

# Između tržišnih očekivanja i makroekonomske stvarnosti: Utjecaj neusklađenih kretanja na poslovanje društava za osiguranje

dr. sc. Ante Žigman  
Predsjednik Upravnog vijeća Hanfe

Opatija, 9. svibnja 2024.

## Sistemiški rizici

**Tržišna  
očekivanja**



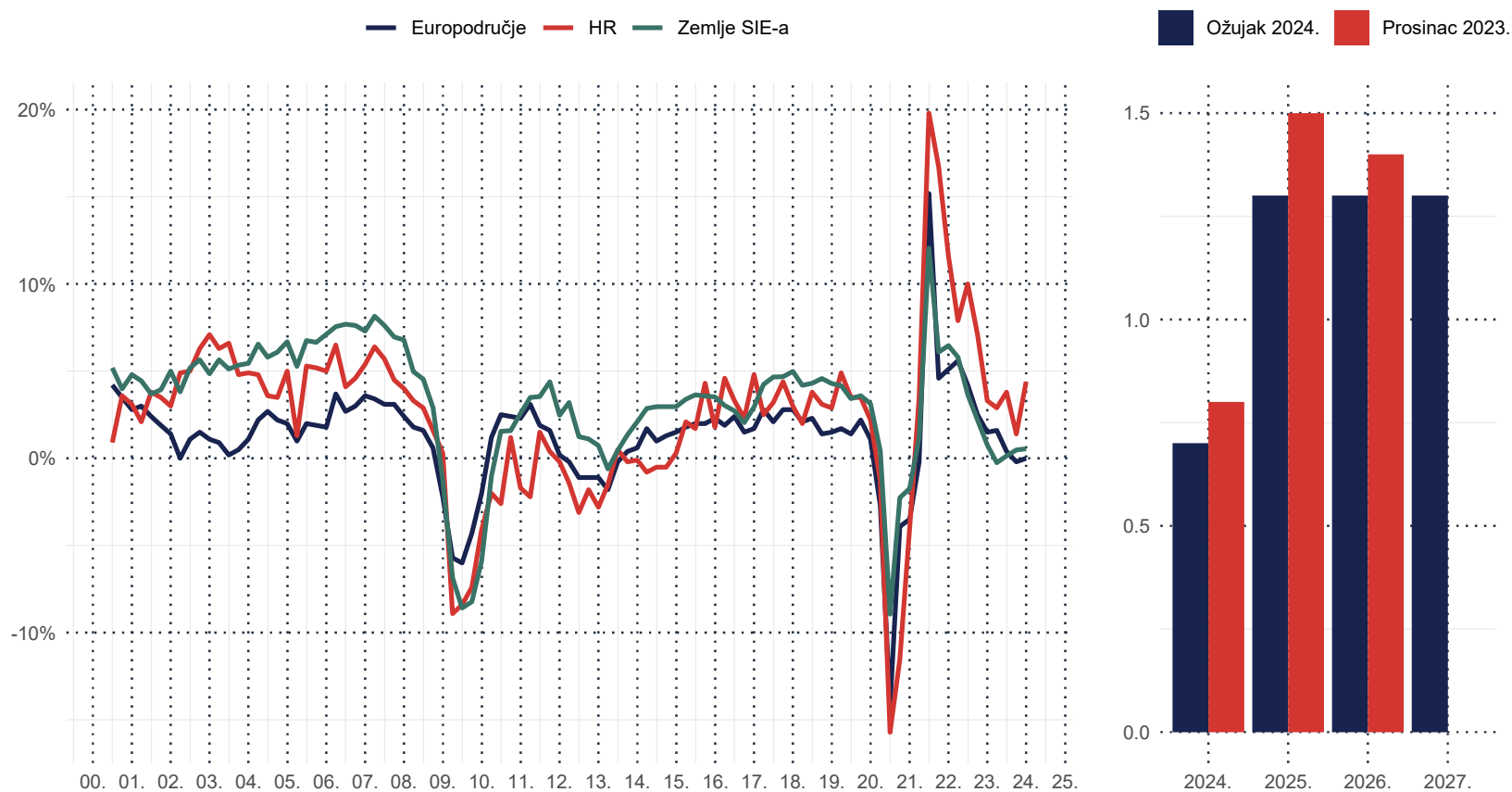
**Makroekonomska  
stvarnost**



# Makroekonomska stvarnost

# EU gospodarstvo izbjeglo recesiju, no rast je usporen...a RH je pozitivan outlier

Godišnja stopa promjene realnog BDP-a (lijevo) i projekcija rasta BDP-a europskog područja (desno), u %



Izvori: Eurostat, S&P Global Ratings

# Nije sve tako sivo (barem prema očekivanjima)...

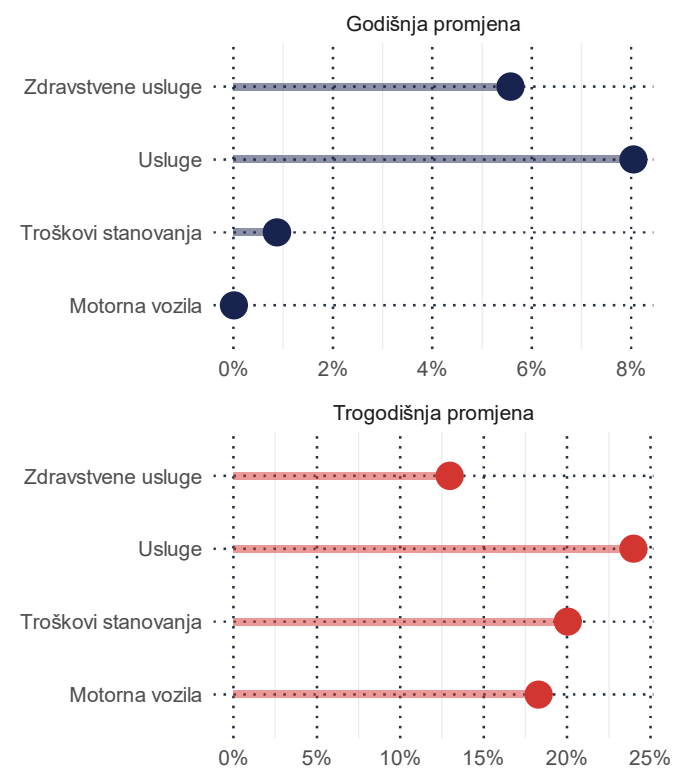
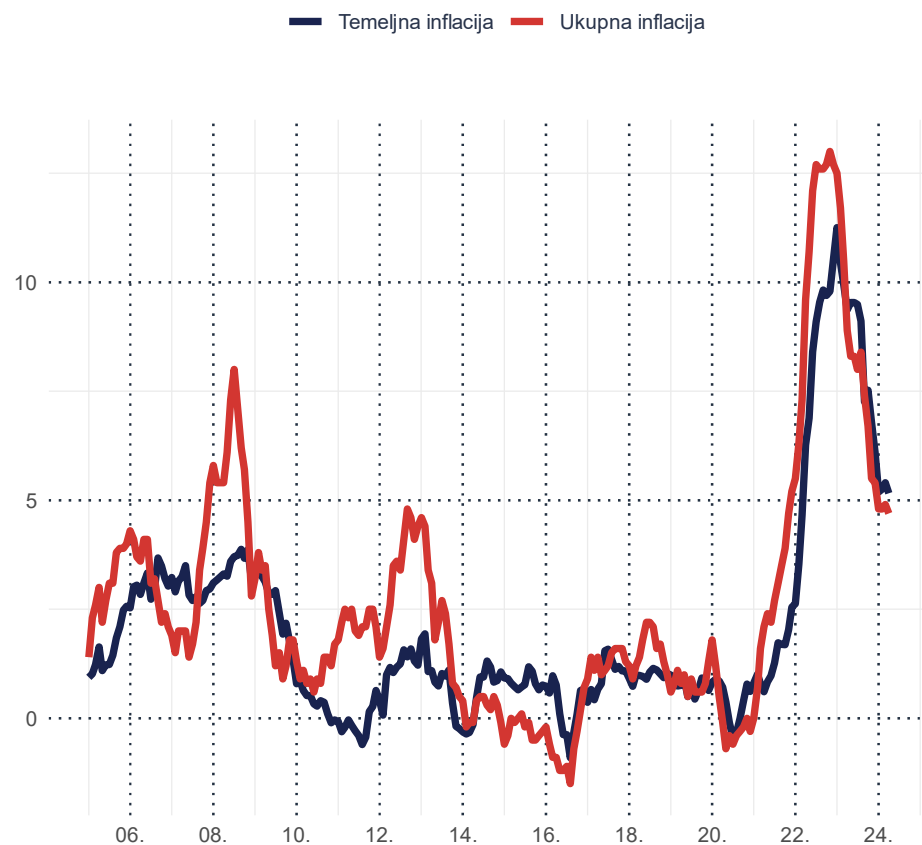
**Heatmap for eurozone activity based on selected monthly indicators**

Indicators	Feb 23	Mar 23	Apr 23	May 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Dec 23	Jan 24	Feb 24
EC--economic sentiment indicator	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
EC--industry confidence	0.5	0.4	0.1	(0.1)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
EC--services confidence	0.2	0.2	0.3	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.2	(0.0)
EC--consumer confidence	(1.5)	(1.5)	(1.2)	(1.2)	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.2)	(1.3)	(1.1)	(0.7)	(0.9)	(0.8)
EC--retail sector	0.8	0.6	0.7	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	(0.2)	(0.1)	0.1	0.0	(0.1)
PMI composite	(0.1)	0.3	0.4	0.0	(0.7)	(1.0)	(1.4)	(1.3)	(1.5)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(0.8)
PMI manufacturing	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.5)	(1.5)	(1.0)	(1.0)
PMI services	(0.0)	0.6	0.9	0.6	(0.2)	(0.5)	(1.3)	(1.1)	(1.3)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(0.7)
PMI composite--new orders	(0.3)	0.0	0.2	(0.3)	(0.8)	(1.3)	(1.5)	(1.6)	(1.7)	(1.4)	(1.3)	(1.0)	(0.7)
PMI composite--employment	0.4	0.8	1.2	1.0	0.8	0.2	(0.1)	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	0.2
PMI composite--backlogs	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(1.0)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(1.0)
Sentix--investor sentiment	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(0.9)
Sentix--current situation	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.0)	(1.0)	(0.9)
Sentix--future expectations	(0.6)	(1.0)	(1.0)	(1.4)	(1.3)	(1.7)	(1.3)	(1.5)	(1.3)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.6)
ZEW--economic sentiment	0.4	(0.2)	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.8)	(0.5)	(0.1)	0.2	0.2	0.2
ZEW--economic situation	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(0.9)	(0.7)

Note: Heat zones are calculated as a Z-score for each indicator, with the mean and standard deviation taken over the pre-pandemic period 2003-2019. A red zone indicates poor conditions. EC--European Commission. PMI--Purchasing Managers' Index. ZEW--Center for European Economic Research.  
Sources: Refinitiv, S&P Global Market Intelligence, S&P Global Ratings.  
Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

# Inflacija ostaje glavni izvor rizika i neizvjesnosti i u EU i u RH

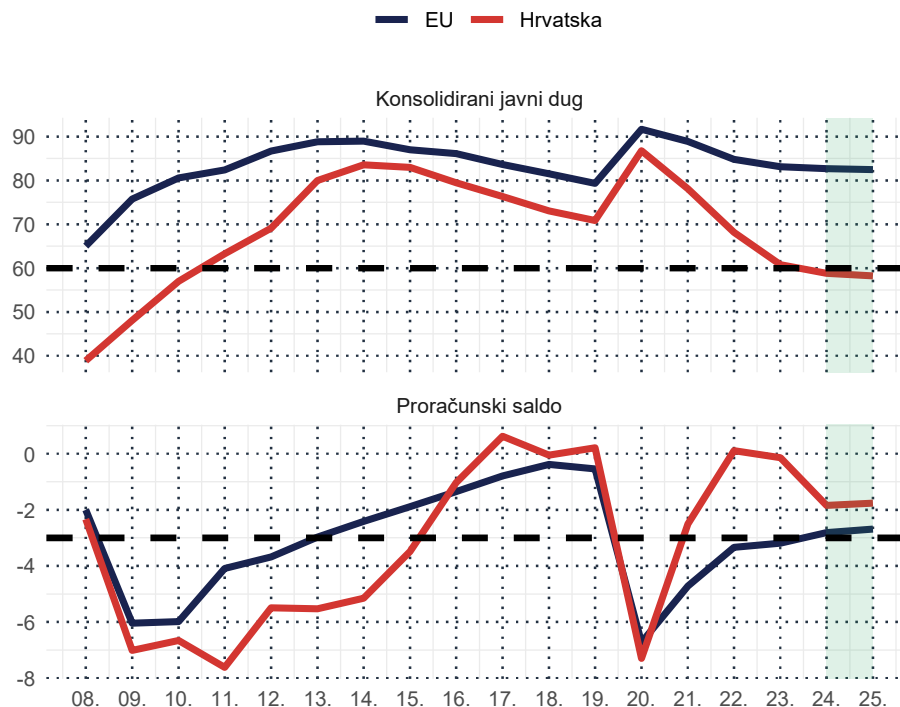
Godišnja stopa promjene opće razine cijena (lijevo) i promjena cijena odabranih kategorija košarice dobara (desno), u %



Izvor: Eurostat

# No u takvom okruženju, javni dug se brzo smanjuje

Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države, u % nominalnog BDP-a



Javni dug,  
u % BDP-a

Saldo opće  
države, u  
% BDP-a

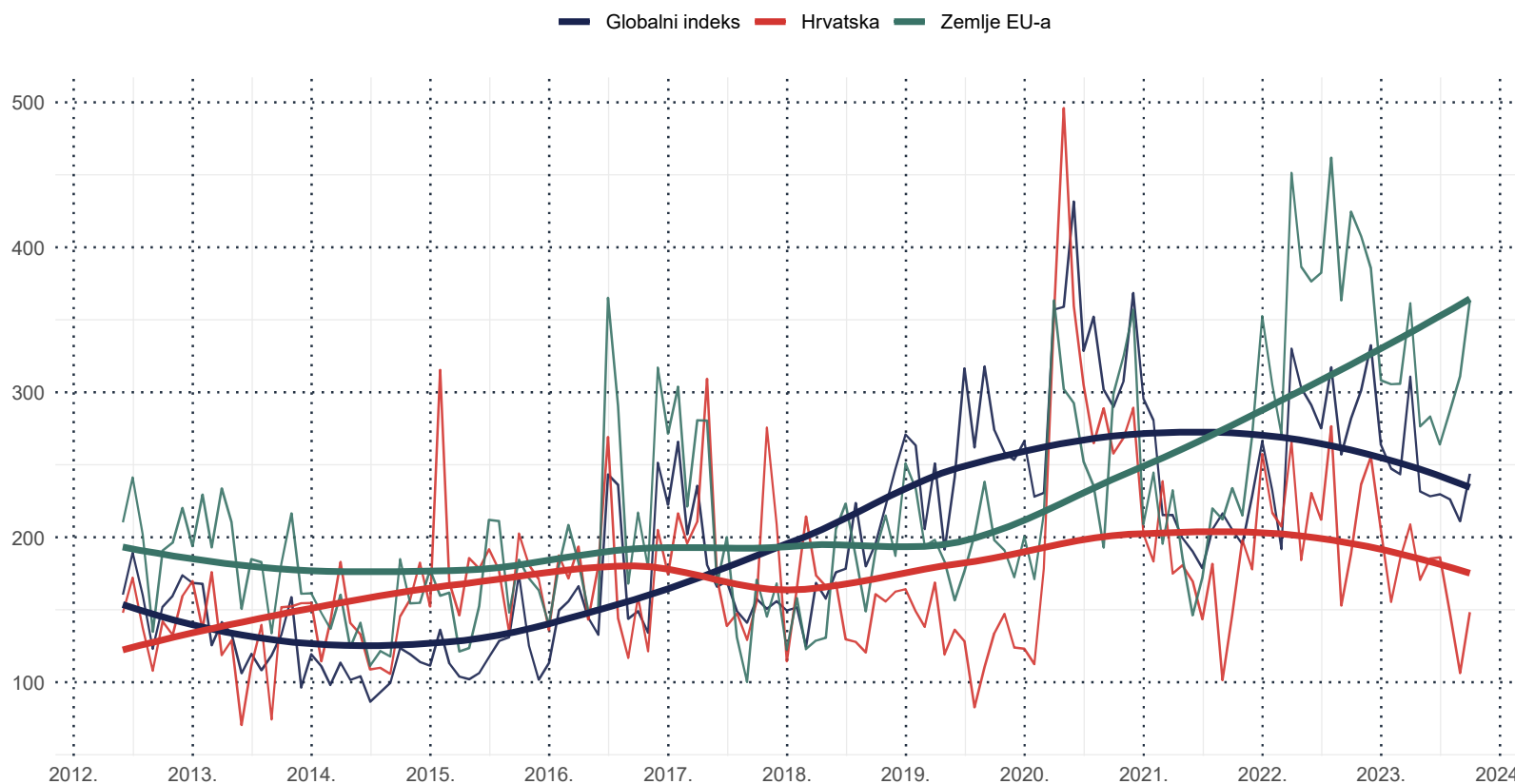
FR	112
ES	110
BE	108
PT	108
EA19	90
EA20	90
EU27_2020	82
AT	78
HU	75
FI	74
SI	72
DE	65
HR	64
SK	58
MT	50
RO	49
PL	49
NL	46
CZ	44
IE	44
LV	42
LT	37
DK	30
SE	30
LU	26
BG	21
EE	18

RO	-6.6
FR	-5.7
PL	-5.6
BG	-5.5
HU	-5.4
AT	-4.7
BE	-4.4
SK	-4.3
ES	-4.1
LV	-3.9
EE	-3.6
EA20	-3.6
EA19	-3.6
EU27_2020	-3.5
CZ	-3.4
FI	-3.2
MT	-3.1
SI	-2.8
DE	-2
LU	-1
SE	-0.5
NL	-0.1
LT	0.1
HR	0.1
IE	1.5
PT	2.4
DK	3.1

Napomena: Istaknuto područje označuje projekcijske vrijednosti. Istaknute razine označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta. Podaci za razinu javnog duga i salda opće države odnose se na kraj rujna 2023. godine.  
Izvori: Europska komisija (DG-ECFIN), Eurostat

# Visoka razina ekonomske neizvjesnosti...

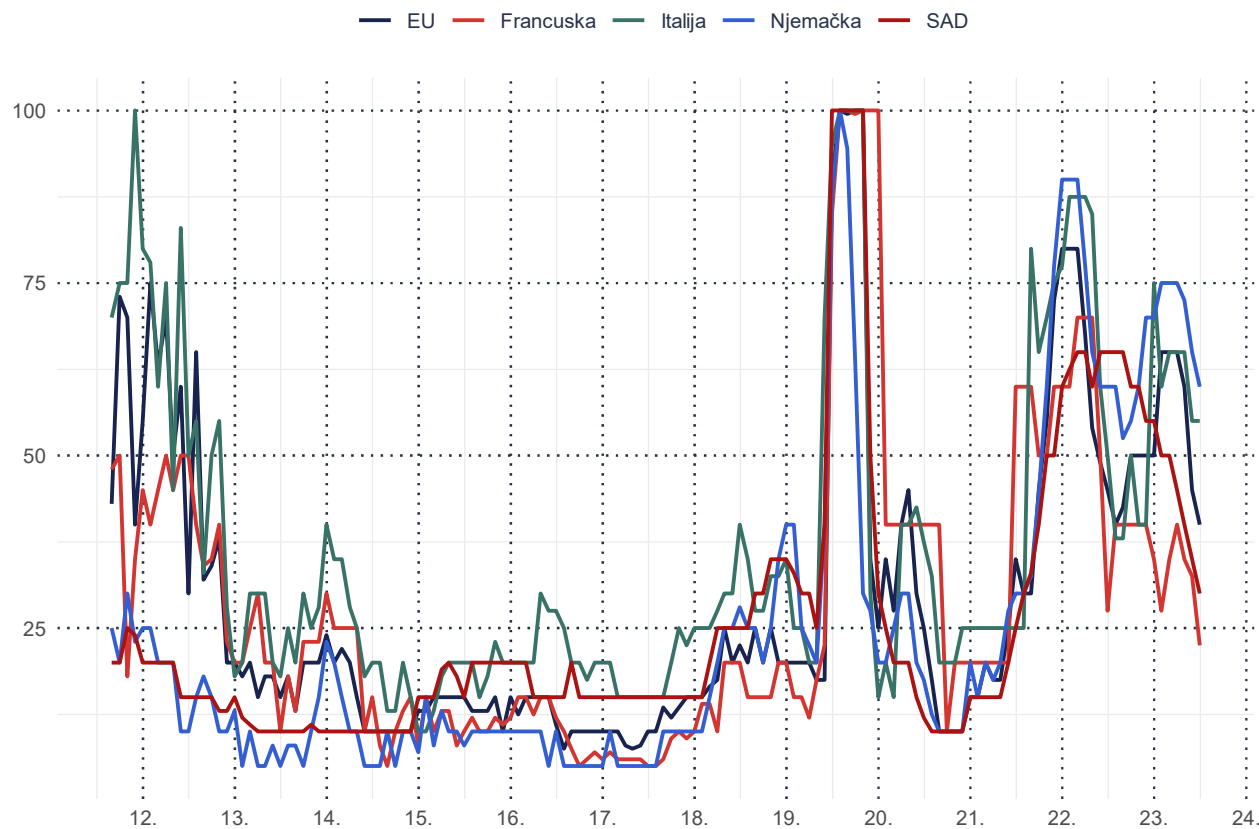
Indikator neizvjesnosti koju generiraju ekonomske politike



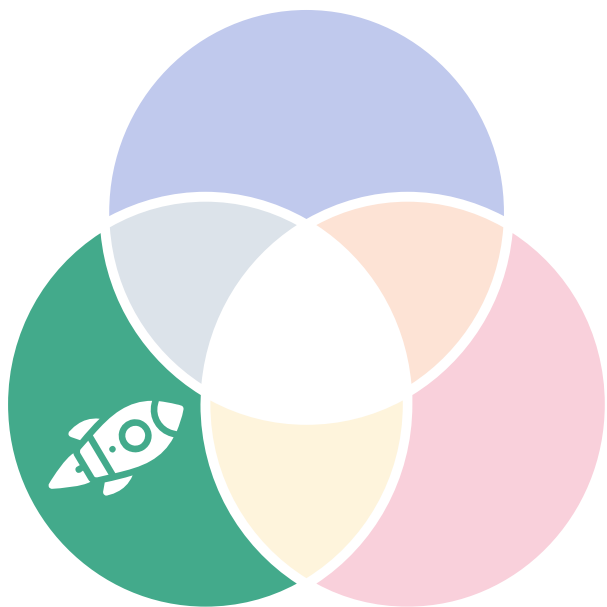
Napomena: Indikator za EU prikazuje prosječnu vrijednost indikatora za Italiju, Njemačku i Francusku.  
Izvor: Economic policy uncertainty

# ... povećava vjerojatnost nastanka recesije

Vjerojatnost recesije u narednih godinu dana



Izvor: Bloomberg

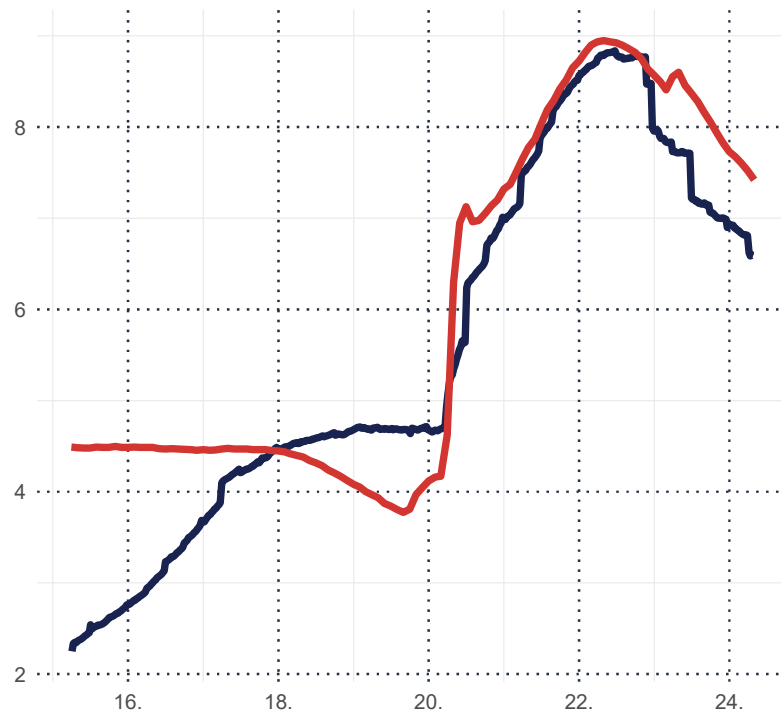


# Tržišna očekivanja

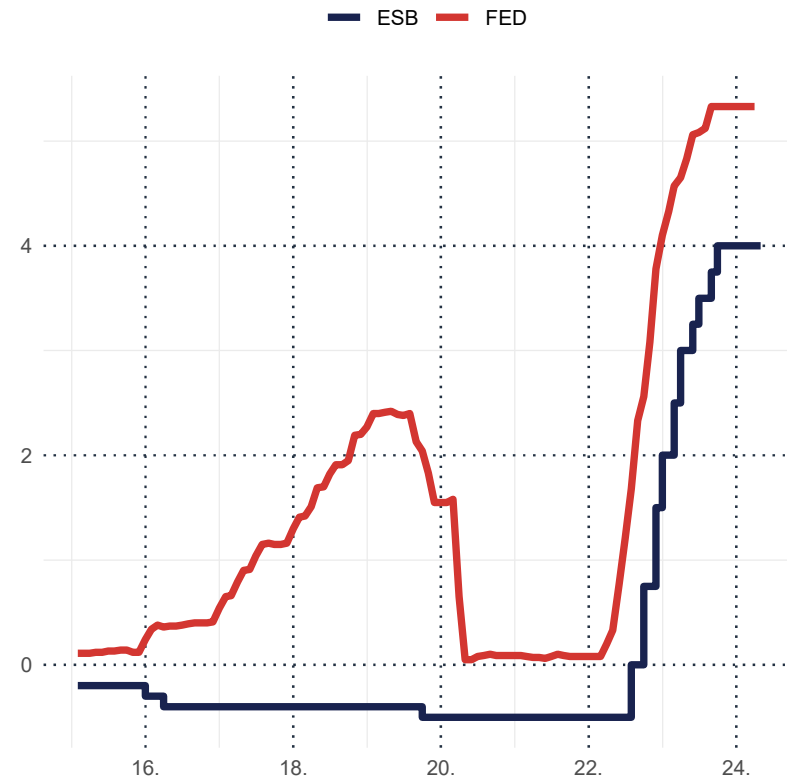
# Zaokret monetarne politike na pomolu? Ili možda ipak ne?

## Pokazatelji monetarne politike vodećih središnjih banaka

Veličina aktive centralnih banaka, u bilijunima jedinica nacionalne valute



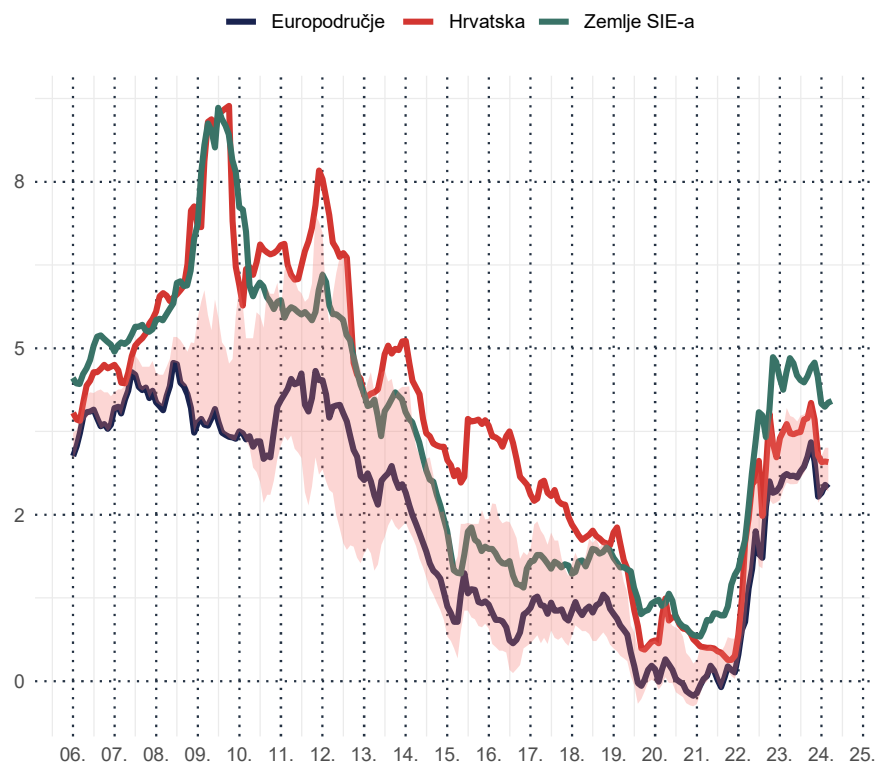
Referentne kamatne stope ESB-a i FED-a, u %



Izvori: ESB, Eurostat, St. Louis FED

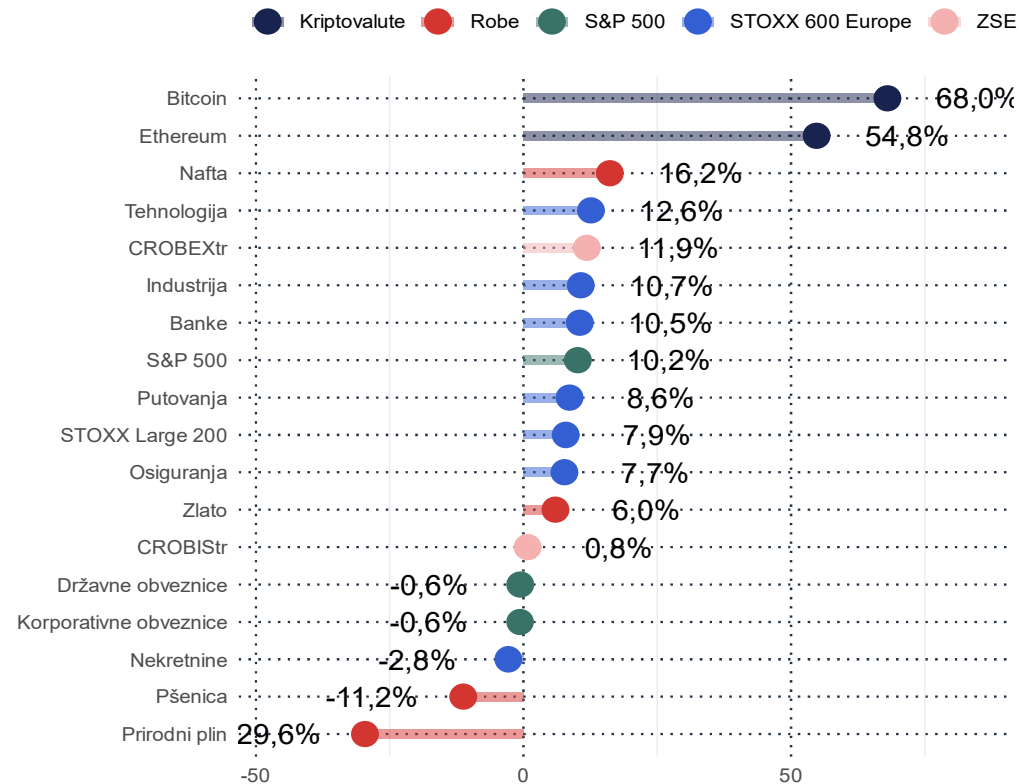
# Stabilizacija obvezničkih prinosa i rekordna tržišna vrednovanja...

Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: Crveno područje označava interkvartilni raspon prinosa zemalja EU-a.  
Izvor: Eurostat

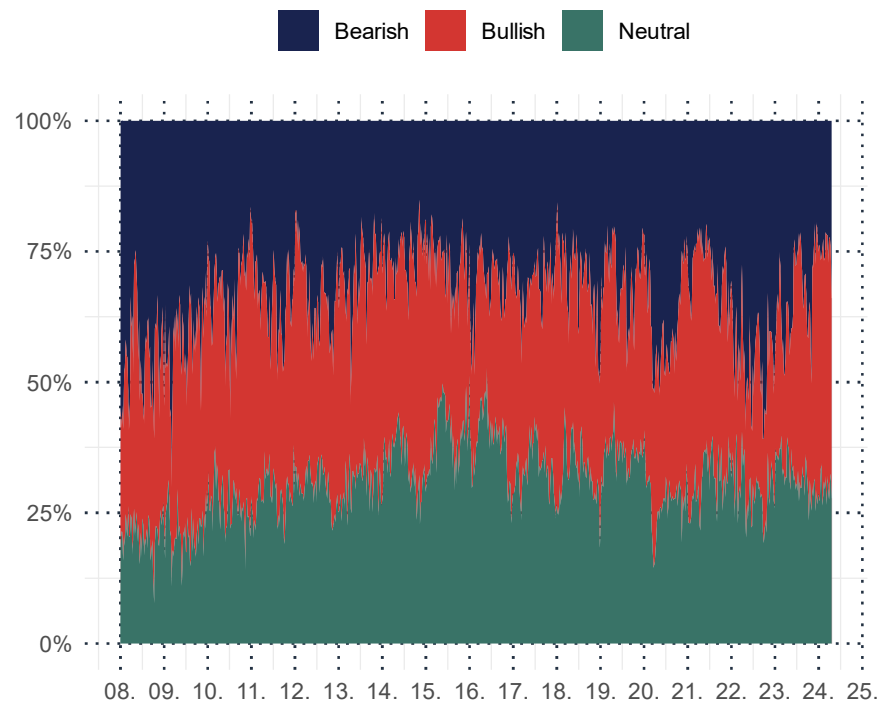
Promjena vrijednosti indeksa od kraja 2023. do kraja ožujka 2024. godine, u %



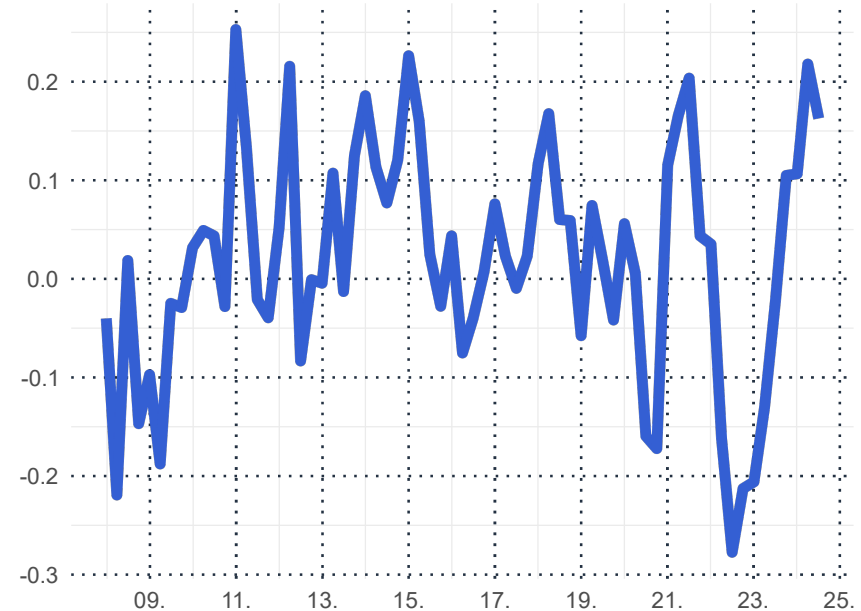
Izvori: EOD Historical Data, ZSE

# ... stimulirana (pre)optimističnim sentimentom investitora?

Struktura sentimenta investitora na tržištu SAD-a



Ukupni indeks sentimenta na tržištu SAD-a



Napomena: Ukupni indeks sentimenta na tržištu SAD-a procijenjen je sumiranjem relative zastupljenosti Bearish i Bullish investitora kojima su dodijeljene numeričke vrijednosti od -1, odnosno 1.  
Izvori: American Association of Individual Investors (AAII), Hanfa

# Potisnuta premija za kreditni rizik...

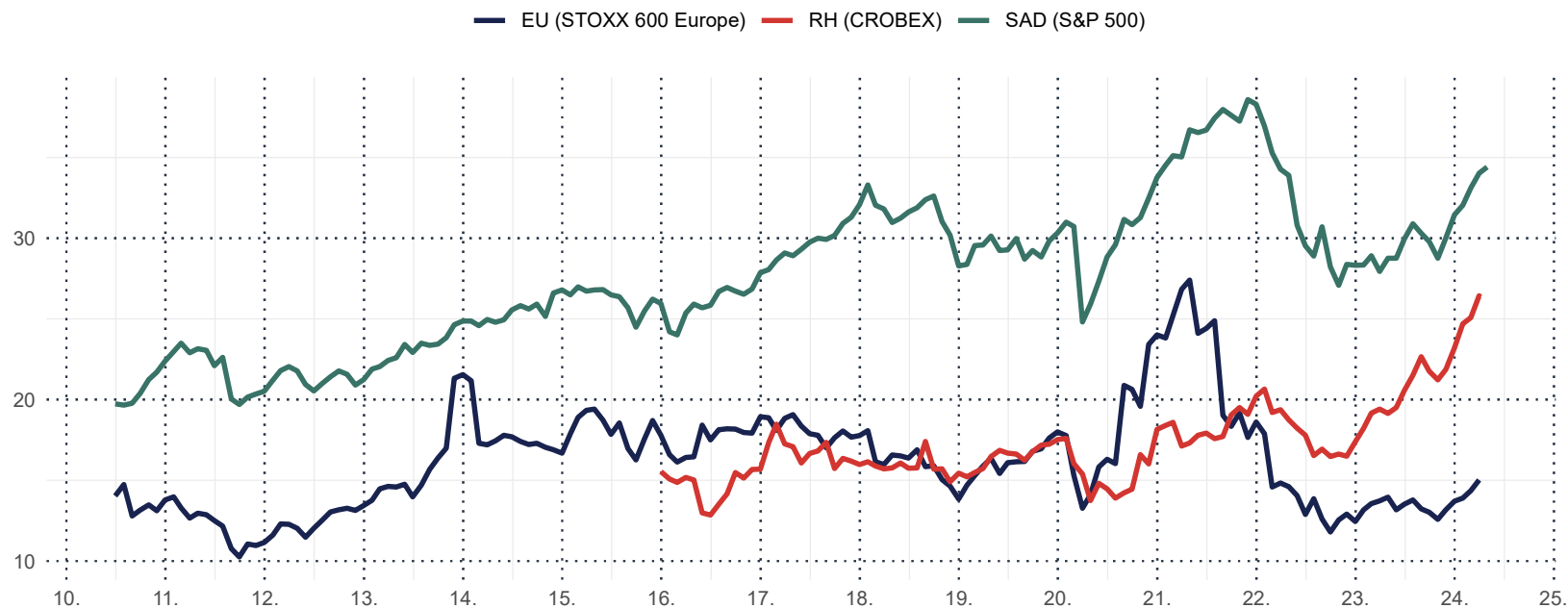
Premija rizika visokorizičnih obveznica u SAD-u i EU-u,  
u postotnim bodovima



Napomena: Prikazane vrijednosti označavaju razliku prinosa između indeksa rizičnih korporativnih obveznica na američkim i europskim tržištima koje se nalaze ispod investicijskog razreda i trezorskih zapisa.  
Izvor: St. Louis FED

# ... uz relativno visoka vrednovanja...

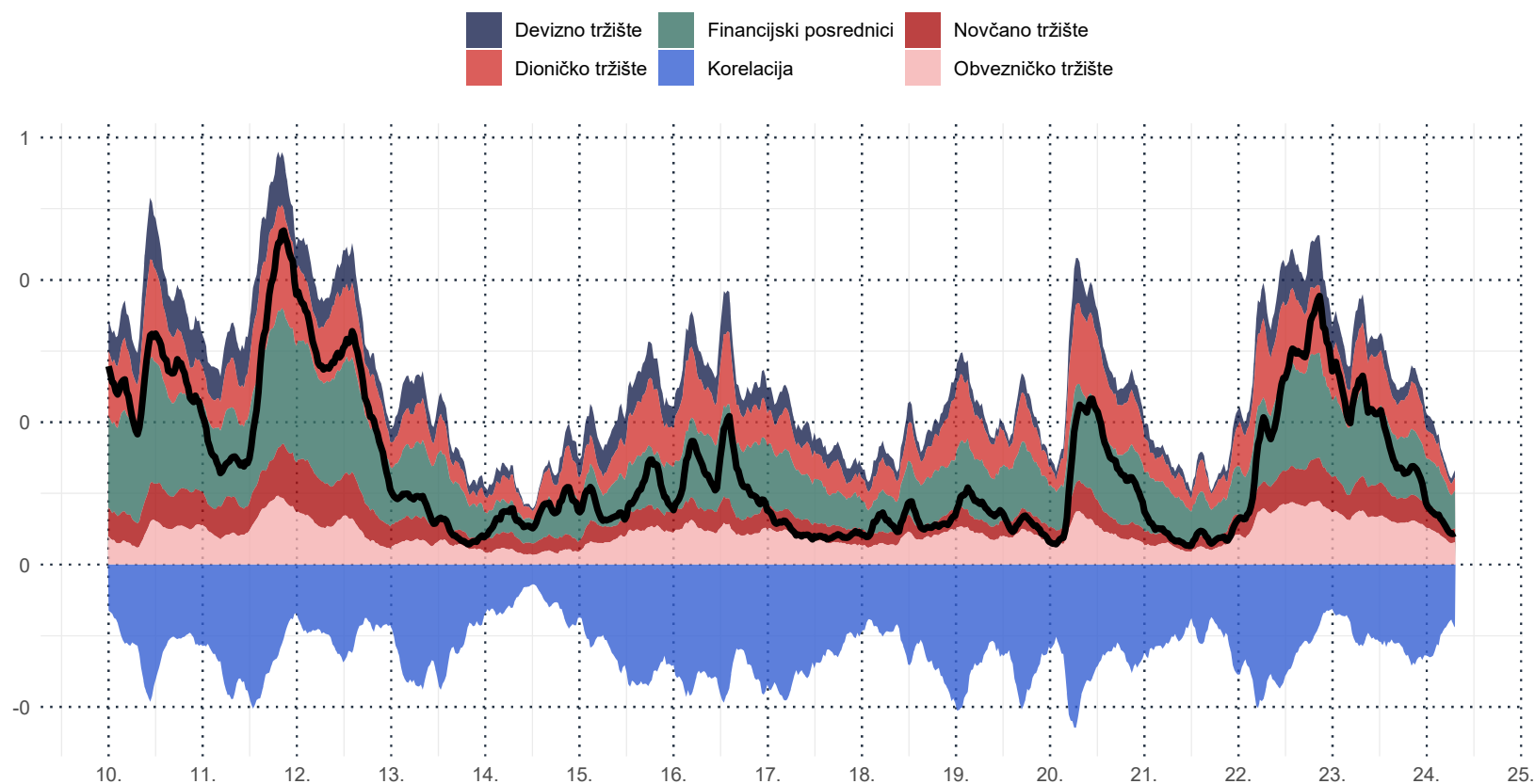
Omjer cijena i zarada na američkom, europskom i domaćem dioničkom tržištu



Napomena: Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća prikazuje koliko je puta vrijednost pojedine dionice viša od prosječne desetogodišnje zarade koju poduzeće generira po dionici, gdje veća vrijednost označuje relativno više vrednovanje u odnosu na fundamente, odnosno dodanu vrijednost koju poduzeće generira.  
Izvori: Bloomberg, Eurostat, Robert J. Shiller

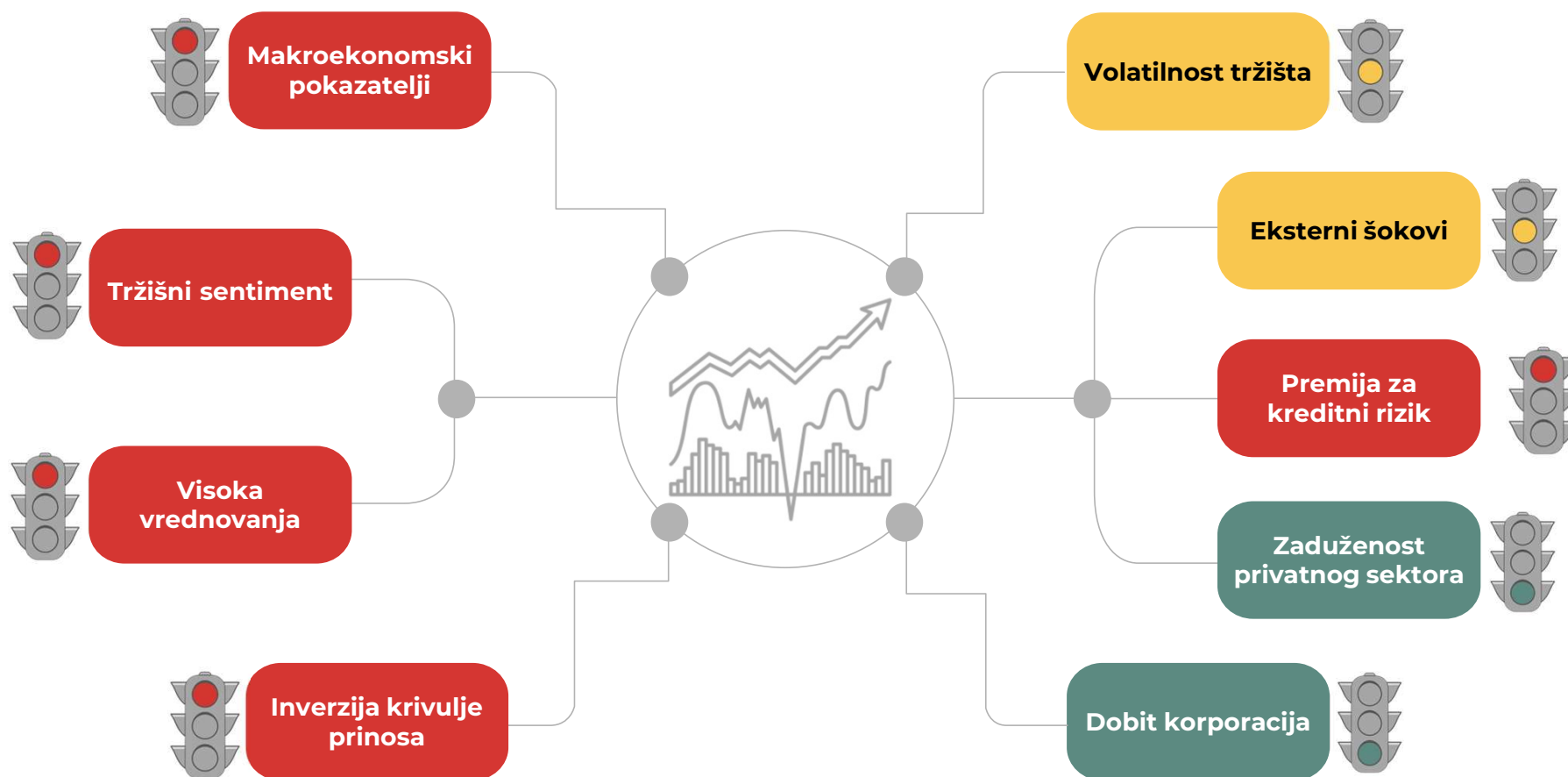
# ...i to u okolnostima niske tržišne volatilnosti...

Kompozitni indeks sistemskog stresa europodručja (CISS)



Napomena: Prikazan je pomični sedmodnevni prosjek vrijednosti indeksa i njegovih sastavnica.  
Izvor: ESB

# ... što povećava mogućnost tržišnih korekcija





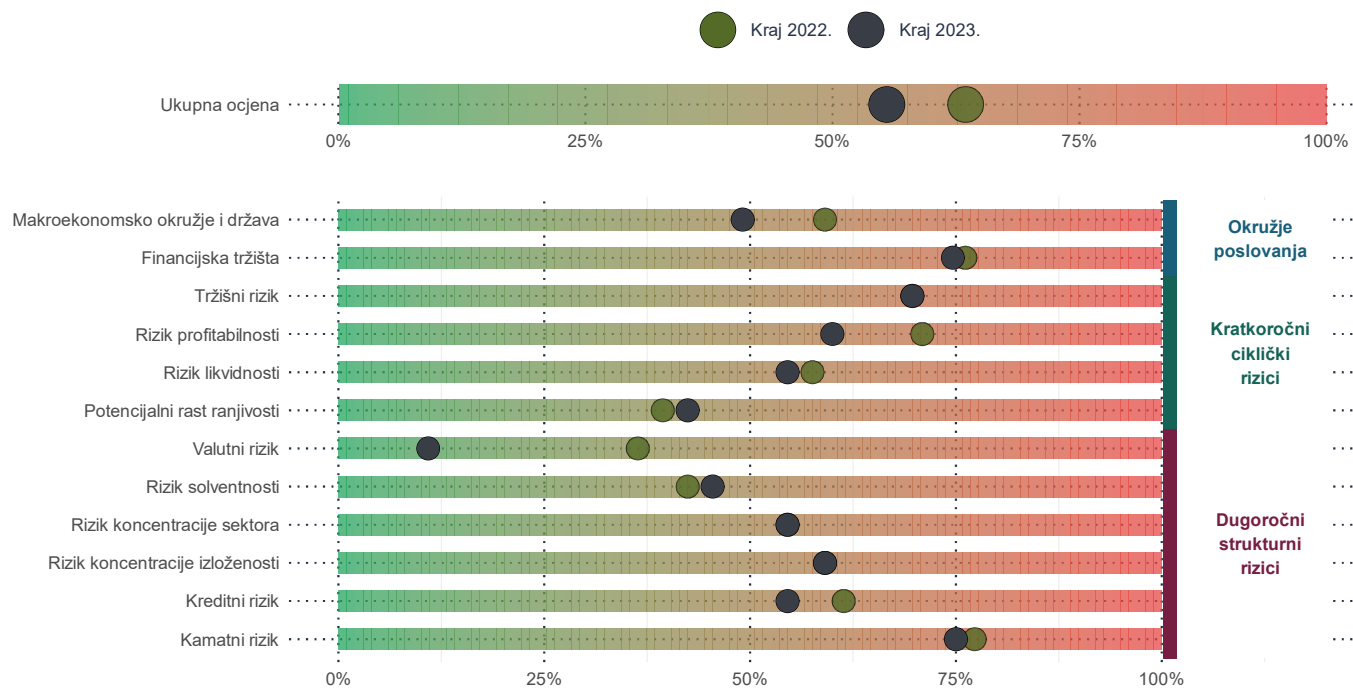
**HANFA**

HRVATSKA AGENCIJA ZA  
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

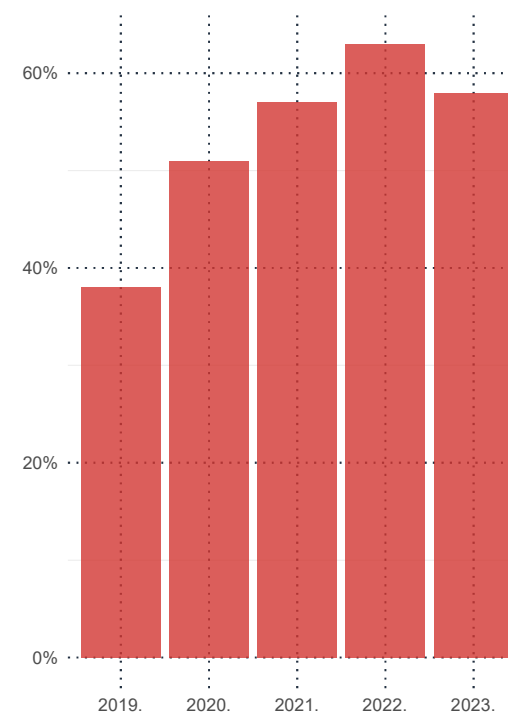
# Sistemski rizici i utjecaj na poslovanje osiguratelja

# Tržišni i kamatni rizici zadržavaju ocjenu sistemskih rizika povišenom

Matrica sistemskih rizika za kraj 2023. godine



Ukupna ocjena sistemskih rizika, u %



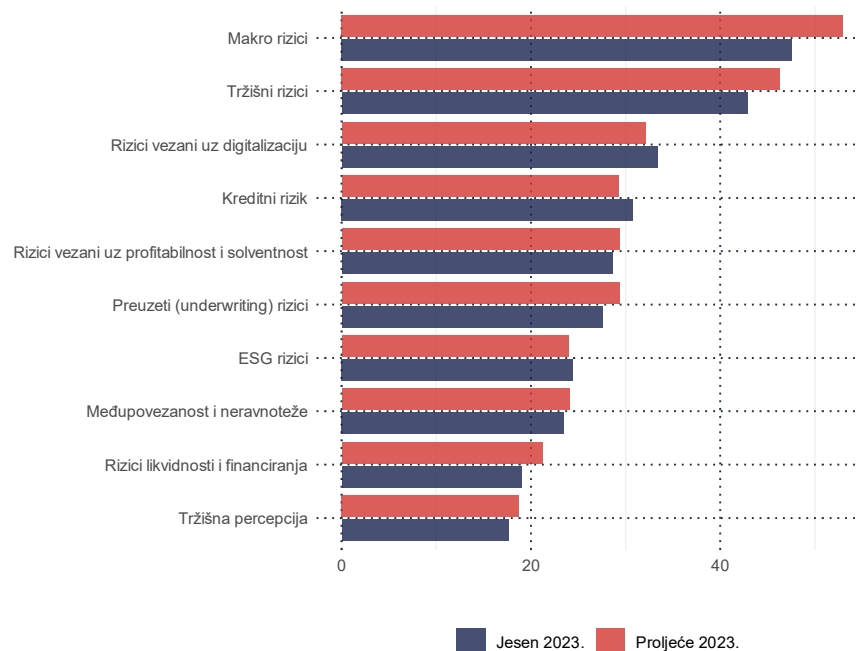
Napomena: Ocjene sistemskih rizika procijenjene su uzimajući u obzir posljednje dostupne podatke u promatranoj kategoriji rizika, što za sve indikatore podrazumijeva podatke zaključno s krajem 2023. godine  
Izvor: Hanfa

Izvor: Hanfa

# I europski regulatori ističu makroekonomske i tržišne rizike kao najveću prijetnju poslovanju osiguratelja

Rezultati ankete među nacionalnim nadležnim tijelima

Procjena rizika prema materijalnosti



Izvor: EIOPA

## INSURANCE RISK DASHBOARD\*

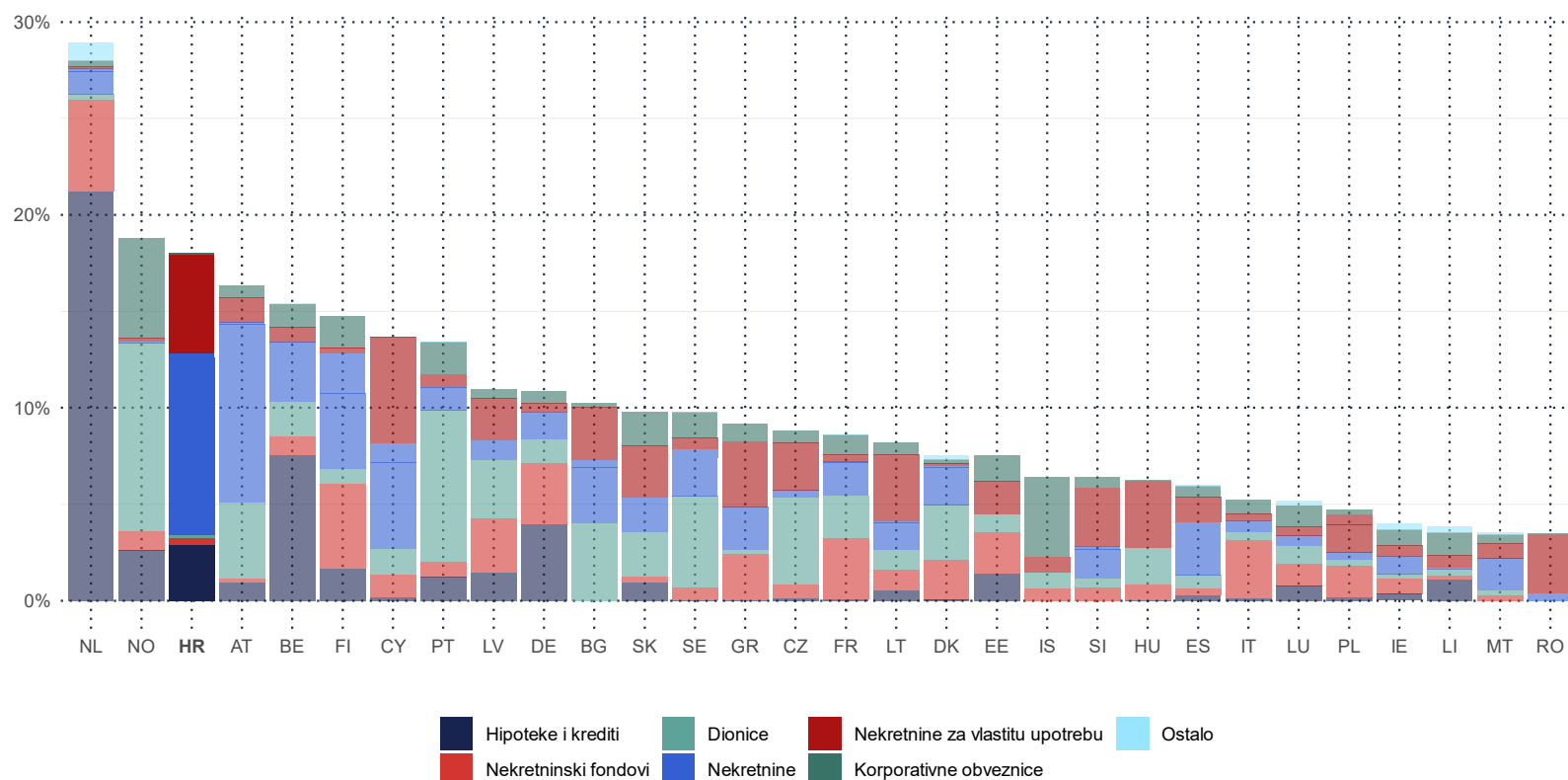
FEBRUARY 2024



\* The reference date for company data is Q3-2023 for quarterly indicators and 2023-YE for annual indicators. The cut-off date for most market indicators is end December 2023. The Level (color) corresponds to the level of risk as of the reference date, the Trend is displayed for the 3 months preceding the reference date and the Outlook is displayed for the 12 months after the reference date. The latter is based on the responses received from 24 national competent authorities (NCAs) and ranked accordingly to the expected change in the materiality of each risk (substantial decrease, decrease, unchanged, increase and substantial increase).

# Ulaganja u nekretnine čine nezanimljiv izvor rizika za osiguratelje

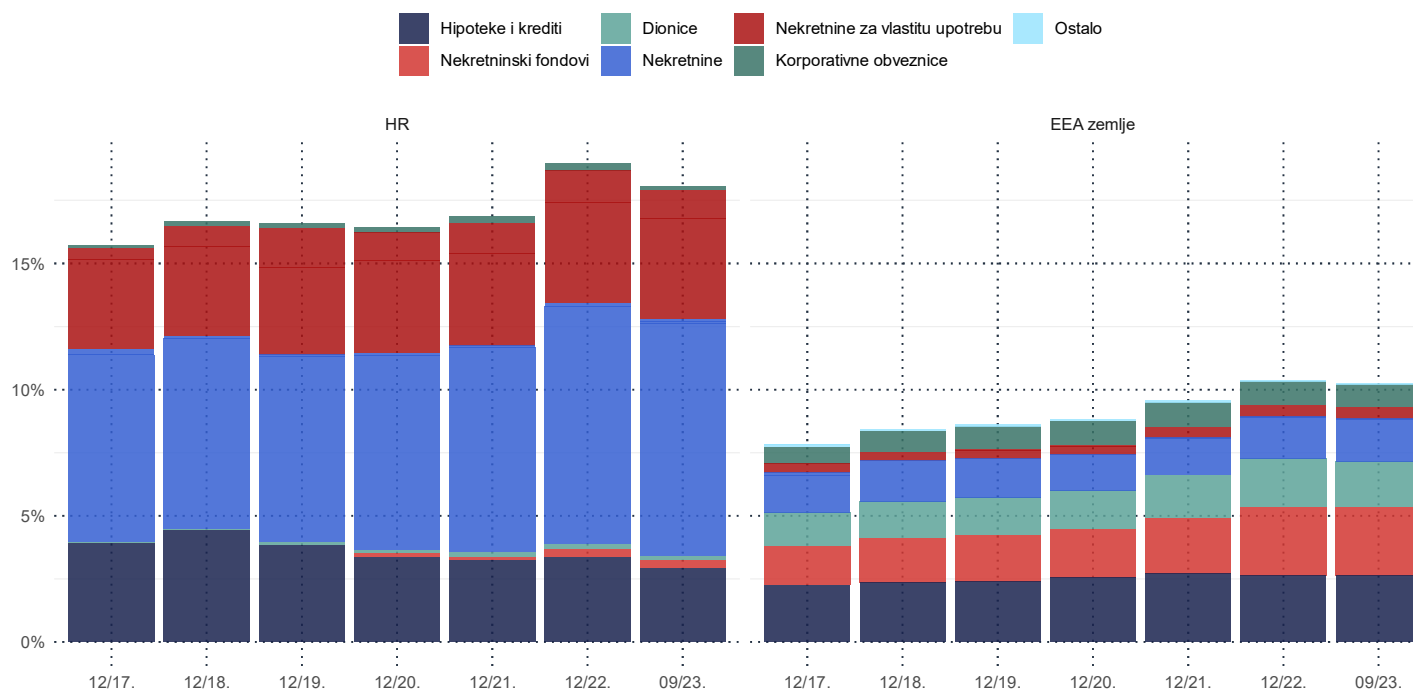
Udio ulaganja povezanih s nekretninama u ukupnim ulaganjima po zemljama članicama EEA, na 30.9.2023.



Izvor: EIOPA

# Za razliku od europskih društava, domaći osiguratelji većinom izravno ulažu u tržište nekretnina

Udio ulaganja povezanih s nekretninama u ukupnim ulaganjima



Izvor: EIOPA

# U kojoj fazi se tržište nekretnina u EU trenutno nalazi?

Karakteristike ciklusa nekretnina

## Ekspanzija

- Rast cijena
- Rast kreditiranja
- Snažna aktivnost u građevini
- Niska stopa nezaposlenosti

## Pad

- Pad cijena
- Pad kreditiranja
- Sporija aktivnost u građevini
- Rast stope nezaposlenosti



## Oporavak

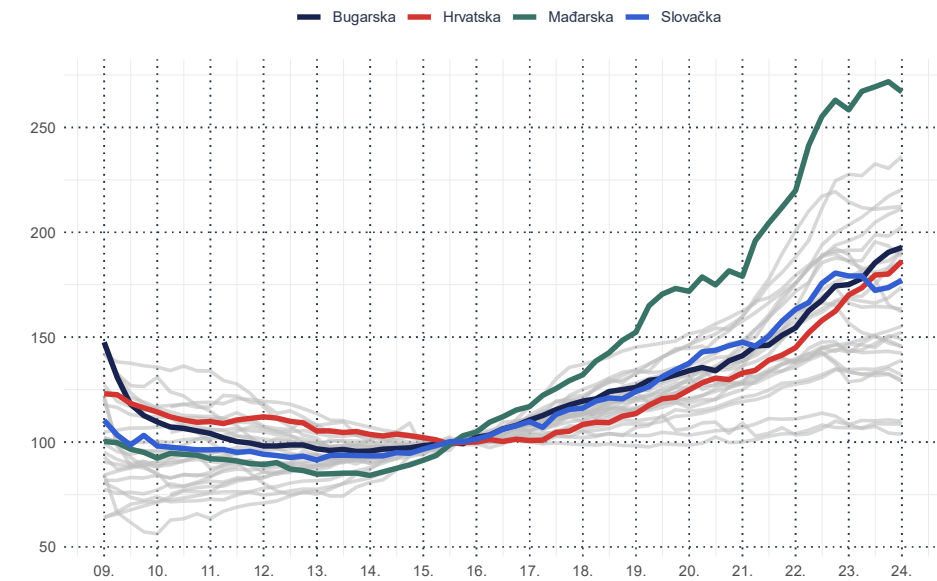
- Rast cijena
- Rast kreditiranja
- Oporavak aktivnosti u građevini
- Pad stope nezaposlenosti

## Recesija

- Pad cijena
- Ograničen pristup kreditiranju
- Spora aktivnosti u građevini
- Visoka stopa nezaposlenosti

Izvor: ESRB

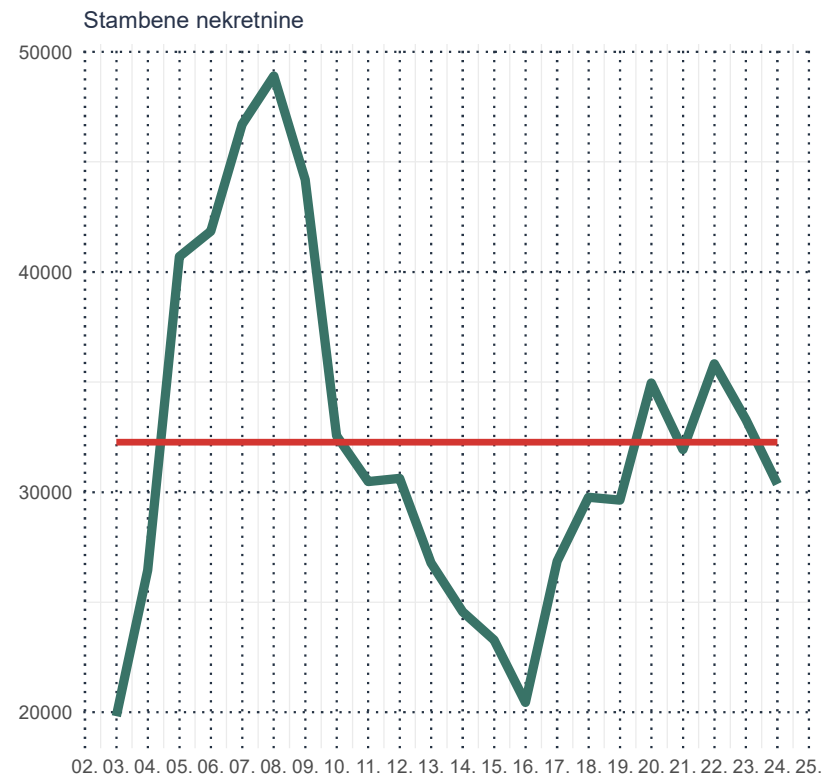
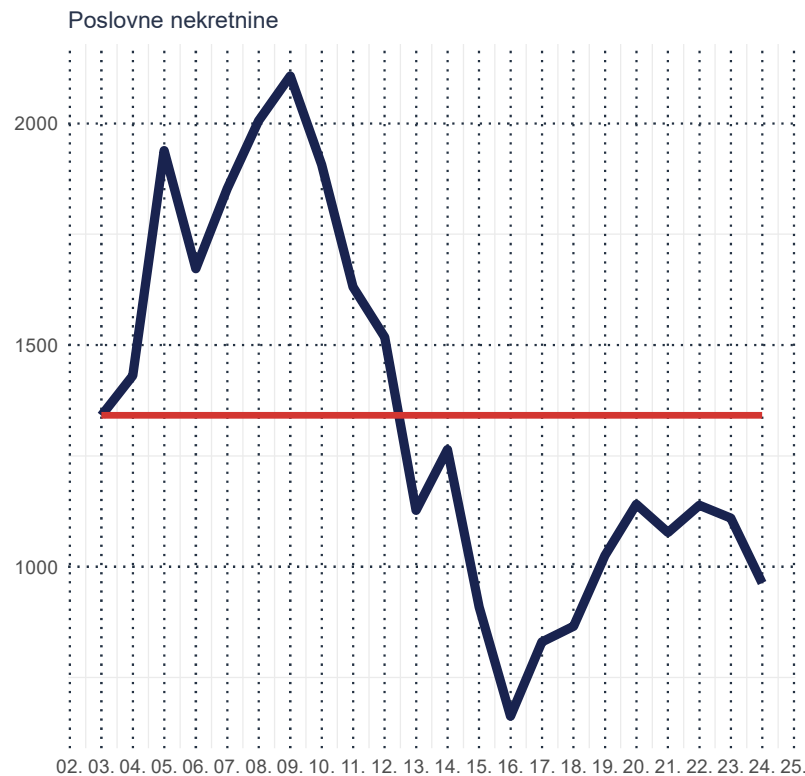
Indeks cijena stambenih nekretnina, 31.12.2015. = 100



Napomena: Sivo označene linije prikazuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EGP-a.  
Izvor: Eurostat

# U kojoj fazi se tržište nekretnina u Hrvatskoj trenutno nalazi?

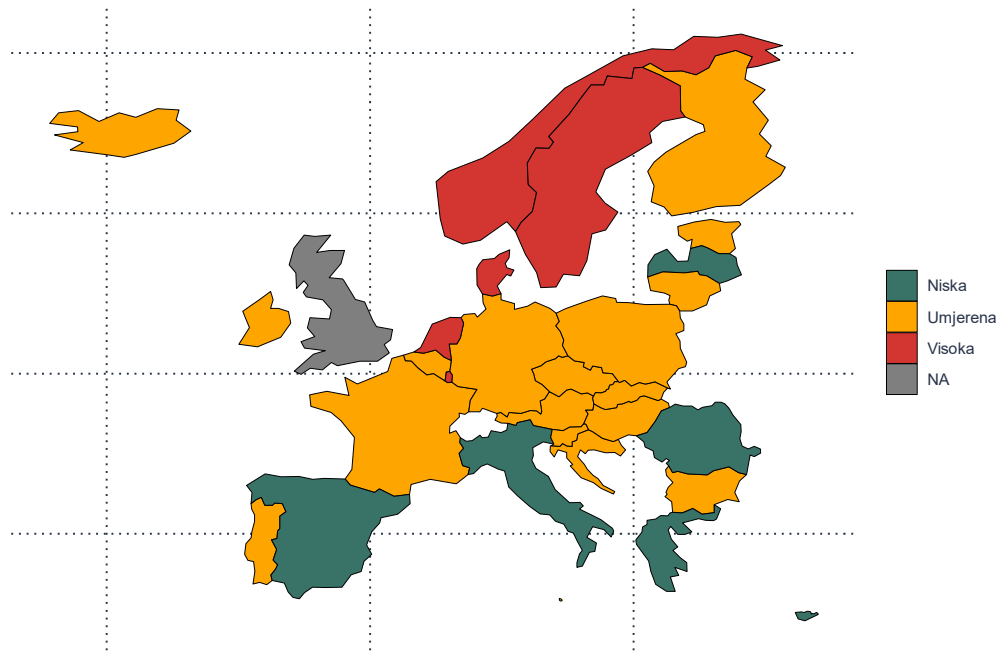
Broj kupoprodajnih transakcija po vrstama nekretnina



Napomena: Istaknuta crvena linija označava prosječan broj kupoprodaja u razdoblju od 2002. do 2023. godine.  
Izvor: Porezna uprava

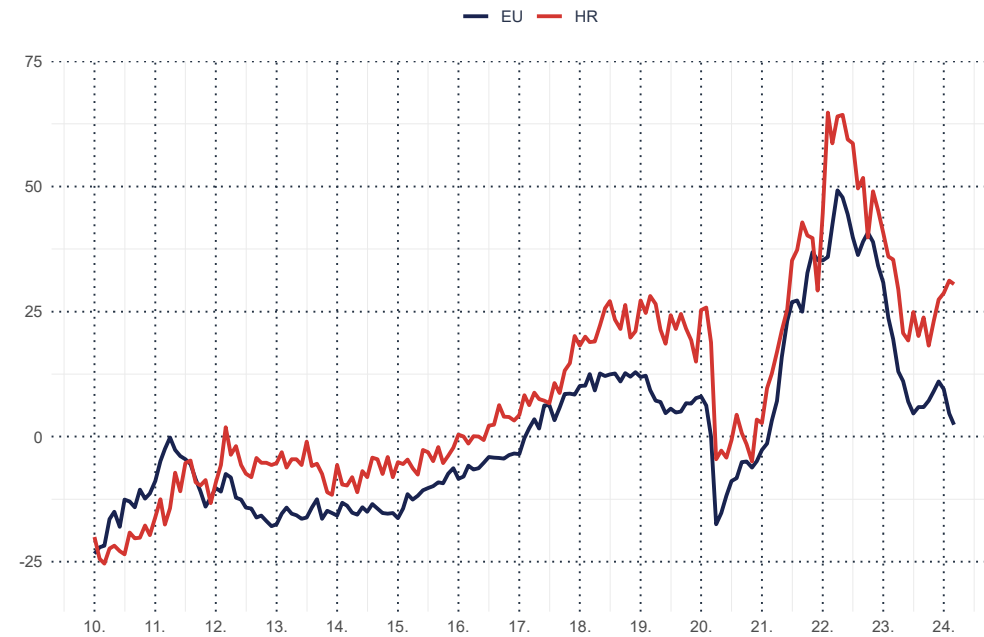
# ESRB upozorava da su ciklički rizici u sektoru stambenih nekretnina povišeni...

ESRB-ove ocjene srednjoročnih slabosti sektora stambenih nekretnina



Napomena: Ukupna ocjena ranjivosti izračunata je temeljem ocjene o trenutno akumuliranim rizicima i procjeni trenutnog stanja nekretninskog ciklusa. Detaljnija metodologija dostupna u radu ESRB (2022), Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries. Izvori: ESRB i Hanfa

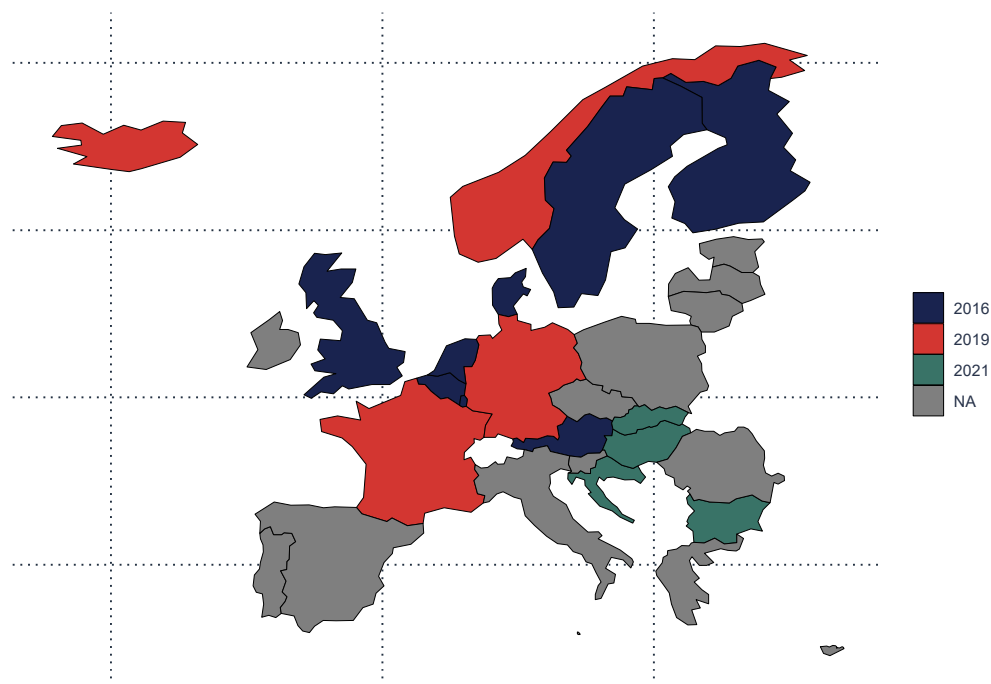
Indeks očekivanog kretanja cijena iz djelatnosti građevine u narednom razdoblju, u %



Napomena: Očekivanja poduzeća iz djelatnosti građevine odnose se na razdoblje od tri mjeseca unaprijed. Izvor: Eurostat

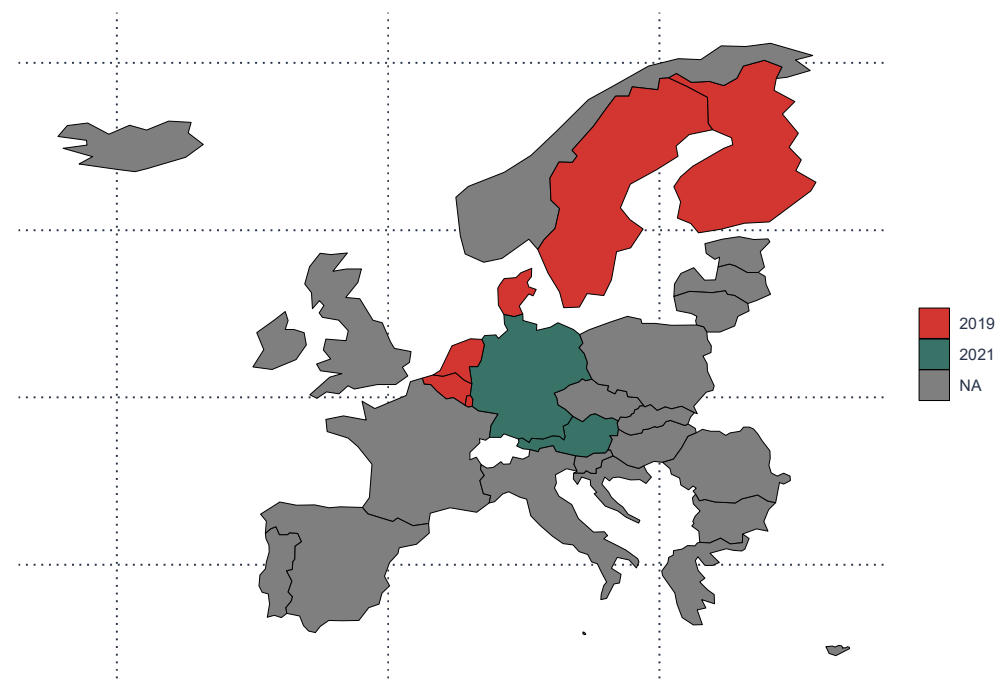
# ... pri čemu je nekolicina zemalja najprije dobila Upozorenje, a potom i Preporuku ESRB-a za adresiranje rizika

Upozorenja ESRB-a o srednjoročnim slabostima u sektoru stambenih nekretnina



Izvori: ESRB i Hanfa

Preporuke ESRB-a o srednjoročnim slabostima u sektoru stambenih nekretnina



Izvori: ESRB i Hanfa

# ESRB inzistira i na poboljšanju statistike za praćenje sistemskih rizika povezanih s nekretninama

**Rizici** koji proizlaze iz građevinskog sektora mogu imati **sistemski utjecaj procikličke prirode**

Usklađeni okvir za praćenje kretanja na tržištima nekretnina ključan je za osiguranje **ranog utvrđivanja slabosti**

Nedostatak usklađenih radnih **definicija** i pravovremeno dostupnih **podataka** otežava procjenu i usporedbu rizika

## PREPORUKA O ZATVARANJU PRAZNINA U PODACIMA O NEKRETNINAMA (ESRB/2016/14)

Usklađivanje definicija i pokazatelja za praćenje tržišta nekretnina i rješavanje praznina u podacima

## PREPORUKA O SLABOSTIMA U SEKTORU POSLOVNIH NEKRETNINA U EUROPSKOM GOSPODARSKOM PROSTORU (ESRB/2022/9)

Poboljšanje praćenja sistemskih rizika koji proizlaze iz tržišta poslovnih nekretnina, osiguravanje dobrih praksi financiranja poslovnih nekretnina, otpornost financijskih institucija

2016.

2019.

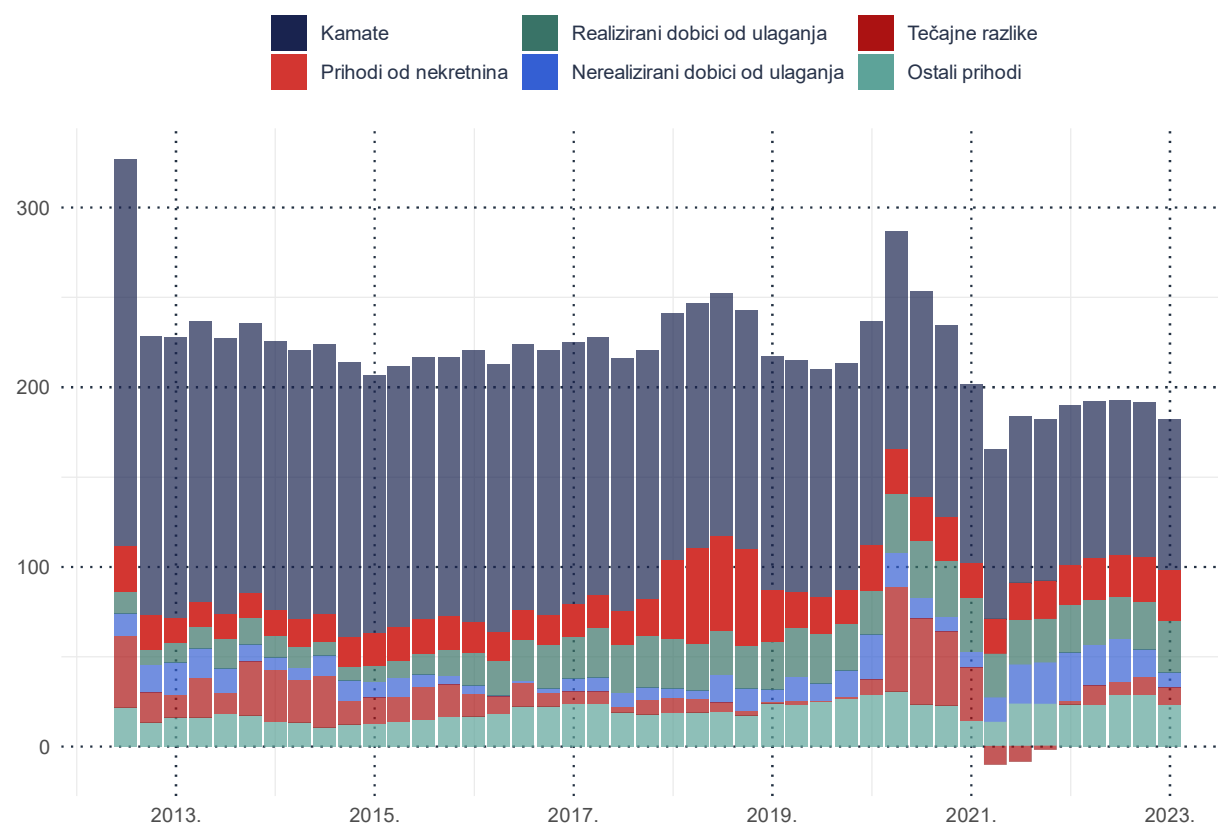
2022.

## PREPORUKA O IZMJENI PREPORUKE ESRB/2016/14 O ZATVARANJU PRAZNINA U PODACIMA O NEKRETNINAMA (ESRB/2019/3)

Prikupljanje podataka o fizičkim pokazateljima poslovnih nekretnina i detaljna raščlamba prikupljenih podataka

# Prihodi od nekretnina bitan su izvor ukupnih prihoda osiguratelja

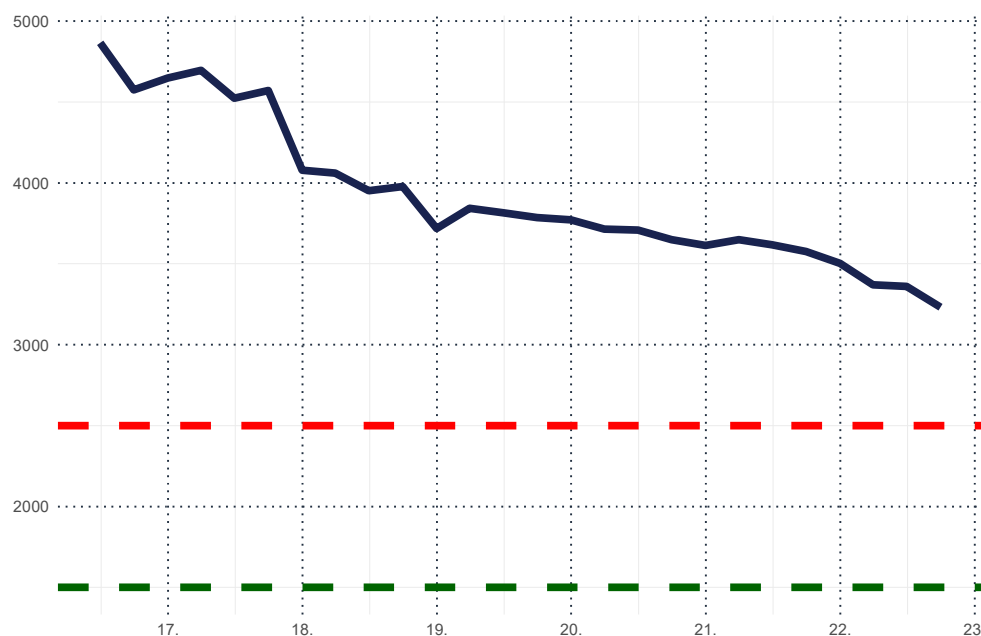
Struktura prihoda od ulaganja društava za osiguranje, u mil. EUR-a



Izvor: Hanfa

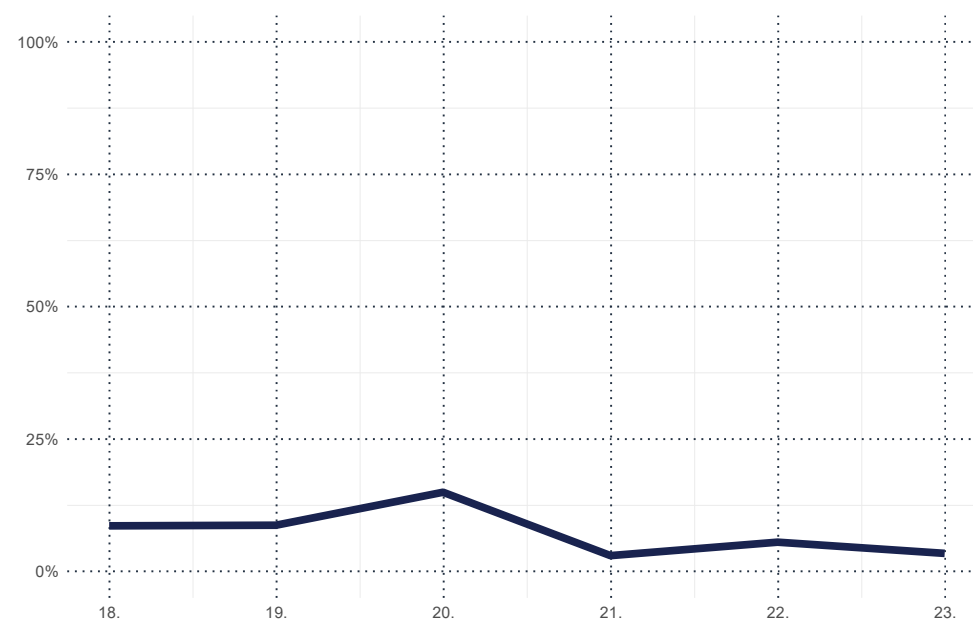
# Nekretninski portfelj društava za osiguranje karakterizira povišena koncentracija i relativna statičnost

HHI indeks koncentracije izračunat temeljem broja nekretnina u portfelju



Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranim.  
Izvor: Hanfa

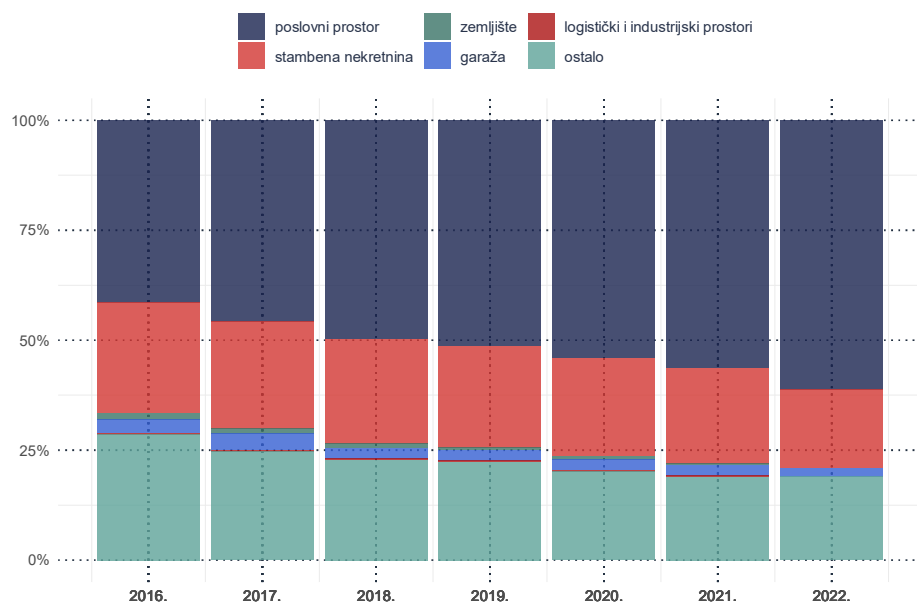
Indeks aktivnosti društava za osiguranje na tržištu nekretnina, u %



Napomena: Indeks je izračunat kao omjer broja nekretnina koje su promijenile svoja obilježja u odnosu na godinu ranije i broja svih nekretnina u portfelju u promatranom trenutku. Vrijednost 0% označava da je cjelokupan portfelj ostao nepromijenjen u odnosu na prethodno razdoblje.  
Izvor: Hanfa

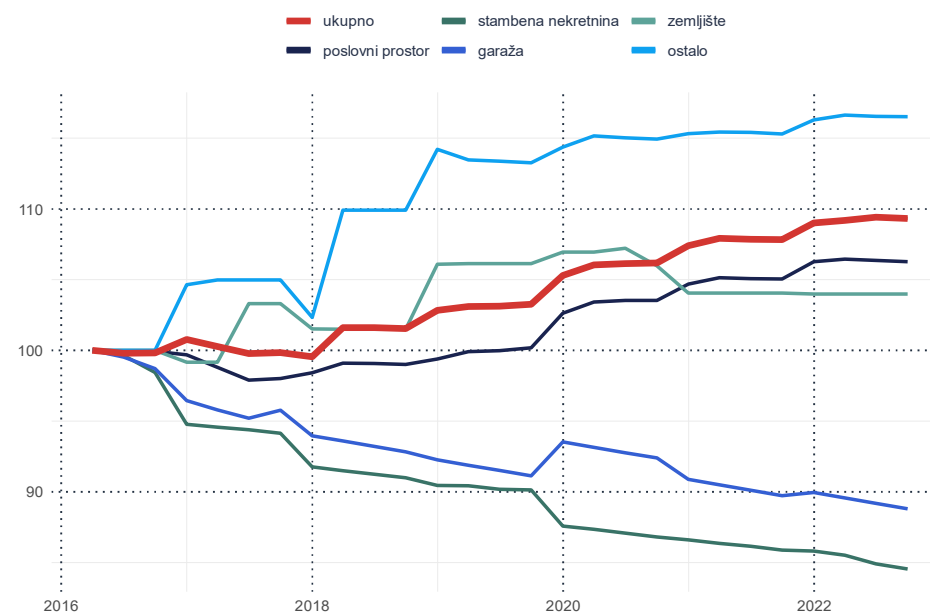
# Inherentna heterogenost tržišta otežava konzistentno vrednovanje portfelja

Nekretninski portfelj društava za osiguranje prema vrsti nekretnine, u %



Napomena: Ostale nekretnine uključuju razne vrste nekretnina poput dvorca, silosa, hotela, livada, maslinika, oranica, šuma, vinograda, itd.  
Izvor: Hanfa

Vrijednost indeksa cijena nekretnina u portfelju društava za osiguranje, 100=31.03.2016.



Izvor: Hanfa

# Ulaganje u nekretnine: prednost ili nedostatak?

## Prednosti



### Konkurentni prinosi

Zarada od najma i potencijalni rast vrijednosti nekretnine tijekom vremena



### Diversifikacija portfelja

Ulaganje u različite oblike imovine može doprinijeti stabilnosti i boljoj ravnoteži portfelja



### Financijska poluga

Mogućnost korištenja financijske poluge pri ulaganju uz povoljnije uvjete zaduživanja



### Stabilizacijski efekt

Izloženost nekretninama nudi određene stabilizacijske efekte na poslovanje



## Nedostaci



### Ograničena likvidnost

Ograničena unovčivost imovine i zamrzavanje tržišta u silaznoj fazi ciklusa.



### Neusklađenost cijena i makroekonomskih kretanja

Visoka vjerojatnost korekcija cijena u budućnosti



### Kreditni rizik

Izazovi u predviđanju utjecaja poslovnog i kreditnog ciklusa na nekretnine



### Kamatni rizik

Procjena vrijednosti pod utjecajem dinamika kamatnih stopa



# Pojedina društva visoko izložena rizicima koji proizlaze iz sektora nekretnina

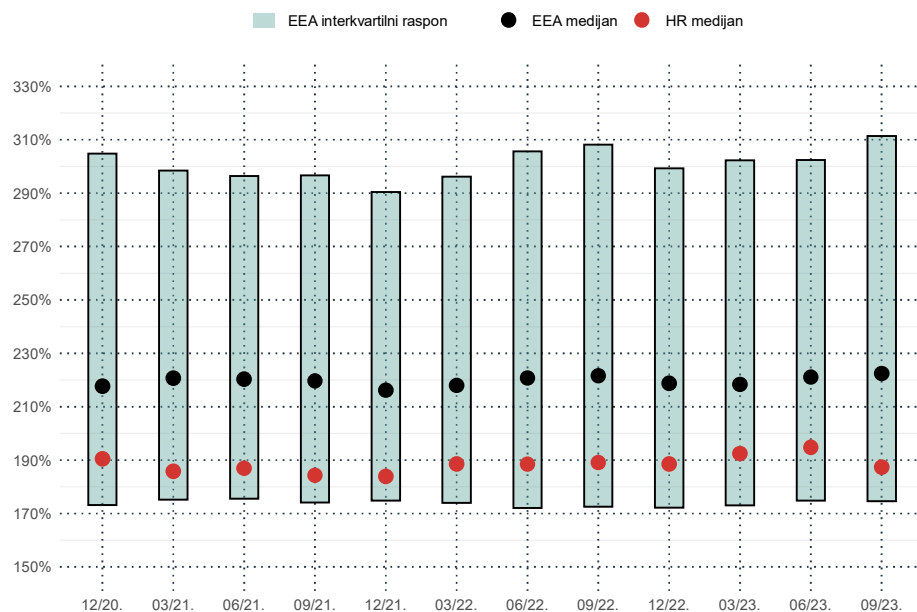
Udio nekretninskih ulaganja u ukupnim ulaganjima, u %



Prikazana je distribucija po pojedinim društvima na kraju promatrane godine.  
Izvor: Hanfa

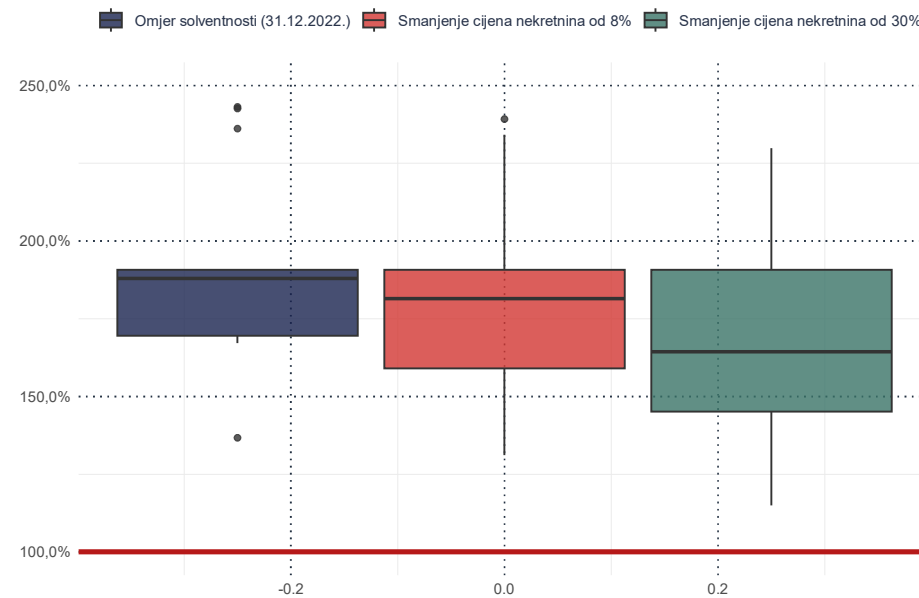
# Stabilna solventnost štiti poslovanje osiguratelja od gubitaka u slučaju materijalizacije detektiranih rizika

SCR omjeri EEA osiguratelja



Izvor: EIOPA

Simulacija utjecaja pada cijena nekretnina na omjer solventnosti, u %



Napomena: Prikazana je distribucija po društvima.  
Izvor: Hanfa

The logo for HANFA, featuring the word "HANFA" in a bold, white, sans-serif font. Above the text is a red curved line that arches over the letters. Below the text is a thin white horizontal line.

**HANFA**

HRVATSKA AGENCIJA ZA  
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

Hvala!