

# MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Prvo tromjesečje 2019.

HRVATSKA AGENCIJA ZA  
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA



**HANFA**

Zagreb, srpanj 2019., broj 1

*Izdavač:*

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga  
Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb  
[www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)  
Telefon: +385 1 6173 200  
Telefaks: +385 1 4811 406

*Grafička priprema:*

D.S.M.-grafika d.o.o., Zagreb

ISSN 2671-2067

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

# Sadržaj

<b>1. Uvodno</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomski pregled</b>	<b>5</b>
<b>3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga</b>	<b>8</b>
3.1. Koncentracija	9
3.2. Profitabilnost pružatelja financijskih usluga	10
3.3. Kapitaliziranost	12
3.4. Tržišni rizici	13
3.5. Rizik likvidnosti	17
3.6. Tržišna infrastruktura	18
3.7. Operativni rizik	18
<b>Popis kratica</b>	<b>20</b>

# 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 normalno funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava. Pritom se šokovi mogu prenijeti iz međunarodnog okruženja, ali i biti 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 **sistemski rizik**.

Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih ri-

zika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali, odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, bilo je potrebno razviti i odgovarajući skup instrumenata i alata, odnosno politika usmjerenih ciljno na osiguranje stabilnosti sustava u cjelini, jednom riječju **makroprudencijalnih politika**. U Europskoj uniji stoga su na nacionalnoj i internacionalnoj razini uspostavljena tijela s makroprudencijalnim ovlastima, a uz makroprudencijalne alate razvijeni su i okviri za međunarodnu suradnju. Premda je fokus makroprudencijalnih politika dosad primarno bio usmjeren na bankarski sektor, rastući udio i značaj nebankarskog dijela financijskog sustava stvara strukturalne promjene i zahtijeva daljnji razvoj makroprudencijalnog okvira. Usto, financijska se integracija produbljuje, što stvara potrebu za praćenjem i adresiranjem ranjivosti u međusektorskom, ali i prekograničnom kontekstu.

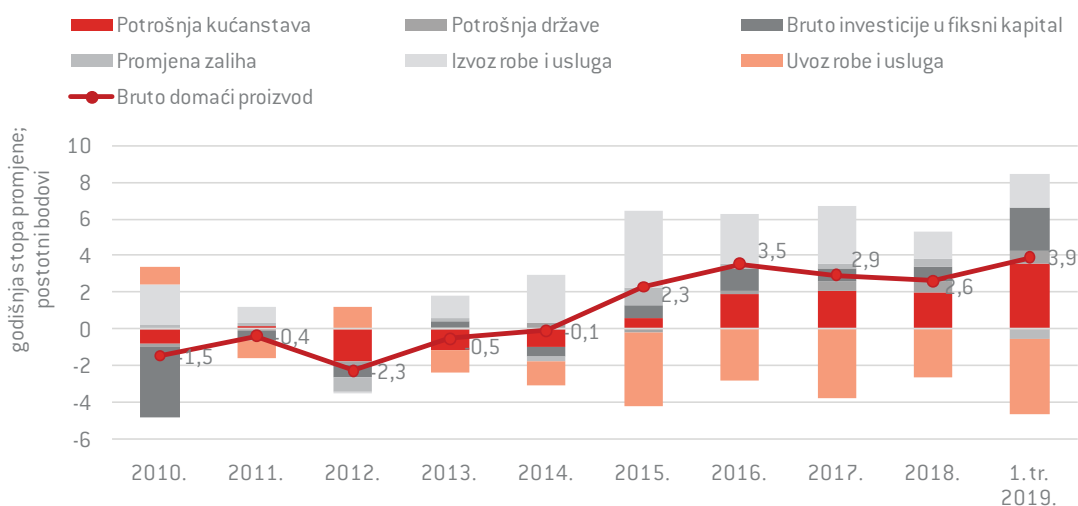
Ovom se publikacijom stoga nastoji dati uvid u proces identifikacije, procjene i praćenja evolucije sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga, koji je pod nadzorom Hanfe, kako bi se pravovremeno poduzele odgovarajuće mjere u cilju sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja stabilnosti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

## 2. Makroekonomski pregled

Početak 2019. donio je nastavak oporavka hrvatske ekonomije započetog 2015., što je uz višegodišnju uspješnu fiskalnu konsolidaciju i određene pomake u provođenju strukturnih reformi doprinijelo daljnjem smanjenju makroekonomskih ranjivosti i rezultiralo izlaskom zemlje iz procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža pri Europskoj komisiji te vraćanjem kreditnog rejtinga na investicijsku razinu. Povoljna makroekonomska kretanja odrazila su se i na uspravano domaće tržište kapitala, koje je početkom 2019. godine zahvatio blagi pozitivan sentiment kao posljedica objava dobrih poslovnih rezultata vodećih poduzeća na Zagrebačkoj burzi te prelijevanja pozitivnih kretanja s globalnih dioničkih tržišta. Premda se investicijska pažnja društava u sektoru financijskih usluga<sup>1</sup> postupno usmjerava na inozemna tržišta, pružatelji financijskih usluga i dalje pokazuju značajnu sklonost domaćem tržištu pa domaće investicijske prilike u značajnoj mjeri oblikuju strukturu njihove imovine. Tako hrvatski državni dužnički vrijednosni papiri predstavljaju dominantan oblik ulaganja s obzirom na razmjerno visoke prihode koje generiraju u odnosu na druge investicijske oblike. Koncentracija ulaganja u dužničke vrijednosne papire, primarno obveznice, izlaže društva u sektoru financijskih usluga riziku revalorizacije imovine uslijed promjene baznih kamatnih stopa i premije rizika. Premda su donedavna očekivanja rasta referentnih kamatnih stopa europodručja odgođena, sve izraženija neizvjesnost u pogledu datuma i načina izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije, globalne vanjskotrgovinske napetosti te gospodarsko usporavanje vodećih svjetskih i europskih ekonomija stvaraju uvjete za porast averzije prema preuzimanju rizika na međunarodnim tržištima kapitala, što bi za posljedicu moglo imati rast zahtijevanih prinosa ulagatelja na nepravoklasna ulaganja.

Bruto domaći proizvod u prvom je tromjesečju 2019. realno bio za 3,9 % veći nego u istom razdoblju prošle godine (slika 1.). Domaća potražnja bila je glavni generator privrednog oporavka, dok doprinos inozemne potražnje nastavlja slabiti u uvjetima gospodarskog usporavanja glavnih hr-

Slika 1. Realni rast bruto domaćeg proizvoda i doprinosi rastu



Izvor: DZS

1 Sektor financijskih usluga obuhvaća tržište kapitala, mirovinske i investicijske fondove, investicijska društva, društva za osiguranje te leasing i faktoring društva.

vatskih vanjskotrgovinskih emitivnih tržišta. Unatoč tome izvoz roba i usluga u prvom je tromjesečju 2019. realno bio za 4,6 % veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine te je najvećim dijelom posljedica izvoza roba uslijed ostvarenih određenih napredaka u pozicioniranju pojedinih grana hrvatske industrije, posebno proizvodnje prehrambenih i intermedijarnih proizvoda, na zajedničkom tržištu Europske unije. Međutim, ukupna razina industrijske proizvodnje u istom je razdoblju rasla po razmjerno niskoj stopi od 1,6 %, nakon što je u 2018. godini smanjena za -1,0 % odražavajući probleme u proizvodnji dijela kapitalnih dobara. Istodobno usporava izvoz usluga, najdinamičnije komponente agregatne potražnje posljednjih godina, koji je u prvom tromjesečju 2019. bio tek za 0,9 % veći od prošlogodišnjeg. Posljedica je to prvenstveno slabijih predsezonskih rezultata u dolasku i broju noćenja inozemnih turista, na što je, uz jačanje konkurentskih pritisaka s Mediterana, utjecala i nepovoljna kalendarska komponenta. S druge strane raste uvoz roba i usluga (na godišnjoj razini za 7,7 %), pa su u prvom tromjesečju 2019. blago pogoršani odnosi unutar tekućih transakcija bilance plaćanja (deficit u razmjeni roba i usluga povećan je za 6,7 % na 2,2 mlrd. EUR u odnosu na isto razdoblje prethodne godine). Ipak, zahvaljujući neto transferima primarnih i sekundarnih dohodaka, sezonski snažno diferencirani odnosi u bilanci plaćanja i dalje se na godišnjoj razini formiraju u okviru potencijalnog, ali padajućeg suficita tekućih transakcija. Ta su kretanja, u kombinaciji s promjenama u strukturi javnog duga (povećano zaduživanje u zemlji) te u formiranju kreditnog potencijala banaka (smanjeno korištenje inozemnih izvora financiranja), rezultirala nastavkom tendencije smanjivanja inozemnog duga<sup>2</sup> i vanjskih neravnoteža<sup>3</sup> pa je u prvom tromjesečju 2019. Hrvatska, nakon što je u njega ušla 2014., izašla iz procedure prekomjernih makroekonomskih neravnoteža.

Uz tako profilirane odnose s inozemstvom, osnovna odrednica kontinuiteta rasta ekonomske

aktivnosti i nadalje je potrošnja kućanstava, koja je u prvom tromjesečju 2019. bila za 4,4 % veća od prošlogodišnje. U uvjetima relativne stagnacije zaposlenosti ona je prvenstveno alimentirana godišnjim rastom prosječne neto plaće od 3,1 % uslijed poreznih izmjena te pojave deficitarnosti ponude pojedinih kategorija radne snage. Tome treba pridodati i bruto transfere sekundarnih dohodaka iz inozemstva, koji su u prvom tromjesečju 2019. bili za 8,8 % veći od prošlogodišnjih. Ta se kretanja prenose i na kontinuitet rasta prometa u trgovini na malo, koji je u prvom tromjesečju 2019. bio za 5,1 % veći u odnosu na isto prošlogodišnje razdoblje. Pritom se postupno mijenja struktura potražnje, koja se preusmjerava s prehrambenih proizvoda prema trajnim potrošnim dobrima. Tako se u prvom tromjesečju 2019. posebno intenzivirala prodaja proizvoda za kućanstvo (14,3 %) i motornih vozila (10,4 %), a što se u sektoru financijskih usluga pozitivno odrazilo na profitabilnosti neživotnih osiguranja (slika 4.) i leasing društava.

Rast osobne potrošnje i uvoza povećao je prihode konsolidirane središnje države po osnovi poreza na dobra i usluge, pa su ukupni prihodi u prvom tromjesečju 2019. porasli za 6,9 % na godišnjoj razini. Višegodišnji razmjerno povoljni kamatni uvjeti na međunarodnim financijskim tržištima (slika 11.) stimulirani prolongiranim razdobljem ekspanzivne monetarne politike vodećih središnjih banaka omogućili su smanjenje kamatnih rashoda na javni dug, a što je ublažilo rast ukupnih proračunskih rashoda u odnosu na prihode unatoč aktiviranim jamstvima za brodogradnju<sup>4</sup> te rezultiralo otklanjanjem fiskalnog deficita. Povoljna proračunska kretanja nastavljena su početkom 2019. godine te su stimulirala potrošnju države, koja je u odnosu na isto razdoblje prošle godine porasla za 3,1 %.

Istodobno javni dug relativno stagnira na razini od oko 285 mlrd. HRK, što se uz ostvareni ekonomski rast pozitivno odrazilo na stupanj zaduženosti opće države<sup>5</sup>. Struktura duga s obzirom na vjerovnike pokazuje sve veću zastupljenost financiranja od strane domaćih izvora pa je početkom 2019.

2 Početkom 2019. vanjski dug iznosio je 40,2 mlrd. EUR, što je za 6,2 mlrd. EUR, odnosno 15 % manje u odnosu na njegovu najvišu razinu s kraja recesijskog razdoblja (2014.).

3 Inozemna zaduženost zemlje smanjena je sa 106,8 % BDP-a krajem 2014. na 75,4 % krajem 2018. godine.

4 U prvom tromjesečju 2019. proračunski prihodi porasli su za 20,4 % u odnosu na 2015., dok su rashodi u istom razdoblju povećani za 11,4 %.

5 Udio javnog duga u BDP-u smanjen je sa 84,0 % u 2014. na 74,1 % krajem 2018.

godine 63,2 % ukupnog bruto duga financirano na domaćem tržištu<sup>6</sup>. Osim kreditnih institucija, značajni su vjerovnici države i društva za osiguranje te mirovinski fondovi, koji su značajan dio svoje ukupne imovine (prosječno 70 % neto imovine, slika 12.) plasirali u državne vrijednosne papire. Koncentracija ulaganja u obliku državnih vrijednosnih papira stoga je jedan od glavnih izvora rizika na tržištu financijskih usluga. Iako je rizik koji proizlazi iz izloženosti državi trenutno na razmjerno niskoj razini, posebno s obzirom na posljednja povećanja kreditnog rejtinga Republike Hrvatske od strane vodećih rejting agencija, promjena trenutno prevladavajućih povoljnih financijskih uvjeta u okruženju povećanih makroekonomskih i političkih nezvjesnosti mogla bi stvoriti pritiske na vrijednosti obvezničkih portfelja.

Za razliku od potrošnje kućanstava i države, koja ravnomjerno raste tijekom protekle četiri godine, rast investicija u fiksni kapital u tom je razdoblju bio razmjerno slab. Intenziviranje rasta investicija u prvom tromjesečju 2019. (11,5 % na godišnjoj razini) rezultat je novih investicija u cestovnu in-

frastrukturu te u projekte sufinancirane od strane Europske unije, što odgovara i ostvarenom povećanju građevinskih radova u istom razdoblju. Porast cijena nekretnina tijekom posljednje dvije godine (tijekom 2018. cijene su porasle za 4,7%) doprinio je intenziviranju građevinske aktivnosti. U uvjetima generalno razmjerno niskih povrata na investicije društva za osiguranje dio su svoje imovine posljednjih godina usmjerila u nekretnine, koje generiraju znatno konkurentnije povrate u odnosu na druge kategorije ulaganja (slika 13.). Time su posebno pojedina društva postala i znatno izloženija utjecaju cikličkih kretanja na tome tržištu, a koja su se i tijekom posljednje krize na globalnoj razini pokazala kao iznimno razorna za stabilnost pojedinih institucija, ali i sustava u cjelini. Međutim, iako su domaća društva za osiguranje u većoj mjeri izložena tom tržištu od prosjeka Europske unije, odnosno drugih europskih sektora osiguranja, taj je oblik ulaganja značajna investicijska klasa samo kod pojedinih društava čije su razine kapitaliziranosti dostatne za ublažavanje potencijalnih korekcija na tržištu nekretnina, koje s obzirom na trenutnu fazu ciklusa nisu znatne.

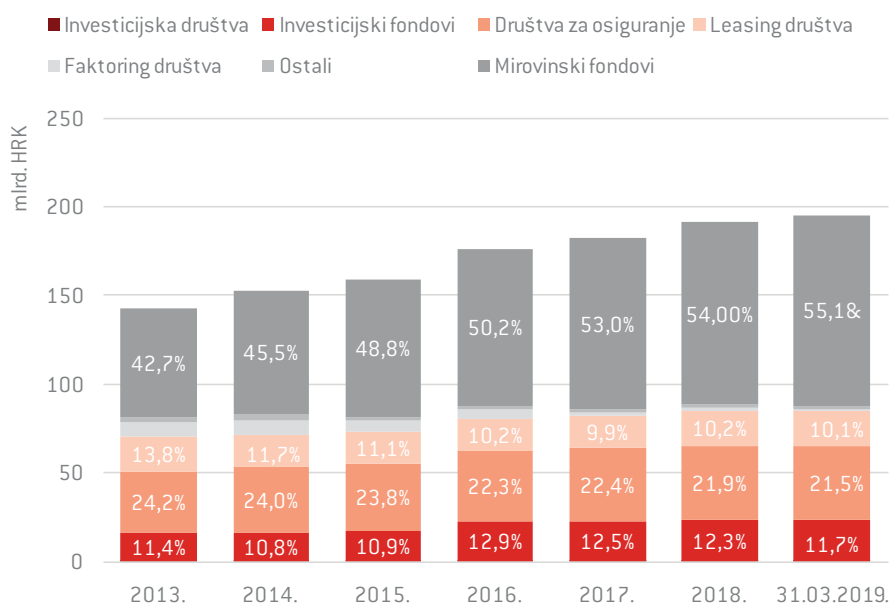
---

<sup>6</sup> Krajem 2014. godine 57,5 % bruto duga bilo je financirano na domaćem tržištu.

### 3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga

Udio imovine sektora financijskih usluga u ukupnoj imovini financijskog sustava u Republici Hrvatskoj tijekom posljednjih deset godina porastao je s gotovo 23 % na 32 %<sup>7</sup>. Razvojem financijskog sektora znatno je proširen spektar usluga i raznovrsnost proizvoda koje pružatelji usluga nude, što je uključivalo transformacije poslovnih modela, usvajanje naprednih tehnologija, promjenu regulatornog okruženja itd. Također, raste broj korisnika financijskih usluga, što povećava njegovu značajnost i dalekosežnost utjecaja. Sektorom dominiraju mirovinski fondovi, koji generiraju rast sektora, što se očekuje i u budućnosti s obzirom na trendove s tržišta rada, odnosno sve veću zaposlenost i rast plaća. Ostatok sektora ne ističe se svojom veličinom, ali zajedno s mirovinskim fondovima, kroz ponudu sve kompleksnijih proizvoda, isprepletenost ulaganja (uzimajući u obzir i relativno malo domaće tržište kojem su dominantno izloženi), globalne utjecaje i promjene ponašanja potrošača svakako zahtijeva pažljivo i sustavno praćenje rizika i adresiranje ranjivosti s ciljem očuvanja financijske stabilnosti, odnosno preveniranja sistemskog rizika.

Slika 2. Veličina sektora financijskih usluga



Izvor: Hanfa

<sup>7</sup> Imovina sektora financijskih usluga na 31.3.2109. iznosa je 198 mlrd. HRK.

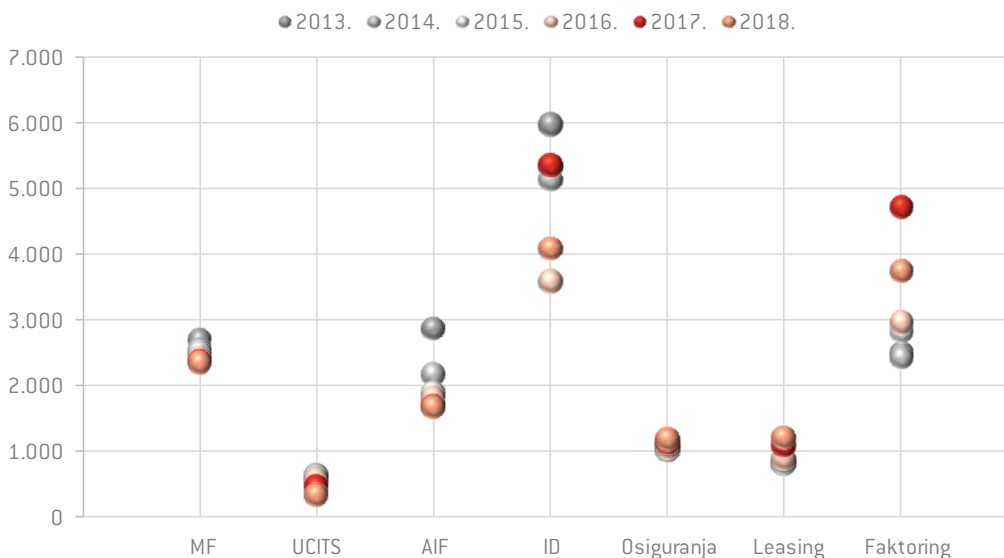


### 3.1. Koncentracija

Proces višegodišnje konsolidacije kroz koji je prošao sektor finansijskih usluga u periodu od posljednje finansijske i makroekonomske krize uglavnom

je okončan, pa je u prošloj godini većina društva zadržala svoje tržišne udjele, zbog čega nema velikih promjena u koncentraciji sustava (slika 3.).

Slika 3. Indeksi koncentracije sektora finansijskih usluga



Napomena: Koncentracija je mjerena Herfindahl-Hirschmanovim indeksom (HHI) na temelju imovine društava.

Izvor: Hanfa

Konsolidacija se u manjoj mjeri nastavlja u sektoru investicijskih društva uslijed smanjenog obujma poslovanja, posebno u segmentu brokerskih usluga, što je posljedica slabo razvijenog i plitkog domaćeg tržišta kapitala, te faktoring društava, koja su se s eskalacijom krize koncerna Agrokora i snažnijom regulacijom poslovanja tog sektora u broju i vrijednosti imovine više nego prepolovila. Daljnje smanjivanje broja društava dodatno će povećati ionako visoku koncentraciju tih dvaju sektora, a jačanje konkurencije u kratkom roku nije izgledno s obzirom na još uvijek anemična kretanja na domaćem tržištu kapitala i slabu investicijsku potražnju.

Umjereno su koncentrirani sektori mirovinskih te alternativnih investicijskih fondova (AIF), dok se najmanji stupanj koncentracije bilježi u segmentu UCITS fondova te leasing društava i društava za osiguranje. Premda je na pojedinim dijelovima tržišta finansijskih usluga koncentracija razmjerno visoka, posebno ako se promatra na razini vlasnič-

kih grupa pružatelja tih usluga, mogućnost izravnog pružanja prekograničnih usluga putem tzv. passportinga, kao i posredno putem lokalnih podružnica od strane pružatelja finansijskih usluga iz drugih država članica Europske unije pridonosi liberalizaciji tržišta finansijskih usluga te smanjenju tržišne moći pojedinih institucija. Jačanje konkurencije i veći izbor finansijskih usluga kao i njihovih pružatelja očekuje se i u narednom razdoblju s obzirom na tehnološke inovacije na tržištu finansijskih usluga (fintech) te europske regulatorne i druge inicijative i aktivnosti usmjerene prema formiranju unije tržišta kapitala (npr. PEPP<sup>8</sup>).

8 Uredba o paneuropskom mirovinskom proizvodu (PEPP) definira "osobni mirovinski proizvod", koji ima funkciju dodatne mirovinske štednje. Uredba traži da navedeni proizvod ima iste standardne značajke u cijeloj Europskoj uniji, a uz mirovinske fondove mogu ga nuditi i druge finansijske institucije, od društava za osiguranje i investicijskih fondova do banaka. Implementacija Uredbe u nacionalno zakonodavstvo je u tijeku.

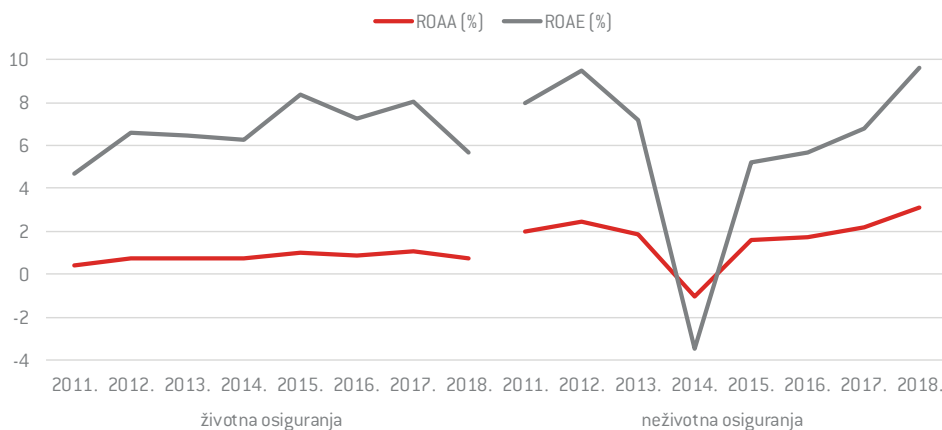
### 3.2. Profitabilnost pružatelja financijskih usluga

Prolongirano razdoblje povijesno niskih kamatnih stopa na globalnom financijskom tržištu stvorilo je pritisak na profitabilnost pružatelja financijskih usluga i usmjerilo ih na aktivnije traženje odgovarajućih povrata, uz preuzimanje prihvatljivog stupnja rizika. U takvom je globalnom financijskom okruženju profitabilnost domaćih pružatelja financijskih usluga određena strukturom njihove imovine, koja je dominantno investirana u domaće državne dužničke vrijednosne papire s obzirom na komparativno razmjerno visoke prinose koje generiraju u odnosu na preuzeti stupanj rizika. Zadržava-

vanje kamatnih stopa na niskim razinama s obzirom na usporavanje gospodarske aktivnosti vodećih svjetskih ekonomija će, uz nešto manji rizik kojeg zbog smanjenja makroekonomskih neravnoteža nosi hrvatski obveznički dug, i tijekom 2019. stvarati pritiske na profitabilnost poslovanja pružatelja financijskih usluga.

U takvim uvjetima povrati na obvezničke portfelje ostaju niski pa je profitabilnost pružatelja financijskih usluga tijekom 2018. smanjena. To je posebno izazovno za društva u segmentu životnog osiguranja (slika 4.), koja traže prilike za generiranje adekvatnih prinosa za pokriće dugoročnih obveza po policama s garantiranim stopama sklopljenima u prošlosti.

Slika 4. Profitabilnost društava za osiguranje



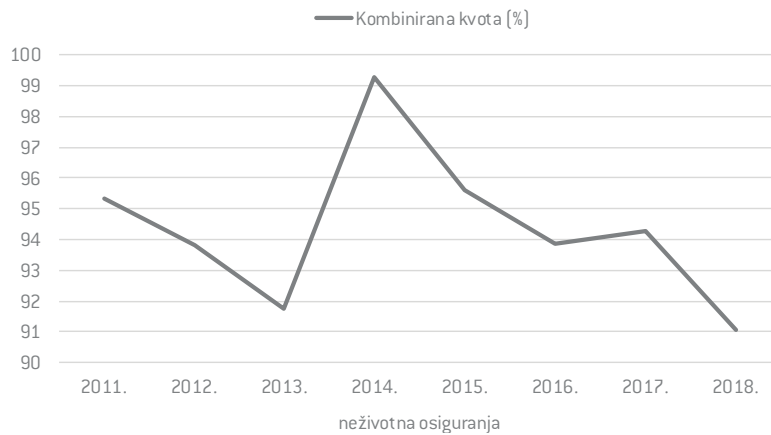
Izvor: Hanfa

Neživotna osiguranja istodobno bilježe blagi rast profitabilnosti uslijed sve većeg broja sklopljenih ugovora koji su posljedica intenziviranja prodaje novih vozila i gospodarskog oporavka. Sve uspješnije poslovanje društava u segmentu neživotnih osiguranja usprkos izazovnom tržišnom okruženju

i konkurentskim pritiscima očituje se i u trendu pada kombinirane kvote<sup>9</sup> (slika 5.). Iako postoje značajne razlike među pojedinim osiguravateljima (kvote šteta na kraju 2018. kretale su se u rasponu od 82 % do 151 %), društva za osiguranje uglavnom uspijevaju generirati pozitivan poslovni rezultat.

<sup>9</sup> Kombinirana kvota predstavlja omjer ukupnih rashoda (rashoda vezanih uz štete i svih troškova poslovanja) i zarađene premije mjerodavnih za određeno razdoblje

Slika 5. Kombinirana kvota (bruto) za skupinu neživotnih osiguranja

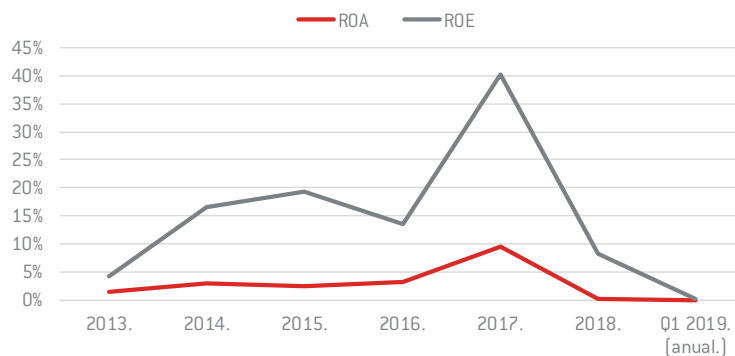


Izvor: Hanfa

Unatoč ostvarenom gospodarskom oporavku, aktivnost na domaćem tržištu kapitala još je uvijek skromna, što stvara pritiske na profitabilnost i poslovne modele investicijskih društava (slika 6.).

U cilju kompenzacije slabih povrata na domaćem tržištu, nove prilike traže se na inozemnim tržištima kapitala pa tijekom posljednjeg razdoblja raste prihod od trgovanja u tom segmentu.

Slika 6. Profitabilnost investicijskih društava



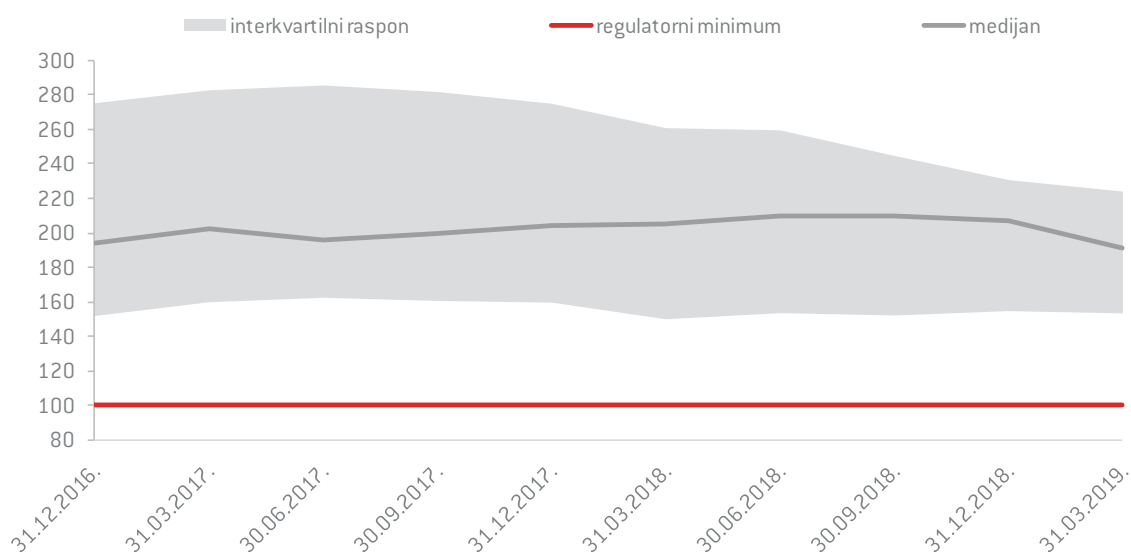
Izvor: Hanfa

### 3.3. Kapitaliziranost

Kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga zadržana je na primjerenim razinama unatoč višegodišnjem izazovnom poslovnom okruženju koje je ograničilo profitabilne investicijske mogućnosti. Društva za osiguranje zadovoljavajuće su kapitali-

zirana uz razmjerno stabilne pokazatelje solventnosti<sup>10</sup>. Medijalni omjer solventnosti znatno je iznad regulatornog minimuma<sup>11</sup> za sve skupine osiguravatelja premda je ukupna distribucija kapitaliziranosti osiguravatelja tijekom prvog tromjesečja 2019. blago pomaknuta prema dolje (slika 7.).

Slika 7. Omjeri solventnosti društava za osiguranje



Izvor: Hanfa

Smanjenje omjera solventnosti društava za osiguranje u prvom tromjesečju 2019. u odnosu na kraj 2018. u najvećoj je mjeri posljedica primjene prijelaznih mjera za izračun kapitalnih zahtjeva za koncentracijski rizik te rizik raspona vezan uz državne obveznice izdane u stranoj valuti (povećanje pondera rizika za izračun kapitalnih zahtjeva s 20 % u godišnjem izračunu na 50 % u izračunu kapitalnih zahtjeva za prvo tromjesečje 2019.). S obzirom na povećanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske početkom 2019. očekuje se smanjenje

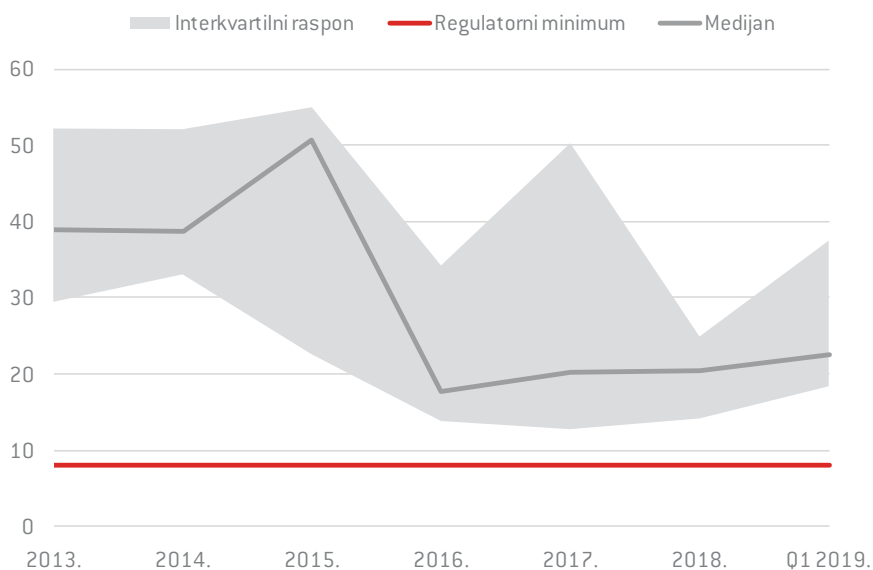
čimbenika rizika u izračunu kapitalnih zahtjeva za koncentracijski rizik i rizik raspona u sljedećem razdoblju.

Slaba potražnja za investicijskim uslugama te izazovno poslovno okruženje u uvjetima komprimiranih ulagačkih prinosa u znatnoj su mjeri opteretili poslovanje investicijskih društava. Premda je na razini sektora kapitaliziranost znatno iznad minimalnih regulatornih zahtjeva, kapitalni su amortizeri pojedinih društava znatno oslabljeni (slika 8.)

10 Solventnost 2 definira dvije razine potrebnog kapitala: minimalni potrebni kapital (MCR) koji predstavlja najnižu dopuštenu razinu kapitala te potrebni solventni kapital (SCR) koji predstavlja onu razinu kapitala koja omogućuje društvu za osiguranje odnosno društvu za reosiguranje apsorpciju gotovo svih štetnih događaja i solventno poslovanje s obzirom na preuzete rizike.

11 Društvo za osiguranje dužno je imati prihvatljiva vlastita sredstva za pokriće potrebnog solventnog i minimalnog kapitala odnosno omjere prihvatljivih vlastitih sredstava u odnosu na SCR i MCR održavati iznad 100 %.

Slika 8. Adekvatnost kapitala investicijskih društava



Izvor: Hanfa

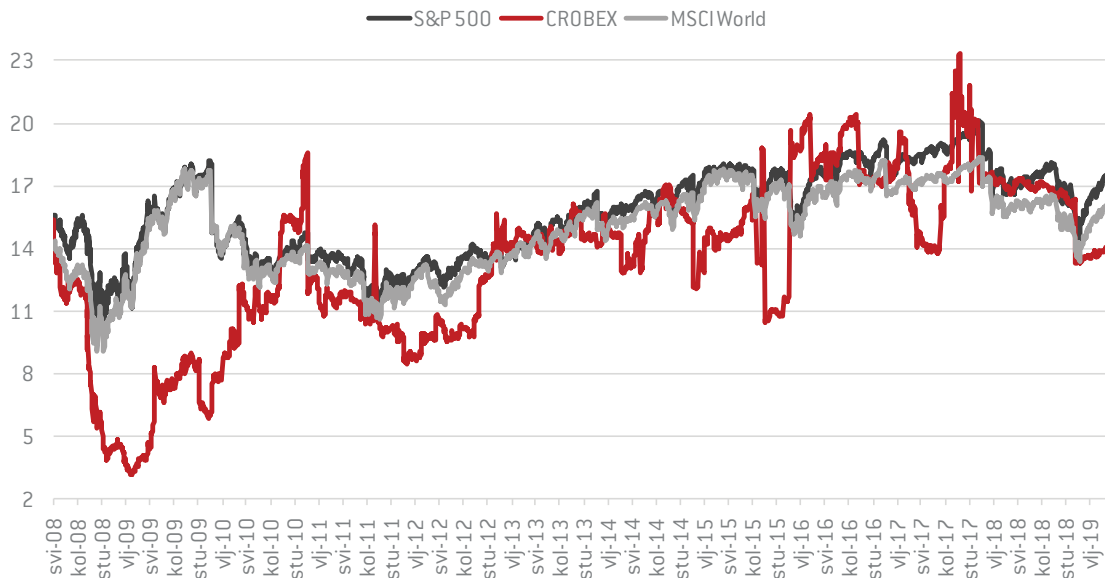
### 3.4. Tržišni rizici

Globalna dionička tržišta tijekom 2018. godine obilježila je vrlo visoka volatilnost i značajna korekcija cijena uslijed geopolitičkih rizika, trgovinskog sukoba između SAD-a i Kine, Brexita te ulaska Italije u recesiju. Vrlo optimistično prvo tromjesečje 2019. donijelo je oporavak dioničkih tržišta, ali rizici potencijalne eskalacije trgovinskih napetosti, Brexita bez dogovora kao i usporavanja globalnog gospodarstva i dalje ostaju izraženi.

Hrvatsko tržište kapitala tijekom prvog tromjesečja 2019. obilježila je vrlo niska likvidnost (pad prometa

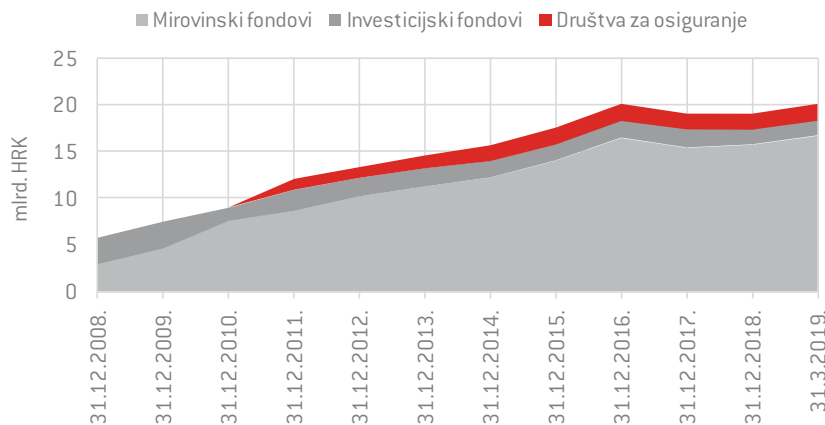
za gotovo 40 % u odnosu na isto razdoblje 2018.), a blagi rast dioničkog indeksa (slika 9.) potaknut je pozitivnim sentimentom investitora koji se prelio s globalnih tržišta, kao i objavama dobrih poslovnih rezultata vodećih kompanija na Zagrebačkoj burzi. Dionička ulaganja pružatelja financijskih usluga uglavnom su domaće orijentirana, iako se u potrazi za prinosima ulagački fokus polako usmjerava i prema stranim tržištima. No, unatoč tome što investicije u dionički kapital nisu velike (slika 10.), zbog ograničenog broja izdanja na domaćem tržištu kapitala te gospodarske povezanosti kompanija, rizik međupovezanosti ulaganja nije zanemariv.

Slika 9. P/E omjeri najznačajnijih indeksa



Izvor: Bloomberg

Slika 10. Ulaganja u dionice

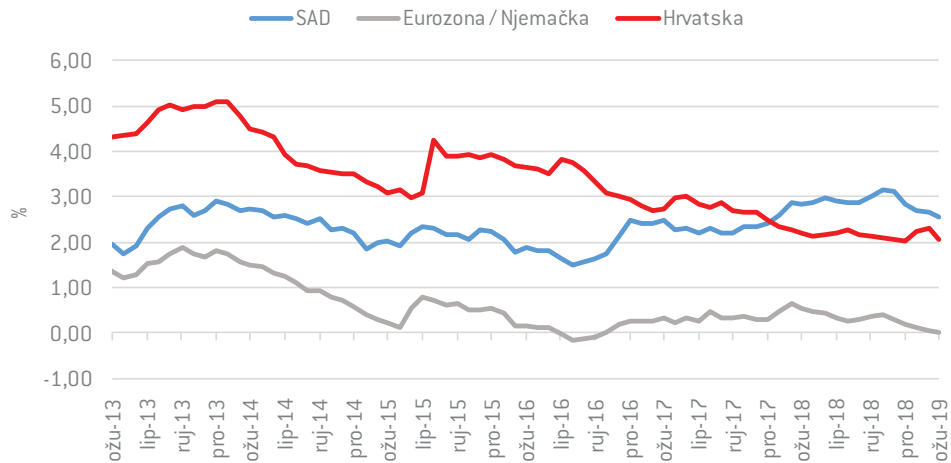


Izvor: Hanfa

Prinosi na obveznice su se i tijekom prvog tromjesečja 2019. nastavili smanjivati (slika 11.). Očekuje se da će referentne kamatne stope europa područja ostati nepromijenjene barem do kraja 2019. S obzirom na strukturu ulaganja pružatelja financijskih usluga u kojoj državne obveznice predstavljaju dominantno ulaganje (slika 12.), prolongiranje perioda niskih kamatnih stopa i dalje predstavlja značajan izazov poslovanja. On je posebno izražen kod društava koja se bave životnim osigu-

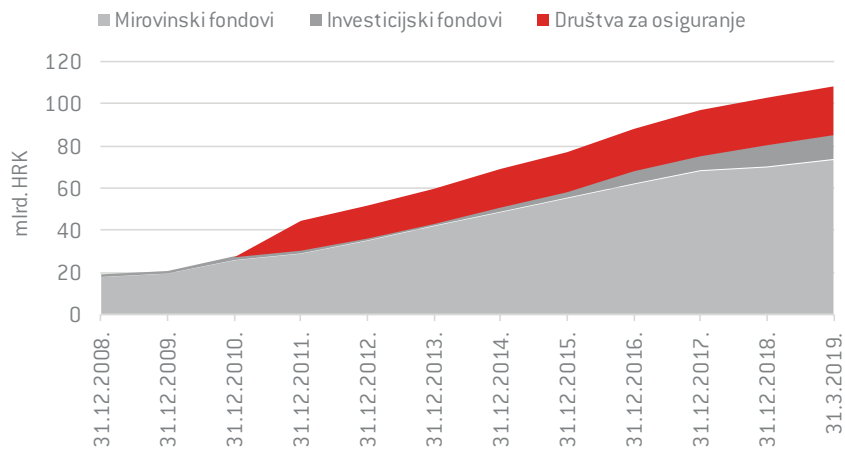
ranjem budući da sve teže generiraju prinos dostatan za ispunjavanje preuzetih dugoročnih financijskih obveza, ali i mirovinske i ostale fondove koji nastoje očuvati vrijednost imovine uložene u dužničke vrijednosne papire te istodobno osigurati primjerene isplate. Navedeno bi moglo potaknuti daljnju potragu za prinosom i okretanje atraktivnijim tržištima koja uz veće povrate sa sobom nose uglavnom i veći rizik.

Slika 11. Usporedba prinosa na desetogodišnje obveznice



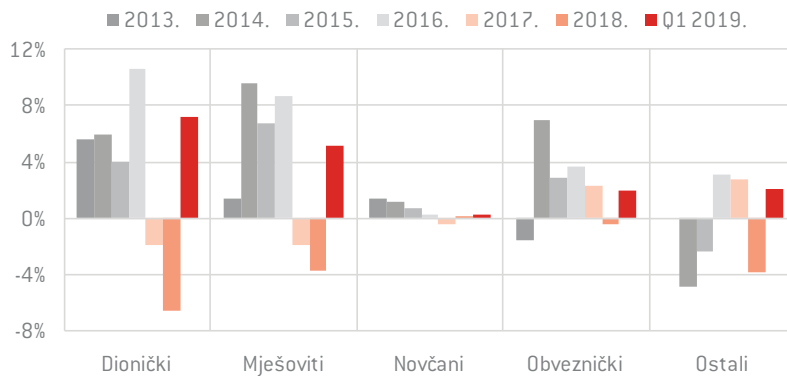
Izvor: ESB

Slika 12. Ulaganja u obveznice



Izvor: Hanfa

Slika 13. Ostvareni prinosi UCITS fondova

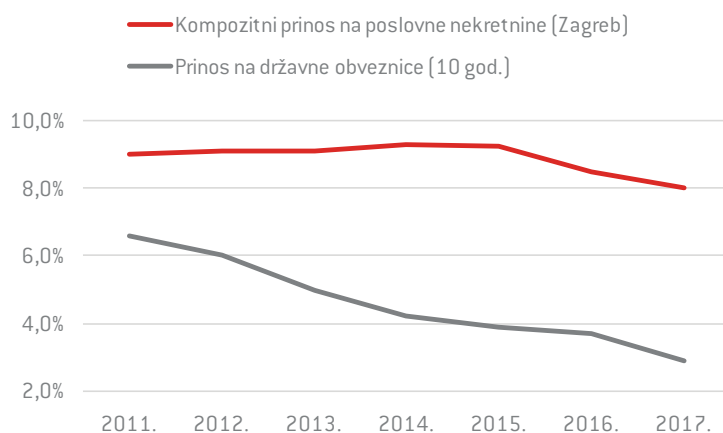


Izvor: Hanfa

Tržište nekretnina postalo je zanimljiva ulagačka alternativa dijelu posrednika na financijskom tržištu s obzirom na komparativno atraktivne prinose koje ta ulaganja generiraju posljednjih godina (slika 14.). Tako je udio ulaganja ukupne imovine u nekretnine društava za osiguranja na kraju 2018. iznosio 7,92 % odnosno 2,76 mlrd. HRK (slika 15.) te je bio znatno veći od prosjeka Europske unije koji je iznosio 2,35 % (slika 15.). Ciklička kretanja na tržištu nekretnina već su se pokazala kao značajan katalizator poremećaja i šokova s potencijalom

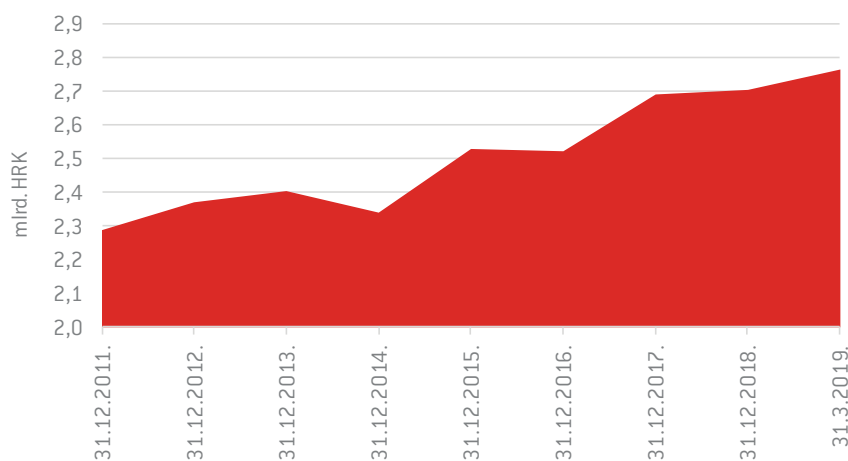
destabilizacije financijskih sustava. Premda se na hrvatskom tržištu nekretnina, koje posljednjih nekoliko godina bilježi znatan oporavak, trenutno ne akumuliraju značajne neravnoteže (cijene nekretnina ne odstupaju značajno od razine utemeljene na makroekonomskim fundamentima, slika 16.) uzlazna ciklička kretanja zahtijevaju pozorno praćenje izloženosti financijskih posrednika ovom tržištu kako bi se sistemski rizici koji bi mogli proizaći s tog tržišta prevenirali i očuvala trenutna dobra kapitaliziranost društava za osiguranje.

Slika 14. Bruto prinosi na poslovne nekretnine i državne obveznice



Izvor: Colliers

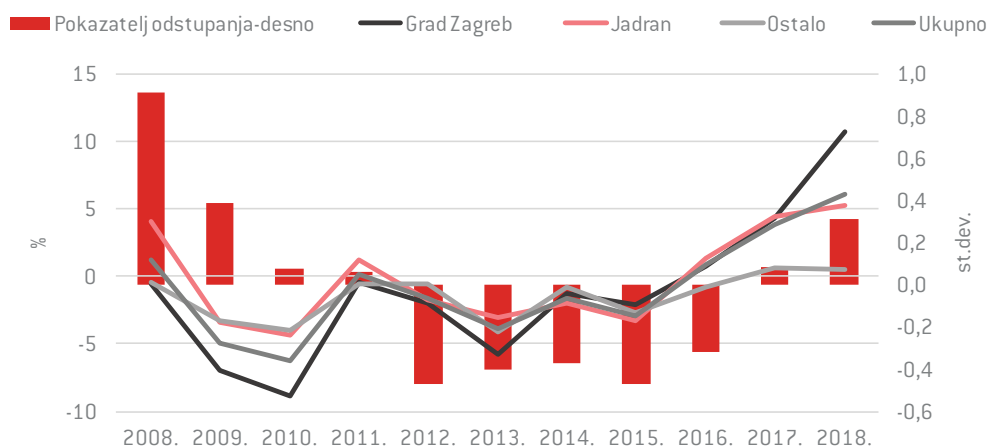
Slika 15. Ulaganja društava za osiguranje u nekretnine



Izvor: Hanfa



Slika 16. Godišnje stope rasta cijena stambenih nekretnina i odstupanje cijena od makroekonomski utemeljene razine



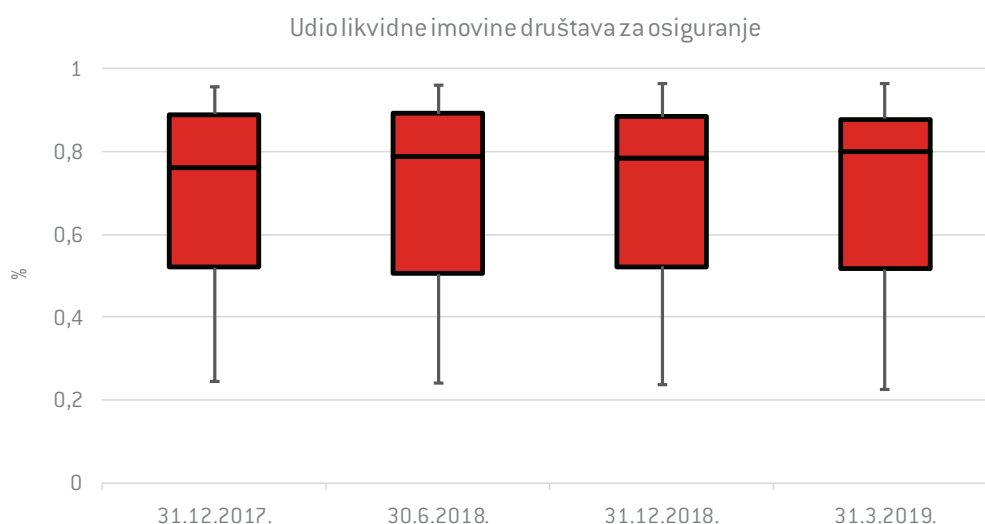
Izvori: DZS i HNB

### 3.5. Rizik likvidnosti

Likvidnost sektora financijskih usluga tijekom prošle i početkom ove godine stagnira na zadovoljavajućoj razini. Tako je udio likvidne imovine u ukupnoj imovini društava za osiguranje blago porastao tijekom 2018. (slika 17.), pri čemu se medijan povećao sa 76,1 % krajem 2017. na 78,4 % na kraju 2018., što nadilazi prosjek udjela likvidne

imovine osiguravatelja na razini Europske unije (iznosio je 67 % na kraju 2018.). Premda je likvidna imovina sektora osiguranja dostatna za ispunjavanje obveza po dospijeću na agregatnoj razini, pojedina su društva nešto izloženija riziku likvidnosti. Treba međutim istaknuti kako potencijal za sistemski učinak njegove materijalizacije nije značajan.

Slika 17. Omjeri likvidnosti društava za osiguranje

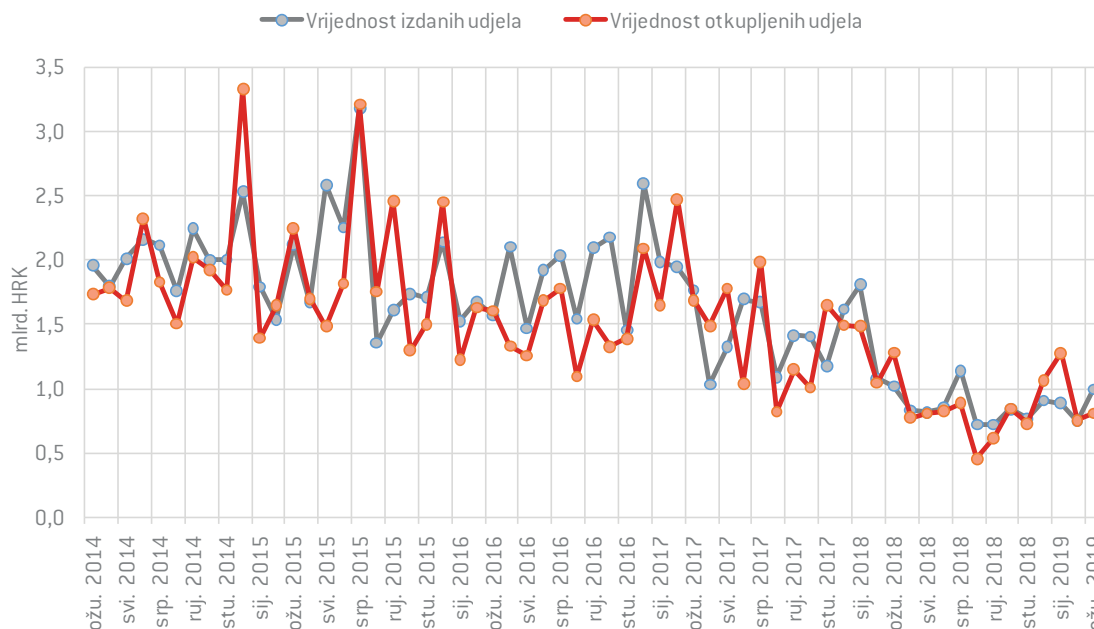


Izvor: Hanfa

Likvidnost UCITS fondova također je stabilna s obzirom na uravnoteženost uplata u fondove i povla-

čenja iz njih (slika 18.), uz višegodišnji trend smanjenja investicijske aktivnosti.

Slika 18. Trgovanje udjelima UCITS fondova



Izvor: Hanfa

### 3.6. Tržišna infrastruktura

Nesmetano funkcioniranje tržišne infrastrukture jedan je od preduvjeta očuvanja financijske stabilnosti, a nezamjenjivost pojedinih pružatelja usluga povećava njihov sistemski značaj.

Zagrebačka burza kao jedini operater uređenog tržišta, Središnje klirinško depozitarno društvo kao jedini operater sustava poravnanja i/ili namire te operater središnjeg depozitorija u Republici Hrvatskoj, a ujedno i operater Fonda za zaštitu ulagatelja, Regos kao osnovna infrastruktura u segmentu obveznih mirovinskih fondova te Raiffeisen mirovinsko društvo kao trenutno jedino društvo za isplatu mirovina iz drugog stupa mirovinskog osiguranja stoga su nezamjenjivi u funkcijama koje obavljaju. Oni omogućavaju uredno obavljanje poslova na tržištu kapitala, odnosno sektoru financijskih usluga, a u slučaju prekida njihovog poslovanja ili značajnijih poremećaja u njihovom radu, uspostava zamjenskog sustava u kratkom roku vrlo je neizvjesna. Kao takvi, predstavljaju značajan izvor sistemskog rizika u sektoru financijskih

usluga. Premda je s obzirom na uspostavljene kontrolne mehanizme vjerojatnost materijalizacije ovog rizika mala, njezine bi implikacije imale dalekosežne posljedice na financijski sustav uslijed ovisnosti drugih subjekta o njihovom funkcioniranju, kao i reputacijski rizik za tržište u cjelini.

### 3.7. Operativni rizik

#### Kibernetički rizik

Kibernetičke prijetnje predstavljaju jedan od značajnijih rizika za stabilnost financijskog sustava uzimajući u obzir visoku integraciju financijskih tržišta te prekogranično pružanje financijskih usluga. Kibernetičke prijetnje poput korporativne špijunaže, propusta vlasničkih financijskih podataka, krađe kapitala financijskih entiteta, DDoS napadi<sup>12</sup> na web sučelja financijskih institucija te

12 DDoS napad (engl. *Denial of Service Attack*) odnosi se na kibernetički napad u kojem počinitelj nastoji učiniti računalni servis ili mrežni resurs nedostupnim korisnicima odnosno onemogućiti im korištenje određenih usluga.

potpuna krađa i/ili objava podataka financijske infrastrukture postaju sve izraženije.

U dugom roku očekuje se intenziviranje ovog rizika posebno u pogledu kontinuiteta poslovanja i integriteta podataka, odnosno vjerojatnosti kibernetičkih napada pružatelja financijskih usluga. Budući da je kibernetički rizik još uvijek relativno nova kategorija rizika te postoji vrlo malo iskustva s modeliranjem i testiranjem otpornosti financijske infrastrukture na ovaj rizik, točna procjena izloženosti i utvrđivanje potencijalnih gubitaka uslijed materijalizacije kibernetičkog rizika i dalje predstavlja izazov na međunarodnoj razini.

### **Utjecaj Brexita na financijsko tržište u Hrvatskoj**

Iako se izlazak Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije prati s velikim zanimanjem<sup>13</sup> zbog visokog

stupnja neizvjesnosti po pitanju datuma, ali i samog načina izlaska (tzv. *deal* ili *no-deal* Brexit), ne očekuje se materijalizacija sistemskih rizika na domaćem financijskom tržištu s obzirom na vrlo malu izloženost domaćih pružatelja financijskih usluga britanskom tržištu.

Izlazak Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije bez postizanja sporazuma o izlasku (*no-deal* Brexit) značit će da notifikacije o pružanju usluga na području Republike Hrvatske za britanske pružatelje financijskih usluga više neće biti valjane, odnosno njihovo izravno pružanje usluga neće biti dozvoljeno<sup>14</sup>. S druge strane domaći će se subjekti koji su investirali u britanske financijske instrumente morati prilagoditi novom pravnom okviru koji se primjenjuje na njihova ulaganja (nakon izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije ta će ulaganja postati ulaganja u treću zemlju).

13 Više na <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/brexit-utjecaj-na-tr%C5%BEi%C5%A1te-kapitala/>

14 Notifikacije investicijskih fondova i društava za njihovo upravljanje više neće biti valjane, distribucija fondova (UCITS-a i AIF-ova) neće biti dozvoljena, društva za osiguranje iz Ujedinjene Kraljevine izgubit će odobrenje za obavljanje poslova osiguranja/reosiguranja, a distributeri osiguranja više neće biti ovlašteni pružati usluge distribucije osiguranja na području Hrvatske.

## Popis kratica

AIF	– alternativni investicijski fond (engl. <i>Alternative Investment Fund</i> )
BDP	– bruto domaći proizvod
DZS	– Državni zavod za statistiku
ESB	– Europska središnja banka
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– hrvatska kuna
MCR	– minimalni solventni kapital (engl. <i>Minimal Capital Requirement</i> )
mlrd.	– milijarda
mil.	– milijun
PEPP	– osobni mirovinski proizvod (engl. <i>Pan-European Personal Pension Product</i> )
P/E	– omjer cijene i zarade po dionici (engl. <i>Price-Earnings Ratio</i> )
ROA	– profitabilnost imovine (engl. <i>Return on Assets</i> )
ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>Return on Average Assets</i> )
ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>Return on Average Equity</i> )
ROE	– profitabilnost kapitala (engl. <i>Return on Equity</i> )
UCITS	– otvoreni investicijski fond s javnom ponudom (engl. <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i> )
SAD	– Sjedinjene Američke Države
SCR	– potrebni solventni kapital (engl. <i>Solvency Capital Requirement</i> )
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo