

HANFA

HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

BROJ IX rujan 2023.

1. polugodište 2023.



Makroprudencijalni skener rizika

1. polugodište 2023.

Broj IX, rujan 2023.



SADRŽAJ

1. Uvodno	1
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja.....	4
2.1. Makroekonomsko okružje.....	4
2.2. Financijsko okružje.....	7
3. Rizici sektora financijskih sluga	12
3.1. Kratkoročni rizici	12
3.2. Dugoročni rizici.....	15
Okvir 1. Opravdavaju li fundamenti vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu?	
19	
1. Motivacija	19
2. CROBEX i zarade izdavatelja.....	20
3. Cijena u odnosu na fundamente.....	22
4. Zaključno	23
Popis kratica	26

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2671-2067

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

1. UVODNO

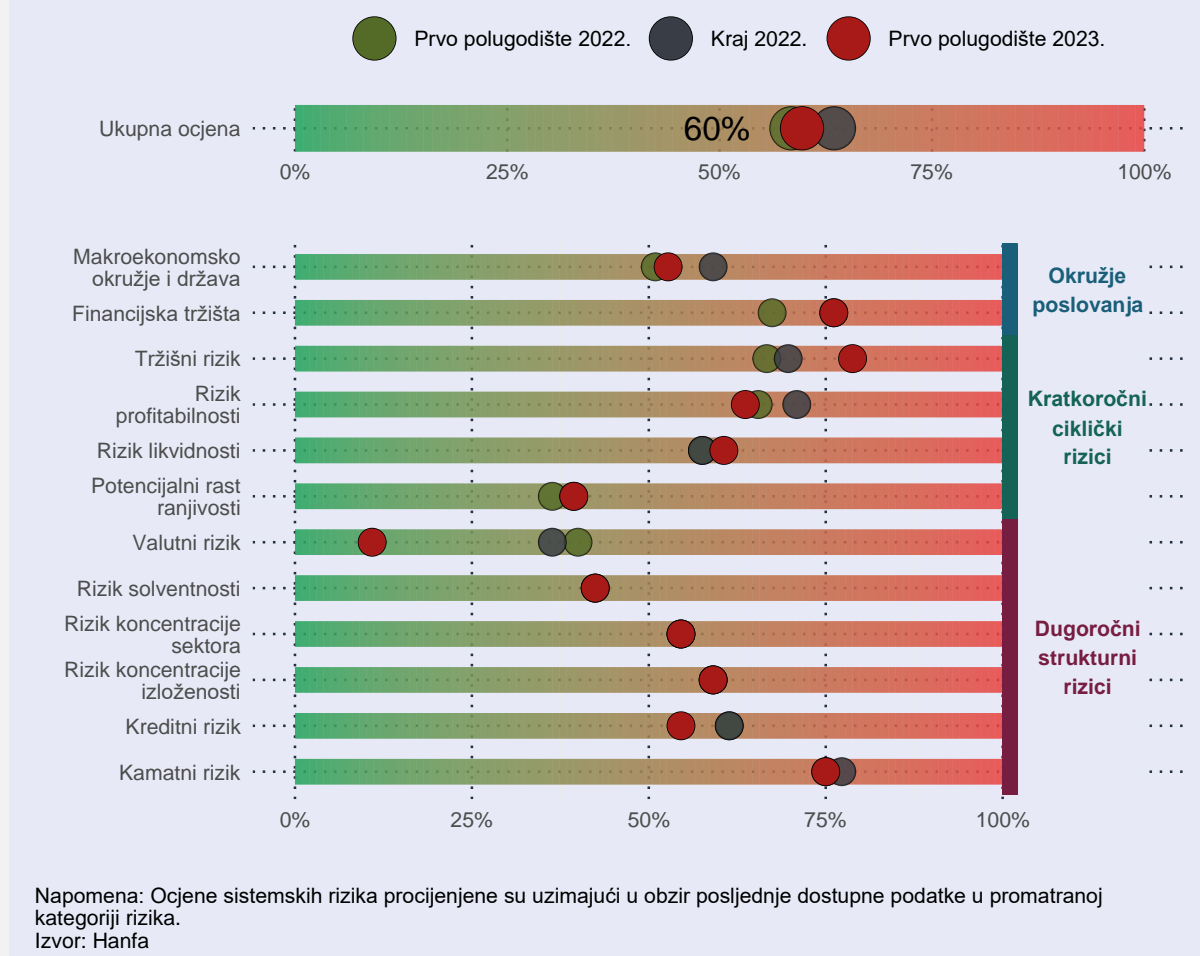
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, jedan od osnovnih ciljeva njezina rada. **Stabilan financijski sustav** podrazumijeva nesmetano funkcioniranje svih njegovih segmenata (financijskih institucija, tržišta, usluga i infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i njegovu otpornost na iznenadne šokove.

Financijsku stabilnost mogu narušiti procesi koji nastaju i razvijaju se unutar samog sustava stvarajući ranjivosti koje se u slučaju javljanja određenih šokova mogu materijalizirati u vidu narušenih likvidnosnih i kapitalnih pozicija financijskih institucija onemogućavajući nesmetano funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava. Pritom šokovi mogu biti vanjski i poteći iz međunarodnog okruženja ili idiosinkratski – generirani domaćim makroekonomskim i financijskim kretanjima, ekonomskom politikom ili promjenama u institucionalnom okruženju. Stoga svaki rizik kojem je sustav izložen, a koji može imati negativne posljedice za funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava uzrokujući pritom i ozbiljan negativan utjecaj na realno gospodarstvo, predstavlja **sistemska rizik**.

Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih rizika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, potrebno je razviti i odgovarajući skup instrumenata i alata, odnosno politika usmjerenih na očuvanje stabilnosti sustava u cjelini, koje se zajednički nazivaju **makrobonitetne politike**. Stoga su u Europskoj uniji (EU) na nacionalnoj i internacionalnoj razini nakon globalne financijske krize uspostavljena tijela s makrobonitetnim ovlastima i mandatima, a uz makrobonitetne alate razvijeni su i okviri za međunarodnu suradnju. Premda je u inicijalnoj fazi razvoja makrobonitetnih kapaciteta fokus primarno bio usmjeren na bankarski sektor, rastući udio i značaj nebankarskog dijela financijskog sustava stvara strukturne promjene i zahtijeva daljnji razvoj makrobonitetnog okvira i proširenje na sektor financijskih usluga kako bi se adekvatno adresirao sistemski rizik i spriječila regulatorna arbitraža. Usto, financijska se integracija kontinuirano produbljuje, što stvara potrebu za holističkim pristupom, koji sustav promatra kao nerazdvojivu cjelinu, čiji ključni dio čini praćenje i adresiranje ranjivosti u međusektorskom, ali i prekograničnom kontekstu.

Publikacija ***Makroprudencijalni skener rizika*** stoga pruža uvid u proces identifikacije, procjene i praćenja evolucije sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga, koji je pod nadzorom Hanfe, kako bi se pravovremeno poduzele odgovarajuće mjere u cilju sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja stabilnosti financijskog sustava. Time se doprinosi boljem razumijevanju sistemskih rizika, posebno u segmentu identificiranja ranjivosti kao i kanala širenja rizika, potiče na planiranje aktivnosti i mjera koje pružaju odgovarajuću zaštitu od posljedica materijalizacije tih rizika i pridonosi većem povjerenju u financijski sustav te jačanju otpornosti sustava na šokove.

Slika 1. Matrica sistemskih rizika za prvo polugodište 2023.



Ukupna ocjena sistemskih rizika sektora financijskih usluga blago se smanjila u prvom tromjesečju 2023., no i dalje je pozicionirana u zoni povišenih sistemskih rizika. Blago usporavanje inflacije i zadržavanje povoljnih obilježja na tržištu rada pridonijeli su smanjenju sistemskih rizika u makroekonomskom okruženju, a eliminacija velikog dijela valutnog rizika uslijed pristupanja Hrvatske europodručju početkom godine umanjila je i agregatnu ocjenu rizičnosti sektora financijskih usluga. Kretanja na svjetskim financijskim tržištima u prvom su dijelu 2023. bila obilježena bankovnim nestabilnostima što je kratkotrajno povećalo sistemske rizike. No kolebljivost tržišta vrlo je brzo smanjena, a pozornost ulagača ponovno prebačena na zaoštavanje monetarne politike. I u narednom će razdoblju dinamika i jačina podizanja kamatnih stopa kao odgovor na inflacijsku krizu biti važna odrednica tržišnog sentimenta, ali i gospodarskog rasta. Najistaknutiji rizici kojima je domaći sektor financijskih usluga na kraju prvog tromjesečja 2023. izložen i dalje su kamatni i s njime povezani tržišni rizici. Postojeće globalno visoke razine vrednovanja financijske imovine, posebno dionica, povećavaju vjerojatnost budućih korekcija cijena na globalnim financijskim tržištima koje bi uzrokovale i značajne korekcije na domaćem tržištu povećavajući razinu sistemskog rizika u sektoru financijskih usluga.

2. RIZICI MAKROEKONOMSKOG I FINANCIJSKOG OKRUŽJA

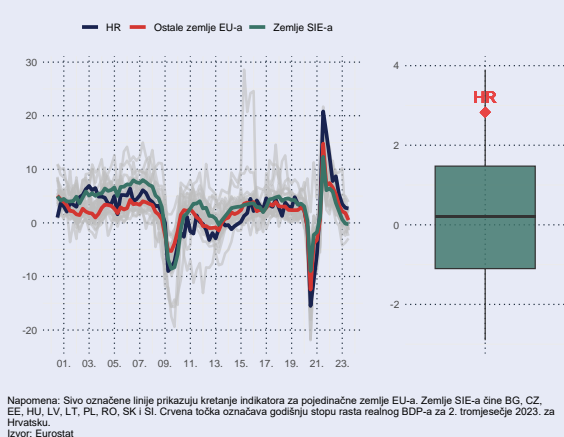
2.1. Makroekonomsko okružje

Iako su se pokazatelji inflacije u RH poboljšali početkom 2023. u odnosu na raniju godinu, pritisak na rast cijena ne prestaje. Istodobno se u ostatku ove godine očekuje skroman rast gospodarstava u okruženju, a za pojedine zemlje i pad gospodarske aktivnosti, što bi moglo ugroziti prognoze ionako slabog rasta hrvatskog gospodarstva.

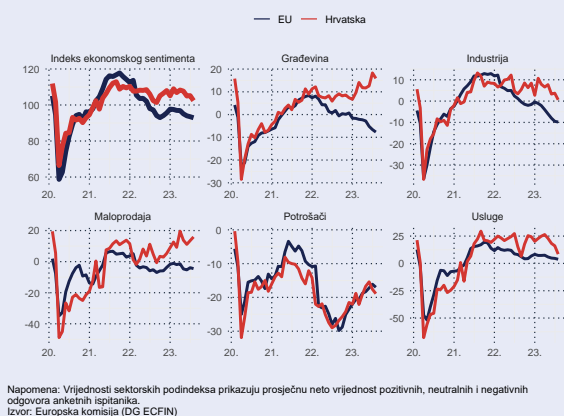
U prvom polugodištu 2023. realni gospodarski rast nastavio je usporavati na godišnjoj razini. Krajem ožujka i lipnja godišnje stope realnog rasta BDP-a iznosile su 2,8 %, odnosno 2,7 %, što su ujedno najniže zabilježene godišnje stope rasta u posljednje dvije godine (slika 2.1.). I dok je u prvom tromjesečju rast bio široko rasprostranjen, u drugom je tromjesečju 2023. predvođen rastom osobne potrošnje, najveće sastavnice BDP-a, koja je unatoč inflacijskim pritiscima na godišnjoj razini realno porasla za 2,3 %. Kratkoročni indikatori ekonomske aktivnosti sugeriraju oporavak potrošačkog sentimenta i u drugom tromjesečju 2023. (slika 2.2.), što je prvenstveno rezultat snažnog tržišta rada i povratka rasta realnih neto plaća u drugom tromjesečju 2023. godine. Prema [proljetnoj projekciji Europske komisije](#) u 2023. se ne očekuje promjena dinamike rasta, pa bi se tako domaće gospodarstvo u ovoj godini trebalo zadržati u pozitivnom području, pri čemu bi glavni oslonci gospodarske

aktivnosti trebali biti osobna potrošnja i investicije. Ostvarenja projekcije uvelike će ovisiti o rezultatima turističke sezone, obuzdavanju inflacijskih pritisaka, kao i gospodarskim izgledima glavnih vanjskotrgovinskih partnera, od kojih su neki već u tehničkoj recesiji.

Slika 2.1. Unatoč usporavanju gospodarskog rasta, Hrvatska je u drugom tromjesečju 2023. zabilježila veći rast od većine zemalja EU-a
Godišnja stopa promjene realnog BDP-a i njena distribucija za 2. tromjesečje 2023., u %



Slika 2.2. Oporavak potisnutog potrošačkog sentimenta pod utjecajem snažnog tržišta rada očuvao ukupni sentiment iznad europskog prosjeka
Indeks ekonomskog sentimenta i njegove sastavnice, 100 = dugoročni prosjek vrijednosti indeksa



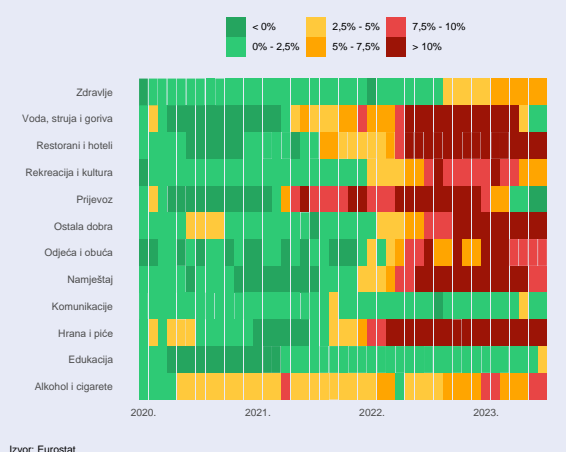
Ključni utjecaj na rast gospodarstva i u narednom će razdoblju imati inflacijska dinamika, koja iako usporena, i dalje nije blizu ciljanih razina. Krajem lipnja godišnja stopa inflacije iznosila je 8,3 % spustivši se,

nakon jednogodišnjeg razdoblja, na razinu manju od 10 % (slika 2.4.). Najveći doprinos i dalje ima kategorija hrane, dok je utjecaj energije znatno smanjen u odnosu na početak 2022. zbog baznog učinka s obzirom na normalizaciju cijena energenata u drugom polugodištu 2022., ali i Vladinih intervencija kojima se nastoje zaštititi kućanstva i gospodarstvo od rasta cijena. Sredinom ožujka Vlada je usvojila **četvrti paket mjera pomoći** u visini od 1,18 milijardi eura, od kojih se najveći dio odnosio na ublažavanje rasta cijena energije. Uz cijene energenata stabilizirali su se i globalni proizvodni i transportni lanci¹, a jaz između proizvođačkih i potrošačkih cijena gotovo je u potpunosti iščeznuo (slika 2.4.). I dok problemi na strani ponude polagano jenjavaju, čimbenici na strani potražnje postaju sve izraženiji, što otežava skori povratak inflacije na ciljane razine koje bi bile preduvjet za monetarno popuštanje.

Tržište rada i u okolnostima rastućih troškova financiranja i usporavanja gospodarskog rasta pokazuje snagu i otpornost. Stopa nezaposlenosti se od prosinca 2022. do lipnja 2023. dodatno smanjila (za 1,1 p.b., slika 2.5.) te se nalazi na najnižoj razini (5,6 %) u posljednje 23 godine. Sličan se trend očekuje i u narednim mjesecima zbog sezonskog efekta i pojačanih turističkih aktivnosti na što upućuje i smanjenje broja *online* slobodnih radnih mjesta (engl. *Online*

Vacancy Index) u svibnju². Uz smanjenje nezaposlenosti, u prvih pet mjeseci 2023. zabilježen je i nastavak nominalnog rasta neto plaća (+11,0 %), a usporavanje rasta opće razine cijena doprinijelo je i povećanju prosječne neto plaće u realnim terminima (+2,9 %) po prvi puta nakon studenog 2021. godine (slika 2.5.).

Slika 2.3. Veći dio potrošačke košarice i dalje bilježi visoke stope rasta
Godišnje stope promjene glavnih kategorija indeksa potrošačkih cijena, u %



Izvor: Eurostat

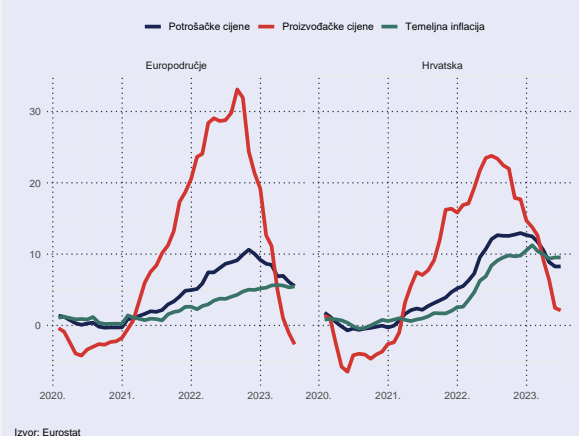
Smanjivanje jaza između nominalnih i realnih plaća podupirat će potražnju i otežati smirivanje temeljne inflacije u kratkom roku. Temeljna inflacija, iako smanjena u odnosu na kraj prošle godine (za 1 p.b.), u svibnju je iznosila visokih 9,6 % i bila je znatno veća od one zabilježene u europodručju (za 4,8 p.b., slika 2.4.). Obuzdavanje temeljne inflacije u narednom će razdoblju time biti još izazovnije, posebice s obzirom na inflacijska očekivanja potrošača koja se, premda djelomično „ispuhana“, još uvijek nalaze iznad „neutralnih“ stopa inflacije.

¹ **Global Supply Chain Pressure Index** je od početka 2023. u kontinuiranom padu, a krajem svibnja 2023. bio je na najnižoj razini od početka mjerenja.

² Krajem svibnja indeks online oglasa slobodnih radnih mjesta smanjio se za 2,3 % na godišnjoj razini i 1,2 % na mjesečnoj razini, primarno zbog sezonskog zapošljavanja u turističkom sektoru.

Slika 2.4. Smanjenje proizvođačkih cijena umanjilo inflacijske pritiske, no prostor za daljnje smanjenje cijena sužen

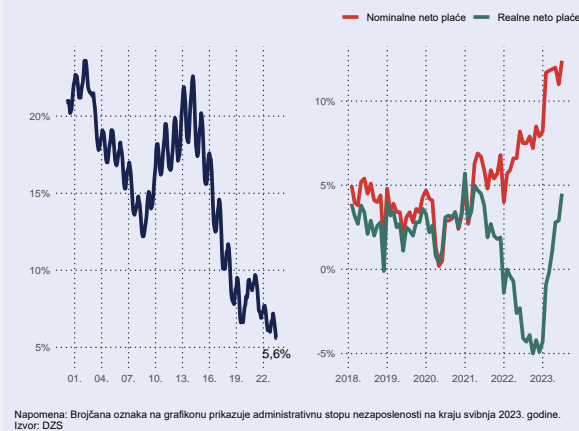
Stope rasta temeljne inflacije, proizvođačkih i potrošačkih cijena, u %



Slika 2.5. Tržište rada i dalje otporno

Administrativna stopa nezaposlenosti, u %

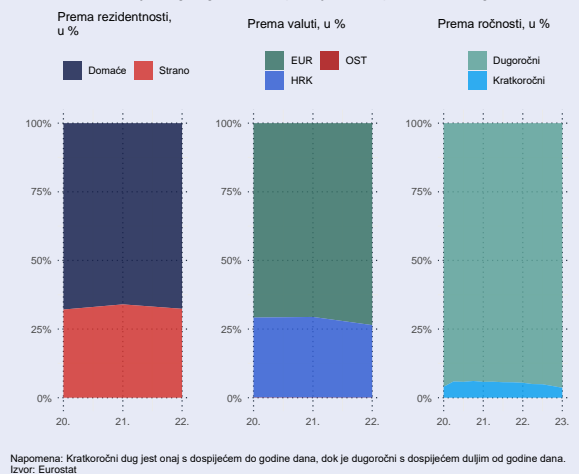
Godišnje stope promjena nominalne i realne neto plaće, u %



Fiskalni su se pokazatelji nastavili poboljšavati zahvaljujući nastavku rasta gospodarske aktivnosti, ali i povećanim nominalnim prihodima od poreza uslijed povišenih razina cijena, koji su kompenzirali povećanje rashodovne strane proračuna. Na kraju ožujka 2023. dug opće države iznosio je 69,5 %, što je smanjenje od čak 6,4 p.b. na godišnjoj razini. U apsolutnom iznosu javni je dug u prva tri mjeseca 2023. porastao za 4,5 %, što je posljedica istovremenog smanjenja inozemnog duga za 1,2 mlrd. EUR i povećanja domaćeg duga za 3,9 mlrd. EUR. Time je dodatno poboljšana struktura javnog duga s obzirom na to da je udio inozemnog javnog duga smanjen na 30 %, a dodatno je poboljšana i valutna

struktura javnog duga uvođenjem eura (slika 2.6.).

Slika 2.6. Struktura javnog duga dodatno poboljšana na početku 2023. godine



Spomenuto smanjenje zaduženosti opće države determinirano je rastom porezne baze, prvenstveno potrošnje i ukupne mase plaća, ali i prihoda na novouvedeni porez na ekstra profit. U prvih pet mjeseci 2023. prihodi od poreza na dobit snažno su porasli (+78,2 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine), čime su gotovo dosegli razinu iz cjelokupne 2022. godine. Taj je rast ukupnih prihoda opće države (+19,9 %) nadmašio rast ukupnih rashoda (+15,5 %), koji su prvenstveno rasli pod utjecajem povećanih izdataka za mirovine i plaće zaposlenika, ali i izdataka za 4. paket Vladinih mjera pomoći za ublažavanje inflatornih učinaka i porasta cijena energenata.

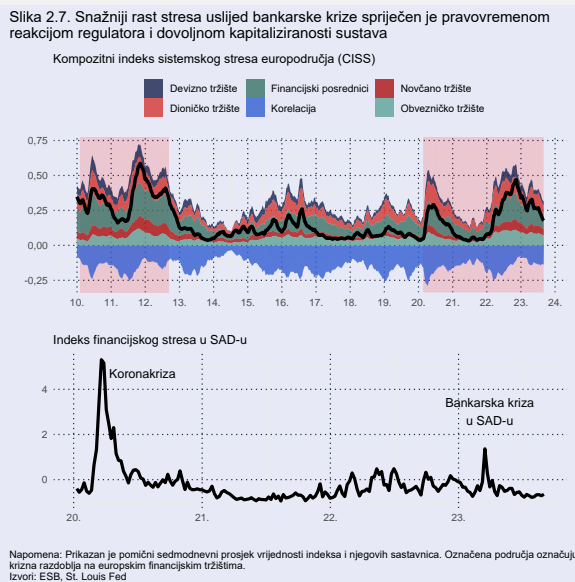
Prema projekciji Europske komisije do kraja 2023. očekuje se nastavak pada relativnog omjera duga i BDP-a na 63 %. Istodobno se proračunski manjak ne bi trebao značajno produbiti, pa bi deficit na kraju 2023. mogao iznositi 0,5 % BDP-a. Unatoč povoljnim projekcijama, naredno će razdoblje zasigurno biti izazovno za nositelje fiskalne politike. Rastuće proračunske potrebe zbog

potpora i subvencija za ublažavanje cjenovnog udara na privatni sektor i dalje će vršiti pritisak na rashodovnu stranu, a ako se nastavi razdoblje povišene inflacije, nisu isključeni ni pritisci na usklađivanje mirovina i plaća s rastom inflacije. Dodatno monetarno zaoštavanje politika vodećih centralnih banaka i posljedični rast prinosa koji povećavaju troškove financiranja za sada ne stvaraju izraženije pritiske, s obzirom na to da su trenutačne kamatne stope i dalje niže od onih za koje dug dospijeva.

2.2. Financijsko okružje

Prva polovica 2023. obilježena je nesigurnostima na bankovnim tržištima s obje strane Atlantika te gospodarskom i geopolitičkom neizvjesnošću koje su potisnule naznake oporavka tržišnog sentimenta s početka godine. Usprkos navedenim nestabilnostima, otpornost makroekonomskog okružja nadmašila je očekivanja investitora, čime je većina klasa financijske imovine zabilježila rast vrijednosti, a pozitivna kretanja vidljiva su i na domaćem tržištu kapitala. Rast referentnih kamatnih stopa središnjih banaka bio je usuglašen s tržišnim očekivanjima, što je uz slabljenje inflacijskih pritisaka doprinijelo rastu vrednovanja rizičnijih klasa imovine. Unatoč postojećim makroekonomskim neravnotežama, globalna premija rizika i dalje je

potisnuta, no naznake izraženijeg sistemskog stresa čine je podložnom revidiranju, što rizik cjenovnih korekcija na financijskim tržištima zadržava na povišenoj razini.



Početak 2023. obilježen je poboljšanjem sentimenta investitora zahvaljujući padu cijena energenata, nižim stopama inflacije, povoljnim korporativnim rezultatima te predvidljivim rastom referentnih kamatnih stopa, koji su stvorili prostor za rast vrednovanja na globalnim financijskim tržištima. Usporavanje stope rasta BDP-a i inflacije u SAD-u i europodručju protumačeno je od strane tržišnih aktera kao željeni ishod monetarne politike koji bi mogao ubrzati njezin zaokret u ekspanzivnom smjeru. Pozitivna očekivanja investitora prekinuta su početkom ožujka kolapsom triju američkih regionalnih banaka što je doprinijelo rastu sistemskog rizika na globalnim financijskim tržištima ³ (slika 2.7.).

³ Slomom banke SVB (engl. *Silicon Valley Bank*) započeta je kriza povjerenja u američki bankarski sustav, nakon čega je ubrzo uslijedio

pad financijskih institucija Signature Bank i First Republic, što se dijelom odrazilo i na europske banke kolapsom Credit Suissea.

Navedeni događaji nakratko su odgodili daljnji rast vrednovanja, no brzi odgovor regulatora spriječio je širenje panike među deponentima i investitorima, čime je nastavljen oporavak na dioničkim tržištima.



Središnje su banke naglasile ustrajnost u obuzdavanju inflacije te su, unatoč nestabilnostima u bankovnom sustavu, nastavile s provedbom restriktivne politike. Fed je u četiri navrata podizao kamatne stope za 25 baznih bodova, pri čemu trenutni kamatni raspon iznosi 5,25 – 5,50 %, dok je referentna kamatna stopa ESB-a početkom kolovoza podignuta na 3,75 %⁴. Negativna očekivanja tržišnih aktera vidljiva su i kroz inverziju krivulje prinosa nerizičnih državnih obveznica, pri čemu su obje krivulje postale strmije od početka godine reflektirajući tržišna očekivanja recesije i repozicioniranje dijela investitora u imovinu dužeg dospelja (slika 2.8.). Na vrhuncu bankarske krize u SAD-u prinosi na

kraća dospelja zabilježili su pad za gotovo 1 postotni bod što je reflektiralo stavove investitora o mogućem zaokretu monetarne politike kako bi se smanjio pritisak na financijsku stabilnost. No podizanje kamatnih stopa od strane Fed-a krajem ožujka otklonilo je tu mogućnost i dalo do znanja investitorima da je postizanje stabilnosti cijena primarni cilj. Drugo tromjesečje 2023. obilježeno je porastom kamatnih stopa na obveznice s kraćim rokovima dospelja oslikavajući rast premije rizika vezan uz limit javnog duga SAD-a⁵ te ukorijenjenost inflacije u europodručju.

Nastavak restriktivne monetarne politike i troškova državnog financiranja kratkoročno ograničava perspektivu rasta globalnog gospodarstva, no postupna prilagodba portfelja na nove monetarne uvjete i smanjenje stope inflacije srednjoročno bi potpomogla profitabilnost domaćeg sektora financijskih usluga. Podizanje kamatnih stopa od strane ESB-a u prvoj polovici godine pridonijelo je rastu prinosa na državne obveznice pri čemu su prosječni prinosi zemalja europodručja iznosili 3,14 % krajem srpnja, što je povećanje za 30 baznih bodova od početka godine. Nepovoljni uvjeti financiranja bit će naglašeni prilikom refinanciranja dospjelih obveznica s obzirom na to da je većina dospjelog duga izdana po znatno nižim kamatnim stopama koji bi mogli

⁴ Podatak se odnosi na kamatnu stopu na novčani depozit po kojoj banke mogu u središnjoj banci prekončno deponirati višak sredstava.

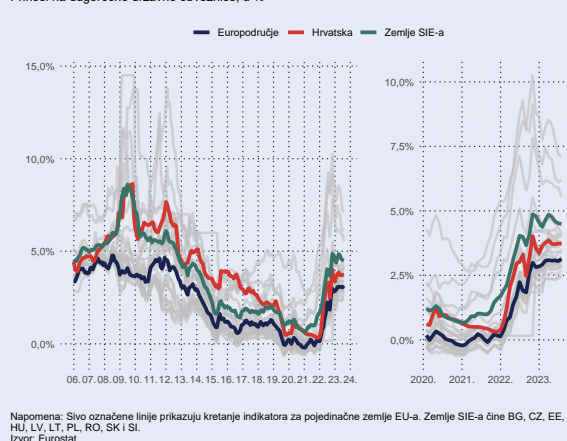
⁵ Politički sukob povezan s limitom javnog duga završen je početkom lipnja sporazumom između demokrata i republikanaca, čime je podignuta granica zaduživanja SAD-a.

nesrazmjerno pogoditi percipirano rizičnije zemlje europodručja i dovesti do fragmentacije europskog obvezničkog tržišta. Time je dodatno naglašena relativno povoljna struktura javnog duga RH, koju karakterizira nizak udio kratkoročnog duga, duga denominiranog u stranoj valuti te zastupljenosti inozemnih investitora (slika 2.6.). Prinosi na državne obveznice RH su rastom od 38 baznih bodova u prvih sedam mjeseci 2023. reflektirali rast referentnih kamatnih stopa, čime su završili na razini od 3,74 % krajem srpnja (slika 2.9). Unatoč rastu nerizičnih kamatnih stopa, premija rizika RH zadržana je na relativno niskoj razini u usporedbi sa zemljama SIE-a, naglašavajući prednosti ulaska u europodručje, ali i povoljnih kretanja u sektoru opće države (više u poglavlju [2.1. Makroekonomsko okruženje](#)).

Važan utjecaj na kretanja na domaćem tržištu obveznica u 2023. imalo je izdanje „narodnih“ obveznica dostupnih većem broju građana, a koje je zabilježilo zamjetnu potražnju. Naime, spomenuto izdanje državnih obveznica u iznosu od 1,5 mlrd. EUR doprinosi diversifikaciji vrsta ulagatelja u državne obveznice na strani ponude, dok na strani potražnje fizičkim osobama omogućuje alternativni oblik ulaganja te potencijalno unaprjeđuje tržišnu dinamiku (engl. *price discovery*)⁶ domaćeg tržišta kapitala. Unatoč navedenim pozitivnim kretanjima na tržištu državnog duga, neizvjesno

globalno okruženje naglašava rizik potencijalnog skoka globalne premije za rizik i iznenadnih skokova obvezničkih prinosa što se posredno može odraziti i na pad vrijednosti postojeće imovine sektora financijskih usluga RH dominantno uložene u ovaj financijski instrument.

Slika 2.9. Premija rizika državnih obveznica RH zadržana na relativno nižim razinama u odnosu na zemlje SIE-a
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



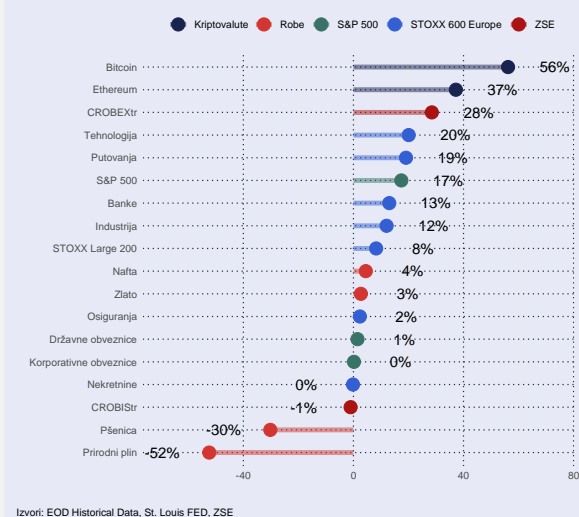
Usprkos rastu nerizične kamatne stope, vrednovanja većine klasa financijske imovine zabilježila su osjetan rast od početka godine. Navedeno potencira zabrinutost oko moguće precijenjenosti na pojedinim segmentima tržišta, ali i ukazuje na potisnutu premiju rizika na dioničkim tržištima. Sve to otvara mogućnost iznenadne i neuredne korekcije cijena u slučaju šokova. Nakon rasta korporativnih zarada uslijed pada cijena energenata krajem 2022. i očekivanog usporavanja dinamike podizanja kamatnih stopa središnjih banaka, vrednovanja na tržištima zabilježila su osjetan rast u prvoj polovici 2023., odražavajući smanjenje tržišne averzije

⁶ Izdavanjem „narodnih“ obveznica prikupljeno je 1,3 mlrd. eura te je sudjelovalo više od 43 tisuće građana.

prema riziku (slika 2.10.). Snažan rast zabilježio je i tehnološki sektor pod utjecajem ubrzanog razvoja umjetne inteligencije i revolucionarnih mogućnosti koje razvoj te tehnologije omogućava. Solidno je rastao i bankarski sektor, gotovo 13 %, unatoč spomenutim nestabilnostima na američkom te europskom tržištu, podupirući stavove regulatora o dostatnoj kapitaliziranosti i otpornosti sustava. Stagnaciju vrednovanja zabilježile su nekretninske kompanije povodom pogoršanja uvjeta financiranja i smanjene potražnje za poslovnim prostorima, dok je najviše pala cijena energenata završetkom zimskog razdoblja i smanjenjem potražnje te uspješnom diversifikacijom energetskih izvora opskrbe europskih zemalja.

Slika 2.10. Snažniji oporavak vrednovanja rizičnijih klasa imovine povećava rizik korekcije u neizvjesnom okruženju

Promjena vrijednosti indeksa od kraja 2022. do kraja kolovoza 2023. godine, u %



Porast vrednovanja zabilježen je i na domaćem tržištu kapitala gdje je dionički indeks CROBEX zabilježio rast od 22,6 % od početka godine (slika

2.11.). Najveći doprinos tržišnom uzletu dali su sektor industrije i sektor prijevoza s rastom od 51 % odnosno 17 % od početka godine. Jedan od čimbenika ubrzanja rasta je i preusmjeravanje sredstava investitora u nekolicinu likvidnijih dionica, čime je promet prvih pet i prvih triju dionica činio 68 % odnosno 54 % ukupnog prometa tijekom kolovoza 2023. naglašavajući povećanu koncentriranost domaćeg tržišta kapitala. Unatoč rastu koncentracije trgovanja ukupna likvidnost domaćeg dioničkog tržišta zabilježila je poboljšanje tijekom prve polovice 2023., ponajprije zbog rasta pokazatelja efikasnosti i otpornosti ⁷ (slika 2.12.).

Opći rast prinosa na globalnom tržištu obveznica, izazvan rastom referentnih kamatnih stopa i pogoršanjem javnih financija SAD-a, utjecao je i na izvedbu domaćeg obvezničkog indeksa CROBIS koji je zabilježio pad od 1,3 % od početka godine, čime je ostao na vrlo niskim razinama. S obzirom na visoku izloženost sektora financijskih usluga državnim obveznicama, takva kretanja potenciraju rast tržišnog rizika kroz pad vrednovanja obveznica u kratkom roku, no očekivane više kuponske isplate mogu potaknuti profitabilnost domaćih institucionalnih investitora u srednjem roku.

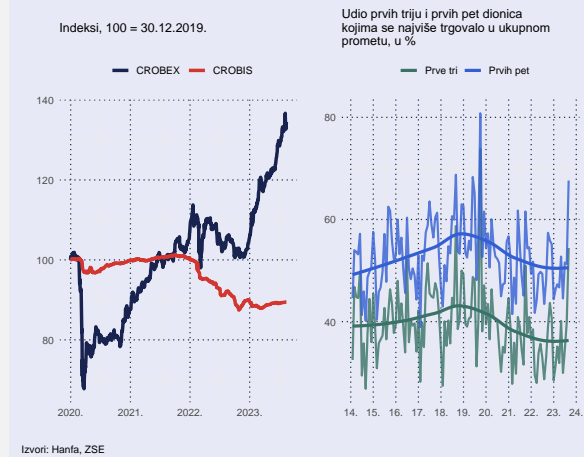
Iako se domaća dionička vrednovanja ne mogu smatrati precijenjenima (više u okviru [1. Opravdavaju li fundamenti vrednovanja na dioničkom tržištu?](#)),

⁷ U kontekstu tržišta kapitala efikasnost se odnosi na niske transakcijske troškove koji se odražavaju u uskom rasponu između kupovne i prodajne cijene, dok otpornost predstavlja

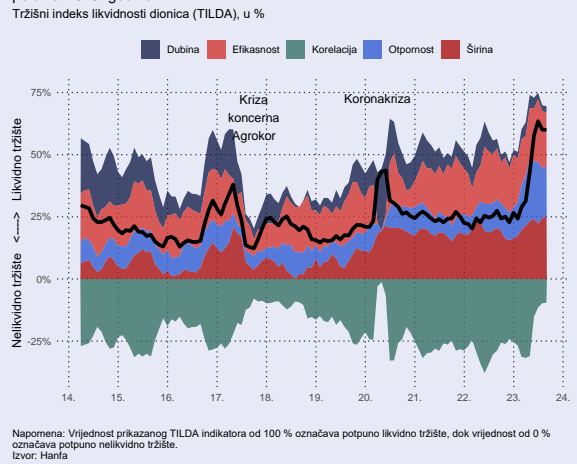
sposobnost brze korekcije tržišnih cijena natrag prema fundamentima nakon cjenovnog poremećaja.

recesijski signali u europodručju te moguće dodatno zaoštavanje uvjeta financiranja od strane ESB-a izlažu portfelje domaćih investitora potencijalnim korekcijama, povećavajući razinu sistemskog stresa kojem je izložen domaći sektor financijskih usluga.

Slika 2.11. Rast vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu uz zadržavanje visoke razine koncentracije trgovanja



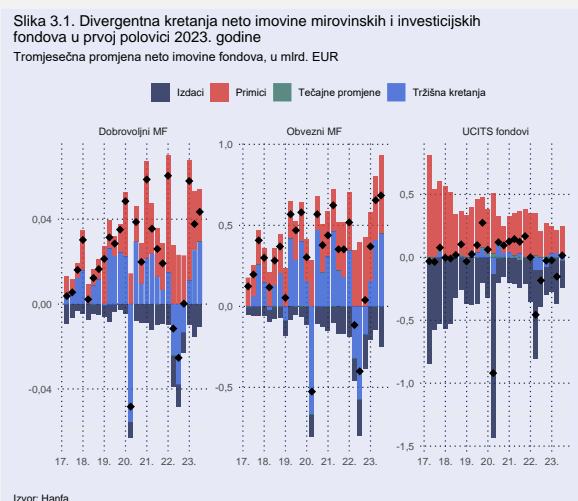
Slika 2.12. Poboljšanje indikatora likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta u prvoj polovici 2023. godine



3. RIZICI SEKTORA FINANCIJSKIH SLUGA

3.1. Kratkoročni rizici

Izloženost sektora financijskih usluga kratkoročnim cikličkim rizicima nije se značajnije promijenila u prvoj polovici 2023. te je zadržana na povišenoj razini. Rast cijena na dioničkim tržištima donio je blagi oporavak neto imovine i prinosa mirovinskih fondova. Prinosi UCITS fondova također su se oporavili, no zbog negativnih neto odljeva njihova neto imovina dodatno je smanjena u prvoj polovici godine. Unatoč recentnom oporavku vrijednosti na financijskim tržištima, neizvjesnosti u makroekonomskom i financijskom okružju i dalje su visoke te opterećuju profitabilni potencijal institucionalnih ulagatelja.

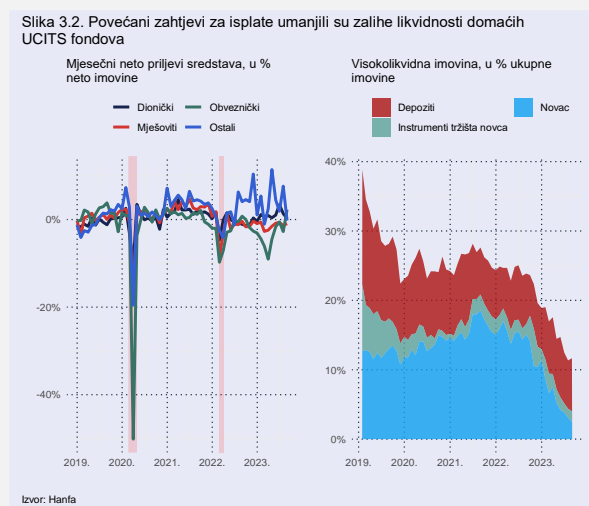


Pod utjecajem pozitivnih tržišnih kretanja u prvoj polovici 2023. neto imovina mirovinskih fondova porasla je za 7,6 % te je dosegla 20,0 mlrd. EUR na kraju lipnja. Navedenom povećanju

podjednako su doprinijele stabilne uplate sredstava, ali i pozitivna tržišna vrednovanja (slika 3.1.). Unatoč rastu prinosa neto imovina UCITS fondova nastavila se smanjivati u 2023. te je krajem lipnja iznosila 2,0 mlrd. EUR, što predstavlja pad od 6,4 % u odnosu na kraj 2022. godine.

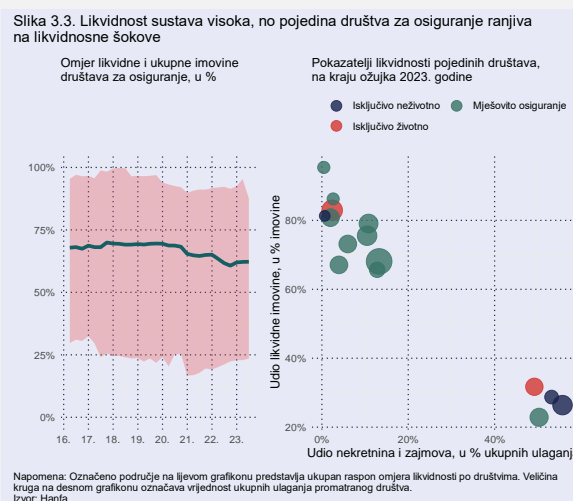
Likvidnosni pritisci na investicijske fondove nastali u okolnostima bankarske krize u SAD-u i povišenih tržišnih neizvjesnosti stabilizirani su u drugom tromjesečju 2023. godine.

Pojačani zahtjevi za isplate sredstava ponovno su bili najizraženiji u segmentu obvezničkih UCITS fondova (slika 3.2.), no oni su uspješno amortizirani vrlo visokim zalihama likvidnosti. Iako još uvijek relativno visoke (11,7 % ukupne imovine na kraju kolovoza), zalihe likvidnosti osjetno su smanjene u odnosu na prethodno razdoblje, što UCITS fondove čini ranjivima na potencijalne nove epizode likvidnosnih pritisaka. U prvom je polugodištu iz UCITS fondova bilo povučeno 140,8 mil. EUR u neto iznosu, odnosno 6,5 % neto imovine s kraja 2022. godine. Pri tome je neto odljev sredstava u ovom razdoblju bio ograničen na obvezničke fondove koje karakterizira naglašena averzija prema riziku ulagatelja. Neto uplate sredstava u dioničke i mješovite fondove stagnirale su tijekom prve polovice 2023. godine.



U okolnostima rastućih kamatnih stopa društva za osiguranje nisu zabilježila povećanje zahtjeva za prijevremene raskide ugovora, stoga su zalihe likvidnosti zadržane na visokim razinama. Udio likvidne imovine u ukupnoj na kraju ožujka 2023. zadržan je na visokoj razini od 62,2 % (slika 3.3.). Iako je likvidnost cjelokupnog sustava zadovoljavajuća, pojedina su društva ipak manje likvidna zbog njihove povećane izloženosti nekretninama i zajmovima, koje karakterizira relativno niža likvidnost, čime su ta društva ranjiva na potencijalna negativna tržišna kretanja, ali i likvidnosne šokove. Posebice su ranjiva društva koja veći dio svojeg poslovanja temelje na dugoročnim ugovorima u segmentu osiguranja života, a koji se u okolnostima brzorastućih kamatnih stopa, a time i povećane konkurentnosti alternativnih oblika štednje, mogu pokazati manje stabilnima od percipiranih. U makroekonomskim okolnostima vrlo visoke inflacije i smanjenog raspoloživog dohotka kućanstava, osiguranja života dodatno su izložena riziku potencijalno smanjenih priljeva

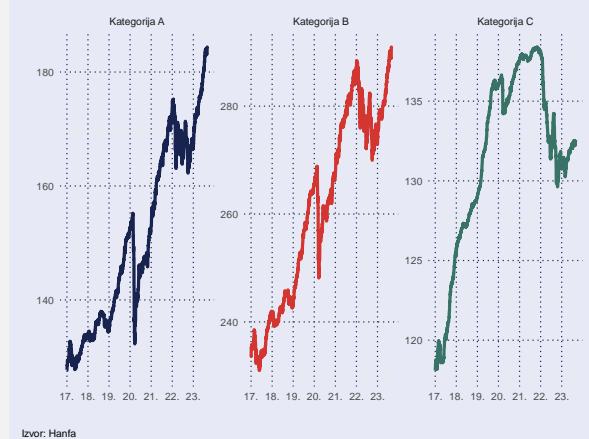
sredstava, ali i povećane vjerojatnosti prijevremenih raskida ugovora koji bi se nepovoljno odrazili na njihove zaštite likvidnosti.



Nakon gubitaka koji su obilježili 2022., početak 2023. obilježio je snažan oporavak tržišnih vrijednosti financijske imovine, a time i prinosa mirovinskih fondova. Općeniti oporavak investicijskog sentimenta i tržišnih cijena u prvih osam mjeseci 2023., koji je obilježio i domaće dioničko tržište (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**), doveo je do porasta vrijednosti udjela u obveznim mirovinskim fondovima na povijesno visoke razine (slika 3.4.). S obzirom na to da je oporavak u 2023. najizraženiji bio na dioničkim tržištima, A kategorija obveznih mirovinskih fondova (koja ima i najveću zastupljenost dioničkih ulaganja) zabilježila je i najviše prinose u prvih osam mjeseci 2023. od 10,6 %, čime je vrijednost Mirexa A za čak 10 postotnih bodova nadmašila vrijednost s kraja 2021. godine. Prinosi relativno konzervativnijih kategorija B i C također su bili pozitivni (6,5 % odnosno 1,3 %). Ti prinosi bili su dovoljni da, veličinom

najznačajnija, B kategorija nadomjesti gubitke iz prethodne godine i dosegne razinu s kraja 2021.

Slika 3.4. Vrijednosti udjela u obveznim mirovinskim fondovima A i B kategorije ponovno dosegnule razine iz 2021. godine
Vrijednosti MIREX indeksa, prema kategoriji



Slika 3.5. Profitabilnost investicijskih fondova također oporavljena, najviše u kategoriji dioničkih fondova
Vrijednost indeksa pojedine kategorije UCITS fondova, 100 = 31.12.2019.



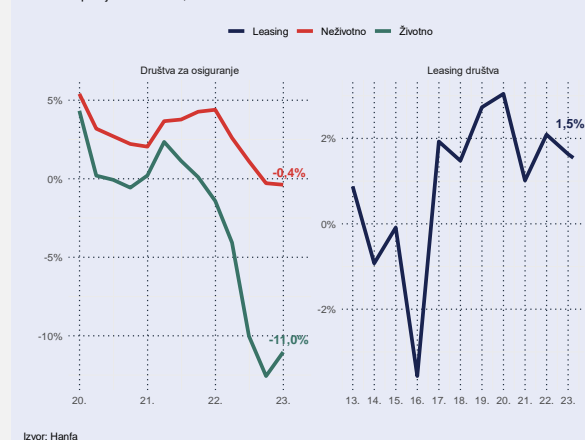
Optimistična kretanja na financijskim tržištima potaknula su i rast prinosa svih kategorija UCITS fondova. Tako je prosječan prinos UCITS fondova u prvih osam mjeseci 2023. iznosio 4,6%. Najmanji prosječni rast prinosa od 0,9% ostvarili su obveznički fondovi, dok su mješoviti i dionički fondovi zabilježili prosječne prinose od 5,0% odnosno 17,5%.

Iako su navedena tržišna kretanja pozitivno djelovala na rezultate mirovinskih i investicijskih fondova, okolnosti poslovanja i dalje su izložene

povišenim sistemskim rizicima, prvenstveno kamatnim i tržišnim, a koje će uvelike ovisiti o otpornosti gospodarstava u zaoštrenom monetarnom okružju i još uvijek relativno potisnutoj tržišnoj premiji za rizik.

Unatoč naznakama usporavanja gospodarstva, poslovanje leasing društava na početku 2023. nastavilo je rasti u terminima vrijednosti, ali i broja novih ugovora. Tako je u prva tri mjeseca 2023. broj novih ugovora porastao za 15,5%, a vrijednost za 29,6% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Ovom porastu najviše je pridonio rast u segmentu financijskog leasinga, koji čini 87% vrijednosti aktivnih ugovora, a čija je vrijednost porasla za 28,7% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Profitabilnost leasing društava nije se značajnije promijenila u prvom tromjesečju 2023. pa se profitabilnost prosječne imovine (ROAA) nalazila na 1,5% na kraju ožujka 2023. godine (slika 3.6.).

Slika 3.6. Profitabilnost društava za osiguranje i leasing društava i dalje pod pritiskom neizvjesnog financijskog okružja
Povrat na prosječnu imovinu, u %



Početak 2023. na snagu su stupili novi računovodstveni standardi MSFI 17, čije je uvođenje donijelo, osim

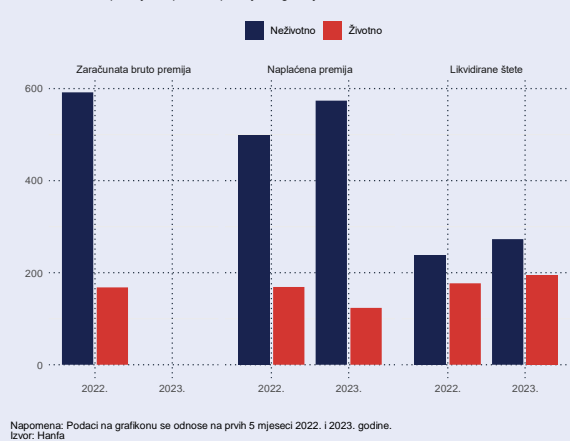
izmjena u financijskom izvještavanju društava za osiguranje, i određene implikacije za njihovo poslovanje, a potencijalno i za izloženost sistemskim rizicima (više informacija o implikacijama dostupno je u tematskom okviru u publikaciji **Makroprudencijalni skener rizika, br. 6**).

Bitna izvještajna izmjena odnosi se na praćenje iznosa premije neživotnog osiguranja prelaskom s izvještavanja o zaračunatoj, odnosno policiranoj bruto premiji na izvještavanje o stvarno naplaćenom iznosu premije (slika 3.7.). Naplaćena premija u prvih pet mjeseci 2023. kod neživotnih osiguranja iznosila je 573,8 mil. EUR, što je rast od 14,9 % na godišnjoj razini⁸. Navedeno je ponajviše rezultat rasta opće razine cijena te posljedičnog rasta iznosa isplaćenih šteta (272,9 mil. EUR, odnosno 14,8 %), što se u konačnici reflektira i na korekciju cjenika društava za osiguranje te na vrijednosti samih polica.

Slaba potražnja za životnim proizvodima osiguranja nastavila se i u 2023., pa je u prvih pet mjeseci iznos naplaćene premije iznosio 123,5 mil. EUR, što je pad od 26,9 % u odnosu na isto razdoblje godinu ranije. S obzirom na okolnosti visoke inflacije, rasta kamatnih stopa i smanjenog realnog raspoloživog dohotka kućanstava koje se očekuju i u nastavku ove godine, trend pada poslovanja životnih osiguranja vjerojatno će se nastaviti, što će uz istodobni rast isplata šteta (193,9 mil. EUR u prvih pet mjeseci 2023., što je

za 9,6 % više nego godinu ranije) stvoriti dodatne pritiske na osiguranje profitabilnosti, a moguće i likvidnosti, ovog segmenta osigurateljnog poslovanja.

Slika 3.7. Naplaćena premija osiguranja života dodatno smanjena u prvih pet mjeseci 2023. godine
Zaračunata bruto premija, naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR



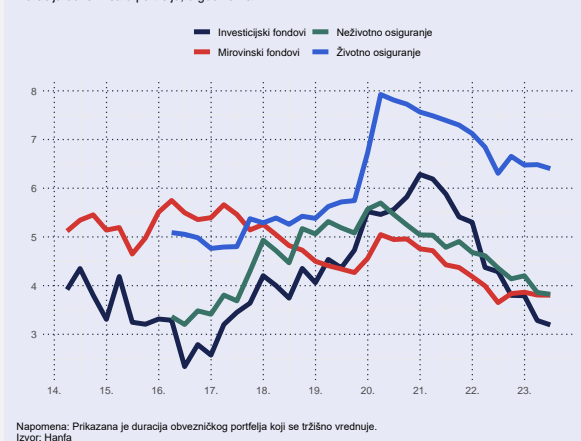
3.2. Dugoročni rizici

S obzirom na to da se inflacija ukorijenjeno drži na razinama bitno višima od ciljanih, kamatni je rizik i dalje najizraženiji strukturni rizik kojem je izložen domaći sektor financijskih usluga na polovici 2023. godine. Unatoč djelomičnoj materijalizaciji u 2022. i nastavku rasta kamatnih stopa početkom 2023., u drugoj polovici godine moglo bi, ovisno o kretanjima temeljne inflacije, doći do dostizanja vrhunca ciklusa dizanja kamatnih stopa središnjih banaka, no uz vjerojatno njihovo zadržavanje na takvim povišenim razinama. Utjecaj na globalna financijska tržišta, a time i profitabilnost investitora, ovisit će ponajprije o odnosu njihovih očekivanja i ostvarenog intenziteta

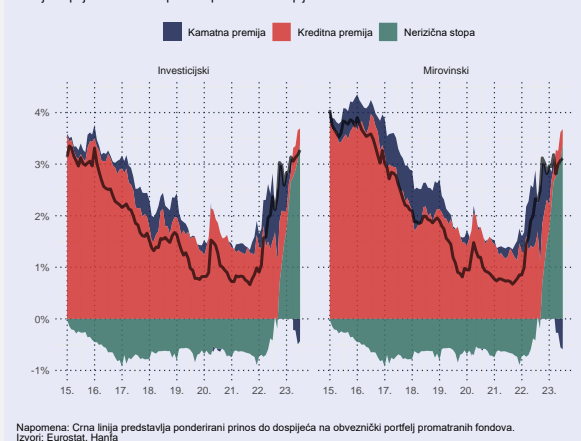
⁸ Podaci o naplaćenju premiji jednokratno su procijenjeni za analitičke potrebe.

monetarne politike do konca godine. Kapitalne zalihe domaćeg sektora financijskih usluga očuvane su na zadovoljavajućim razinama, što omogućuje apsorpciju potencijalnih dodatnih gubitaka.

Slika 3.8. Izloženost kamatnom riziku smanjena u recentnom razdoblju, no izloženost riziku daljnjeg rasta kamatnih stopa još uvijek visoka
Duracija obveznica u portfelju, u godinama



Slika 3.9. Rast prinosa do dospelja obvezničkog portfelja potisnuo premije za kamatni i kreditni rizik
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospelja



Budući da su inflatorni pritisci u velikoj mjeri nadmašili očekivanja iz 2022., rast kamatnih stopa nastavljen je i u prvoj polovici 2023. godine. Učinci zaoštavanja monetarnih politika središnjih banaka vidljivi su, ali za ostvarivanje planiranih ciljeva srednjoročnog obuzdavanja inflacije potrebno je zadržavanje kamatnih stopa na povišenim razinama. Materijalizacija kamatnog rizika u

sektoru financijskih usluga utjecala je na značajan pad vrijednosti obvezničkih portfelja, koji s udjelom od preko 60 % ukupnih ulaganja i dalje čine dominantnu ulagačku klasu sektora. Unatoč padu vrijednosti na obvezničkom tržištu vrijednost obvezničkih ulaganja mirovinskih fondova na kraju lipnja 2023. bila je za 697,3 mil. EUR veća nego na kraju 2022. godine. Razlog tomu su kontinuirane (i sve veće) uplate novih i postojećih korisnika, kao i činjenica da se oko 35 % obvezničkog portfelja vrednuje po amortiziranom trošku, na čiju vrijednost rast kamatnih stopa nema učinka.

Trend smanjenja ročnosti obvezničkih ulaganja nastavljen je i u prvoj polovici 2023. čime je smanjena izloženost sektora mogućoj dodatnoj materijalizaciji kamatnog rizika. Iako su u recentnom razdoblju svi sektori smanjili duraciju svoje kamatonosne imovine za dvije do tri godine (slika 3.8.) i time smanjili izloženost kamatnom riziku, ona je i dalje na povišenim razinama. Tako se duracija obvezničkog portfelja mirovinskih i UCITS fondova te društava za osiguranje nalazi između tri i četiri godine, što pak znači da su u scenariju dodatnog rasta kamatnih stopa za 1% suočeni sa smanjenjem vrijednosti postojećeg obvezničkog portfelja između 3 % i 4 %.

Kamatni rizik još je izraženiji u segmentu osiguranja života, čija ulaganja, zbog prirode njihova poslovanja, karakterizira dulja duracija koja premašuje 6 godina. Recentno povećanje referentnih kamatnih stopa, unatoč kratkoročnom negativnom djelovanju na vrijednost

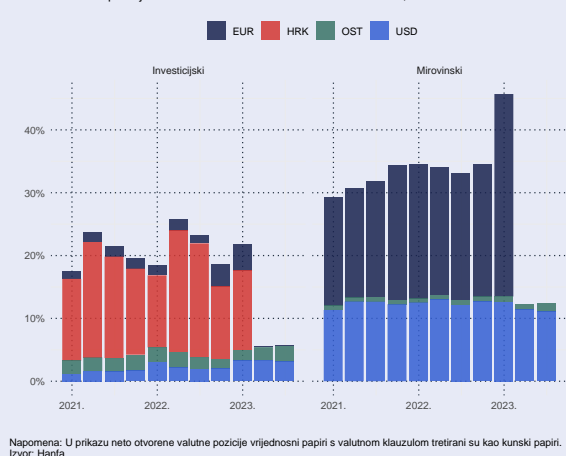
postojećih obvezničkih ulaganja, u srednjem će roku ipak povećati kuponske povrate novih obvezničkih ulaganja koji ponovno postaju zanimljiva i konkurentna investicijska klasa.

Osim kamatnom riziku, portfelji institucionalnih investitora izloženi su i vrlo visokom tržišnom riziku.

Unatoč sve izraženijim naznakama usporavanja globalnog gospodarstva, kao i još uvijek visokim inflacijskim pritiscima (više u poglavlju **2.1. Makroekonomsko okružje**), financijska su tržišta u prvoj polovici 2023. pokazala tvrdoglavi optimizam, koji je doveo do snažnog oporavka dioničkih vrednovanja (više u poglavlju **2.2. Financijsko okružje**), a posredno i oporavka pokazatelja profitabilnosti domaćih institucionalnih investitora (više u poglavlju **3.1. Kratkoročni rizici**). Ova kretanja ukazuju na potisnutu globalnu premiju za rizik, a koja je vidljiva i na primjeru obvezničkog portfelja domaćih mirovinskih i investicijskih fondova (slika 3.9.). Naime, pogled na dekompoziciju prinosa do dospelja (više o metodologiji izračuna u tematskom okviru u publikaciji **Makroprudencijalni skener rizika, br. 7**) pokazuje da je recentni rast prinosa isključivo rezultat povećanja nerizične stope, odnosno rasta referentnih kamatnih stopa središnjih banaka. Kamatna i kreditna premija za rizik na kraju lipnja 2023. nalazile su se na povijesno niskim razinama, štoviše premija za kamatni rizik se zbog negativno nagnute krivulje prinosa nalazila u negativnom području. Ulazak u europodručje i poboljšanje

kreditnog rejtinga domaćeg fiskusa na povijesno najviše razine čine domaće obvezničko tržište otpornijim na iznenadnu promjenu tržišne percepcije kreditnog rizika, a koji bi se mogao povećati u slučaju revidiranja trenutačno potisnute globalne premije za rizik.

Slika 3.10. Ulazak u europodručje donosi značajno smanjenje valutnog rizika
Otvorena valutna pozicija fondova u valutama različitim od valute fonda, u % neto imovine



Ulaskom Hrvatske u europodručje početkom 2023. izloženost valutnom riziku smanjena je na najnižu razinu u povijesti.

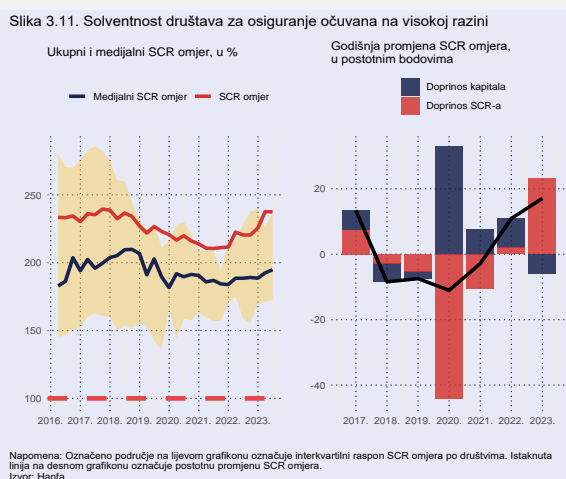
Prosječna otvorena neto valutna pozicija investicijskih i mirovinskih fondova smanjena je sa 21,8 % (kraj 2022.) na 5,7 % za investicijske, odnosno sa 45,7 % na 12,4 % za mirovinske fondove (slika 3.10.). Glavninu preostale neto otvorene pozicije čini izloženost prema američkom dolaru, koja postaje dominantan nositelj valutnog rizika cjelokupnog sektora financijskih usluga. Vrijednost tečaja EUR/USD krajem listopada 2022. dosegla je svoj kratkoročni vrhunac pod utjecajem neusklađenosti monetarnih politika Feda i ESB-a, kada je vrijednost dolara premašila vrijednost eura. Rast kamatnih stopa u europodručju i

sustizanje referentnih kamatnih stopa Fedu doveli su do konvergencije tečaja prema njegovu srednjoročnom prosjeku od 0,9 EUR za jedan USD, oko kojeg je oscilirao tijekom prve polovice 2023. godine. Posljedično domaći institucionalni investitori nisu zabilježili izraženije oscilacije vrijednosti imovine.

Unatoč i dalje razmjerno povoljnim makroekonomskim kretanjima u prvoj polovici 2023., izgledno usporavanje gospodarstva i pogoršanje uvjeta financiranja zadržavaju izloženost sektora financijskih usluga kreditnom riziku na blago povišenoj razini. Trend smanjenja udjela neprihodonosnih potraživanja u ukupnim potraživanjima leasing društava zadržan je i na kraju prvog tromjesečja 2023. pa je taj udio iznosio svega 1,1 %, što je za 0,6 p.b. niže nego na kraju 2022. godine. Pokrivenost neprihodonosnih plasmana također je značajno smanjena u odnosu na kraj 2022., ali se i dalje nalazi na relativno visokoj razini od 62,3 %.

Unatoč nepovoljnim prognozama, rast kamatnih stopa povećao je kapitaliziranost sektora financijskih usluga na početku 2023. godine. Analize iz prethodne godine sugerirale su da bi pokazatelji solventnosti sektora osiguranja mogli biti narušeni nakon što Hrvatska postane članicom europodručja početkom 2023. godine. Naime, očekivani porast tehničkih pričuva i implicitno smanjenje vlastitih sredstava, a samim time i SCR omjera

zbog prijelaza na nižu nerizičnu kamatnu stopu za euro nije se materijalizirao. Razlog tome je rast nerizičnih kamatnih stopa veći od očekivanog (koji je utjecao i na značajni rast kamatne stope na temelju koje društva diskontiraju svoje obveze), što je dovelo do relativne konvergencije kunskih i eurskih kamatnih stopa krajem 2022. Na kapitaliziranost sustava pozitivno je djelovala i dokapitalizacija četiriju društava u ukupnom iznosu od 65 mil. EUR⁹, čime je smanjenje vlastitih sredstava bilo manje izraženo od inicijalno očekivanog. Istovremeno su smanjeni i određeni kapitalni zahtjevi uslijed prelaska na euro, pozitivno djelujući na ukupni SCR omjer koji je na kraju prvog tromjesečja 2023. povećan za čak 17,1 p.b. u odnosu na kraj prethodne godine te je dosegnuo razinu od 238,2 % (slika 3.11.).



Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, iznosila je 11,2 % na kraju prvog tromjesečja 2023. (smanjenje za 1,4 p.b. u odnosu na kraj

⁹ Dokapitalizacija je provedena zbog gubitaka proizašlih iz revalorizacije financijske imovine

raspoložive za prodaju, koji su na kraju 2022. iznosili ukupno 424 mil. EUR.

2021.). Unatoč smanjenju to i dalje leasing društava u razdoblju povišenih predstavlja relativno visoke zalihe sistemskih rizika. kapitala, koje jačaju otpornost sektora

OKVIR 1. OPRAVDAVAJU LI FUNDAMENTI VREDNOVANJA NA DOMAĆEM DIONIČKOM TRŽIŠTU?

Odnos tržišne cijene dionice kompanije koja kotira na dioničkom tržištu i neto zarade kompanije (engl. *price to earnings ratio*), ili P/E omjer, jedan je od važnijih indikatora tržišnih vrednovanja koji signalizira očekivanja investitora kako za pojedinu dionicu tako i za ukupno tržište. Izračunom P/E omjera za domaći CROBEX indeks može se iskazati razina relativne precijenjenosti odnosno podcijenjenosti sastavnica CROBEX-a, a time i stupanj rizika potencijalnih korekcija vrednovanja. Procijenjeni P/E omjer za CROBEX ne upućuje na to da je domaće dioničko tržište sredinom 2023. pregrijano i vrijednosno bitno neusklađeno sa zaradama kompanija. Međutim, ne treba zanemariti kako povećana osjetljivost na šokove u realnom sektoru s obzirom na strukturne slabosti domaćeg tržišta kapitala predstavlja izvor potencijalno intenzivnijih oscilacija P/E omjera, a time i rasta rizika kojima je izložen sektor financijskih usluga.

1. Motivacija

Vrednovanja na dioničkim tržištima kontinuirano se kreiraju pod utjecajem niza čimbenika, koji se kreću od općenitih (npr. makroekonomsko i monetarno okružje, investicijski sentiment i očekivanja, globalna

premija za rizik) do specifičnih (primjerice zarade izdavatelja, izgledi za daljnji rast, vijesti važne za poslovanje kompanije). Prema hipotezi efikasnog tržišta (engl. *efficient market hypothesis*) tržišne cijene vrijednosnih papira trebale bi savršeno reflektirati sve dostupne informacije i očekivanja za pojedinu kompaniju u bilo kojem danom trenutku, odnosno tržište se brzo prilagođava na sve novopristigle informacije. Drugim riječima, metoda diskontiranih novčanih tokova nalaže da je vrijednost pojedine dionice jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova. To bi uz pretpostavku kontinuiranog držanja dionice značilo da je cijena vrijednosti određene dionice u danom trenutku jednaka sadašnjoj vrijednosti svih budućih dividendi koje kompanija može generirati iz svojeg poslovanja. U praktičnom okruženju pretpostavka kontinuiranog držanja dionice nije realna, stoga na cijenu pojedine dionice utječe i očekivanje investitora o vrijednosti koju može u budućnosti realizirati njenom prodajom, a na koju osim „fundamenata“ utječu i brojni vanjski faktori. Stoga je navedena teorija pojednostavljenje stvarnih kretanja opaženih na tržištima s obzirom na frekventnu pojavu bihevioralnih fenomena koji utječu na ponašanje investitora i time pridonose kratkoročnim odstupanjima tržišnih vrednovanja od vrijednosti utemeljenih

na fundamentima ¹⁰. Pored toga, očekivanja investitora u pogledu buduće profitabilnosti još su jedan faktor koji stvara diskrepanciju između vrednovanja i trenutnih pokazatelja poslovanja.

Fundamenti, odnosno pokazatelji poslovanja kompanija važna su odrednica u procesu evaluacije pojedine dionice. Pojam fundamenti u kontekstu analize vrijednosnih papira uglavnom se odnosi na pokazatelje likvidnosti, solventnosti, profitabilnosti i operativne učinkovitosti kompanije. Analizom spomenutih indikatora stječe se šira slika o poslovanju kompanije te pruža uvid u potencijal njezina budućeg rasta, odnosno sposobnost generiranja rastućih prihoda i zarada u budućnosti. Navedeni elementi ključni su za investitore sklone dugoročnom ulaganju u dionice odnosno vrijednosnom pristupu investiranju (engl. *value investing*), koji se oslanjaju na pretpostavku nužnog povratka volatilnih dioničkih vrednovanja na fundamentalnu vrijednost u dugom roku.

Imajući u vidu navedena ograničenja, procjena i praćenje indikatora koji tržišna vrednovanja uspoređuju sa knjigovodstvenim i financijskim pokazateljima izdavatelja (ukratko

fundamentima) pružaju bitnu informaciju o sentimentu investitora, ali i samom tržištu kapitala. Iz perspektive praćenja izloženosti sistemskim rizicima efikasno tržište koje je usklađeno s fundamentima implicira manju vjerojatnost stvaranja špekulativnih cjenovnih balona uz koje se veže i rizik potencijalno snažnije i neuredne korekcije, ugrožavajući time potencijalno i stabilnost financijskog sustava. Naposljetku, efikasno tržište podupire efikasnu alokaciju investicija u održiva poduzeća stimulirajući time i ukupan rast gospodarstva.

2. CROBEX i zarade izdavatelja

Za ocjenu općenitih kretanja na pojedinom dioničkom tržištu najčešće se koriste tržišni indeksi, koji pružaju reprezentativan agregatni prikaz kretanja cijena svih ili određenog podskupa dionica koje kotiraju na tržištu ¹¹. Kretanja na domaćem dioničkom tržištu aproksimirana su u cjenovnom indeksu CROBEX, koji je utemeljen 1997.¹² i koji obuhvaća 15 do 25 izdavatelja, pri čemu dionice moraju zadovoljiti određene kriterije kako bi se uzele u razmatranje kao potencijalne sastavnice CROBEX-a ¹³. Kako bi se izbjegla disproporcionalna zastupljenost najvećih izdanja na tržištu, uvedena su ograničenja na udjele u

¹⁰ Za popis brojnih tema u bihevioralnim financijama pogledati [Park i Sohn \(2013.\)](#).

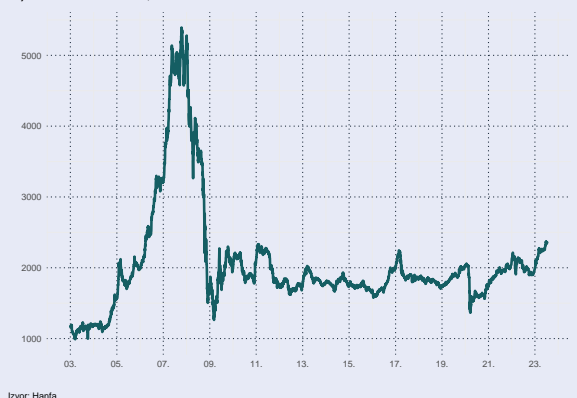
¹¹ Tržišne podskupine najčešće se klasificiraju po sektoru, geografskom položaju, veličini tržišne kapitalizacije te investicijskim strategijama.

¹² Važno je napomenuti da je CROBEX cjenovni indeks koji ne uključuje dividende u svoj izračun, za razliku od CROBEXtr indeksa.

¹³ Oni se odnose na uvrštenost na uređeno tržište, broj dana u kojima se trgovalo tom dionicom te nepostojanje trenutne stečajne nagodbe ili likvidacije nad izdavateljem. Zatim se dionice rangiraju prema dva kriterija: udjelu u *free float* tržišnoj kapitalizaciji i udjelu u ostvarenom prometu unutar određenog vremenskog intervala s ponderima od 50%. Za više informacija pogledati [zse.hr](#).

ukupnom indeksu koji su trenutno postavljeni na 10 %.

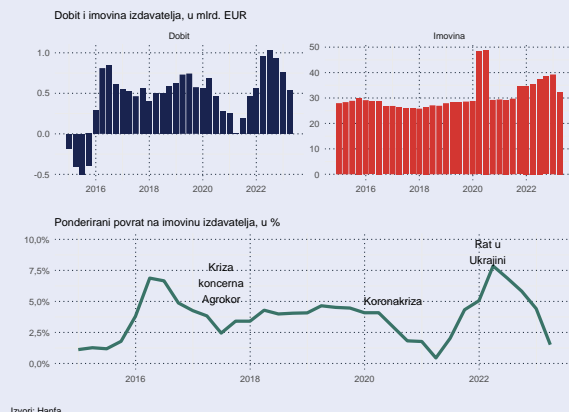
Slika 1. Oporavak tržišta kapitala izostao je u godinama nakon globalne financijske krize
Vrijednost CROBEX indeksa, 1000 = 1.7.1997.



Kretanje CROBEX indeksa u proteklom je desetljeću reflektiralo gospodarsku stagnaciju, utjecaj eksternih šokova, ali i strukturne nedostatke domaćeg tržišta kapitala (slika 1.). Propulzivno razdoblje visoke tržišne aktivnosti, a u konačnici i iracionalnog optimizma, naglo je prekinula globalna financijska kriza iz 2008., koja je u godinu dana izbrisala gotovo dvije trećine vrijednosti na tržištu. Višegodišnja gospodarska kriza koja je uslijedila i trajala do 2015. otežala je eventualni oporavak tržišta u sljedećem desetljeću. Kratkotrajni uzlet i naznake oporavka zaustavila je kriza u koncernu Agrokor 2017. godine. Narušeni sentiment investitora je u sljedećim godinama vidljiv i u niskoj razini aktivnosti na dioničkom tržištu, čiji je blagi oporavak tijekom 2019. promptno prekinut početkom epidemije koronavirusa tijekom koje je CROBEX u svega nekoliko tjedana zabilježio snažan pad od gotovo 34 %. Indeks se vratio na pretpandemijsku razinu krajem 2021., no restriktivno

monetarno okružje, rat u Ukrajini i usporavanje globalnog gospodarstva destimulativno djeluju na vrijednost CROBEX-a, koji je u prvoj polovici 2023. ipak zabilježio izražen rast od 16 % (više u poglavlju **2.2. Financijsko okružje**).

Slika 2. Profitabilnost izdavatelja pokazala se osjetljivom na eksterne šokove



Profitabilnost kompanija u sastavu CROBEX-a u proteklom se desetljeću kretala sličnom dinamikom kao i sam indeks (slika 2.). Nesolventnost koncerna Agrokor početkom 2017. negativno je utjecala na agregatnu profitabilnost izdavatelja s obzirom na uključenost Agrokoru u različite djelatnosti, ali i činjenicu da su neke kompanije u tom trenutku bile sastavnice CROBEX-a¹⁴. Profitabilnost kompanija blago se oporavljala sve do početka 2020. kada je pod utjecajem posljedica koronakrize zabilježila značajniji pad od 3,6 p.b. Dodatan razlog padu profitabilnosti je kratkotrajno uključivanje dviju banaka u indeks, čime je znatno povećana imovina u odnosu na dobit, a koje su već prilikom sljedeće revizije isključene iz sastava indeksa. Navedeno ukazuje i na utjecaj koji promjene u sastavu indeksa mogu imati na pokazatelje „tržišnih fundamenata“, a koje ne moraju pratiti

¹⁴ Kompanije koncerna Agrokor koje su bile uključene u CROBEX su Ledo, Vupik i Belje.

općenito kretanje rezultata poslovanja kompanija. Otvaranjem gospodarstva i oporavkom osobne potrošnje tijekom 2021. sastavnice CROBEX-a zabilježile su vrlo visoki povrat na imovinu od 7,9 % početkom 2022. godine. No inflacijski pritisci, zaoštavanje uvjeta financiranja i ruska invazija na Ukrajinu izazvali su rast cijena inputa tijekom 2022. što se odrazilo na pad profitabilnosti izdavatelja te je ona u prvom tromjesečju 2023. iznosila 1,5 %.

3. Cijena u odnosu na fundamente

Odnos cijene u odnosu na ostvarene zarade, ili P/E omjer (engl. *price to earnings ratio*), jedan je od osnovnih indikatora koji se koriste pri analizi relativne vrijednosti dionica. Multiplikator se računa kao odnos tržišne cijene dionice i neto zarada po dionici pri čemu se najčešće uzima prosjek ostvarenih zarada u određenom vremenskom intervalu.

P/E omjer je metrika koja se može interpretirati na više načina. Može se protumačiti kao cijena sudjelovanja dioničara u jedinici zarade poduzeća što je implicitna mjera atraktivnosti dionice i njezina potencijala za daljnji rast po mišljenju investitora. Može se promatrati i kao sposobnost dionice za generiranje povrata na uložena sredstva dioničara, odnosno broj godina potreban za pokrivanje uloženog kapitala zaradama poduzeća. Glavna je svrha ovog indikatora procjena tržišne precijenjenosti odnosno podcijenjenosti

dionice ili cijelog tržišta u odnosu na fundamente kompanija.

Nizak P/E omjer može značiti neopravdanu podcijenjenost dionice od strane tržišta, ali i financijske probleme koji se još nisu odrazili na dobit. S druge strane, visok P/E omjer može upućivati na precijenjenost dionice s obzirom na fundamente ili očekivani snažniji rast poduzeća u budućnosti. Stoga se P/E omjer promatra u kombinaciji s ostalim financijskim pokazateljima kao i P/E omjerima ostalih kompanija iz određene djelatnosti kako bi se utvrdila opravdanost, odnosno realnost tržišne cijene. U normalnim okolnostima, visokom razinom odnosno precijenjenošću smatra se omjer od 25 ili više, dok se niskom razinom odnosno podcijenjenošću smatra razina od 15 ili niže. Dugogodišnja ekspanzivna monetarna politika središnjih banaka u posljednjem desetljeću snizila je trošak pribavljanja sredstava i time je potaknula rast opće razine cijena dionica te je zasigurno uzlazno korigirala navedene granice precijenjenosti odnosno podcijenjenosti.

Iako informativan, P/E omjer sadrži i određene nedostatke. Objavljene zarade podložne su različitim računovodstvenim manipulacijama¹⁵ koje prikrivaju pravo financijsko stanje poduzeća. Pored toga, promjena broja izdanih dionica uzrokovana korporativnim akcijama može utjecati na ukupni multiplikator. Isto tako,

¹⁵ Navedeno se odnosi na promjenu računovodstvenih politika te svrstavanje

određenih prihoda i rashoda u kategoriju izvanrednih stavki.

prilikom konstruiranja P/E omjera za cjelokupno dioničko tržište, kompanije s neto gubicima isključuju se iz sastava, što smanjuje reprezentativnost agregatnog omjera.

Dinamika kretanja P/E omjera za CROBEX indeks ukazuje na pojedine epizode precijenjenosti, no one su se pokazale kratkotrajne naravi te su prvenstveno nastale u okolnostima naglog pada profitabilnosti kompanija u prethodno spomenutim kriznim epizodama. Uprosječivanjem zarada kroz višegodišnje razdoblje iz izračuna se isključuje efekt poslovnog ciklusa i kratkoročnih epizoda koje utječu na profitabilnost kompanija te se pojavljuje konkretnija slika relativne usklađenosti cijena na domaćem dioničkom tržištu s fundamentima¹⁶ (slika 3.).

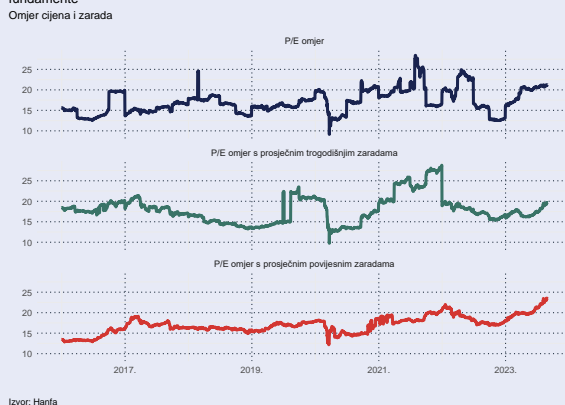
Promatrajući indikator temeljen na prosječnim trogodišnjim zaradama¹⁷, prva epizoda relativne precijenjenosti zabilježena je tijekom druge polovice 2019. godine. Dionice iz prehrambenog i telekomunikacijskog sektora¹⁸ ostvarile su snažan rast zahvaljujući pozitivnim poslovnim rezultatima sredinom godine, ali i znatnom rastu prometa na tromjesečnoj razini od gotovo 90 % u trećem tromjesečju 2019. godine.

Druga epizoda skoka relativnih vrednovanja zabilježena je krajem 2021.

te je odraz klasičnog scenarija odvajanja cijena od fundamenata, koji je nastao pod utjecajem oporavka tržišnog sentimenta nakon vrhunca koronakrize, a koji je bio popraćen relativno sporim oporavkom korporativnih zarada.

Vrijednosti P/E omjera u promatranom su se razdoblju uglavnom nalazile u granicama fer vrijednosti. No bitno je istaknuti da je domaće tržište plitko i visoko koncentrirano te je stoga podložnije skokovitim kretanjima, pogotovo u slučaju znatnijih promjena cijena dionica koje su zastupljenije u CROBEX-u. Takva kretanja mogu izazvati snažniji rast indeksa u određenom razdoblju i precijeniti omjer u odnosu na ostatak tržišta.

Slika 3. CROBEX u recentnom razdoblju ne pokazuje precijenjenost u odnosu na fundamente



4. Zaključno

Osim što omogućuje promatranje tržišnih vrednovanja u relativnim terminima u odnosu na poslovanje kompanija, P/E omjer omogućuje i

izračun prosječnih zarada kompanija u svim fazama poslovnog ciklusa (engl. *through the cycle*). Primjerice CAPE Ratio koristi desetogodišnje razdoblje za izračun prosječnih zarada kompanija.

¹⁸ Dionice AD Plastika, Optima Telekoma i Ericssona NT ostvarile su dvoznamenkasti rast sredinom 2019. godine.

¹⁶ Ovaj pristup koristi i globalno poznati CAPE Ratio (engl. *Cyclically Adjusted PE Ratio*), koji je za S&P 500 indeks konstruirao **Robert Shiller**. Negativna strana ovog pristupa je da indikator relativno sporije reagira na značajne promjene u poslovanju kompanija, koje se potom odražavaju i na njihovu profitabilnost.

¹⁷ Ako dostupnost podataka to omogućuje, preporučljivo je korištenje duljeg perioda za

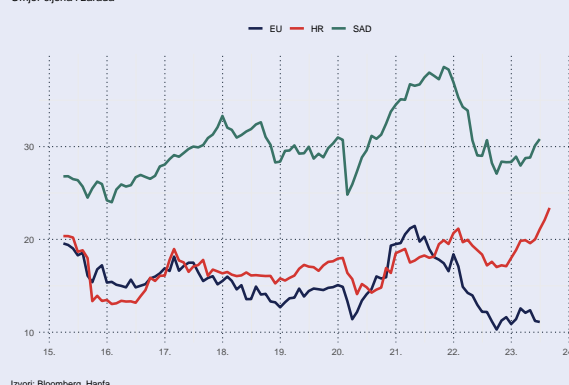
konzistentnu usporedbu vrednovanja na domaćem tržištu u odnosu na druga dionička tržišta. Uspoređujući domaće tržište kapitala s europskim vidljivo je da su ona međusobno usporediva i nisu pokazivala znakove precijenjenosti u promatranom razdoblju. Drugim riječima, oba tržišta se od 2015. kreću u zoni niskih do umjerenih vrednovanja, odnosno između vrijednosti 10 i 20 (slika 4.). Američko tržište dionica pak već duže vrijeme bilježi znatno viša vrednovanja te se kontinuirano nalazi u području precijenjenosti, odnosno iznad 25. Primarni su razlog optimističnija očekivanja investitora u pogledu buduće profitabilnosti američkih kompanija, posebice u kontekstu rastućih kompanija (tzv. *growth companies*), čija vrednovanja primarno generiraju očekivanja budućeg rasta, a tek manjim dijelom trenutna dobit kompanija.

P/E omjer na domaćem tržištu krajem kolovoza 2023. iznosio je 23,4 sugerirajući očekivani godišnji povrat na kapital investitora od 4,3 %, što je za 0,9 postotnih bodova više od anualiziranog godišnjeg prinosa koji CROBEX bilježi od svog početka, a koji iznosi 3,42 %.

Iako procijenjeni indikatori imaju određena ograničenja, oni upućuju na zaključak da vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu nisu relativno precijenjena u odnosu na fundamente te da se unatoč recentnom cjenovnom skoku nalaze na granici između zone podcijenjenosti i fer vrijednosti. Samim time vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu ne bi trebala biti visoko izložena idiosinkratskim

sistemskim rizicima, čija bi materijalizacija mogla dovesti do značajnih tržišnih korekcija, što je uostalom bilo vidljivo i na primjeru brzog oporavka tržišta nakon krize u koncernu Agrokor.

Slika 4. Veća zastupljenost tehnoloških kompanija i profitabilnost ostalih sektora doprinose znatno višim vrednovanjima na američkom tržištu dionica
Omjer cijena i zarada



Međutim, tržište od početka koronakrize pokazuje veću dozu dinamičnosti, koju prati i izraženiji rast cijena, što je kulminiralo snažnim rastom CROBEX indeksa od 22,6 % u prvih osam mjeseci 2023., čime se P/E omjer nalazi iznad dugoročnog prosjeka. Ovaj je rast nastao u okolnostima povišenih sistemskih rizika i izvjesnog usporavanja makroekonomskih kretanja, pri čemu ostaje za vidjeti hoće li zarade kompanija opravdati recentni oporavak vrednovanja, sugerirajući potencijalno podcijenjivanje rizika od strane investitora. Pored toga, domaće je tržište visoko integrirano u globalna financijska tržišta i relativno snažno reagira na pojavu sistemskog stresa na globalnim tržištima, čemu svjedoče recentne krize iz 2008. i 2020. godine. I dok potpuna zaštita domaćeg tržišta od cjenovnih korekcija u okolnostima sistemskog šoka nije moguća, poboljšanje strukture tržišta u

kontekstu veće aktivnosti, likvidnosti i konkurentnosti, omogućilo bi njegovu veću otpornost na vanjske šokove, a time i relativno brži oporavak koji bi se mjerio u mjesecima, umjesto u godinama.

POPIS KRATICA

BDP – bruto domaći proizvod

CAPE – ciklično prilagođeni omjer cijene i dobiti (engl. *Cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)

CISS – kompozitni indikator sistemskog stresa (engl. *composite indicator of systemic stress*)

DG ECFIN – Glavna uprava za ekonomske i financijske poslove (engl. *Directorate-General for Economic and Financial Affairs*)

DZS – Državni zavod za statistiku

EK – Europska komisija

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

Fed – Sustav federalne rezerve

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HICP – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (eng. *Harmonised Index of Consumer Prices*)

HNB – Hrvatska narodna banka

MF – mirovinski fondovi

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MSFI – Međunarodni standardi financijskog izvještavanja

OST – ostalo

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

P/E – omjer cijene i zarade (engl. *price to earnings ratio*)

ROAA – povrat na prosječnu imovinu (engl. *Return on average assets*)

SAD – Sjedinjene Američke Države

SCR – potrebni solventni kapital (engl. *Solvency Capital Requirement*)

SIE – Srednja i Istočna Europa

TILDA - tržišni indeks likvidnosti dionica

UCITS – otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)

USD – američki dolar

ZSE – Zagrebačka burza

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CZ – Češka; DE – Njemačka; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FI – Finska; FR – Francuska; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; LT – Litva; LV – Latvija; MT – Malta; NL – Nizozemska; PT – Portugal; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SAD – Sjedinjene Američke Države; SE – Švedska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

The logo for HANFA features the word "HANFA" in a bold, white, sans-serif font. Above the text is a thin, red, curved line that arches over the letters, resembling a stylized wave or a protective shield.

HANFA