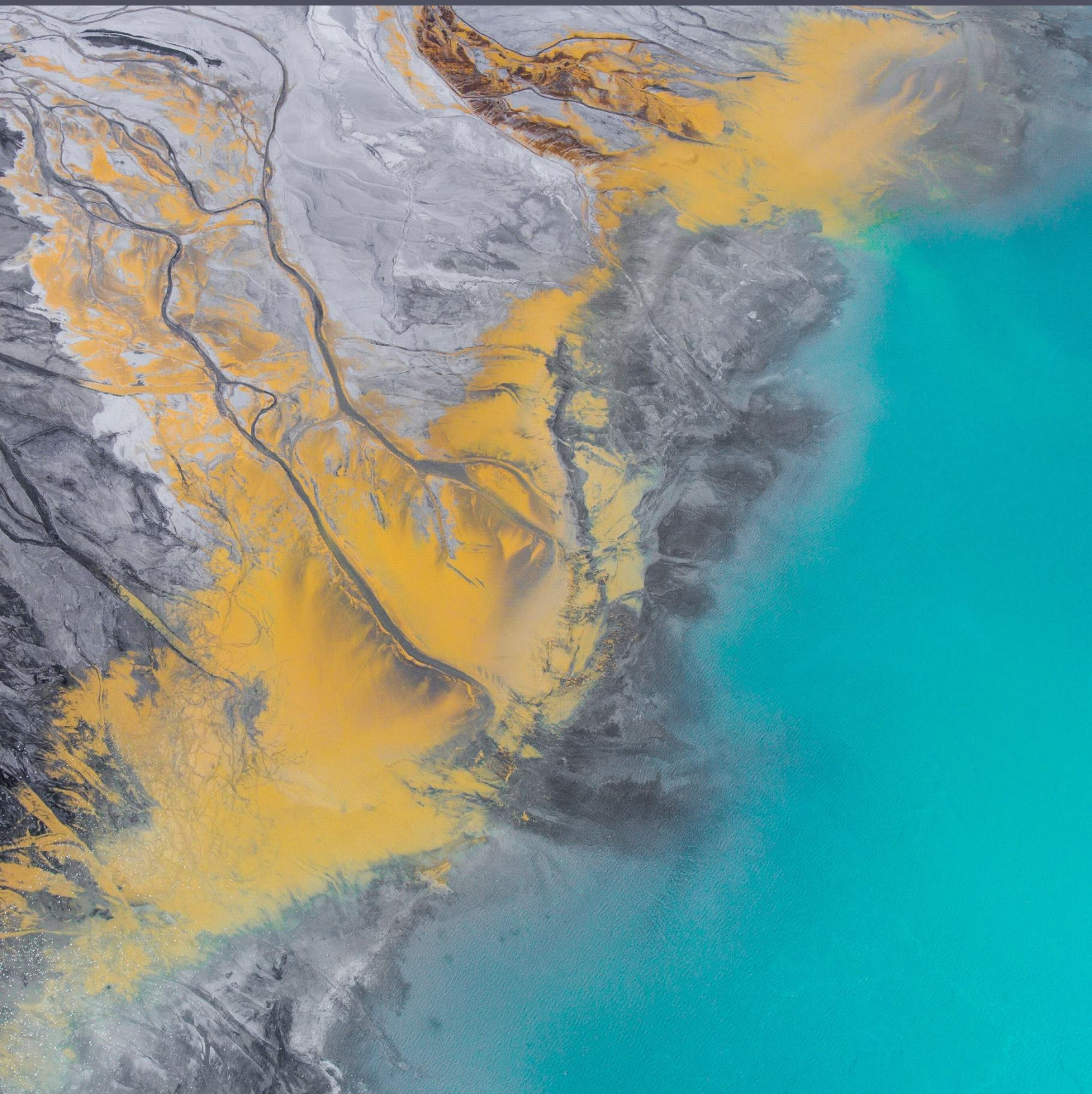


MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Četvrto tromjesečje 2021.

Broj VII, travanj 2022.



Izdavač:

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Franje Račkoga 6

10000 Zagreb

www.hanfa.hr

Telefon: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

ISSN 2671-2067

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

Sadržaj

Sadržaj.....	3
1. Uvodno.....	4
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja	6
2.1. Makroekonomsko okružje.....	6
2.2. Financijsko okružje.....	10
3. Rizici sektora financijskih usluga.....	14
3.1. Kratkoročni rizici.....	14
3.2. Dugoročni rizici	17
Okvir 1. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično?.....	20
Okvir 2. Utjecaj krize u Ukrajini na poslovanje sektora financijskih usluga.....	27
Okvir 3. Oznaka LEI – 20 znakova koji umanjuju rizike za financijsku stabilnost.....	31
Popis kratica.....	35

1. Uvodno

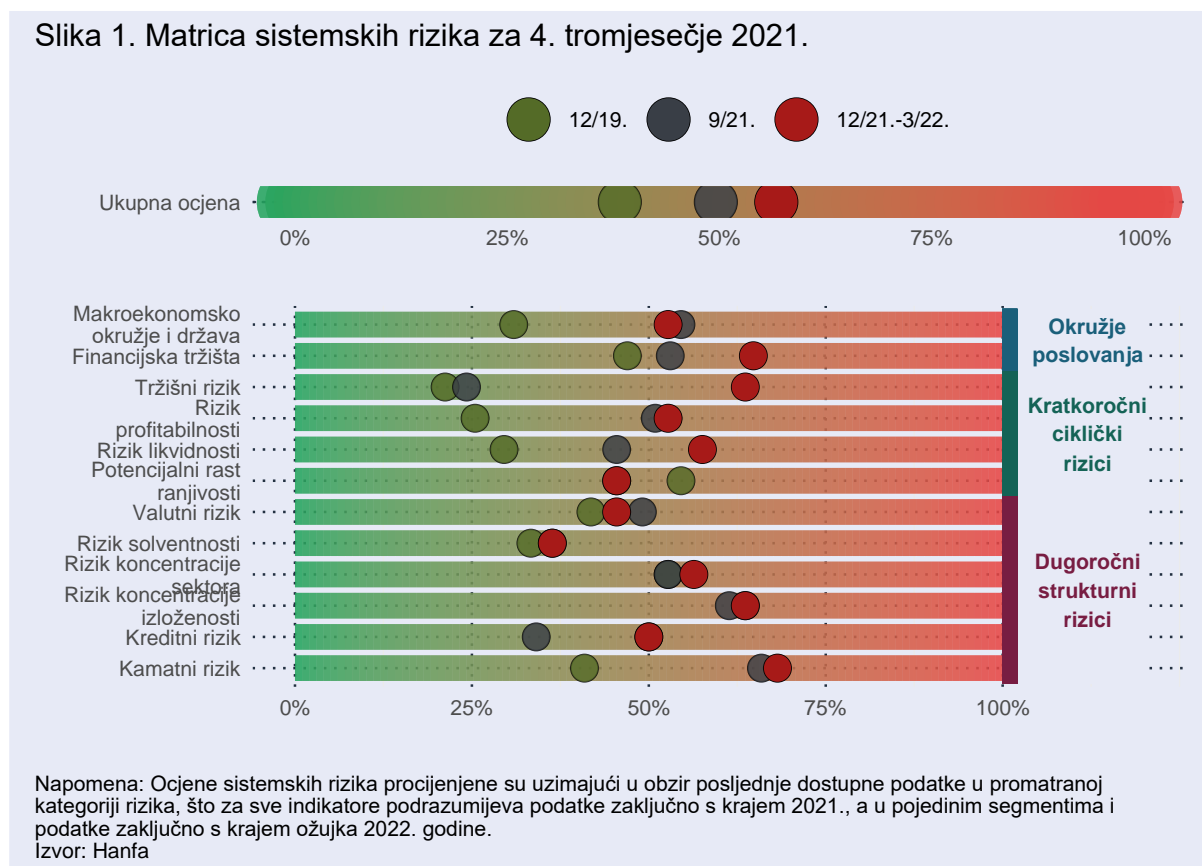
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih 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 4. tromjesečje 2021.



Novo pogoršanje epidemiološke situacije krajem 2021. nije bilo popraćeno pogoršanjem makroekonomskih kretanja, već je gospodarstvo i u tom razdoblju bilježilo stabilan rast, no uz istodobno ubrzanje rasta opće razine cijena. Pod utjecajem rastućih globalnih stopa inflacije početak 2022. obilježilo je zaoštavanje globalne monetarne politike, što se prelilo na porast volatilnosti na financijskim tržištima te na djelomične korekcije cijena financijskih instrumenata. Rast geopolitičkih rizika uzrokovanih krizom u Ukrajini pojačao je već izražene inflacijske pritiske te narušio sentiment investitora. Posljedično je izloženost sektora financijskih usluga tržišnom riziku povećana uz istodobno blago povećanje kamatnog rizika s obzirom na značajan rast kamatnih stopa i prinosa, kao i rast vjerojatnosti buduće materijalizacije tog rizika. Iako su se navedena kretanja negativno odrazila na prinose investicijskih portfelja institucionalnih investitora, a u određenim segmentima prouzročila i blage likvidnosne pritiske, recentno povećanje sistemskih rizika ipak je bilo značajno manje izraženo nego na početku koronakrize te nije značajnije ugrozilo stabilnost sektora financijskih usluga. Unatoč tome, postojeće globalno visoke razine vrednovanja financijske imovine, posebno dionica, povećavaju vjerojatnost budućih korekcija cijena na globalnim financijskim tržištima.

2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja

2.1. Makroekonomsko okružje

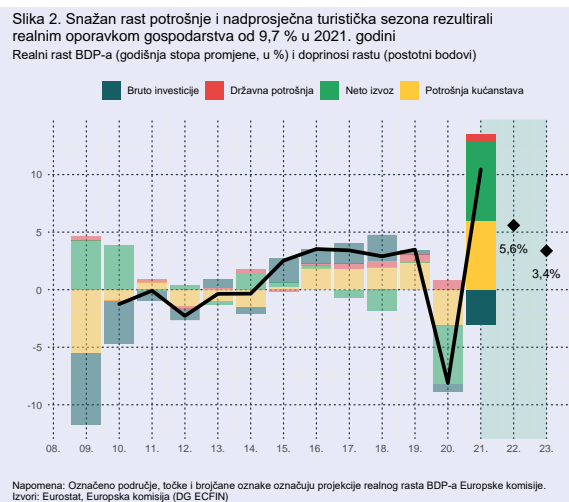
Izloženost sektora financijskih usluga sistemskim rizicima na kraju 2021. blago se smanjila prvenstveno zbog snažnog oporavka gospodarstva te njegova povoljnog utjecaja na tržište rada i poboljšanje relativnih fiskalnih pokazatelja. Značajniji oporavak i izraženije smanjenje ranjivosti koči ubrzani rast cijena, koji smanjuje kupovnu moć kućanstava i posljedično usporava potrošnju. Dodatni izvor neizvjesnosti i prepreka nastavku pozitivnih gospodarskih trendova jest, uz i dalje prisutne epidemiološke mjere, eskalacija geopolitičkog rizika povezana s početkom rata u Ukrajini i uvedenim sankcijama Rusiji.

Posljednje tromjesečje 2021. godine obilježilo je ponovno razbuktavanje pandemije uzrokovano inačicom koronavirusa omikron. Unatoč vrlo visokom dnevnom broju novooboljelih relativno blaža klinička slika oboljelih nije zahtijevala dodatne restriktivne epidemiološke mjere, zbog čega novi val pandemije koronavirusa nije značajnije utjecao na gospodarski rast.

Tako se nakon zabilježenih dvoznamenkastih stopa gospodarskog rasta tijekom drugog i trećeg tromjesečja oporavak nastavio i u posljednjem tromjesečju 2021., premda nešto sporijom dinamikom. Bruto domaći proizvod u četvrtom je tromjesečju 2021. realno bio veći za 9,7 % u odnosu na isto tromjesečje 2020., i to ponajprije zbog povoljnih ostvarenja neto izvoza i povećane osobne potrošnje (slika 2.). Na razini cijele 2021. realna stopa gospodarskog rasta iznosila je 10,4 %. Time je u potpunosti poništen utjecaj povijesno najvećeg smanjenja bruto domaćeg proizvoda iz prethodne godine te se ostvario scenarij V oporavka.

Međutim, eskalacija vojnog sukoba između Ukrajine i Rusije krajem veljače 2022. (slika 4.)

negativno je utjecala na percepciju oporavka. Ekonomske sankcije zapadnih zemalja uvedene kao odgovor na oružani sukob imat će reperkusije i na europsko gospodarstvo, primarno zbog očekivanih povećanih cijena energenata, ali i smanjenja obujma trgovinske razmjene. Ovisnost Europe o uvozu ruskih energenata u kombinaciji s ionako visokim inflacijskim pritiscima, neizbježno će utjecati na potrošnju i sentiment potrošača, koji je već u padu (slika 3.), a posljedično i na usporavanje gospodarskog rasta. Ukupan utjecaj tih kanala na europska gospodarstva teško je prognozirati, ali je jasno da će ovisiti o duljini trajanja i načinu završetka sukoba. Stoga su trenutačne makroekonomske projekcije izložene snažnim negativnim rizicima.

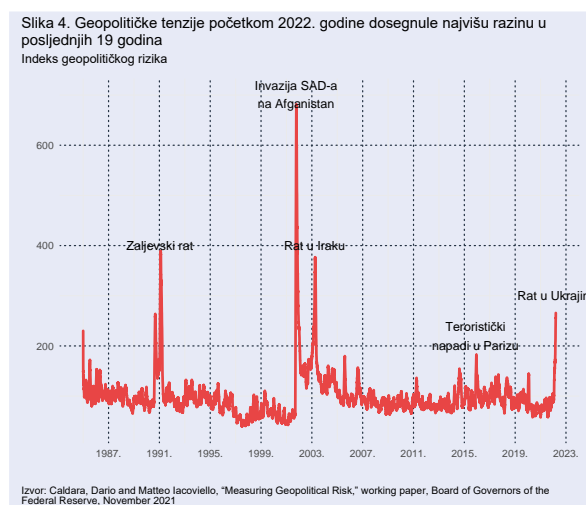
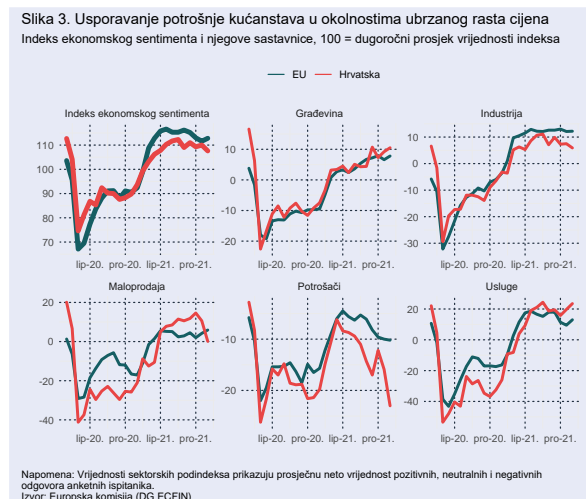


Snažan gospodarski rast u 2021. zadržao je uvjete na tržištu rada povoljnima uz posljedično smanjenje ranjivosti na tom tržištu. Unatoč uobičajenom sezonskom porastu nezaposlenosti krajem godine¹ administrativna stopa nezaposlenosti iznosila je na kraju siječnja 2022. godine 7,8 % te je dosegla pretkriznu razinu s kraja 2019. (slika 5.). Rast zaposlenosti u 2021. zabilježen je u gotovo svim djelatnostima gospodarstva, što je, uz djelomične nedostatke radne snage u pojedinim segmentima, kreiralo pritisak na nominalni opći rast neto plaća, koje

¹ Završetkom turističke sezone, tijekom koje se zapošljava veći broj sezonskih radnika, krajem godine dolazi do uobičajenog porasta

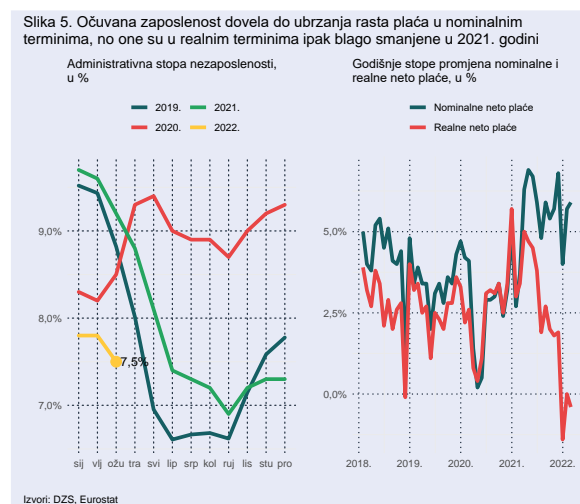
nezaposlenosti Na kraju prosinca 2021. stopa administrativne nezaposlenosti bila je za 0,4 p.b. veća u odnosu na kraj rujna.

su u 2021. narasle za 4,0 %. Spomenutom rastu pridonijele su i porezne izmjene s početka 2021., kojima su smanjene porezne stope za oporezivanje dohotka. No zbog ubrzanja rasta opće razine cijena prosječna neto plaća u realnim se terminima u 2021. ipak smanjila za 1,4 %. To je umanjilo kupovnu moć kućanstava, što se uz očekivanja daljnjeg rasta cijena početkom 2022. odrazilo na usporavanje osobne potrošnje (slika 3.).



Ubrzan rast opće razine cijena zabilježen u proteklom razdoblju povećava mogućnost materijalizacije sistemskih rizika. Krajem veljače 2022. godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena iznosila je 6,3 %, što je najviša zabilježena vrijednost još od listopada 2008. godine. Pritom su sve komponente potrošačke košarice utjecale na povećanje stope inflacije (slika 6.). Najveći doprinos zabilježenoj visokoj stopi inflacije dolazi od porasta cijena dobara iz

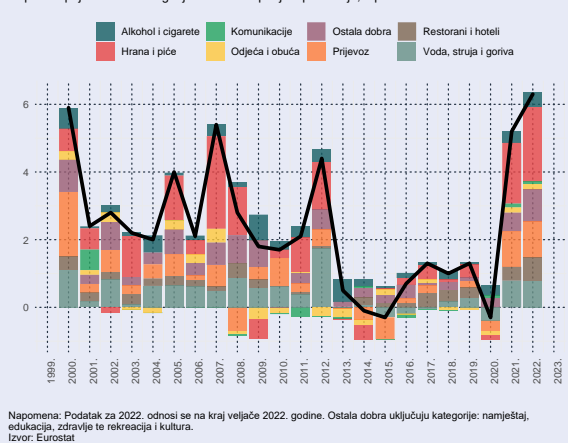
kategorije prijevoza te hrane i pića, ali i energenata, koji su se eskalacijom sukoba u Ukrajini našli pod dodatnim pritiskom s tendencijom daljnjeg rasta u narednom razdoblju. Još uvijek izraženi poremećaji na strani ponude (slika 7.) i rastuća potražnja uslijed ubrzanog otvaranja gospodarstva, snažan rast cijena energije na svjetskim tržištima, ali i bazni učinak uzrokovan „netipičnom“ 2020. primarni su pokretači rasta cijena kako u Hrvatskoj tako i u okružju. Iščezavanje baznog učinka i očekivano uravnoteženje ponude i potražnje djeluju u smjeru usporavanja rasta cijena u drugoj polovini 2022. godine. Prema zadnjoj dostupnoj [projekciji Europske komisije](#) (iz veljače 2022.) godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj iznositi će u 2022. godini 3,5 %, dok će se u 2023. smanjiti na 1,6 %.



Navedene projekcije izložene su značajnim negativnim rizicima, koji mogu djelovati u smjeru dodatnog ubrzanja rasta cijena. To se ponajprije odnosi na dodatnu eskalaciju geopolitičkih odnosa, što će stvoriti dodatni pritisak na cijene ulaznih dobara, u prvom redu energenata i žitarica, a čiji su rast nakon privremene apsorpcije proizvođači počeli prebacivati na kupce kroz rast cijena konačnih proizvoda (slika 8.). Faktori na strani potražnje u obliku revidiranih inflacijskih očekivanja te relativno snažnog tržišta rada i manjka radne snage u određenim segmentima gospodarstva, a što se očituje u rastu nominalnih plaća, mogli bi u 2022. potaknuti inflacijsku spiralu.

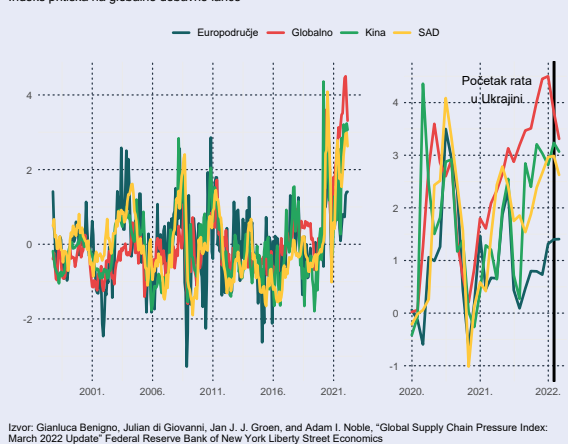
Slika 6. Krajem veljače 2022. inflacija dosegla najvišu razinu od 2008. godine na temelju široko rasprostranjenog rasta cijena

Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima



Slika 7. Globalni dobavni lanci nalaze se pod dodatnim pritiscima u svjetlu rasta geopolitičkih tenzija

Indeks pritiska na globalne dobavne lance

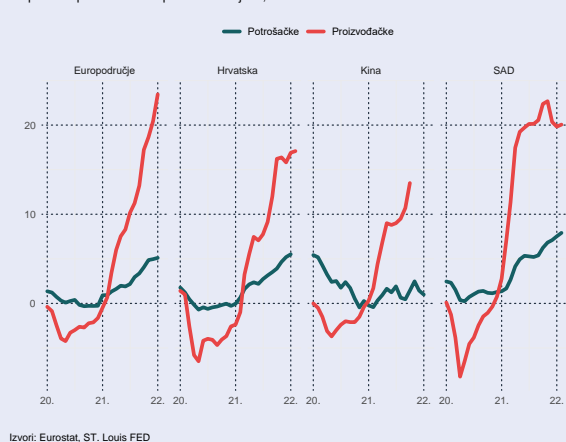


Navedena kretanja dovela su do značajnih revizija makroekonomskih očekivanja u odnosu na one s početka pandemije, kada su makroekonomski prognostičari u više navrata podcijenili brzinu oporavka gospodarstava, ali i efekt koji pandemija i spomenuti oporavak mogu imati na cijene dobara (slika 9). Podcjenjivanje dinamike inflacije u narednom razdoblju i potencijalno zakašnjela reakcija nositelja ekonomskih politika mogu stvoriti značajan šok s negativnim posljedicama na tržišna vrednovanja te upitnom učinkovitosti u suzbijanju probuđene inflacije. S druge strane, prijevremena ili presnažna reakcija monetarnih tijela može poljuljati ranjivi oporavak gospodarstava, koji opterećuje još uvijek

prisutna borba s pandemijom, ali i eskalacija geopolitičkih rizika.

Slika 8. Poskupljenje ulaznih proizvođačkih dobara pokazuje znakove preljevanja na rast cijene konačnih potrošačkih dobara

Stope rasta proizvođačkih i potrošačkih cijena, u %



Slika 9. Makroekonomske projekcije u recentnom razdoblju podcijenile brzinu oporavka i utjecaj pandemije na cijene

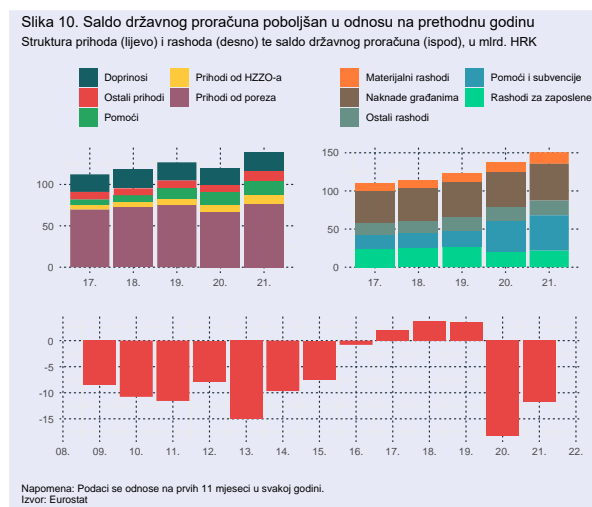
Makroekonomske projekcije BDP-a i inflacije za Hrvatsku, prema datumu projekcije



Potaknuti nastavkom gospodarskog oporavka i smanjenim potrebama za mjerama potpore gospodarstvu nakon koronakrize, relativni indikatori javnih financija poboljšali su se u 2021. godini. Prema podacima Ministarstva financija u prvih 11 mjeseci 2021. porasli su i prihodi i rashodi u odnosu na isto razdoblje 2020., pri čemu je ukupni saldo smanjen za 6,5 mlrd. HRK te je iznosio -2,7 % BDP-a (slika 10.). Najveći doprinos rastu prihoda čine porezni prihodi od PDV-a kao glavnog kanala punjenja proračuna, koji su na osnovi oporavka osobne potrošnje, ali i osjetnog rasta cijena, na kraju studenog bili veći u odnosu na usporedivo razdoblje 2019. godine². Istodobno je na rashodovnoj strani najveće

² Prihodi od PDV-a u prvih su 11 mjeseci 2021. porasli za 9,0 mlrd. HRK u odnosu na isto razdoblje 2020. odnosno za 2,2 mlrd. HRK u odnosu na isto razdoblje 2019. godine.

smanjenje zabilježeno kod subvencija zbog značajnog smanjenja iznosa potpora za očuvanje radnih mjesta djelatnostima pogođenima pandemijom COVID-19³.



S obzirom na gospodarski oporavak javni dug u postotku BDP-a smanjio se krajem trećeg tromjesečja za 3,7 p.b. u odnosu na prethodno tromjesečje te se zadržao na razini od 82,4 %. Tijekom 2021. Ministarstvo financija izdalo je 3 obveznice kumulativne vrijednosti od 9 mlrd. HRK i 2 mlrd. EUR uz prosječnu kamatnu stopu od 1,08 %, kojima je refinancirano dospijeće obveznica nešto manje nominalne vrijednosti glavnice⁴ uz prosječnu kamatnu stopu od 5,01 %. Time je efektivno povećan javni dug za nešto manje od 1 mlrd. EUR, ali je istovremeno smanjen godišnji trošak financiranja tog dijela duga za dvije trećine. Stoga je poboljšanje relativnog pokazatelja zaduženosti u cijelosti posljedica rasta domaćeg proizvoda, dok je u apsolutnom izrazu javni dug krajem rujna bio za 1,0 % veći u odnosu na lipanj 2021. godine. Poboljšanje pokazatelja javnih financija odrazilo se i u poboljšanju kreditnog rejtinga Hrvatske, koji je [agencija Fitch sredinom studenog podigla na BBB uz pozitivne izgleda](#), dok je agencija S&P

u ožujku 2022., unatoč neizvjesnoj geopolitičkoj situaciji, potvrdila investicijski rejting BBB-.

Pored već spomenutih potrošačkih i proizvođačkih cijena, rast cijena stambenih nekretnina započeo u 2017. nastavio se i kroz cijelo pandemijsko razdoblje⁵ dodatno naglašavajući cikličke sistemske rizike u sustavu. Naime, zbog višegodišnjeg okruženja niskih kamatnih stopa nekretnine su postale relativno atraktivniji način ulaganja od standardnih oblika štednje i/ili investiranja. S obzirom na rastuće stope inflacije može se očekivati da se privlačnost nekretninskih ulaganja neće smanjivati. Osim toga, važna odrednica cjenovne dinamike na strani potražnje jest i inozemna potražnja, koja će se ulaskom Hrvatske u europodručje vjerojatno i povećati, dok istodobno domaću potražnju podržavaju postojeći uvjeti financiranja, državne subvencije te nepostojanje direktnog poreznog opterećenja nekretninske imovine. S druge strane, pritisci na cjenovni rast dolaze i sa strane ponude s obzirom na rast ulaznih cijena materijala, zemljišta i rada, posebno uzevši u obzir proces obnove nakon potresa. Tako su na kraju trećeg tromjesečja 2021. cijene stambenih nekretnina bile za 9,0 % više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu su rast zabilježile sve kategorije nekretnina neovisno o lokaciji i starosti⁶.

U vezi s tim, Europski je odbor za sistemske rizike krajem prošle godine nakon redovne analize o tržištu stambenih nekretnina za europske zemlje Hrvatskoj uputio [Upozorenje o srednjoročnim ranjivostima u sektoru stambenih nekretnina u Hrvatskoj](#). Upozorenjem je ocijenjeno kako bi identificirane srednjoročne slabosti u sektoru stambenih nekretnina u Hrvatskoj mogle predstavljati izvor sistemskog rizika i utjecati na financijsku stabilnost, zbog čega se očekuje

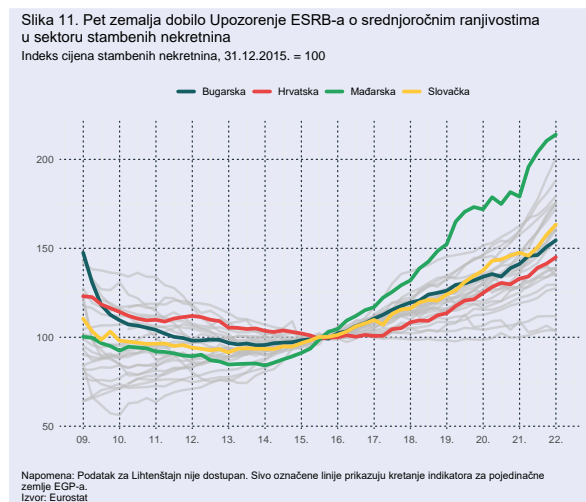
³ Na kraju studenog subvencije su bile za 2,3 mlrd. HRK manje nego u istom razdoblju 2020. godine.

⁴ Nominalna vrijednost glavnice dospelih obveznica iznosila je 1,5 mlrd. USD, 9 mlrd. HRK i 0,5 mlrd. HRK.

⁵ Indeks cijena stambenih nekretnina porastao je od kraja 2019. do trećeg tromjesečja 2021. za 13,2 %.

⁶ U trećem tromjesečju 2021. cijene stambenih nekretnina u Zagrebu su porasle za 9,6 %, na Jadranu za 8,9 %, a u ostalim regijama za 8,2 % na godišnjoj razini. U istom su razdoblju novi stambeni objekti zabilježili rast od 8,5 %, a cijene postojećih su porasle za 9,2 % na godišnjoj razini.

daljnji razvoj i implementacija makrobonitetnih i drugih mjera za ublažavanje tih rizika.



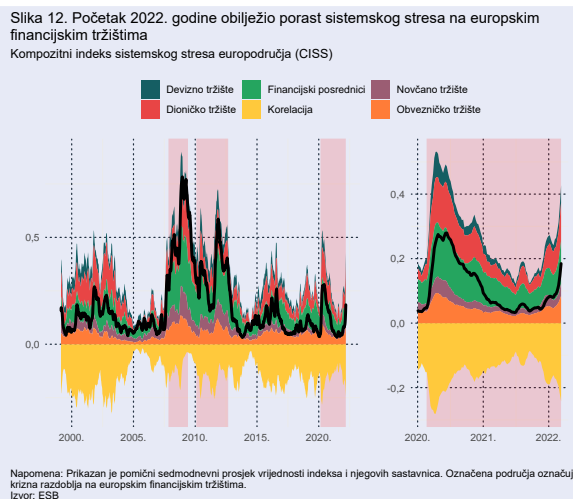
2.2. Financijsko okruženje

Rastuće makroekonomske neizvjesnosti i intenziviranje geopolitičkih tenzija u veljači obilježili su početak 2022. godine i posljedično podigli sistemske rizike na financijskim tržištima na povišenu razinu (slika 12.). Najave snažnog zaokreta u monetarnoj politici vodećih centralnih banaka anticipirane su kroz rast volatilnosti i prinosa (slika 15.), ali i povremenih korekcija cijena na određenim segmentima tržišta (slika 17.). Korekcije su posebice bile naglašene u segmentima čija vrednovanja značajno ovise o kretanju diskontnih kamatnih stopa, odnosno u segmentu rizičnijih dužničkih vrijednosnih papira i vlasničkih vrijednosnih papira čija se vrednovanja temelje na budućim očekivanim novčanim tokovima (tzv. *growth* kompanije).

Globalni inflatorni trendovi (slika 13.) stvorili su pritisak na profitabilnost kompanija, koje su stoga rast cijena ulaznih dobara u drugoj polovici 2021. počele izraženije prebacivati na potrošače (slika 8.). Posljedično su i pokazatelji inflacije početkom 2022. dosegli razine posljednji put zabilježene prije nekoliko desetljeća osjetno zaoštravajući stavove nositelja monetarne politike.

⁷ Vidjeti priopćenje na [linku](#).

⁸ Za razliku od 2021. kada je ciljana dinamika iznosila 20 mlrd eura mjesečno, u 2022 su planirane neto kupnje u iznosu od 40 mlrd.



Tako je na posljednjem zasjedanju u ožujku 2022. Fed povisio raspon referentne kamatne stope za 25 b.b. na 0,25 % – 0,50 %. Ujedno je najavio daljnje podizanje za 25 b.b. na svih šest zajedanja u ovoj godini, kao i dodatna tri povećanja u 2023., kada bi referentna kamatna stopa trebala dosegnuti 2,8 %. I ESB je u ožujku reagirao na pojačane pritiske i objavio nove smjernice u vezi s dinamikom otkupa⁷ vrijednosnih papira. Tako će se krajem ožujka obustaviti neto kupnja u sklopu interventnog otkupa državnih obveznica zbog pandemije, tzv. programa PEPP (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*), dok će mjesečne neto kupnje u sklopu programa otkupa obveznica APP (engl. *Asset Purchase Programme*) biti nešto više od prošlogodišnjih⁸. Istodobno ESB nije mijenjao referentne kamatne stope na temelju ocjene da su izvori trenutnog rasta inflacije uglavnom na strani ponude i činjenice da je gospodarstvo europodručja pogođeno sankcijama uvedenim Rusiji i rastućim cijenama energenata, što usporava očekivani rast gospodarstva u 2022. godini.

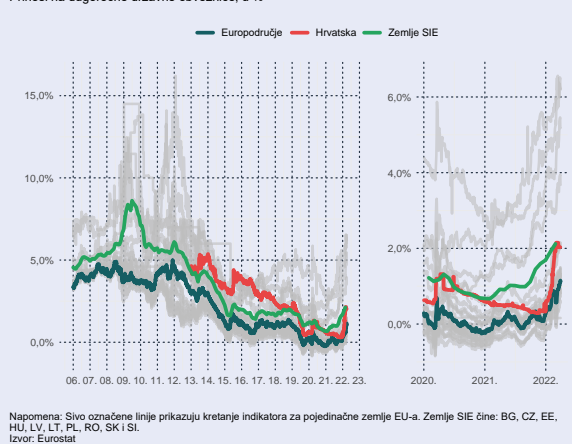
eura u travnju, 30 mlrd. u svibnju i 20 mlrd. u lipnju, a za treće tromjesečje ovisit će o recentnim okolnostima.

Slika 13. Cijene ulaznih dobara početkom godine dosegnule rekordne razine
Indeksi cijena roba u europodručju, 2010.=100



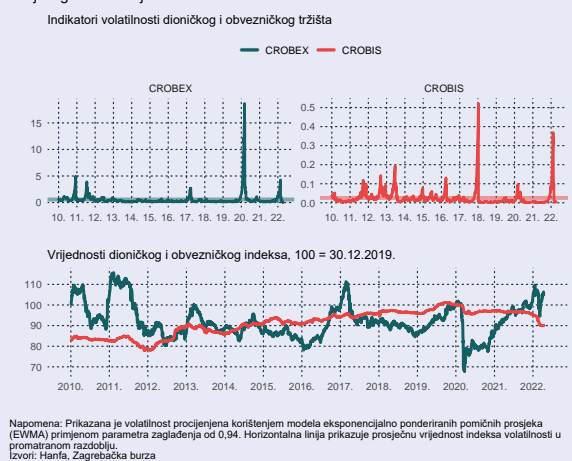
Izvori: ESB, St. Louis FED

Slika 14. Rast prinosa na državne obveznice pod utjecajem rasta nerizične stope, ali i skoka premije za rizik
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: Sivo označene linije prikazuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EU-a. Zemlje SIE čine: BG, CZ, EE, HU, LV, LT, PL, RO, SK i SI.
Izvor: Eurostat

Slika 15. Kratkotrajni skok volatilnosti na domaćem tržištu pod utjecajem vanjskog šoka u veljači



Napomena: Prikazana je volatilnost procijenjena korištenjem modela eksponencijalno ponderiranih pomičnih prosjeka (EWMA) primjenom parametra za glagljenja od 0,94. Horizontalna linija prikazuje prosječnu vrijednost indeksa volatilnosti u promatranom razdoblju.
Izvor: Hanifa, Zagrebačka burza

Očekivano monetarno zaoštavanje u ožujku 2022. tržišta su početkom godine inkorporirala u zahtijevane prinose pa je uz porast nerizičnog dijela prinosa porasla i globalna premija za rizik,

što je pojačalo sistemski stres na obvezničkim tržištima.

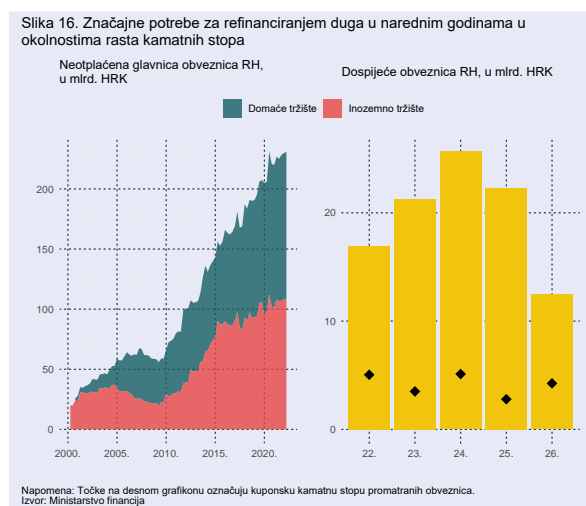
Eskaicija situacije na istoku Europe dodatno je poljuljala pouzdanje investitora i prouzročila bijeg u percipirano sigurniju imovinu najviše kvalitete. Time je u veljači i ožujku došlo do odvajanja prinosa državnih obveznica najviše kvalitete od ostalih obveznica. Tako su prinosi na dugoročne hrvatske državne obveznice krajem ožujka dosegli razinu od 2,03 %, što je za čak 1,7 p.b. više od vrijednosti zabilježene krajem prošle godine (slika 14.).

Porast nerizičnih kamatnih stopa i rastuća neizvjesnost umanjuju sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova, što se odrazilo u skoku volatilnosti na domaćem tržištu kapitala (slika 15.). Posljedično, vrijednost obvezničkog CROBIS indeksa krajem ožujka 2022. bila je 5,9 % niža u odnosu na kraj 2021. godine, dok je vrijednost dioničkog CROBEX indeksa u istom razdoblju zabilježila blagi rast od 0,9 %. Smanjena vrednovanja negativno su se odrazila i na prinose domaćih fondova, koji su nakon dobrih rezultata u 2021., početak godine započeli u minusu (više u poglavlju [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)).

Nastavak opaženih trendova u narednom razdoblju prvenstveno će ovisiti o općim uvjetima na financijskim tržištima, ali i održivosti fiskalnih pokazatelja i kreditnom rejtingu zemalja. Poboljšanje kreditnog rejtinga Hrvatske krajem prošle godine na BBB uz pozitivne izglede od strane agencije Fitch i potvrdu investicijskog rejtinga od strane agencije S&P sredinom ožujka ove godine, pozitivno su djelovale na percepciju sigurnosti sektora države i djelomično olakšava buduća zaduživanja u trenutačnim okolnostima. Tijekom 2022. dospijeva 16,9 mlrd. HRK obveznica, a u iduće tri godine potrebe za financiranjem bit će još i veće⁹ (slika 16.).

⁹ Dospijeva 30 % ukupnog iznosa duga s kraja 2021. godine.

Percepcija kreditnog rizika državnih obveznica RH od strane investitora će u izglednom scenariju porasta kamatnih stopa uvelike determinirati troškove refinanciranja postojećih izdanja, a s obzirom na dominantan udio državnih obveznica u strukturi ulaganja sektora financijskih usluga, indirektno i profitabilnost sektora financijskih usluga. Dugoročni utjecaj rasta kamatnih stopa na profitabilnost sektora financijskih usluga, uz pretpostavku nepromijenjenog kreditnog rejtinga ovisit će o, odnosu kratkoročnog smanjenja vrijednosti postojećih obvezničkih ulaganja te većim kamatnih prihodima po novim obvezničkim ulaganjima. Iako se domaći institucionalni investitori u recentnom razdoblju nisu ponašali prociklično kroz značajnije povećanje izloženosti kreditnom i kamatnom riziku u svojim obvezničkim portfeljima u potrazi za većim prinosisima, u trenutačnim okolnostima naglašenih neizvjesnosti izloženi su povišenim kratkoročnim rizicima (više o upravljanju rizicima u obvezničkom portfelju domaćih institucionalnih investitora u [Okviru 1. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično?](#)).



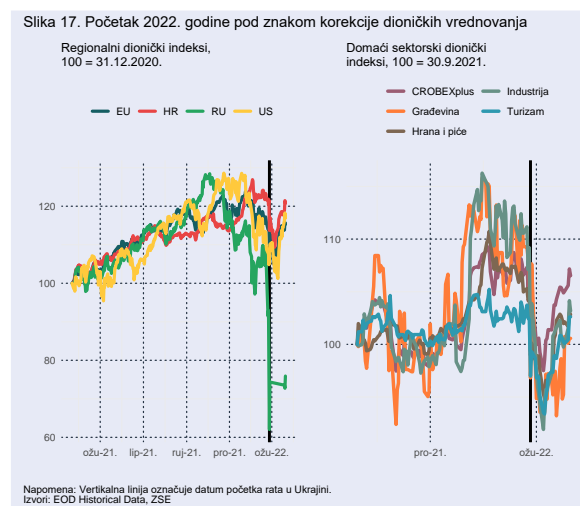
Korekcije cijena na europskim dioničkim tržištima zabilježene početkom 2022., a koje nisu zaobišle niti domaće tržište (slika 17.), rezultat su nekolicine čimbenika: inflacijskih pritisa na pokazatelje profitabilnosti korporativnog sektora,

¹⁰ Prosječna tromjesečna stopa promjene vodećih dioničkih indeksa europskih zemalja krajem je godine iznosila 3,5 % dok je u trećem tromjesečju bila nešto viša (4,0 %).

rasta premije za rizik uslijed skoka makroekonomskih neizvjesnosti u još uvijek ranjivom „post-COVID“ oporavku gospodarstva te mjestimično vrlo visokih vrednovanja.

Pozitivni cjenovni trendovi na dioničkim tržištima nastavljeni su tijekom posljednjeg tromjesečja 2021., iako je taj rast bio nešto blaži u odnosu na prethodno razdoblje¹⁰. Taj se trend naglo preokrenuo u siječnju i veljači 2022. kada je prosječna korekcija na europskim tržištima iznosila -1,5 % u odnosu na kraj 2021. godine.

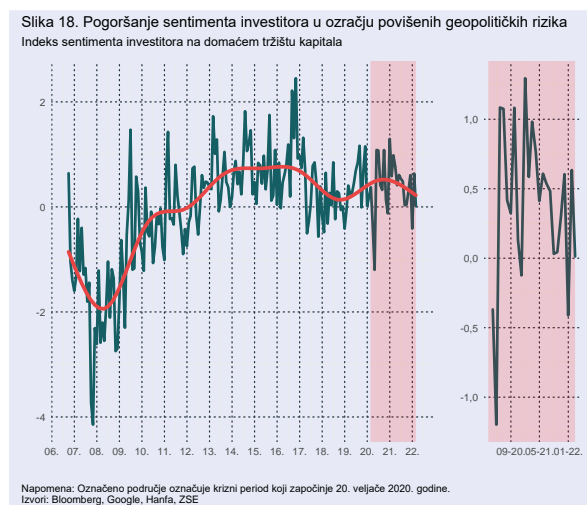
U uvjetima ubrzanja rasta potrošačkih cijena, tržišta kontinuirano revidiraju svoja inflacijska očekivanja što se, uz rastuće geopolitičke napetosti oko situacije u Ukrajini, negativno odražava na sentiment investitora i povećava volatilnost na tržištima (slika 17.). Pored eskalacije geopolitičkih napetosti na sentiment investitora na europskom tržištu djelomično je utjecalo i prelijevanje volatilnosti s američkog dioničkog tržišta uzrokovano zaoštavanjem smjera monetarne politike FED-a i relativno lošijih poslovnih rezultata od očekivanih u dijelu korporativnog sektora¹¹.



Iako domaće dioničko tržište u prethodnom razdoblju nije bilježilo rekordno visoka vrednovanja, globalne tržišne korekcije i pogoršanje tržišnog sentimenta (slika 18.) odrazili su se i na cijene na domaćem tržištu

¹¹ Indeks S&P 500 u prva je dva mjeseca 2022. zabilježio pad od 8,2 % u odnosu na kraj prethodne godine.

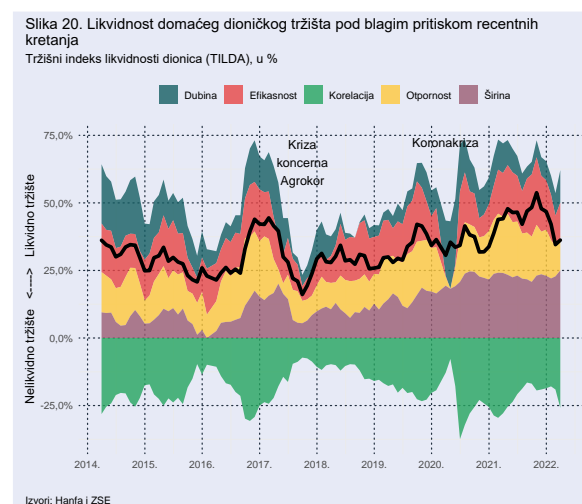
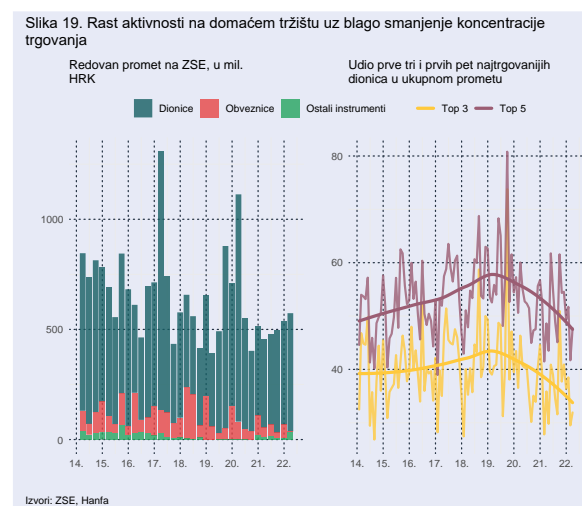
kapitala, pa su pojedini sektori, čije se poslovanje relativno više oslanja na uvoz materijala, poput građevine, u veljači izgubili i do 10 % vrijednosti s kraja siječnja 2022.



Još uvijek relativno visoka koncentracija trgovanja na domaćem tržištu, popraćena oporavkom prometa, nastavila se smanjivati u posljednjem tromjesečju 2021. i početkom 2022., sugerirajući preusmjeravanje dijela sredstava investitora u pojedine manje likvidne dionice (slika 19.).

Istodobno je likvidnost domaćeg dioničkog tržišta blago smanjena, ponajprije zbog pogoršanja pokazatelja efikasnosti, tj. nešto većih implicitnih i eksplicitnih transakcijskih troškova uslijed povećanih neizvjesnosti na tržištu te blago reduciranog indikatora otpornosti koji prikazuje robusnost cijena u odnosu na iznenadne poremećaje, a koji se pogoršao zbog veće volatilnosti krajem veljače (slika 20.). Pokazatelji širine tržišta koji mjere utjecaj volumena transakcija na stabilnost cijena i dubine tržišta kojima se mjeri aktivnost trgovanja zadržani su na postojećim razinama (više o konstrukciji tržišnog indeksa likvidnosti dionica u [Okviru 1. Mjerenje likvidnosti tržišta](#)

[kapitala](#) u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 6). Izazovne makroekonomske i financijske okolnosti uz povišenu razinu sistemskog rizika mogle bi se nastaviti i u narednom razdoblju. Iako domaće tržište kapitala ne pokazuje znakove precijenjenosti te je tek marginalno izloženo gospodarstvima koja su se krajem veljače našla pod sankcijama, njegova visoka integriranost u međunarodne tokove kapitala uz detektirane naglašene strukturne ranjivosti (relativno niska likvidnost i visoka koncentracija trgovanja)¹², izlažu ga potencijalnim dodatnim poremećajima i korekcijama.



¹² Krajem prosinca se više od polovinom uvrštenih dionica na Zagrebačkoj burzi trgovalo manje od 10 dana u mjesecu, dok je

promet prvih pet dionica činio 49,3 % ukupnog prometa na burzi u prosincu 2021. godine

3. Rizici sektora financijskih usluga

3.1. Kratkoročni rizici

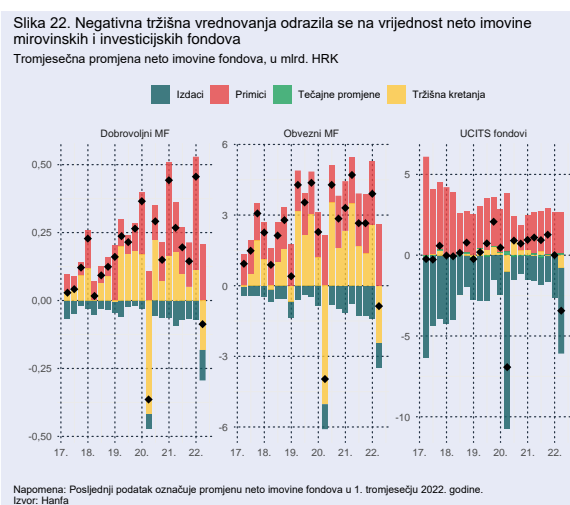
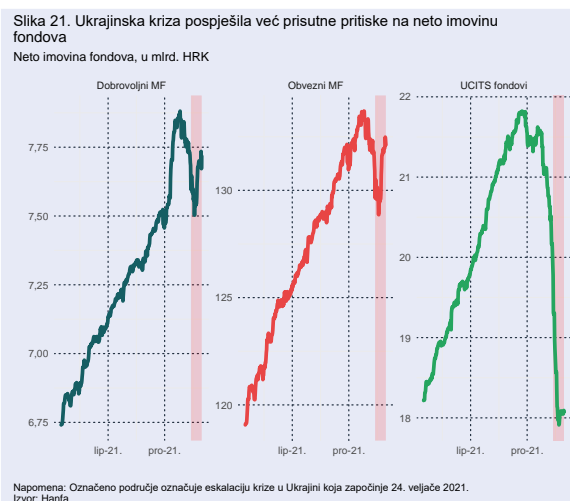
Posljednje tromjesečje 2021. obilježio je nastavak oporavka gospodarstva uz ubrzanje stope inflacije na povijesno visoke razine, što je uz porast geopolitičkih rizika početkom 2022. povećalo kratkoročne ranjivosti sektora financijskih usluga. Tako su porast i djelomična materijalizacija kamatnog i tržišnog rizika, početkom 2022. preokrenuli trend smanjenja kratkoročnih sistemskih rizika iz prethodne godine. Navedeno se negativno odražava na profitabilnost svih segmenata sektora financijskih usluga, uz blago povećanje rizika likvidnosti kod investicijskih fondova.

Zaoštavanje monetarnih politika i s time povezan rast kamatnih stopa testira povišena, a u određenim segmentima i vrlo visoka, vrednovanja na globalnim financijskim tržištima s indirektnim nepovoljnim utjecajem na cjelokupni sektor financijskih usluga (više o kretanjima na financijskim tržištima u poglavlju [2.2. Financijsko okružje](#)). Iako je sama dinamika porasta kamatnih stopa u nastavku godine još uvijek neizvjesna, tržišta u svoja očekivanja kontinuirano ugrađuju različite scenarije u ovisnosti o najavama središnjih banaka, što dovodi do porasta volatilnosti na financijskim tržištima, a u određenim segmentima i do korekcija cijena.

Na rast tržišne volatilnosti u veljači 2022. dodatno je utjecao skok geopolitičkog rizika i uvođenje gospodarskih sankcija Rusiji, koji su rezultirali korekcijama cijena vrijednosnih papira. Tako se indeks S&P 500 u prva dva mjeseca 2022. smanjio za 8,2 %, dok je vrijednost domaćeg indeksa CROBEX pala za 3,8 %. Navedeno je utjecalo na vrijednost ulaganja domaćeg sektora financijskih usluga pa je imovina mirovinskih fondova na kraju ožujka iznosila 139,8 mlrd. HRK, što je smanjenje od 0,7 % u odnosu na kraj 2021. godine (slika 21).

Negativan utjecaj tržišnih kretanja na vrijednost neto imovine mirovinskih fondova djelomično je ublažio priljev novih sredstava u visini od 2,8 mlrd. HRK (slika 22).

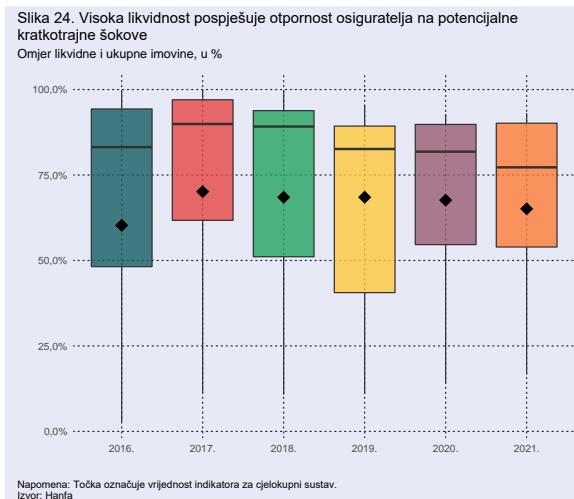
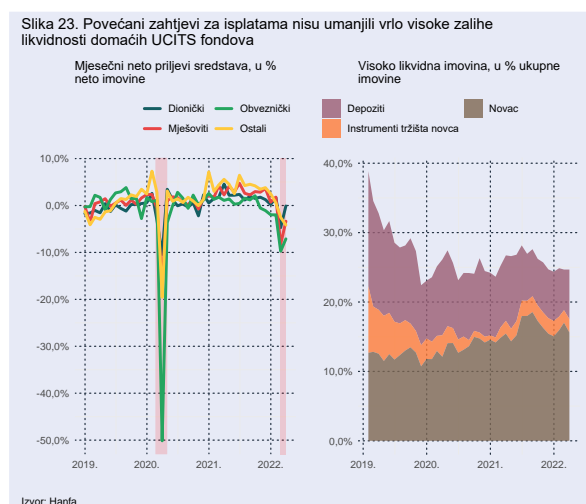
S druge strane, investicijski UCITS fondovi su početkom 2022. zabilježili dvostruki pritisak na imovinu u pogledu negativnih tržišnih kretanja, ali i pojačanih isplata sredstava. Stoga je njihova neto imovina krajem ožujka bila 16,0 % niža u odnosu na kraj 2021. te je iznosila 18,1 mlrd. HRK. U tom su razdoblju sve vrste fondova zabilježile smanjenje neto imovine, a najveće u apsolutnim i relativnim terminima zabilježili su veličinom najveći obveznički fondovi kod kojih je na kraju ožujka neto imovina bila 18,6 % tj. 2,8 mlrd. HRK manja u odnosu na kraj 2021. godine.



Likvidnost sektora financijskih usluga tijekom prvog tromjesečja 2022. zadržana je na vrlo visokim razinama unatoč povećanim pritiscima na isplate sredstava iz investicijskih fondova.

Tržišne neizvjesnosti značajno su skočile u veljači s početkom okupacije Ukrajine zbog čega je porasla averzija prema riziku ulagatelja, a vjerojatno i njihove potrebe za likvidnošću. Navedeno je stvorilo pritiske na isplate sredstava iz UCITS fondova, no u znatno manjem opsegu nego u ožujku 2020. godine (slika 22.). Neto izlasci su jednako kao i tada dominantno bili iz obvezničkih fondova na što je, između ostaloga, utjecala i povećana volatilnost povezana s neizvjesnostima oko kretanja prinosa obveznica.

Iako iznenadni pritisci na isplatu udjela mogu narušiti stabilnu likvidnosnu poziciju investicijskih fondova, a preko međusobnih tržišnih izloženosti ujedno se prenijeti i na ostatak sustava, ograničena narav recentnog šoka i visoke zalihe likvidnosti fondova¹³ (slika 23.) nisu rezultirali materijalizacijom takvog scenarija. Stoga istodobno društva za osiguranje nisu zabilježila značajne promjene likvidnosnih pokazatelja te su oni zadržani na vrlo visokim razinama (medijalna vrijednost udjela likvidne u ukupnoj imovini društava za osiguranje iznosila je 77,2 %, slika 24.).



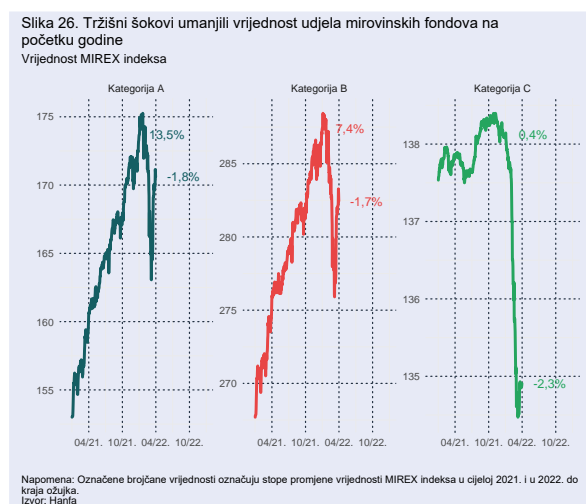
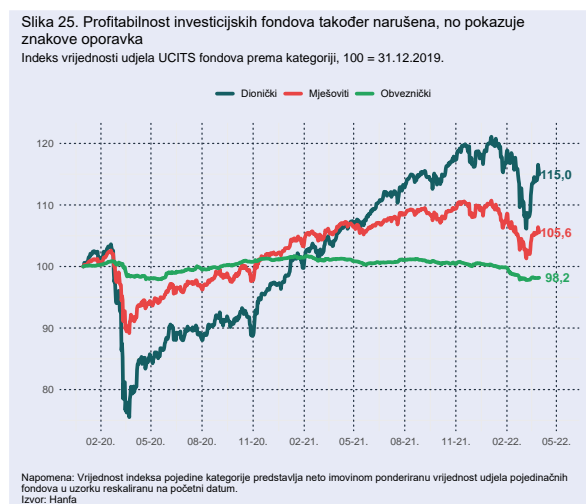
Rizik profitabilnosti sektora financijskih usluga zadržan je na blago povišenoj razini. Pritom su društva za osiguranje i investicijski fondovi zbog svoje izloženosti tržišnom i kamatnom riziku nešto izloženiji riziku profitabilnosti u odnosu na ostale dijelove sektora financijskih usluga.

Nakon što su do kraja 2020. nadoknadili izgubljenu vrijednost s početka pandemije, većina investicijskih fondova je i u 2021. nastavila ostvarivati pozitivne prinose na temelju tržišnih kretanja (slika 25.) Tako su na godišnjoj razini prinosi dioničkih, mješovitih i ostalih fondova iznosili redom 12,4 %, 5,4 % i 4,4 %. Veličinom najzastupljeniji, obveznički fondovi prošlu su godinu zaključili s negativnim prinosom od -1,3 % s obzirom na sve izraženije pritiske na obveznička vrednovanja u kontekstu očekivane promjene smjera monetarne politike.

Preokret tržišnog sentimenta i porast neizvjesnosti početkom 2022. dodatno su se negativno odrazili na prinose UCITS fondova, koji su u svim kategorijama krajem ožujka bili za dva do tri postotna boda niži u odnosu na kraj prethodne godine. Unatoč naznakama oporavka prinosa UCITS fondova u ožujku 2022. na temelju djelomičnog oporavka tržišnih vrednovanja, rizik profitabilnosti i dalje je naglašen s obzirom na relativno (pre)optimistična dionička vrednovanja posebno u okolnostima izražene neizvjesnosti i

¹³ Udio visokokvalitetne imovine investicijskih fondova koja uključuje novac, depozite i instrumente tržišta novca krajem ožujka 2022. iznosio je 24,7 %.

nestabilnosti koje možda neće biti kratkoročnog karaktera.



Prinosi mirovinskih fondova kretali su se slično kao i oni investicijskih (slika 26.). Nakon visokih pozitivnih prinosa koje su u 2021. ostvarili gotovo svi obvezni mirovinski fondovi, izuzev konzervativne C kategorije čiji su prinosi stagnirali¹⁴, u 2022. uslijedilo je njihov pad zbog globalnih tržišnih korekcija uslijed eskalacije rata u Ukrajini te postupne normalizacije monetarnih politika. Tako su do kraja ožujka sve kategorije zabilježile negativne prinose, od prosječno -1,9 %¹⁵. S obzirom na to da su se dionička tržišta već u ožujku krenula oporavljati od gubitaka,

može se očekivati kako će se ove kratkoročne tržišne turbulencije koje se uobičajeno javljaju s obzirom na brze tržišne reakcije investitora na izmjene makroekonomskih, tržišnih i političkih okolnosti uglavnom apsorbirati u nastavku godine. Međutim, rast opće razine cijena koji se intenzivirao kao sekundarni makroekonomski utjecaj rata u Ukrajini realne će prinose domaćih fondova zadržati niskima ili negativnima u 2022. godini.

Oporavak gospodarske aktivnosti u 2021. preslikao se na rast zaračunatih premija (slika 27.), a posljedično i na profitabilnost u segmentu neživotnih osiguranja. Rastu profitabilnosti osiguranja doprinijeli su i niži troškovi isplate šteta (slika 28.)¹⁶ pa je tako povrat na imovinu neživotnog osiguranja u 2021. iznosio 3,7 %. Istodobno se profitabilnost poslova životnog osiguranja nastavila smanjivati s obzirom na pad premijskog prihoda pa je povrat na prosječnu imovinu na kraju 2021. godine iznosio 0,5 %, što je upola manje od dugoročne prosječne profitabilnosti¹⁷.

U prvim mjesecima 2022. ostvaren je premijski rast kod neživotnog, ali i životnog osiguranja, što će djelomično ublažiti gubitke od ulaganja koji su se materijalizirali početkom godine. S obzirom na zaoštavanje monetarnih politika i očekivano daljnje povećanje kamatnih stopa tijekom 2022. vrijednost postojećih ulaganja društava mogla bi biti dodatno umanjena. No istodobno će rast kamatnih stopa imati efekt i na pad vrijednost tehničkih pričuva pa će konačni neto utjecaj primarno ovisiti o ročnoj neusklađenosti imovine i obveza pojedinih društava.

Profitabilnost leasing društava također se oporavila tijekom 2021. s obzirom na opći ekonomski rast i posljedično smanjenje

¹⁴ Na kraju prosinca 2021. obvezni mirovinski fondovi kategorije A ostvarili su godišnji prinos od 13,5 %, kategorije B prinos od 7,4 %, a kategorije C prinos od 0,4 % na godišnjoj razini.

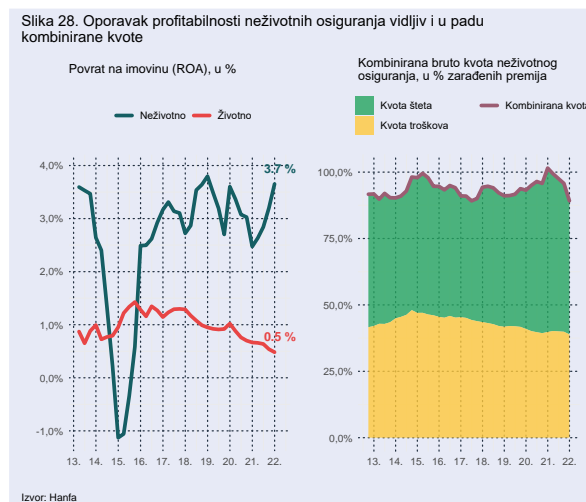
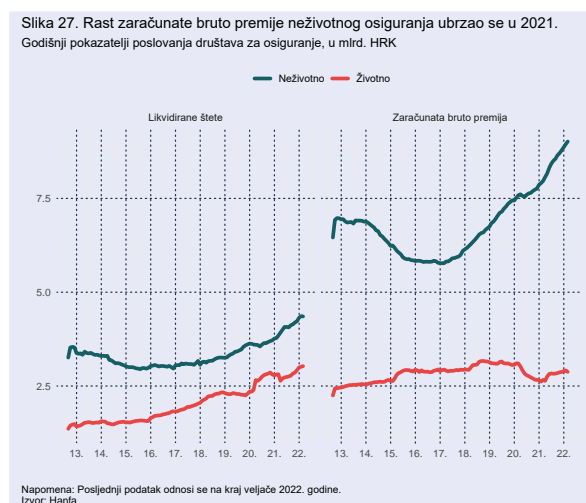
¹⁵ Kategorija A -1,8 %, kategorija B -1,7 % i kategorija C -2,3 %.

¹⁶ Kombinirana kvota je na kraju 2021. iznosila 89,2 % i bila je za 6,5 p.b. niža u odnosu na rujna, a spomenuto smanjenje većim je

dijelom posljedica smanjenje kvote šteta (koja se smanjila za 5,5 p.b.) i manjim dijelom smanjenja kvote troškova (koja se smanjila za 1,0 p.b.)

¹⁷ Višegodišnji prosjek povrata na prosječnu imovinu neživotnog osiguranja od 2013. do 2021. iznosio je 1,0 %

kreditnog rizika u korporativnom sektoru. Prosječni povrat na imovinu leasing društava na kraju 2021. iznosio je 2,1 % i bio je za 1,0 p.b. veći u odnosu na 2020., ali se još uvijek nalazio ispod pretpandemijske 2019. (za 0,8 p.b.). Daljnji rast profitabilnosti uvelike će ovisiti o dinamici makroekonomskih kretanja kao i potencijalnom efektu rasta kamatnih stopa na cijene leasing ugovora.

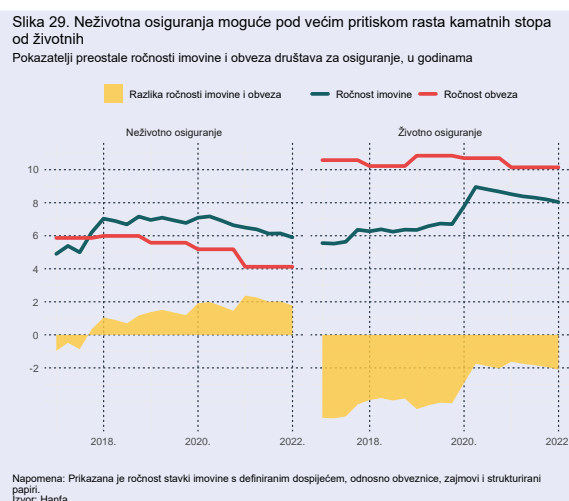


3.2. Dugoročni rizici

Izloženost dugoročnim sistemskim rizicima nije se značajnije promijenila te je ostala na blago povišenoj razini. Povišena koncentracija ulaganja u državne obveznice u okolnostima rastućeg kamatnog rizika u okolnostima jačanja globalnih

inflacijskih pritisaka najistaknutiji je strukturni sistemski rizik s kojim je sektor financijskih usluga suočen na početku 2022. godine.

Iako su tržišta anticipirala očekivani rast referentnih kamatnih stopa zbog inflacijskih pritisaka kroz rast zahtijevanih prinosa, neočekivane ratne okolnosti u Europi dodatno su potaknule rast premije za rizik, posebno zemalja EU-a nižeg kreditnog rejtinga. I dok će navedeno utjecati na fondovsku industriju primarno preko posljedičnog pada vrijednosti postojećih obvezničkih ulaganja, agregatni utjecaj viših kamatnih stopa na sektor osiguranja ovisit će o ročnoj usklađenosti bilance društava¹⁸ pa bi zbog dulje ročnosti imovine od obveza neživotnih osiguranja mogla biti pod većim pritiskom (slika 29.).

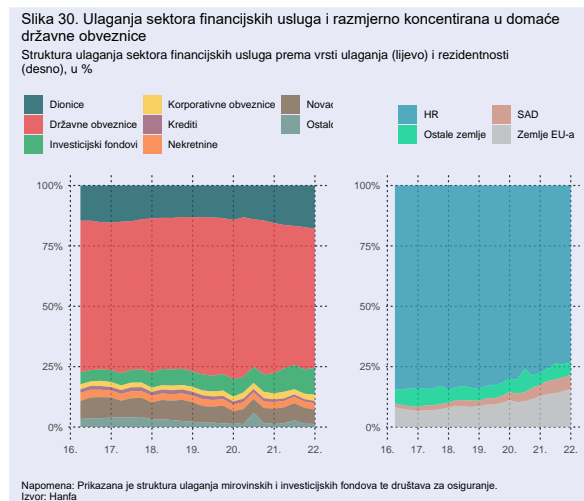


Sektor financijskih usluga strukturno opterećuje i dalje visoka koncentracija, kako imovine unutar samog sektora tako i izloženosti sektora prema pojedinim izdavateljima, pa je ovaj rizik krajem 2021. zadržan na povišenoj razini.

Tako su krajem 2021. državne obveznice RH činile visokih 57,0 % ukupnih ulaganja sektora financijskih usluga. Višegodišnji trend diversifikacije ulaganja kroz povećanje dioničkih ulaganja nastavljen je i u 2021. (povećanje od 2,4 p.b.), pri čemu je glavnina sredstava usmjerena u dionice europskih kompanija (slika 30.). Izgledno je kako će se trend blage

¹⁸ Više detalja o kanalima utjecaja inflacije na društva za osiguranje može se naći u EIOPA-inu izvješću *Financial Stability Report* objavljenom u prosincu 2021. dostupnom na [poveznici](#).

diversifikacije ulaganja kroz porast strateške alokacije imovine u inozemne dionice nastaviti i narednom razdoblju, posebno s uvođenjem eura. Navedeno povećava izloženost sektora tržišnim rizicima, no kroz pozitivne učinke diversifikacije stabilizira njihove prinose i umanjuje značaj potencijalnih idiosinkratskih šokova.



Rast inozemnih ulaganja zadržava izloženost valutnom riziku sektora financijskih usluga na umjerenim razinama.

Devizna tržišta snažno su reagirala na početak ukrajinske krize porastom kolebljivosti tečajeva glavnih svjetskih valuta. S obzirom na značajne pretkrizne trgovinske veze Europe s Rusijom, nakon zaoštavanja odnosa i uvođenja sankcija dio je investitora ulaganja preusmjerio u potencijalno sigurniji američki dolar, pa je tako od početka krize do kraja ožujka dolar aprecirao 2,1 % u odnosu na euro, a aprecijacijski pritisci vjerojatni su i u narednom razdoblju, posebice u kontekstu rasta referentnih kamatnih stopa FED-a uz zadržavanje negativnih referentnih kamatnih stopa ESB-a (više u poglavlju [2.2. Financijsko okružje](#)). Tečaj EUR/HRK nije ostao neokrznut globalnim kretanjima, pa je centralna banka tijekom ožujka intervenirala dva puta s ciljem očuvanja stabilnosti tečaja kune prema euru. No s obzirom na očekivano pristupanje Hrvatske europodručju početkom iduće godine, vjerojatnost značajnih kolebanja tečaja kune spram eura je niska, iako se posredna volatilitet prema dolaru povećava. U proteklom se

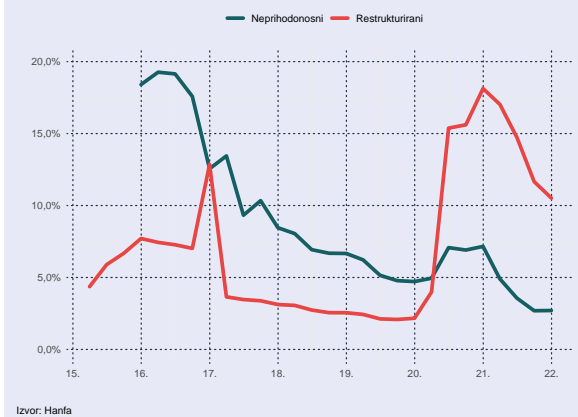
razdoblju prosječna otvorena neto valutna pozicija investicijskih i mirovinskih fondova nije znatnije izmijenila i na kraju prosinca 2021. iznosila je 29,4 % za investicijske, odnosno 34,3 % za mirovinske fondove. Dovođenje procesa uvođenja eura uklonit će značajan dio valutnog rizika iz portfelja fondova, pa bi time neto otvorena pozicija fondova uz pretpostavku nepromijenjene strukture portfelja mogla biti svega 10,2 % neto imovine investicijskih fondova, odnosno 13,3 % neto imovine mirovinskih fondova.

Kreditni rizik kojem je izložen sektor financijskih usluga značajno je smanjen u 2021., te je od svih dugoročnih strukturnih rizika trenutno najblaže ocijenjen.

Oporavak gospodarske aktivnosti brži od očekivanog, kao i izdašne fiskalne potpore i druge mjere za očuvanje gospodarstva glavni su razlozi neostvarivanja pesimističnih projekcija kreditnog rizika s početka pandemije, a koje su bile najkonzervativnije u kontekstu leasing društava. Negativan utjecaj pandemije na poslovanje sektora leasinga najprije je mjerama pomoći odgođen, a kasnije i uvelike anuliran zbog makroekonomskih kretanja boljih od očekivanih. Tako je krajem prošle godine udio neprihodonosnih u ukupnim plasmanima leasing društava iznosio tek 2,7 % (slika 31.).

Izbijanje krize u Ukrajini neće se direktno odraziti na porast kreditnog rizika kojem je sektor financijskih usluga izložen s obzirom na marginalnu zastupljenost ulaganja i izloženosti prema Ukrajini i Rusiji. Međutim, sekundarni utjecaji geopolitičkih nestabilnosti u vidu rasta cijena energenata, kao i kamatnih stopa s obzirom na rast premije za rizik, mogli bi osjetno opteretiti poslovanje korporativnog sektora, otežati servisiranje dugova i umanjiti njegov bonitet (više o procjeni značaja i očekivanim kanalima utjecaja krize u Ukrajini na poslovanje subjekata i financijsku stabilnost u okviru [2. Utjecaj krize u Ukrajini na poslovanje sektora financijskih usluga](#)).

Slika 31. Smanjenje kreditnog rizika leasing društava u 2021. pod utjecajem pozitivnih makroekonomskih kretanja
Udio neprihodonosnih potraživanja i potraživanja po restrukturiranim ugovorima u ukupnim potraživanjima, u %

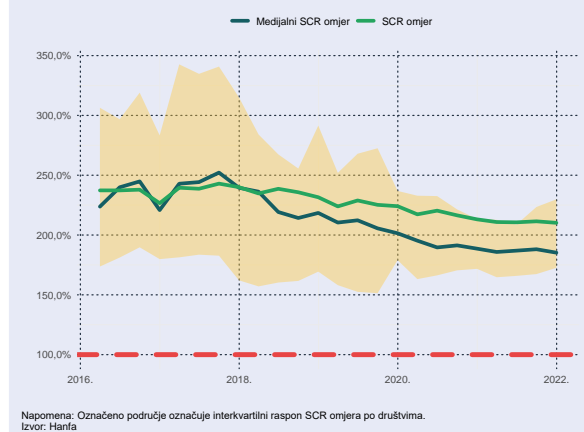


Zadovoljavajuća kapitaliziranost sektora finansijskih usluga očuvana je tijekom 2021. godine.

Premda su od početka koronakrize društva za osiguranje zabilježila pad medijalnog SCR omjera za 10,0 p.b., on je krajem 2021. iznosio 185,3 % (slika 32.) što je i dalje značajno iznad regulatorno propisane granice. Visoke kapitalne zalihe domaćeg sektora osiguranja osobito su važne s obzirom na predstojeće strukturne promjene koje se očekuju početkom iduće godine: uvođenje novog međunarodnog

računovodstvenog standarda¹⁹ i uvođenje eura koje će, između ostalog, zahtijevati prilagodbu metodološkog pristupa za izračun SCR-a. Tržišne vježbe koje je Hanfa provela s društvima za osiguranje pokazale su da će uvođenje eura sniziti omjer solventnosti društava za osiguranje. No društva kod kojih se očekuje da će biti značajnije pogođena prijelazom na euro već su definirala plan mjera poboljšanja solventne pozicije tijekom 2022.

Slika 32. Solventnost društava za osiguranje značajno iznad regulatornog minimuma
Ukupni i medijalni SCR omjer, u %



¹⁹ Više o uvođenju novog međunarodnog računovodstvenog standarda može se naći u Okviru 2. Što donosi novi MSFI 17 -

Ugovori o Osiguranju u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 6.](#)

Okvir 1. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično?

Potencijalno prociklično ponašanje institucionalnih investitora očituje se u potrazi za ostvarenjem kratkoročno viših prinosa aktivnim usmjeravanjem prema rizičnijim ulaganjima, a što ih dugoročno pojačano izlaže kreditnom i kamatnom riziku. U razdoblju od 2014. do 2022. ukupni prinos obvezničkih ulaganja domaćih fondova i društava za osiguranje smanjen je pod utjecajem povijesno niskih, negativnih nerizičnih kamatnih stopa i nižeg kreditnog rizika domaćih državnih obveznica. Dekompozicijom promjene ovog prinosa na nerizičnu, kamatnu i kreditnu komponentu, uz istodobnu eliminaciju tržišnih promjena koje na njih utječu, pokazano je kako izloženost domaćeg sektora financijskih usluga cikličkim rizicima nije bila značajno aktivno povećana u tom razdoblju, osim kroz blago povećanje kamatnog rizika. No unatoč tome što institucionalni investitori nisu aktivno povećavali svoju izloženost cikličkim rizicima, oni su i dalje na povišenim razinama zbog vrlo visokih vrednovanja u okolnostima izraženih neizvjesnosti.

1. Procikličnost institucionalnih investitora kroz potragu za prinosima

Opća cijena novca, koja se reflektira u kretanju kamatnih stopa, uz određene oscilacije prati silazni trend sve od početka 1980-ih. Tako su godišnji prinosi na američke obveznice u 2021. iznosili 1,5 % što je znatno manje u odnosu na dugogodišnji prosjek od 1980-ih koji iznosi 4,8 %. (slika 1.) Taj je trend intenziviran i u protekle dvije godine s izbijanjem pandemije pod utjecajem ekspanzivnih monetarnih politika centralnih banaka unatoč kratkoročnim pritiscima na rast premije rizika na samom početku koronakrize. Sličan trend posljednjih godina bilježe i prinosi na dugoročne državne obveznice Republike Hrvatske koji su 2021. zaključili na razini od svega 0,3 % (slika 2.).

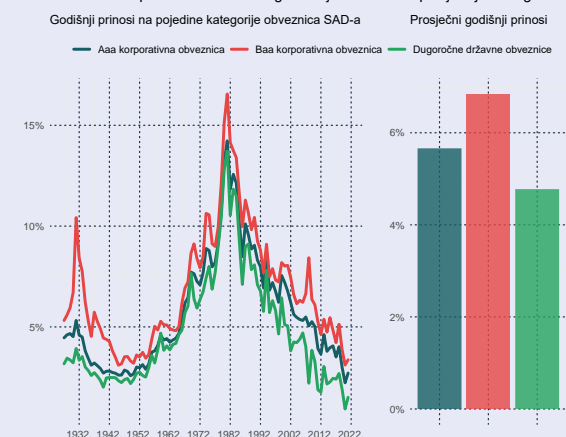
Dugoročno padajuće i niske kamatne stope predstavljaju izazov za financijski sektor u ostvarivanju željenih prinosa te postavljenih investicijskih ciljeva. Navedeno je posebno naglašeno kod institucionalnih investitora kao što su mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje koji zbog prirode poslovanja, ali i zakonskih propisa, značajan dio ulaganja alociraju u dužničke vrijednosne papire. Iako povijesno ostvaruje konkurentne prinose, netaknut takvim uvjetima u recentnom razdoblju nije ostao ni domaći sektor financijskih usluga čijih je približno 63 % imovine krajem 2021. bilo uloženo u dužničke vrijednosne papire (slika 3.).

Kao posljedica niskih prinosa²⁰ smanjuje se profitabilnost i solventnost financijskih institucija te se podcjenjuje sistemski rizik likvidnosti, dok se povećava razina zaduženosti uz oslabljenu održivost duga. Navedeno u konačnici smanjuje otpornost financijskog sustava na poremećaje. Istodobno se ubrzava njegova transformacija, koja podrazumijeva sve veći značaj financijskih inovacija i nebankarskih institucija te stvaranje novih rizika. U pogledu investicijskih politika financijskih institucija raste popularnost pasivnih strategija ulaganja koje u sebi sadrže niže implicitne troškove te smanjuju odstupanje rezultata fonda od konkurencije, no ovakve strategije u kriznim razdobljima mogu pospješiti prijenos sistemskog šoka kroz kanale prelijevanja rizika i zaraze. S druge strane, niski prinosi usmjeravaju institucionalne investitore na rizičnija ulaganja, odnosno potenciraju potencijalno prociklično ponašanje investitora u potrazi za višim prinosima (*engl. search-for-yield*), a što potvrđuju i brojna empirijska istraživanja²¹.

²⁰ Za više informacija vidjeti [Izješće ESRB-a](#).

²¹ Za više informacija vidjeti Choi i Kronlund (2018.), Barbu, Fricke i Moench (2020.), Lu et. al. (2019.) te Odzagli i Wang (2019.).

Slika 1. Obveznički prinosi u 2021. dosegli najniže razine u posljednjih 100 godina



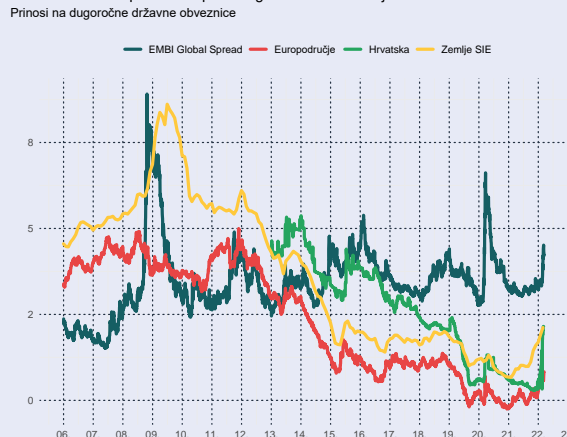
Potruga za prinosima manifestira se kroz tri kanala:

- 1) zadržavanje postojeće strukture portfelja uz produljenje ročnosti obvezničkih ulaganja
- 2) povećanje kreditnog rizika ulaganjem u vrijednosne papire niže kreditne kvalitete i
- 3) izmjenu strukture portfelja u kontekstu smanjenja zastupljenosti obvezničkih ulaganja i relativnog povećanja izloženosti prema rizičnijim klasama financijske imovine kao što su npr. vlasnički vrijednosni papiri i udjeli u investicijskim fondovima.

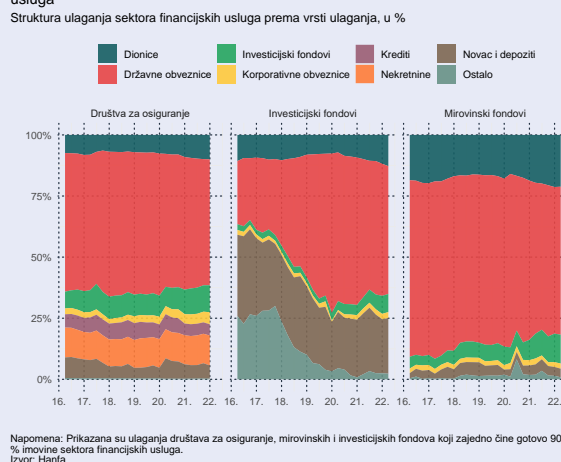
Iako potraga za prinosima institucionalnih investitora kratkoročno može povećati nominalne prinose (direktni - cjenovni kanal), između ostalog i kroz porast očekivanih neto priljeva u budućem razdoblju (indirektni - dinamički kanal)²², negativne posljedice uglavnom se manifestiraju u duljem roku sa zaoštavanjem općih uvjeta financiranja. Upravo je takvo zaoštavanje moguće u narednom razdoblju (više u poglavlju [3. Rizici makroekonomskog i financijskog okruženja](#)). Stoga je iznimno važna pravovremena procjena procikličnosti ulaganja institucionalnih investitora i potencijalnog značaja za financijsku stabilnost.

²² Za više informacija o dinamičkom kanalu vidjeti Lewellen i Lewellen (2022.) i Bellando, Capota i Galanti (2019.).

Slika 2. Povećani pritisak na prinose generiran očekivanjima investitora



Slika 3. Dominantni udio državnih obveznica u ulaganjima sektora financijskih usluga



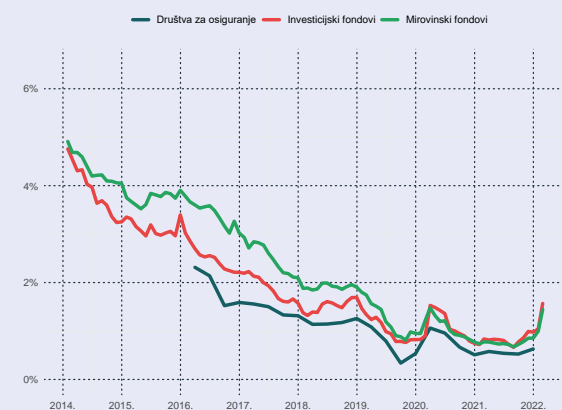
2. Prinosi do dospjeća kao mjera rizičnosti obvezničkog dijela portfelja institucionalnih investitora

Prinos do dospjeća obveznica vrlo je važan tržišni indikator koji pruža uvid u opće uvjete financiranja, odnosno razinu kamatnih stopa, ali i percepciju rizičnosti izdavatelja obveznice. Štoviše, nagib krivulje prinosa koja raste s ročnošću ulaganja²³ pruža važan uvid u tržišna očekivanja budućih kretanja kamatnih stopa, odnosno gospodarske aktivnosti. Tako je položeni, a u ekstremnim uvjetima i invertirani, nagib krivulje prinosa nerijetko snažan indikator nadolazeće recesije.

²³ Krivulja prinosa opisuje vremensku strukturu kamatnih stopa povezujući prinose financijskih instrumenata različitog vremena do dospjeća za obveznice identičnih karakteristika.

Prinos do dospjeća obveznice u nekom trenutku implicitna je vrijednost diskontne stope po kojoj se diskontiraju budući novčani tokovi²⁴ koje nosi obveznica u preostalom razdoblju do njezina dospjeća na razinu aktualne tržišne vrijednosti te obveznice. Time se omogućuje usporedba i agregacija različitih dužničkih vrijednosnih papira kao i uvid u kretanje općih tržišnih uvjeta.

Slika 4. Opadajući prinosi prisutni i u portfeljima sektora financijskih usluga
Prinos do dospjeća obvezničkog dijela portfelja pojedinih sektora, u %



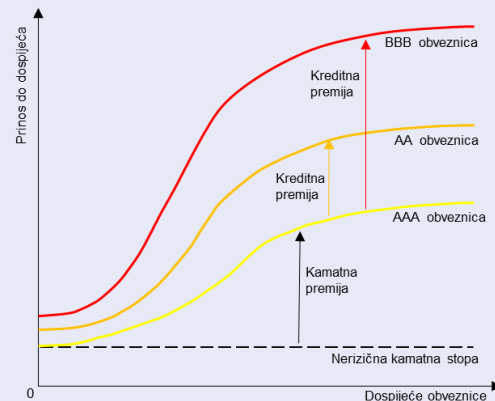
Izvor: Hanfa

Ukupni prinos do dospjeća moguće je raščlaniti na pojedine sastavnice (slika 5.)²⁵:

- 1) nerizičnu komponentu, koja prikazuje razinu kamatnih stopa na (percipirano) nerizičnu klasu financijske imovine te je uglavnom jednaka prinosu na tromjesečnu AAA državnu obveznicu iz europodručja (npr. prinosi na kratkoročne njemačke obveznice)
- 2) kamatnu premiju, koja odražava preferencije investitora po pitanju ročnosti²⁶ kao i njihova očekivanja makroekonomskih i financijskih kretanja te je jednaka razlici prinosa promatrane obveznice u odnosu na AAA obveznicu jednake ročnosti te prethodno definiranu nerizičnu kamatnu stopu, te
- 3) premiju za kreditni rizik, koja odražava kompenzacijski faktor za mogućnost

materijalizacije kreditnog rizika izdavatelja, odnosno nemogućnost namirenja kuponskih isplata i glavnice te je jednaka razlici između ukupnog implicitnog prinosa i nerizične kamatne stope uvećane za premiju za kamatni rizik.

Slika 5. Shematski prikaz pojedinačnih komponenti prinosa



Napomena: AA i BBB odnose se na uobičajene razrede kreditne kvalitete.
Izvor: Hanfa

Procjenom spomenutih komponenti prinosa do dospjeća dobiva se koristan alat za praćenje aktualnih kretanja na tržištu, ali i razine preuzetog kamatnog i kreditnog rizika u portfeljima institucionalnih investitora.

3. Kamatni i kreditni rizik sektora financijskih usluga

U skladu s globalnim kretanjima, trend pada prinosa do dospjeća primjetan je i u obvezničkim portfeljima domaćih institucionalnih investitora u recentnom razdoblju (slika 4.). Tako su implicitni prinosi do dospjeća obveznica u portfeljima mirovinskih i investicijskih²⁷ fondova na kraju 2021. bili za čak 4 postotna boda niži u odnosu na početak 2014. te su se nalazili na povijesno niskim razinama od otprilike 0,86 %.

Od izbijanja velike financijske krize monetarne politike središnjih banaka uglavnom su bile

²⁴ Preostale kuponske isplate i glavnica.

²⁵ Metodologija prema Barbu, Fricke i Moench (2020.).

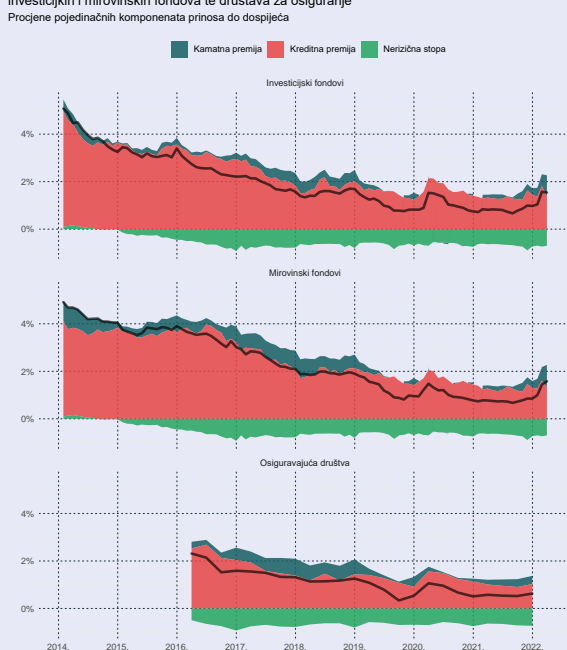
²⁶ Relativnu preferenciju kapitalnih priljeva u sadašnjosti u odnosu na one u budućnosti.

²⁷ S obzirom na značaj (UCITS fondovi su 30.9.2021. činili 96,21 % ukupne neto imovine domaćih investicijskih fondova) i dostupnost podataka, analiza investicijskih fondova primarno će biti usmjerena na UCITS fondove.

izrazito ekspanzivne u nastojanju poticanja snažnijeg ekonomskog rasta u okolnostima sekularne stagnacije. Stoga su nerizične kamatne stope u tom razdoblju značajno smanjene, a od 2015. bile su čak i negativne, što se zadržalo sve do početka 2022. godine.

Navedene globalne okolnosti odrazile su se i na domaće tržište kroz kontinuirani pad nerizične komponente prinosa na obvezničke portfelje fondova i društava za osiguranje. Početkom 2014. godine ona je bila na visini od 0,09 %, no već se početkom 2015. spustila u negativno područje gdje se zadržala i krajem 2021., kada je iznosila -0,73 %. (slika 6.).

Slika 6. Kreditna premija najznačajnija je komponenta prinosa do dospeljaća investicijskih i mirovinskih fondova te društava za osiguranje



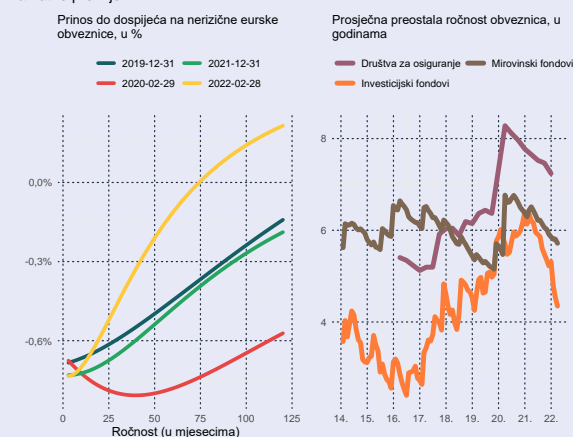
Napomena: Crna linija predstavlja ponderirani prinos do dospeljaća na obveznički portfelj investicijskih, odnosno mirovinskih fondova. Podaci za investicijske i mirovinske fondove su mjesečni, a za društva za osiguranje su kvartalni. Izvor: Hanfa, Bloomberg

Istodobno je uz pad nerizičnih kamatnih stopa visina kamatne premije obvezničkih ulaganja domaćih institucionalnih investitora porasla, pa je ona na kraju 2021. bila gotovo dvostruko veća (0,67%) od prosjeka u prethodnom osmogodišnjem razdoblju (prosječnih 0,31 % u razdoblju od 2014. do 2021.). Posljedica je to produljenja prosječne ročnosti obvezničkih ulaganja domaćih fondova i društava za osiguranje u potrazi za višim prinosima s obzirom na to da terminska premija raste s višom razinom preuzetog kamatnog rizika koji

nose dulje ročnosti. U skladu s dugoročnim investicijskim strategijama mirovinskih fondova i društava za osiguranje, njihova je kamatna premija relativno viša u odnosu na kamatnu premiju portfelja investicijskih fondova.

Ulazak kamatne premije u negativno područje rijetka je pojava koja reflektira inverziju nerizične krivulje prinosa, odnosno njezin pad s duljim ročnostima. Navedeno odražava pesimistična srednjoročna i dugoročna makroekonomska očekivanja investitora zbog čega svoja ulaganja usmjeravaju u sigurniju imovinu, poput visokokvalitetnih državnih obveznica (engl. *flight to safety*), što smanjuje njihov dugoročni prinos. Takva pojava zabilježena je i u portfeljima domaćih investicijskih i mirovinskih fondova na početku globalne pandemije, kada je negativna kamatna premija djelomično ublažila skok ukupnih prinosa. Međutim, ona se vrlo brzo oporavila sa stabilizacijom uvjeta na financijskim tržištima (slika 7.). S rastom geopolitičkih napetosti početkom 2022. te neizvjesnosti njihova utjecaja na globalnu ekonomiju porasla je i kamatna premija pod utjecajem bijega investitora u sigurnu imovinu, kao i nerizične kamatne stope na temelju očekivanog rasta referentnih kamatnih stopa u nastavku godine.

Slika 7. Oblik krivulje prinosa i ročnost obvezničkog portfelja određuju visinu kamatne premije



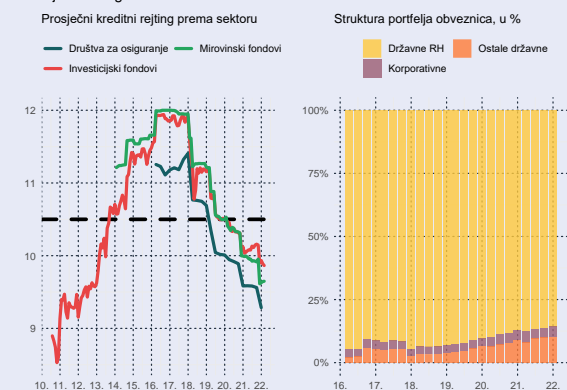
Izvori: Eurostat, Hanfa

Najznačajnija i najvarijabilnija komponenta zahtijevanog prinosa do dospeljaća sektora financijskih usluga jest premija za kreditni rizik. Ona odražava kreditnu kvalitetu dužničkih instrumenata u portfeljima institucionalnih

ulagatelja, ali i kretanje tržišne percepcije kreditnog rizika pojedinih obveznica.

Kreditna premija obvezničkih portfelja domaćih institucionalnih investitora u promatranom je razdoblju od 2014. u prosjeku iznosila oko 2,21 %, no uz značajan trend smanjenja pa je krajem 2021. bila na razini od 1,26 %. Posljedica je to smanjenja relativne razine javnog duga i fiskalnog deficita, a koji su se u konačnici odrazili i na kreditni rejting državnih obveznica koje čine više od 85 % njihova obvezničkog portfelja (slika 8.). Stoga je zbog ove vrlo visoke izloženosti državnim obveznicama profitabilnost sektora financijskih usluga usko povezana s kretanjem fiskalne politike i tržišnom percepcijom kreditnog rizika državnih obveznica²⁸. Trenutačno prisutne visoke neizvjesnosti na financijskim tržištima u okolnostima povećanih razina zaduženosti povezanih s fiskalnim odgovorom na koronakrizu dodatno naglašavaju ovaj kanal potencijalne materijalizacije kamatnog i kreditnog rizika na poslovanje sektora financijskih usluga (više u poglavlju [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)).

Slika 8. Kreditni rejting RH determinira kreditni rizik portfelja sektora financijskih usluga



Napomena: Prosječni kreditni rejting prikazuje numeričku prosječnu vrijednost rejtinga agencijskih kuća Fitch, Moody's i S&P u danom trenutku, gdje niža vrijednost označuje bolji kreditni rejting. Horizontalna linija prikazuje granicu između investicijskog i spekulativnog razreda.
Izvori: Hanfa, Trading Economics

4. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično?

Prvi pogled na kretanje implicitnog prinosa na obveznička ulaganja i njegovih pojedinih

komponenti sugerira na osjetno smanjenje izloženosti kreditnom riziku uz relativno nepromijenjenu izloženost kamatnom riziku sektora financijskih usluga. S obzirom na cikličku prirodu sistemskog rizika, odnosno njegovu akumulaciju u prosperitetnom dijelu ciklusa, potrebno je razdvojiti utjecaj općih makroekonomskih i financijskih kretanja od utjecaja aktivne realokacije portfelja institucionalnih investitora na kretanje implicitnih prinosa. To omogućuje *ex ante* detekciju povećanja sistemskih rizika u sustavu i pravovremeno djelovanje usmjereno prema povećanju otpornosti sustava na moguće poremećaje i šokove s ciljem ograničenja posljedica materijalizacije sistemskih rizika u kriznom dijelu ciklusa.

Potencijalno prociklično investicijsko ponašanje institucionalnih investitora očituje se u potrazi za ostvarenjem kratkoročno viših prinosa usmjeravanjem portfelja prema rizičnijim ulaganjima, a što ih dugoročno pojačano izlaže kreditnom i kamatnom riziku. Potraga za višim prinosima može rezultirati i nepoželjnom koncentracijom ulaganja u rizičniju imovinu, čime eventualna korekcija cijene, uz moguće zastoje u likvidnosti, može izazvati ozbiljne poremećaje, posebno ako se oni kroz kanale međupovezanosti prenesu na ostatak financijskog sustava. Time naizgled ograničeni idiosinkratski šokovi kroz efekte prelijevanja i zaraze mogu poprimiti sistemski karakter sa značajnim negativnim posljedicama za financijski sustav.

Za procjenu procikličnog ponašanja institucionalnih investitora, korišten je pristup prema Barbu, Fricke i Moench (2020.). Prema tom pristupu aktivna promjena prinosa u promatranom razdoblju jednaka je razlici između trenutačne razine prinosa i razine prinosa koju bi generirao portfelj iz prethodnog

²⁸ Više o rizicima koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora u Okviru 2. u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 3.](#)

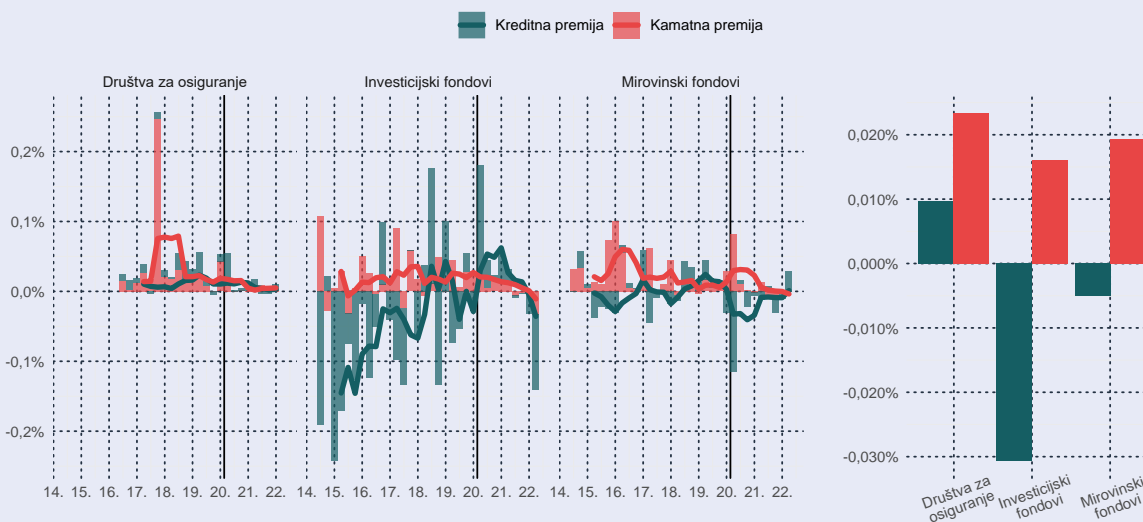
razdoblja u slučaju da nije došlo do promjena njegove strukture (aktivne realokacije):

$$\Delta y_t = \sum_{i=1}^M w_t^i * y_t^i - \sum_{j=1}^N w_{t-1}^j * y_t^j,$$

gdje je $i = 1, \dots, M$ obveznica i koja se u trenutku t nalazi u portfelju društva, $j = 1, \dots, N$ obveznica j koja se u trenutku $t - 1$ nalazila u portfelju društva, w_t^i je udio obveznice i u portfelju društva u trenutku t , a y_t^i je njezin prinos do dospjeća u trenutku t .

Slika 9. Institucionalni investitori aktivno povećali izloženost kamatnom riziku, no ne i kreditnom riziku

Aktivna promjena razine kamatnog i kreditnog rizika u obvezničkom portfelju, u postotnim bodovima (lijevo); prosječna tromjesečna promjena izloženosti rizicima u promatranom razdoblju (desno)



Napomena: Vertikalne linije označuju početak koronakrize krajem veljače 2020. godine. Stupci na grafikonu označuju aktivnu promjenu izloženosti kreditnom, odnosno kamatnom riziku, dok linije označuju pomični prosjek aktivne promjene izloženosti u posljednjih godinu dana.
Izvor: Hanfa

Očekivano najaktivniji sektor u pogledu aktivnog upravljanja rizicima obvezničkih ulaganja jesu investicijski fondovi (slika 9.), koji su kontinuirano suočeni s dinamičnim uplatama i isplatama sredstava te shodno tome imaju i nešto kratkoročnije investicijske profile od mirovinskih fondova i društava za osiguranje. Investicijski profil UCITS fondova također zahtijeva proaktivno upravljanje portfeljem s ciljem ostvarenja konkurentnih prinosa većih od upravljačke naknade, a koji bi ujedno privukli priljev novih sredstava. S druge strane, mirovinski fondovi i društva za osiguranje, pogotovo u segmentu životnog osiguranja, imaju nešto dulje investicijske horizonte te su suočeni s relativno manjim potrebama za realokacijom portfelja što je i vidljivo iz njihova upravljanja obvezničkim portfeljem u promatranom razdoblju. Kreditna premija kod investicijskih fondova naglo je skočila na početku koronakrize, što je potaknuto prvenstveno

likvidnosnim pritiscima koji su zahtijevali prodaju relativno likvidnijih obveznica više kreditne kvalitete, čime je implicitno povećana njihova kreditna premija u prvom tromjesečju 2020. godine. Aktivnost svih triju sektora zamjetno se reducirala od početka koronakrize s obzirom na visoke neizvjesnosti na globalnim financijskim tržištima.

U promatranom razdoblju realokacija se primarno provodila kroz rast izloženosti kamatnom riziku s obzirom na produljenje ročnosti ulaganja (slika 7.), pa je posljedično u razdoblju od 2014. do kraja 2021. premija za kamatni rizik u prosjeku aktivno povećavana za otprilike 2 bazna boda po tromjesečju (slika 9.). S druge strane istodobno nije zabilježena značajna potraga za prinosima kroz povećanje izloženosti kreditnom riziku. Na razini svih investicijskih fondova izloženost kreditnom riziku aktivno se smanjivala od 2014. (prosječno za 2,8 baznih bodova tromjesečno) te je samo kod

manjeg dijela UCITS fondova zabilježeno izraženije aktivno povećanje izloženosti kreditnom riziku nekoliko tromjesečja prije koronakrize. Istodobno je blago smanjena i izloženost kreditnom riziku mirovinskih fondova, dok su jedino društva za osiguranje blago povećavala svoju izloženost ovom riziku (u prosjeku za 1 bazni bod po tromjesečju) no uz marginalni utjecaj na ukupnu rizičnost obvezničkog portfelja.

5. Implikacije za financijsku stabilnost u okolnostima izvjesnog rasta kamatnih stopa

Provedena analiza aktivnog upravljanja kreditnim i kamatnim rizikom sektora financijskih usluga ne pokazuje na sistemski značajno prociklično ponašanje fondova i društava za osiguranje te posljedično povećanje izloženosti sistemskim rizicima. Drugim riječima, u razdoblju od 2014. do 2022. nije zabilježena sistemski značajna potraga za prinosima sektora financijskih usluga, unatoč pritiscima na profitabilnost u vidu opadajućih prinosa na obveznička ulaganja. Navedeno ne isključuje mogućnost da su pojedini subjekti na izazovno okružje niskih prinosa odgovorili povećanjem rizičnosti obvezničkih ulaganja ili pak povećanjem izloženosti vlasničkim vrijednosnim papirima i posljedično tržišnom riziku korekcije cijena dionica.

Unatoč tome što institucionalni investitori nisu aktivno povećali svoju izloženost cikličkim rizicima, oni su na povišenim razinama zbog i dalje vrlo visokih vrednovanja u okolnostima izraženih neizvjesnosti (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)).

Navedeni ciklični sistemski rizici dodatno su naglašeni u kontekstu istaknutih strukturnih ranjivosti sektora (više u poglavlju [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)), koje se prvenstveno odražavaju u visokoj koncentraciji ulaganja u domaće državne obveznice. Njihova vrijednost će u narednom razdoblju značajno ovisiti o promjeni monetarnih uvjeta, ali i potencijalnim dodatnim pritiscima na fiskalne fundamente.

Reference

- Bellando, R., Capota, L. D., i Galanti, S. (2020.). The impact of return shocks on mutual funds' flows: an empirical study of French bond mutual funds. Preliminary draft, 10. siječnja 2020.
- Barbu, A, Fricke, C i Moench, E, 2020., 'Proccyclical asset management and bond risk premia', Research Papers in Economics.
- Choi, J i Kronlund, M, 2018., 'Reaching for Yield in Corporate Bond Mutual Funds', Review of Financial Studies, 31(5), 1930.–1965.
- Lewellen, J., i Lewellen, K. (2018.), Institutional investors and corporate governance: The incentive to increase value. Unpublished working paper, Dartmouth College
- Lu, Lina i Pritsker, Matthew G. i Zlate, Andrei i Anadu, Kenechukwu i Bohn, James, Reach for Yield by U.S. Public Pension Funds (lipanj, 2019.). FRB Boston Risk and Policy Analysis Unit Paper br. RPA 19-2.
- Ozdogli, Ali K. i Wang, Zixuan (Kevin), Interest Rates and Insurance Company Investment Behavior (31. ožujka 2019.).

Okvir 2. Utjecaj krize u Ukrajini na poslovanje sektora financijskih usluga

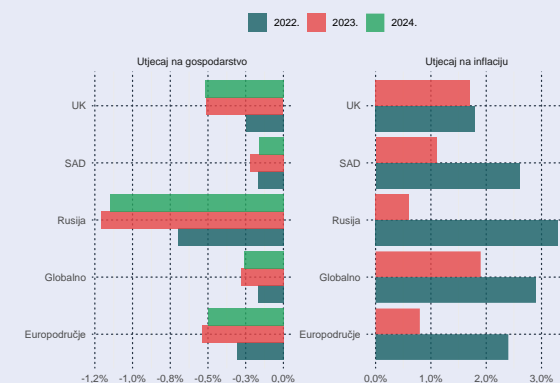
Sveukupne posljedice krize u Ukrajini na poslovanje domaćeg sektora financijskih usluga daleko nadmašuju direktne i indirektno izloženosti domaćih financijskih institucija ukrajinskom i ruskom gospodarstvu općenito, kao i subjektima obuhvaćenima sankcijama specifično. Hanfa je stoga provela anketno ispitivanje društava sektora financijskih usluga o mogućim kanalima prelijevanja rizika povezanih s krizom u Ukrajini na domaći financijski sustav. Rezultati provedenog anketnog istraživanja sugeriraju kako domaći sektor financijskih usluga očekuje da će kriza u Ukrajini i sankcije koje su uslijedile imati negativan utjecaj na hrvatsko gospodarstvo, no istovremeno ne procjenjuje da je financijska stabilnost ugrožena. Rezultati također impliciraju kako financijske institucije u cjelini pravilno detektiraju sistemske rizike i procjenjuju moguće posljedice krize u Ukrajini s kojima bi mogle biti suočene. Ipak, dio društava potencijalno podcjenjuje efekt eventualnih dodatnih tržišnih šokova koji bi mogli nastati ako kriza poprimi nepredviđeni tijek.

Unatoč višemjesečnom pogoršanju geopolitičkih odnosa brzina i opseg eskalacije krize u Ukrajini krajem veljače 2022. zatekla je mnoge investitore, ali i nosioce ekonomskih politika. Navedeno je rezultiralo izraženim skokom sistemskog stresa na financijskim tržištima i porastom kratkoročnih sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga (više u poglavljima [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#) i [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)). Naknadne ekonomske reakcije zemalja predvođenih SAD-om, Ujedinjenom Kraljevinom i zemljama EU-a dodatno su pojačale neizvjesnosti i potencijalne ekonomske troškove krize u Ukrajini.

Ukrajinska kriza u narednim će godinama imati očekivan ograničavajući utjecaj na oporavak globalnog gospodarstva od korona krize, pri čemu će zemlje europskog područja zbog međupovezanosti s ukrajinskim i ruskim

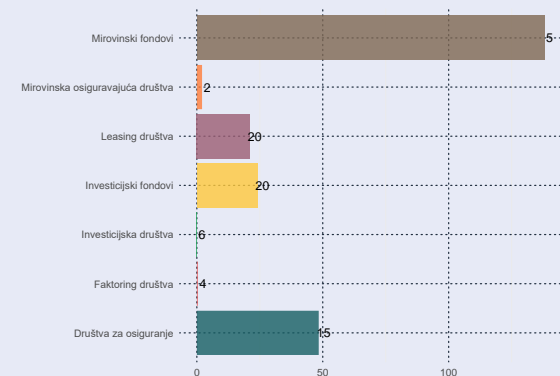
gospodarstvom biti suočene s relativno višim troškovima (slika 1.). Dok se glavnina negativnog utjecaja na globalno gospodarstvo očekuje u narednim godinama, ukrajinski će konflikt već u 2022. imati snažan utjecaj na cijene sirovina s obzirom na to da su Rusija i Ukrajina globalno značajni izvoznici proizvodnih sirovina, prvenstveno energenata, žitarica i određenih plemenitih metala. Stoga će efekt na konačne cijene potrošačkih dobara biti osjetan, posebice u trenutačnim okolnostima već prisutnog općeg rasta cijena.

Slika 1. Kriza u Ukrajini imat će višegodišnji ograničavajući utjecaj na gospodarstvo uz pogoršanje već prisutnih cjenovnih šokova
Utjecaj krize u Ukrajini na makroekonomske pokazatelje, promjena u odnosu na temeljni scenarij, u p.b.



Izvori: Statista estimates, Financial Times, Oxford Economics, NIESR

Slika 2. Anketom obuhvaćena 72 subjekta nadzora u 7 industrija koje upravljaju financijskom imovinom u visini od 54,3 % BDP-a
Financijska imovina pod upravljanjem, u mlrd. HRK



Napomena: Brojčana oznaka označuje broj subjekata koji su sudjelovali u anketi, prema pojedinoj industriji. U slučaju mirovinskih i investicijskih fondova rezultati su prikupljeni na razini društva za upravljanje fondovima.
Izvor: Hanfa

Direktna izloženost domaćeg sektora financijskih usluga prema Rusiji neto prije eskalacije krize bila je marginalna te je krajem 2021. iznosila tek 564 mil. HRK, odnosno 0,2 % imovine sektora financijskih usluga. Ta je izloženost već u prvom

tjednu krize kroz aktivno razduživanje, smanjenje tržišne vrijednosti izloženosti, ali i promjene u vlasničkoj strukturi pojedinih subjekata²⁹ smanjena na svega 22 mil. HRK, odnosno 0,01 % ukupne imovine sektora financijskih usluga.

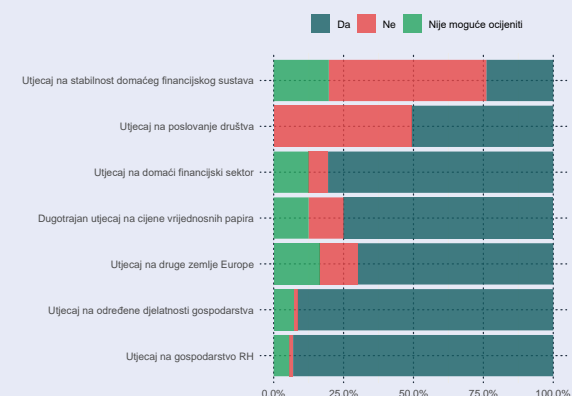
Iako je direktna izloženost sektora financijskih usluga subjektima obuhvaćenima sankcijama te ukrajinskom gospodarstvu marginalna, globalni karakter krize u Ukrajini, koja se negativno odražava na makroekonomska kretanja i financijska vrednovanja, izlaže sektor financijskih usluga nizu sistemskih rizika kroz indirektno kanale prelijevanja rizika. Dio sistemskih rizika već se materijalizirao i negativno odrazio na profitabilnost institucionalnih investitora (više u poglavlju [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)), pri čemu nije ugrozio stabilnost sustava.

S obzirom na činjenicu da kriza još uvijek traje i da su njezini ishodi vrlo neizvjesni, za pravovremenu detekciju i adresiranje sistemskih rizika neophodno je kvalitetno prepoznavanje svih kanala utjecaja krize na poslovanje domaćeg sektora financijskih usluga. Pritom je uz tzv. *top-down* prepoznavanje sistemskih rizika od strane regulatora podjednako važno i tzv. *bottom-up* prepoznavanje sistemskih rizika od strane pojedinih društava kako bi mogli pravovremeno adresirati vlastite ranjivosti i smanjiti izloženosti detektiranim rizicima.

Stoga je krajem veljače Hanfa provela anketno ispitivanje društava koje čine sektor financijskih usluga, kojim je zatražena povratna informacija o indirektnim efektima krize i potencijalnim rizicima njihova prelijevanja na poslovanje društava. U ispitivanju su sudjelovala 72 društva u 7 različitih industrija koja su krajem veljače 2022. aktivno poslovala i koja su upravljala financijskom imovinom u vrijednosti od 234,1 mlrd. HRK (slika 2.). Pritom su postavljena pitanja bila otvorenog tipa, odnosno bez predefiniраниh

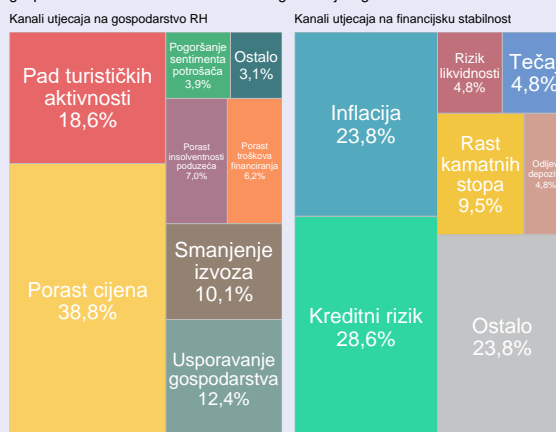
ponuđenih odgovora, što dodatno naglašava proces detekcije ključnih rizika i kanala njihova prelijevanja na poslovanje sektora financijskih usluga od strane pojedinih subjekata.

Slika 3. Kriza u Ukrajini ima negativan utjecaj na gospodarsku aktivnost i tržišna vrednovanja, uz ograničen utjecaj na financijsku stabilnost
Anketni odgovori subjekata, u % ukupnih odgovora



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

Slika 4. Porast opće razine cijena najizraženiji je kanal utjecaja sankcija na gospodarstvo RH i na stabilnost domaćeg financijskog sustava



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

Rezultati istraživanja sugeriraju kako financijske institucije i društva sektora financijskih usluga ocjenjuju da će kriza u Ukrajini i sankcije koje su uslijedile imati negativan utjecaj na brojna gospodarstva zemalja EU-a općenito, ali i hrvatsko gospodarstvo specifično. Međutim, istovremeno ne procjenjuju da je financijska stabilnost ugrožena (slika 3.). Tako čak 93 % društava procjenjuje kako će kriza u Ukrajini imati negativne posljedice na gospodarstvo RH, prvenstveno kroz daljnji porast cijena te smanjenje turističkih aktivnosti i izvoza dobara

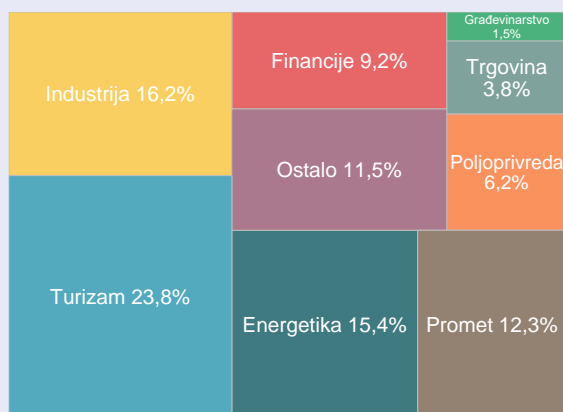
²⁹ Tu se prvenstveno misli na promjenu u vlasničkoj strukturi banke Sberbank d.d., koja je krajem 2021. činila 91 % izloženosti ruskim subjektima kroz novac na računu i depozite koje su subjekti

nadzora držali u toj banci, a koja je početkom ožujka sanirana i prešla u vlasništvo Hrvatske poštanske banke d.d.

(slika 4.), dok samo njih 24 % smatra da recentna događanja mogu ugroziti financijsku stabilnost.

Ponajviše pogođenima smatraju turističku djelatnost te djelatnosti industrije, energetike i prometa, čije će poslovanje relativno snažno pogoditi rast cijena sirovina (slika 5.). Najistaknutiju prijetnju za stabilnost financijskog sustava čine rastuća inflacija, potencijalna materijalizacija kreditnog rizika i očekivani rast kamatnih stopa (slika 4.). Ti su se rizici i prije krize u Ukrajini nalazili na povišenim razinama, a recentnim su kretanjima dodatno povećani.

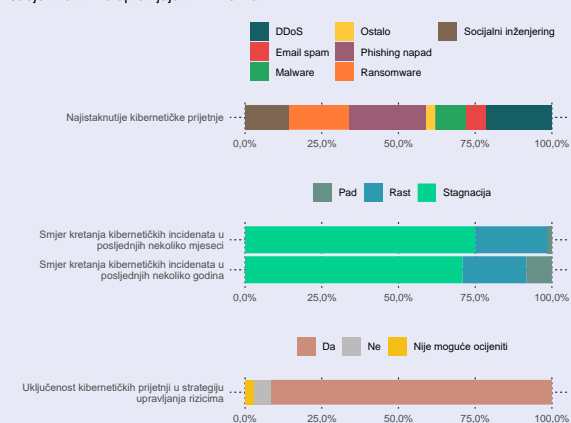
Slika 5. Subjekti ocjenjuju snažniji negativan utjecaj krize u Ukrajini na djelatnosti gospodarstva koje se oslanjaju na vanjsku razmjenu dobara i usluga
Djelatnosti gospodarstva RH na koje će kriza u Ukrajini imati negativan utjecaj



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

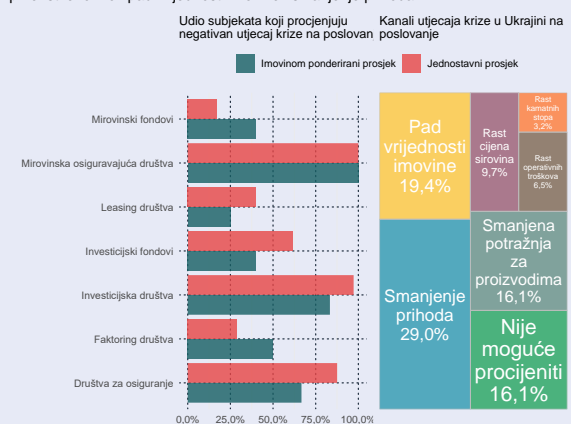
S obzirom na rastući značaj kibernetičke sigurnosti za poslovanje financijskog sustava, ali i potencijalni rast kibernetičkih incidenata u okolnostima povišenih geopolitičkih tenzija, u anketno istraživanje uključena su i pitanja povezana s potencijalnim kibernetičkim rizicima. Od društava je zatražena ocjena kretanja incidenata u recentnom razdoblju, kao i najčešćih vrsta incidenata te strategije upravljanja kibernetičkim rizicima društva (slika 6). Iako većina subjekata u recentnom razdoblju ne bilježi porast kibernetičkih incidenata, čak 92 % subjekata je u svojim strategijama upravljanja rizicima uključila i kibernetičke prijetnje, što dodatno naglašava važnost te kategorije rizika, koja se rapidno razvija i koja dolazi u mnogim oblicima.

Slika 6. Raznolika priroda incidenata otežava obranu od kibernetičkih napada, no subjekti aktivno upravljaju tim rizicima



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

Slika 7. Subjekti opažaju negativan utjecaj krize u Ukrajini na poslovanje prvenstveno kroz pad vrijednosti imovine i smanjenje prihoda



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

U prilog pretpostavci da su društva itekako svjesna efekata koje kriza može imati na njihovo poslovanje, govori činjenica da je čak polovica društava ocijenila da će kriza imati negativan utjecaj na samo poslovanje društva. Iako se u odgovorima primjećuje određena heterogenost očekivanih efekata na poslovanje društva, koja je i razumljiva s obzirom na raznolikost prirodu poslovanja, primjetno je da subjekti koji su relativno više izloženi riziku inflacije i rasta kamatnih stopa, kao npr. društva za osiguranje i mirovinska osiguravajuća društva, u većini odgovora detektiraju negativne posljedice krize u Ukrajini (slika 7.). S druge pak strane, subjekti koji su relativno više izloženi tržišnim rizicima, kao npr. mirovinski i investicijski fondovi, ocjenjuju kako su tržišta u svoja vrednovanja već ugradila negativne posljedice krize i tek manjim dijelom očekuju daljnji negativan utjecaj krize na poslovanje. Dio subjekata, kao npr. leasing i

factoring društva, po prirodi svog posla su suočeni ponajviše s kreditnim rizikom, a kako surađuju s dominantno domaćim poslovnim subjektima, ne očekuju značajnije negativne posljedice krize na poslovanje.

Rezultati anketnog istraživanja u konačnici sugeriraju da financijske institucije i društva

sektora financijskih usluga u cjelini ne podcjenjuju posljedice krize u Ukrajini s kojima bi mogli biti suočeni. Međutim, dio društava istovremeno potencijalno podcjenjuje efekt eventualnih dodatnih tržišnih šokova koji bi mogli nastati ako kriza poprimi nepredviđen tijek.

Okvir 3. Oznaka LEI – 20 znakova koji umanjuju rizike za financijsku stabilnost

Sveobuhvatna implementacija sustava LEI uvelike bi olakšala identifikaciju direktnih i indirektnih međusobnih izloženosti financijskih institucija na globalnoj razini doprinoseći time boljem razumijevanju mogućnosti financijske zaraze i u konačnici smanjujući rizike za stabilnost financijskog sustava. Izrada sveobuhvatnog regulatornog okvira na razini EU-a pridonijet će ubrzanju procesa usvajanja LEI-ja, ali i propagiranju razumijevanja koristi koje donosi uvođenje jedinstvenih i nedvojbenih oznaka sudionika na financijskom tržištu.

1. Međunarodni jedinstveni identifikator sudionika u financijskim transakcijama

Nekoliko posljednjih financijskih kriza koje su obilježile svjetsku ekonomiju ukazalo je na nužnost kvalitetnije identifikacije, praćenja i upravljanja rizicima kako bi se u slučaju sistemskih šokova financijska stabilnost mogla očuvati. Velika financijska kriza iz 2008. pokazuje kako pomanjkanje navedenog može uzrokovati snažne šokove za globalnu ekonomiju. Ubrzana globalizacija najbolje se očituje u dinamičnom porastu prekograničnog poslovanja u proteklom desetljeću i snažnom rastu međupovezanosti subjekata na financijskom tržištu³⁰. Stoga je ideja o jedinstvenoj i nedvojbenoj identifikaciji svih sudionika u financijskim transakcijama koja bi olakšala utvrđivanje neto izloženosti stavljena u fokus.

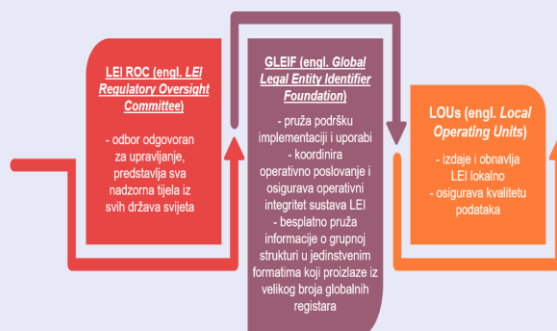
Odbor za financijsku stabilnost (engl. *Financial Stability Board*, dalje u tekstu: FSB) donio je stoga u 2012. godini prijedlog o uvođenju jedinstvenog međunarodnog identifikatora financijskih poduzeća. Proces uvođenja započeo je prihvaćanjem dokumenta u kojem se predviđa uspostava potrebne infrastrukture te 35

³⁰ Argument pojačanom analiziranju međupovezanosti financijskih poduzeća motivirao je primjer propasti banke Lehman Brothers iz 2008., koja je u to vrijeme imala preko 7.000 podružnica u preko 40 zemalja svijeta.

preporuka za uvođenje i implementaciju globalnog sustava jedinstvenog identifikatora subjekata (engl. GLEIS – *Global Legal Entity Identifier System*, dalje u tekstu: sustav LEI³¹), čija je upravljačka struktura podijeljena na tri dijela (slika 1.)

Predloženi jedinstveni identifikator (engl. LEI – *Legal Entity Identifier*, dalje u tekstu: LEI) predstavlja niz od 20 alfanumeričkih znakova koji jedinstveno i nedvosmisleno identificiraju poslovni subjekt. Prva četiri broja identificiraju instituciju koja je izdala LEI, a peti i šesti broj postavljeni su kao nule (rezervirajući tako mjesto za eventualno dodatno particioniranje u budućnosti). Slijedi dvanaestoznamenasti niz, koji je jedinstven za svaki subjekt, a zadnje su dvije znamenke kontrolne.

Slika 1. Troslojna upravljačka struktura sustava LEI



Izvori: FSB, Hanfa

2. Prednosti sustava LEI i njegove implikacije za financijsku stabilnost

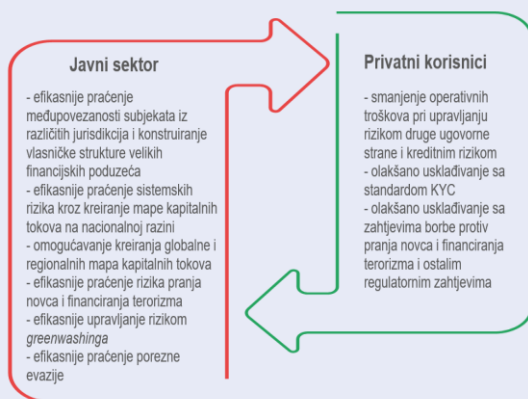
Postojeći sustavi identifikacije sudionika u financijskim transakcijama uglavnom su bili parcijalni s obzirom na to da su bili usmjereni samo na dio financijskog tržišta, pri čemu su

³¹ A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets, FSB, 8.6.2012., [link](#)

međusobno relativno nepovezani³². Iako je takva praksa pogodna za razvoj poslovnih modela temeljenih na pružanju podataka, ona dovodi do segmentiranja informacija, što smanjuje cjelokupnu efikasnost sustava te otežava praćenje rizika i privatnom i javnom sektoru.

Nasuprot tim sustavima, sustav LEI je globalan, sveobuhvatan te nedvosmisleno identificira sudionike na financijskim tržištima. Prednosti u korištenju takvog sustava identifikacije u financijskom sektoru ogledaju se u smanjenju operativnih troškova uslijed povećanja efikasnosti pri praćenju i upravljanju rizikom druge ugovorne strane i kreditnim rizikom (slika 2.). U tom kontekstu prednosti korištenja sustava proizlaze i iz olakšane usklađenosti sa zahtjevima usmjerenima prema sprečavanju pranja novca i financiranja terorizma, ali i općenito lakšeg usklađivanja s ostalim regulatornim zahtjevima. Jednako tako sustav bi mogao biti od koristi i u zajedničkim nastojanjima javnog i privatnog sektora da se izbjegne tzv. „*greenwashing*“, odnosno pojava lažnog predstavljanja o usklađivanju s ESG faktorima (engl. *Environmental, Social, Governance*).

Slika 2. Prednosti za javni sektor i privatne korisnike



Izvori: ESRB, Hanfa

Osim privatnih korisnika, koristi od korištenja sustava LEI ima cijeli financijski sektor jer on

olakšava upravljanje sistemskim rizicima kroz analizu i praćenje razgranate mreže međusobno povezanih subjekata. Praćenje međupovezanosti kroz imovinu i obveze posebno je važno u kontekstu rizika zaraze, koji je posebno izražen u kriznim razdobljima i koji može ugroziti stabilnost sustava ako nije pravovremeno adresiran. S obzirom na postojanje jedinstvenih nacionalnih identifikatora u većini razvijenih jurisdikcija, najveća prednost korištenja sustava LEI proizlazi iz njegova globalnog karaktera.

3. Preporuka Europskog odbora za sistemsku riziku (ESRB) o upotrebi oznake LEI

U studenom 2020. ESRB objavio je [Preporuku o identifikaciji pravnih osoba \(ESRB/2020/12\)](#) putem oznake LEI (dalje u tekstu: Preporuka) s ciljem:

- 1) osiguranja da sve pravne osobe osnovane u EU-u koje su uključene u financijske transakcije ishode i održavaju oznaku LEI;
- 2) osiguranja sustavne i sveobuhvatne upotrebe oznake LEI za identifikaciju subjekata u izvještavanju o financijskim informacijama te
- 3) promicanja svijesti i upotrebe te oznake od strane šire javnosti i olakšavanja pristupa javnosti informacijama o trgovačkom društvu kroz upotrebu oznake LEI.

U skladu s tim ciljevima upućena je preporuka Europskoj komisiji da u pravni okvir EU-a uvede upotrebu oznake LEI kroz obveznu identifikaciju subjekata prilikom izvještavanja o financijskim podacima, kao i prilikom bilo kakvog javnog objavljivanja podataka. Osim toga, nacionalnim nadležnim tijelima preporučeno je da nastoje potaknuti upotrebu identifikacijske oznake do

³² Primjeri su takvih sustava SWIFT (engl. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), CUSIP (engl. *Committee on Uniform Securities Identification Procedures*) ili D-U-N-S (engl. *Data Universal Numbering System*) te usluge mapiranja izloženosti

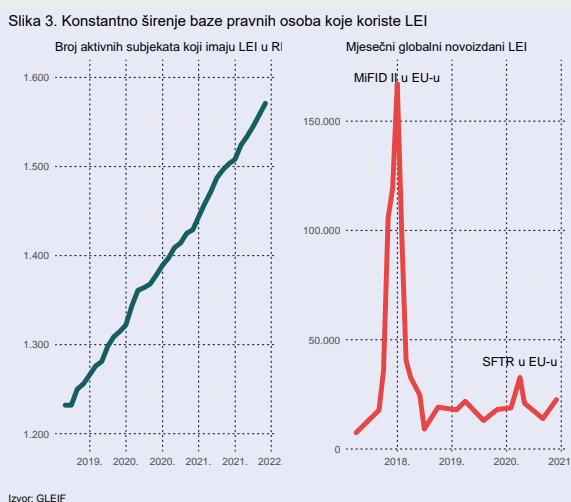
i vlasničkih struktura kakve nude platforme poput Bloomberga ili Thomson Reutersa.

njezina uvođenja u zakonodavstvo EU-a u svim prethodno spomenutim situacijama.

Hanfa je stoga poduzela korake kako bi potaknula subjekte sektora financijskih usluga na ishođenje i korištenje oznake LEI. Osim toga, oznaka LEI uključit će se kao jedan od identifikatora u sve nadolazeće nove nadzorne izvještaje, kao i pri izmjenama već postojećih, te će se na isti način vršiti identifikacija subjekata sektora financijskih usluga u svim javnim registrima dostupnima na internetskoj stranici Hanfe.

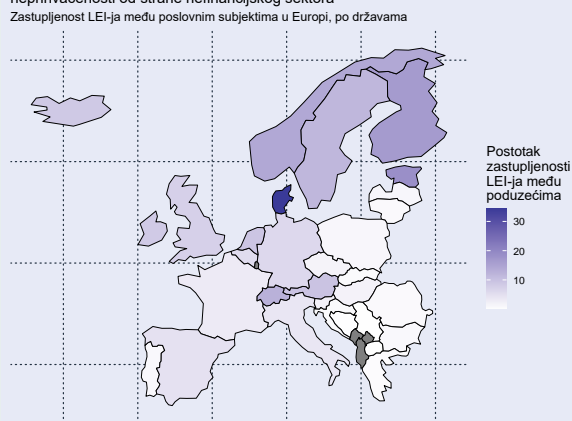
4. Perspektiva sustava LEI – LEI kao identifikator svjetske ekonomije?

Daljnja implementacija sustava LEI može uvelike pridonijeti razumijevanju, analizi i sprječavanju materijalizacije potencijalnog prelijevanja rizika između bankovnog sektora i sektora financijskih usluga. Jačanje legislative u vidu implementacije propisa MiFID II³³ i SFTR³⁴ u 2018. motiviralo je sudionike globalnog financijskog tržišta da implementiraju LEI (slika 3.). Nakon implementacije spomenutih propisa primjetan je stabilan trend rasta broja aktivnih subjekata u Hrvatskoj koji imaju LEI, što ukazuje na to da zakonodavni zahtjevi predstavljaju važnu ulogu u odlukama o implementaciji LEI-ja.



Zbog nedostatka interesa i svijesti o mogućnostima i koristima LEI-ja i izvan financijskog sektora stvaraju se poteškoće u njegovom prihvaćanju i konačnoj implementaciji. Premda se baza pravnih osoba koje koriste identifikator neprestano širi, većina korporativnih subjekata u mnogim europskim zemljama, osobito u zemljama SIE-a, još uvijek ne koristi LEI, što za sada onemogućuje iskorištenje punog potencijala sustava LEI (slika 4.).

Slika 4. Opća zastupljenost LEI-ja još uvijek je na niskoj razini zbog neprihvaćenosti od strane nefinancijskog sektora



Napomena: Podaci o broju poslovnih subjekata odnose se na 2019. (Ujedinjena Kraljevina - za 2018.), a podaci o broju aktivnih LEI-ja odnose se na siječanj 2022. godine.
Izvor: GLEIF i Eurostat

Usprkos značajnim izazovima, obveza identifikacije pravnih osoba koje sudjeluju u financijskim transakcijama na razini EU-a trebala bi stupiti na snagu 2023., čime bi se dodatno ubrzali postojeći procesi i stimuliralo daljnje usvajanje oznaka LEI. Nakon donošenja zakonske regulative bit će potrebno vrijeme prilagodbe operativnih procesa pravnih osoba na novi način izvještavanja, od kojeg će dugoročno imati koristi regulatori, sami subjekti nadzora i u konačnici gospodarstvo u cjelini. Sinkroniziranim aktivnostima regulatora i industrije u pogledu potpune implementacije LEI-ja želi se postići sigurniji i otporniji financijski sustav, u kojem će kvaliteta i dostupnost podataka olakšati makrobonitetno djelovanje. U potpunosti implementirani identifikacijski sustav LEI time bi omogućio uistinu holistički pristup

³³ Direktiva o tržištu financijskih instrumenata (MiFID), [link](#)

³⁴ Uredba o transparentnosti transakcija financiranja vrijednosnih papira (SFTR), [link](#)

detekciji sistemskih rizika u financijskom sustavu koji svakodnevno poprima sve izraženiji globalni karakter.

Reference

ESRB (2021.) *Occasional Paper Series: The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk*

ESRB (2020.) *Preporuka o identifikaciji pravnih subjekata*, ESRB/2020/12

Federal Reserve Board (2011.) *Legal Entity Identifier: What Else Do You Need to Know?*

FSB (2012.) *A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets*

FSB (2019.) *Thematic Review on Implementation of the Legal Entity Identifier*

Ka Kei Chan and Alistair Milne (2013.) *The Global Legal Entity Identifier System: Will It Deliver?*

McKinsey & Company (2017.), *The Legal Entity Identifier: The Value of the Unique Counterparty ID*

Office of Financial Research (2017.) *Collective Action: Toward Solving a Vexing Problem to Build a Global Infrastructure for Financial Information*

Stephen Cecchetti, Kim Schoenholtz (2017.) *Managing risk and complexity: Legal entity identifier*, VoxEU

Popis kratica

b.b. – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

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

DZS – Državni zavod za statistiku

EGP – europski gospodarski prostor

EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)

ESB – Europska središnja banka

ESMA – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. *European Securities and Market Authority*)

ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)

EU – Europska unija

EUR – euro

FED – Federalne rezerve

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HRK – hrvatska kuna

HZZO – Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

PPEP - interventni otkup državnih obveznica (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*)

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*)

ZSE – Zagrebačka burza

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CH – Švicarska; CZ – Češka; DE – Njemačka; DK – Danska; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FR – Francuska; GB – Velika Britanija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; LT – Litva; LU – Luksemburg; LV – Latvija; MK – Makedonija; MT – Malta; NL – Nizozemska; NO – Norveška; PT – Portugal; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SAD – Sjedinjene Američke Države; SE – Švedska; SI – Slovenija; SK – Slovačka; UK – Ujedinjena Kraljevina

