica u četvrtom tromjesečju 2023. godine, i to posebice na tržištu eurozone. Obveznice su izazvale veći interes investitora jer su s jedne strane vodeće središnje banke (FED i ECB) djelomično popustile s restriktivnom retorikom (iako nije došlo do pada kamatnih stopa), a s druge strane ohrabrujući signal tržištu dala je i opadajuća stopa inflacije u zadnjim mjesecima. Inflacija je i dalje povišena, međutim vidljivo je njezino usporavanje te se sve više čini kako su središnje banke bliže svojevrsnoj pobjedi nad inflacijom. Kako je 2023. godina i dalje bila godina s relativno visokim razinama stope inflacije, tako i ne čudi što su tijekom godine središnje banke u više navrata podizale kamatne stope da bi pred kraj godine odlučile napraviti pauzu kako su dolazili podatci koji sugeriraju hlađenje inflacije. U ovom kontekstu treba izdvojiti Europsku središnju banku (ECB) koja je u 2023. godini podignula



izvor: Eurostat

referentne kamatne stope za 200 baznih poena (bps) pa je tako prekoćna kamatna stopa na depozite na kraju godine iznosila 4,00 %, a treba znati kako je još u prvj polovici 2022. godine ova stopa bila negativna. Isto tako niti FED u SAD-u nije posustajao sve do druge polovice godine te je podignuo raspon referentnih kamatnih stopa za 100 bps u odnosu na kraj 2022. godine da bi onda od kraja srpnja zadržao kamatne stope na istoj razini. Na kraći kraj krivulje odnosno na obveznice kraćih dospeljeća najviše utječu (očekivane) akcije središnjih banaka, stoga se u zadnjoj epizodi pred kraj 2023. godine jasno može iščitati očekivanje investitora glede spuštanja kamatnih stopa u 2024. godini.

Grafikon 1: Prinosi na EUR obveznice dospeljeća 2030. godine



Izvor: Bloomberg, zaključno s 31. 12. 2023. gledano u zadnjih godinu dana

Američka desetogodišnja (dolarska) obveznica završila je godinu s prinosom od 3,88 % što je bilo gotovo identično kao i na kraju prošle godine, a dvogodišnja s prinosom od 4,25 %, za gotovo 20 bps niže nego na kraju 2022. godine. Njemačka desetogodišnja (eurska) obveznica na kraju godine imala je prinos od svega 2,02 % naprema 2,57 % na kraju prethodne godine, dok je dvogodišnja bila na 2,39 % naprema 2,74 % na kraju 2022. godine. Osim što isto ukazuje na pad prinosa u 2023. godini, isto tako se može razaznati da su i dolarska i eurska (obveznička) krivulja i dalje inverzne odnosno da obveznice kraćeg dospeljeća imaju viši prinos od onih duljeg dospeljeća (na godišnjoj razini). Krivulje se još uvijek nisu normalizirale na način da se stvori pozitivna razlika između prinosa na obveznice duljeg dospeljeća i prinosa na one kraćeg dospeljeća što predstavlja normalnu krivulju i uključuje klasičnu vremensku premiju po ročnosti.

Hrvatska (euro)obveznica dospeljeća u ožujku 2023. godine krajem godine imala je prinos od otprilike 3,1 %, a na kraju prethodne godine prinos iste obveznice iznosio je preko 3,9 %. Isto je utjecalo na porast cijene obveznice od 9,65 % tijekom 2023. godine. U 2023. godini, prvi je put Ministarstvo financija izdalo takozvanu „narodnu“ obveznicu dospeljeća u 2025. godini. Najava izdanja imala je velik odjek u medijima jer je nakon dugo vremena ciljna skupina investitorske baze bile orijentirana primarno na fizičke osobe, a alternativa u vidu kamatnih stopa na depozite u bankama bila je na vrlo niskim razinama. Stoga ne čudi što je odziv fizičkih osoba prilikom upisa u prvom krugu bio i više nego dobar, dok je drugi krug upisa bio rezerviran za institucionalne investitore. Ukupno izdanje obveznice doseglo je 1,85 milijardi eura uz prinos obveznice na izdanju od 3,65 %, s time da u izdanju prevladavaju fizičke osobe. Također, u studenom je Ministarstvo financija izdalo i narodni trezorski zapis dospeljeća 364 dana, što je također izazvalo veliki interes građana te je ostvareno više od milijardu eura upisa uz prinos na izdanju od 3,75 % (za fizičke osobe, na godišnjoj razini). Kod novih izdanja državnih obveznica RH treba napomenuti i izdanje euroobveznice dospeljeća 2035. godine u lipnju s prinosom na izdanju od 4,05 %, dok je na kraju godine ta ista (euro)obveznica trgovala s prinosom od 3,27 % te je isto označilo pozitivnu promjenu cijene obveznice za više od 7 % u periodu od malo više od pola godine. U studenom je dospjela

lokalna obveznica te je Ministarstvo financija izdalo novu (lokalnu) obveznicu dospeljeća 2033. godine u ukupnom iznosu od 1,25 milijarde eura s prinosom na izdanju od 3,81 %. Ova je obveznica na kraju 2023. godine trgovala s prinosom do dospeljeća od otprilike 3,25 % što je rezultiralo porastom cijene obveznice za gotovo 5 % u malo više od mjesec dana. Premije rizika (*spreadovi*) na hrvatske državne (euro)obveznice ostale su više-manje stabilne tijekom 2023. godine.

Kako je RH nastavila sa snažnom makroekonomskom izvedbom, rastom gospodarstva iznad dugoročnog trenda te veoma stabilnim javnim financijama, isto je prepoznato od strane triju najvećih kreditnih rejting agencija (S&P, Fitch i Moody's). Tako su u drugoj polovici godine sve tri rejting agencije ostavile kreditni rejting Hrvatske na razini BBB+ odnosno Baa2, ali su povećale izgleda iz stabilnih u pozitivne, što može biti dobar znak za skori ulazak u kategoriju A kreditnog rejtinga. Ako do toga dođe, to će biti još jedna potvrda veoma dobrog gospodarstvom rasta i razvoja RH u zadnje vrijeme, kao i potvrda institucionalne snage i napretka koje je RH ostvarila u zadnje vrijeme.

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



Izvor: Bloomberg, zaključno s 31. 12. 2023. gledano u zadnjih 5 godina

DIONIČKA TRŽIŠTA

Globalna dionička tržišta ostvarila su u 2023. godini većinom pozitivne, iznadprosječno visoke prinose. Američki S&P 500 indeks ostvario je prinos od 24,2 %, dok je Eurostoxx 50 (dionički indeks eurozone) ostvario prinos od 19,2 %. Ipak, najznačajniji prinos ostvarile su tehnološke dionice pa je tako američki dionički indeks Nasdaq-100 ostvario prinos od gotovo 54 % u 2023. godini. Njemački je indeks DAX unatoč lošijim makroekonomskim podacima za Njemačku tijekom godine ostvario prinos od preko 20 %, indeks CAC 16,5 %, čemu su zasigurno pomogle i relativno niske početne valuacije europskih dioničkih indeksa. Izuzev njemačkog indeksa, ostali podaci o prinosima u 2023. godine odnose se samo na cjenovne (bodovne) promjene indeksa, bez uključivanja dividende.

S obzirom na viši rast američkog tržišta tijekom godine, razlika između valuacije odnosno tržišnih multiplikatora po kojima trguju američke i europske dionice je dodatno povećana. Drugim riječima 1 novčana jedinica zarade više se vrednuje u slučaju američkih kompanija i dionica nego kod europskih kompanija i dionica. Gledano odvojeno po kvartalima, treći kvartal je bio loš za dionička tržišta koja su nakon višemesečnog rasta još od četvrtog kvartala 2022. imala manju korekciju, ponajprije zbog lošijih ekonomskih podataka koji su prizitali, posebice za eurozonu i Njemačku. Isto tako, na dionička je tržišta utjecao i brzi rast prinosa na obveznice čime su dionice nakon dugo godina dobile i značajnu alternativu. Porastom prinosa na obveznice najznačajnije su negativno reagirale dionice iz sektora komunalija (*utilities*) te robe široke potrošnje (*consumer staples*) koje imaju najveću pozitivnu korelaciju kretanja s cijenama obveznica. Tijekom druge polovice 2023. često se spominjala i recesija, no zahvaljujući još uvijek relativno otpornom tržištu rada, ona je u većem dijelu zemalja izbjegnuta.

Inflacija u eurozoni u studenom je smanjena na 2,4 % s 2,9 % u listopadu na godišnjoj razini dok je samo godinu ranije iznosila 10,1 %. **Padajuća inflacija i otporna ali usporavajuća ekonomija krajem godine postale su signal za vjerojatni završetak podizanja kamatnih stopa te moguća spuštanja već tijekom 2024. godine.** Kako je postajalo sve izglednije da središnje banke postižu svoj cilj, tržišta su od početka listopada počela snažno rasti u očekivanju nižih kamatnih stopa. Tako su dionička i obveznička tržišta u studenom ostvarila jedan od najboljih prinosa u zadnjih trideset godina (obveznice investicijskog rejtinga najviši, a dionice 7. najviši u zadnjih 360 mjeseci).

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



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

Izvor: Bloomberg, zaključno s 31. 12. 2023

Kao što smo već ranije spomenuli, u tom periodu su se rastom najviše istaknule tehnološke dionice te *growth* dionice kojima najviše pogoduje očekivano smanjenje referentnih kamatnih stopa. Od ostatka dioničkih tržišta najviše su otpustale dionice na kineskom tržištu koje su ostvarile negativni prinos i to od -10,5 % u protekloj godini, najvećim dijelom zbog zabrinutosti investitora oko kineskog sektora nekretnina gdje se još uvijek ne vidi željeni oporavak. Marže kompanija generalno su blago smanjene u odnosu na 2022. godinu, ali su tijekom 2021. i 2022. godine bile iznadprosječno visoke. **Regionalna tržišta također su imala vrlo dobru izvedbu tijekom godine: CROBEX je ostvario prinos od 28 %, a slovenski SBITOP od gotovo 20 % (bez uključivanja dividende).** Oba su tržišta obilježila niske početne valuacijske multiple (tržišni multiplikatori), vrlo snažno makroekonomsko okruženje, relativno niske kamatne stope i snažna osobna potrošnja kao glavni pokretači rasta.

Važan impuls domaćoj ekonomiji, koji se tijekom 2023. godine prelio i na rezultate na burzi je konvergencija hrvatskog standarda prema standardu eurozone što se dobrim dijelom generira pomoću značajnih sredstava koja se zadnjih nekoliko godina povlače iz EU fondova. Unatoč tomu, hrvatsko tržište kapitala (djelomično i slovensko) i dalje ima relativno nisku likvidnost koja uz oslanjanje na turizam kao najznačajniji generator rasta ekonomije, te uz negativne demografske trendove, i dalje nosi veći rizik od zapadnoeuropskih tržišta. Hrvatska je imala još jednu uspješnu turističku sezonu, iako turističke dionice nisu u potpunosti nagradile te rezultate, a najvećim rastom izdvojile su se dionice iz industrijskog sektora poput Končar grupe i Končar D&ST te dionice banaka, HPB i Zagrebačka banka. Za rast Končar grupe i njezinih članica najzaslužnija je zelena energetska tranzicija koja je u Europi postala imperativ i za koju je potrebno temeljito povećati kapacitete energetske mreže, kao i veća učinkovitost kompanije

u poslovanju, dok je bankama pogodovalo snažno makroekonomsko okruženje te rast kamatnih stopa u europskom okruženju. Isto to utjecalo je i na rast dionica NLB-a koji je kao i hrvatske banke ostvario velik rast neto kamatnih prihoda, ali je i većina ostalih kompanija na slovenskom tržištu pokazala otpornost prema inflatornom okruženju.

INVESTICIJSKI POGLED

Otporna ekonomija, očekivanja spuštavanja kamatnih stopa, generalno pozitivan tržišni sentiment

Prema trenutačnim makroekonomskim podacima, čini se kako su i SAD i eurozona izbjegli scenarij teže recesije odnosno gospodarstva pokazuju zavidnu razinu otpornosti na povišenu stopu inflacije i podizanja kamatnih stopa od strane središnjih banaka. Tržišta rada globalno su veoma snažna te je agregatna potražnja i dalje dovoljno postojana da podrži rast gospodarstva u kratkom roku. Također, bitno je naglasiti kako zadnji podatci ukazuju na spuštanje stope inflacije odnosno porast cijena odvija se sporijom dinamikom nego tijekom 2022. godine i prve polovice 2023. godine. Nešto niže projicirane stope rasta gospodarstva, posebice u eurozoni gdje ECB projicira rast (realnog) BDP-a od svega 0,8 % u 2024. godini, u kombinaciji s padom stope inflacije, mogle bi potaknuti središnje banke na popuštanje monetarne politike i spuštanje referentnih kamatnih stopa, što bi onda imalo pozitivne učinke i na gospodarstva i na financijska tržišta. Trenutačno tržište smatra kako će i FED i ECB spustiti referentnu kamatnu stopu čak 6 puta iduće godine odnosno za 150 baznih poena, što se ipak može činiti previše optimističnim. Iako su središnje banke na dobrom putu da riješe problem povišene stope inflacije, i dalje ostaju prisutni globalni i geopolitički rizici koji bi mogli otežati ovaj proces, stoga treba biti oprezan glede očekivanja naglog pada razine kamatnih stopa. Trenutačna situacija, kao i gospodarska očekivanja, sugeriraju nastavak pauze i kod američke središnje banke i kod europske središnje banke u prvoj polovici godine, dok bi u drugoj polovici godine, ako se inflacija i dalje nastavi stabilizirati, moglo doći do spuštavanja kamatnih stopa i poticaja za gospodarstva, ponajprije u vidu investicija.

Obveznička tržišta trebala bi ostati atraktivna tijekom ove godine, ponajprije iz razloga što je trenutačna razina prinosa i dalje poprilično primamljiva za konzervativnije investitore, posebice jer nudi mogućnost ostvarivanja povoljnih prinosa iz čiste buy and hold strategije (kupnja obveznice i držanje iste do dospijea). Prinosi na obveznice dužih dospijea trebali bi ostati više-manje stabilni, dok se očekuje korekcija prinosa na kraćem kraju krivulje te povratak normalne zakrivljenosti krivulje gdje duža dospijea nude više (godišnje) prinose od obveznica kraćih dospijea. Spominjali smo kako na kraći kraj obvezničke krivulje najveći utjecaj imaju (očekivane) akcije središnjih banaka odnosno (očekivane) promjene u monetarnoj politici, stoga bi veća vidljivost budućeg spuštavanja 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 moguću ulazak RH u kategoriju A investicijskog rejtinga, trebale bi djelovati na smanjenje premije rizika (spreada) na hrvatske državne obveznice, što bi uz ostale uvjete nepromijenjene, imalo pozitivan utjecaj na vrijednost ulaganja u hrvatske državne obveznice.

Dionička tržišta imala su 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. Snažna tržišta rada te dostatna razina štednje kućanstva uz potporu fiskalnih vlasti u prevladavanju inflacije, trebala bi imati pozitivan utjecaj na rezultate kompanija u bliskoj budućnosti. 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. 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 recentne tržišne epizode povećane volatilnosti, upravo iz razloga što se u dugom roku periodi 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 prelići 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), geopolitički globalni rizici, deglobalizacija svjetske ekonomije, kao i eventualno (ponovno) jačanje stope inflacije. Hrvatsko dioničko tržište, točnije referentni indeks CROBEX u 2023. godini ojačao je za 28 % te je bilo primjetno barem djelomično zatvaranje valuacijskog jaza između vrednovanja naših kompanija i većih europskih odnosno svjetskih kompanija u istim ili sličnim djelatnostima. Također, velika većina hrvatskih kompanija imala je zaista snažne rezultate, što je dodatno ohrabrilu investitore. U sljedećem razdoblju očekuje se i dalje veći rast BDP-a u Hrvatskoj nego na području eurozone te nastavak konvergencije hrvatskog standarda prema prosjeku EU-a i eurozone, što bi, uz pozitivna očekivanja glede turističke sezone te dostupnost EU sredstava, trebalo i dalje pozitivno utjecati na vrijednost dionica hrvatskih kompanija.

Tržište nekretnina osjetilo je, globalno gledajući, usporavanje tijekom 2023. godine pa čak i izraženi 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 niskorizična ulaganja u instrumente fiksnog prinosa), glavni su razlozi pada vrijednosti i manje potražnje. Što se tiče RH, tržište rezidencijalnih nekretnina nastavilo je rasti i tijekom 2023. godine pa je tako u prvoj polovici 2023. godine zabilježen prosječni rast od gotovo 14 % na godišnjoj razini (naprema prosječnom padu od 0,4 % 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. Također, i dalje snažna inozemna potražnja, dobra očekivanja za nadolazeće turističke sezone te percepcija nekretnina u Hrvatskoj kao svojevrsnog 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 duljeg 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 pokrivenju obveza, bilo da se radi o životnom ili o 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 može 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 obaju portfelja poprilično konzervativna, dakle fokus je na domaćim i stranim (EUR denominiranim) instrumentima fiksnog prinosa s manjom izloženosti prema sektoru nekretnina te neznatnom izloženosti prema stranim i domaćim dioničkim tržištima. Period relativno nižih razina prinosa na obvezničkim tržištima, koji je trajao do polovice 2022. godine, zahtijevao 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 obaveze, a što je posebice bitno kod upravljanja imovinom neživotnog osiguranja zbog manje mogućnosti projiciranja budućih šteta i isplata. U sagledavanju trenutačnih i potencijalnih investicija koristimo fundamentalnu analizu te 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, segmenta portfelja te individualnih investicija.

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. – 2023.*	1991. – 2000.	2001. – 2010.	2011. – 2020.
Ukupno	1.226,1	299,8	-4,7	198,7
Anualizirano	7,9	14,9	-0,5	11,6

* Zadnji datum u izračunu za 2023. godinu je 31. 12. 2023., a period od 1990. do 2023. obuhvaća period od 2. 1. 1990. do 31. 12. 2023.