

FINANCIJSKA STABILNOST

Broj 1, rujan 2021.



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: 2806-6448

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

Sadržaj

Sadržaj.....	3
1. Uvodno	5
2. Makroekonomsko okruženje.....	7
Snažan gospodarski rast u 2021. i 2022.	7
Očekivani gospodarski oporavak pod utjecajem je brojnih rizika.....	9
Okvir 1. Matrica rizika: novi alat za praćenje evolucije sistemskih rizika	12
Metodološki pristup konstrukciji matrice rizika Hanfe.....	12
Ocjena izloženosti sistemskim rizicima sektora financijskih usluga za prvo tromjesečje 2021. godine.....	14
A) Rizici makroekonomskog okruženja, države i financijskih tržišta	15
B) <i>Rizici sektora financijskih usluga</i>	15
Zaključno	16
3. Financijska tržišta	17
Monetarno okruženje i uvjeti financiranja	17
Sentiment investitora.....	18
Vrednovanja i volatilnost na financijskim tržištima	20
Likvidnost i koncentracija tržišta	21
4. Mirovinski fondovi.....	23
Ključna ciklička kretanja.....	23
Strukturna obilježja i rizici	24
Prinosi	27
5. Investicijski fondovi	29
Ključna ciklička kretanja.....	29
Strukturna obilježja i rizici	30
Prinosi	34

6. Društva za osiguranje	36
Ključna ciklička kretanja.....	36
Strukturna obilježja i rizici	38
Profitabilnost i kapitaliziranost.....	41
7. Leasing društva.....	43
Ključna ciklička kretanja.....	43
Strukturna obilježja i rizici	44
Profitabilnost i kapitaliziranost.....	46
8. Ostali pružatelji financijskih usluga	48
Ključna ciklička kretanja.....	48
Strukturna obilježja i rizici	49
Profitabilnost i solventnost	51
9. Testiranje otpornosti na stres	53
Uvodno.....	53
Obilježja simulacije	53
Temeljni scenarij.....	54
Stresni scenarij	55
Rezultati vježbe testiranja otpornosti na stres	57
Zaključak.....	59
Popis kratica	61

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 cijelog financijskog sustava ili njegova dijela. Pritom šokovi mogu biti vanjski i poteći iz međunarodnog okruženja, ili idiosinkratski koji su 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*.

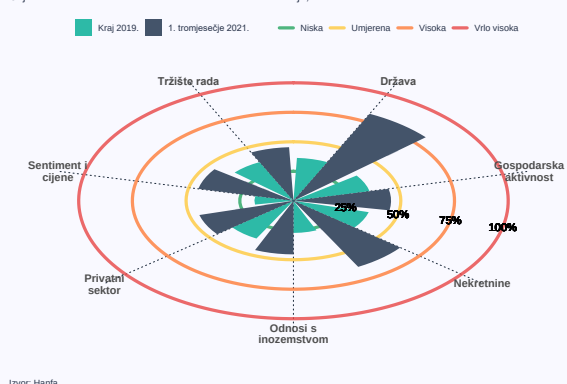
Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih rizika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali, odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, bilo je potrebno razviti i odgovarajući skup instrumenata i alata, odnosno politika usmjerenih ciljno na osiguranje stabilnosti sustava u cjelini, 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.

Hanfa kontinuirano nadzire i prati izloženosti sektora financijskih usluga sistemskim rizicima, a zaključke procesa identifikacije, analize i ocjene izloženosti rizicima redovno objavljuje u publikaciji *Makroprudencijalni skener rizika*. I dok je fokus te publikacije na horizontalnim izloženostima sektora financijskih usluga kao jedinstvene cjeline pojedinim rizicima poput tržišnog, kamatnog ili valutnog, godišnjom publikacijom *Financijska stabilnost* detaljno se analiziraju vertikalna kretanja i rizici pojedinog segmenta sektora financijskih usluga, odnosno industrije osiguranja, leasinga, faktoringa, investicijskih i mirovinskih fondova, kao i financijskih tržišta te daje ocjena njihove izloženosti (i doprinosa) sistemskim rizicima. Pri tome se analiza i procjena rizika u svakom od ovih segmenata financijskog sektora promatra u kontekstu međunarodnih i domaćih makroekonomskih, monetarnih i financijskih kretanja. U publikaciji se donosi i ocjena ukupne izloženosti cjelokupnog sektora

financijskih usluga sistemskim rizicima, kako onima kratkoročnog tj. cikličkog karaktera tako i dugoročnim, strukturnim rizicima. U publikaciji se prikazuju i rezultati ispitivanja otpornosti sektora financijskih usluga na malo vjerojatne, no moguće, makroekonomske i financijske šokove (tzv. testiranje otpornosti na stres). Time publikacija *Financijska stabilnost* pruža cjelovit i sistematiziran uvid u rizike kojima je domaći sektor financijskih usluga izložen, analizira njihovu prirodu i karakter, s ciljem pravovremenog i primjerenog makrobonitetnog djelovanja s ciljem sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja stabilnosti domaćeg financijskog sustava te jačanja njegove otpornosti na šokove.

2. Makroekonomsko okruženje

Slika 1. Neizvjesnosti povezane s kretanjem cijena i održivosti javnih financija najistaknutiji su rizici za oporavak gospodarstva nakon kontrakcije u 2020. Ocjena razine sistemskih rizika u makroekonomskom okruženju, u %



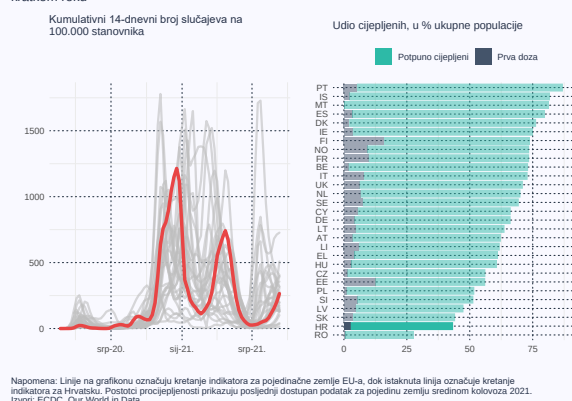
S obzirom na povoljnu epidemiološku situaciju u dijelu drugog i trećeg tromjesečja 2021. realizirani turistički prihodi trebali bi biti bolji od očekivanih te podržati projicirani skokovit („V“) oporavak ukupne domaće ekonomske aktivnosti. Međutim, negativni rizici projekcije naglašeni su s obzirom na relativno nisku procijepljenost stanovništva na početku četvrtog vala pandemije, rastuće globalne inflatorne pritiske, još uvijek neizvjestan dugoročni utjecaj koronakrize na dio korporativnog sektora te posebice lako promjenjivu tržišnu percepciju kreditnog rizika visoko zaduženog javnog sektora koja bi, uz moguće zaoštavanje globalnih uvjeta financiranja, dovela u pitanje održivost javnih i privatnih dugova i stavila kočnicu na ekonomsku aktivnost.

Snažan gospodarski rast u 2021. i 2022.

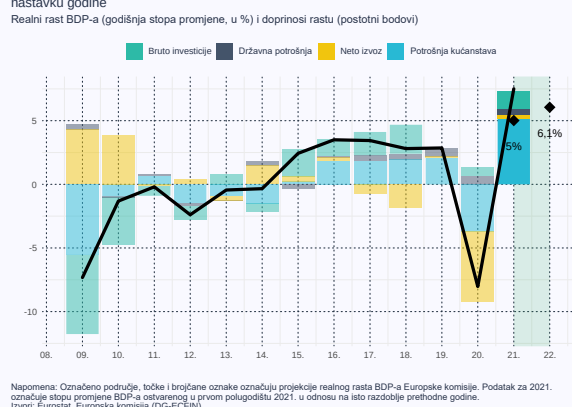
Drugi val pandemije koronavirusa krajem 2020. snažno je pogodio većinu zemalja EU-a pa tako i Hrvatsku. Iako u zdravstvenim terminima snažan (slika 2.), utjecaj drugog vala pandemije na gospodarsku aktivnost bio je ipak znatno slabiji od prethodnog. Rezultat je to komparativno manje restriktivnih epidemioloških mjera (slika 5.) nego što je to bio slučaj u proljeće 2020. Osim toga ekonomski agenti drugi su val dočekali spremniji jer su se u određenom stupnju

prilagodili novonastalim uvjetima poslovanja u kojima se prioritizira fizička distanca, a i implementirane mjere pomoći gospodarstvu dijelom su apsorbirale ekonomske učinke novog epidemiološkog pogoršanja.

Slika 2. Novi val pandemije i dinamika cijepljenja glavne odrednice brzine oporavka u kratkom roku



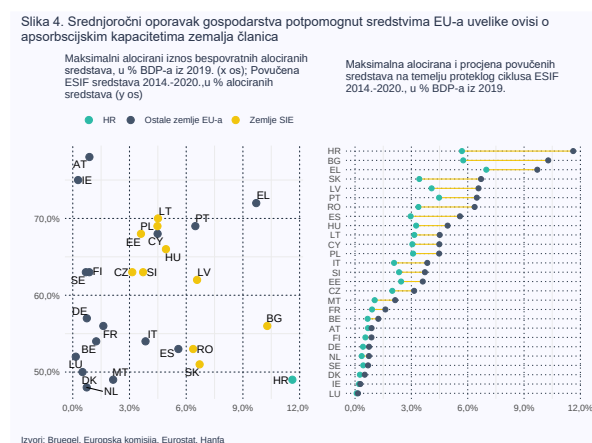
Slika 3. Očekivani oporavak gospodarstva pod znakom kretanja izvoza usluga i investicija u nastavku godine



Realna aktivnost domaćeg gospodarstva tako je u 2020. umanjena za 8,03 % u odnosu na prethodnu godinu (slika 3.), što je najveća zabilježena kontrakcija u posljednjih 30 godina, no ipak relativno manja od inicijalnih službenih projekcija s početka pandemije. Visoki oslonac na pandemijom direktno pogođenu turističku djelatnost odrazio se kroz najintenzivnije smanjenje komponente neto izvoza, dominantno usluga, u strukturi BDP-a. Istodobno je u okolnostima limitiranih mobilnih i

potrošačkih mogućnosti značajno pala i osobna potrošnja (godišnje za 6,2 %).

Početak procesa kolektivnog cijepljenja stanovništva u 2021. pridonio je ubrzanju relativne normalizacije ekonomskih procesa te ujedno postupnom oporavku bruto dodane vrijednosti koje domaće gospodarstvo generira. Tako se ukupna realna gospodarska aktivnost u prvom polugodištu 2021. nalazila na pretkriznim razinama¹, odnosno porasla je za 7,9 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (slika 3.). Spomenuti oporavak dominantno se oslanja na oporavak osobne potrošnje, ali i rast bruto investicija i državne potrošnje koje su pozitivan predznak očuvale i u prethodnoj godini. Pozitivna očekivanja ekonomskog rasta u ovoj i nadolazećoj godini² (slika 3.) odraz su baznih učinaka ekonomske kontrakcije iz 2020., ali i očekivanja dugoročnih, strukturnih promjena ekonomskih tokova i odrednica rasta, katalizator kojih bi prema očekivanjima trebao biti Nacionalni plan oporavka i otpornosti financiran iz Europskog plana oporavka.



¹ Realni BDP je u prvom polugodištu 2021. bio za tek 0,3 % niži u odnosu na isto razdoblje 2019. godine.

² Domaći i inozemni makroekonomski prognostičari očekuju realni rast BDP-a u 2021. u rasponu od 4,7 % do 6,8 %, dok se u

Slika 5. Rezultati izrazito sezonalne turističke aktivnosti osjetljivi na kretanje pandemije i epidemioloških mjera u ljetnim mjesecima



Mehanizmom za oporavak i otpornost koji čini središnji dio programa pomoći oporavku EU-a od pandemije, a obuhvaća zajmove i bespovratna sredstva, Hrvatskoj je alocirano 6,3 mlrd. EUR bespovratnih zajmova koje namjenski može iskoristiti do 2026. godine. Osim toga, Hrvatska može iskoristiti i mogućnost zaduženja u visini do 3,67 mlrd. EUR³ u sklopu mehanizma za zajedničko zaduživanje EU-a. Navedeni iznos bespovratnih sredstava čini čak 11,6 % pretkriznog BDP-a, što je u relativnim terminima najveći iznos alociran jednoj zemlji članici EU-a (slika 4.). Međutim, za ostvarivanje punog potencijala navedenog financijskog programa i njegovog transponiranja u ekonomski rast bit će potrebno unaprijediti projektne i alokacijske kapacitete koji su se u proteklom periodu pokazali nedovoljno efikasima, pa rizik nepovlačenja ukupnog Hrvatskoj alociranog iznosa sredstava može značajno utjecati na ostvarivanje manjeg ekonomskog rasta nego što je očekivano u tom razdoblju. Usto će biti važno pokazati (političku) ustrajnost u realizaciji planiranih reformi predviđenih Nacionalnim programom reformi, a dijelom prenesenih i kroz Pismo namjere za ulazak u europski tečajni mehanizam ERM II.

2022. očekuje blago usporavanje u rasponu od 4,4 % do 5,9 % (izvori: HNB, RBA, EK, EBRD, MMF).

³ Najviše do 6,8 % BDP-a iz 2019.

Očekivani gospodarski oporavak pod utjecajem je brojnih rizika

Prema prvim podacima rezultati turističke sezone bolji su od očekivanih što podržava pozitivna očekivanja rasta i skorog izlaska iz recesije, iako su rizici za oporavak, posebno srednjoročni, i dalje naglašeni.

Zadržavanje povoljne epidemiološke situacije tijekom ljetnih mjeseci (slika 5.) odgodilo je početak četvrtog pandemijskog vala za jesenski period i omogućilo ostvarivanje turističkih prihoda na bitno višim razinama nego prethodne godine. No razmjerno **niska i spororastuća stopa cijepljenosti** domaćeg stanovništva od svega 41 %, po kojoj se RH nalazi na začelju zemalja EU-a (slika 2.), kao i pojava novih varijanti virusa imaju potencijal do kraja godine u određenoj mjeri usporiti gospodarstvo, a državni proračun i dalje direktno opterećivati kroz moguću daljnju implementaciju mjera pomoći. Međutim, nije za očekivati da ti efekti budu blizu razinama kao u 2020. te će direktno ovisiti o daljnjoj dinamici cijepljenja.

Rastući inflatorni pritisci s obzirom na oporavak potražnje, ali i brojne šokove na strani ponude u kombinaciji s izrazito ekspanzivnim monetarnim politikama središnjih banaka, također bi mogli biti kočnica (snažnijem) realnom ekonomskom rastu. Tako je i inozemna i domaća godišnja stopa rasta cijena na kraju srpnja 2021. premašila razinu od 2 %, što je najviša razina inflacije u RH od 2013. godine (slika 6.). Spomenutom su rastu doprinijele sve značajnije komponente potrošačke košarice, a posebice rast cijena energenata i prijevoza, što je povezano s oporavkom gospodarske aktivnosti (slike 7. i 8.). Značajniji rast cijena zabilježile su još kategorije hrane i pića te uslužnih djelatnosti, pri čemu je rast cijena hrane djelomično povezan s poremećajima u međunarodnoj razmjeni, ali i smanjenom ponudom koja je nastala kao posljedica smanjenih prinosa zbog vremenskih nepogoda uslijed **klimatskih promjena čiji će se**

rizik dugoročno odraziti na razinu i strukturu ekonomskog rasta uz vjerojatne (kratkoročne) tranzicijske troškove.

Slika 6. Unatoč najjačnjem skoku cijena od 2013. i dalje prevladavaju očekivanja stabilizacije cijena u nastavku godine

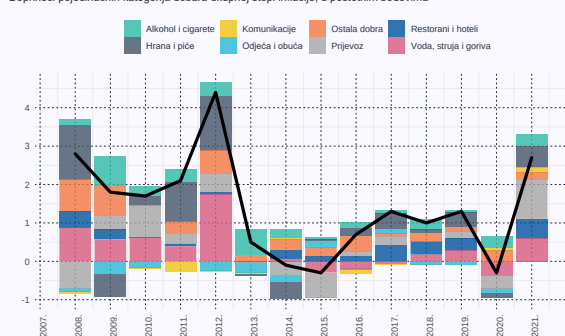
HICP - godišnja stopa promjene, u %



Napomena: Prikazane su medijalne vrijednosti očekivanja. Označeno područje označuje projekcijske vrijednosti. Izvor: ESB (Survey of Professional Forecasters), Eurostat, HNB

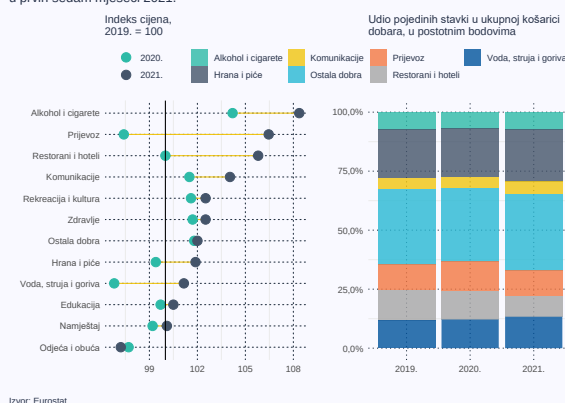
Slika 7. Oporavak cijena pod utjecajem poskupljenja ulaznih dobara prvenstveno energenata i cijene prijevoza

Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima



Napomena: Ostala dobra uključuju kategorije: namještaj, edukacija, zdravlje te rekreacija i kultura. Podatak za 2021. odnosi se na prvih sedam mjeseci. Izvor: Eurostat

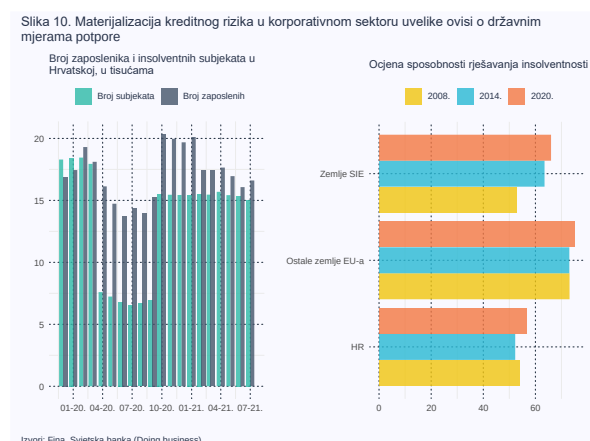
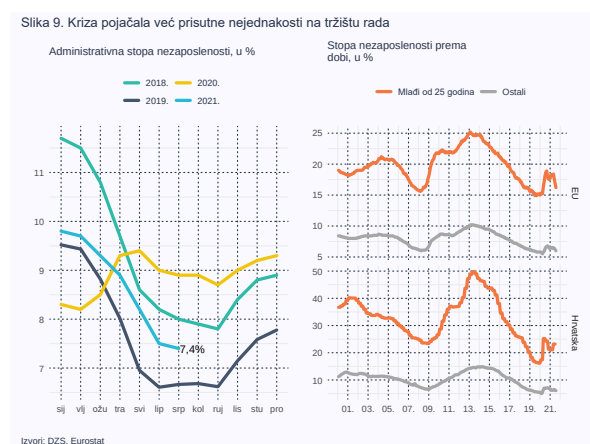
Slika 8. Bazi efekt prisutan tek kod nekolicine dobara čiji je pad vrijednosti u 2020. nadoknađen u prvih sedam mjeseci 2021.



Izvor: Eurostat

Iako trenutna globalna očekivanja sugeriraju kako je ostvareni rast cijena privremenog karaktera te da dugoročno neće opteretiti ekonomski rast, prolongirani period povišene inflacije svako je moguć ako se šokovi na strani ponude pokažu složenijima potencirajući rastuće

stagflacijske strahove i očekivanja te vjerojatnost njihove materijalizacije. Takav scenarij inicirao bi snažan globalni sistemski šok s negativnim posljedicama na realna ekonomska kretanja i financijska tržišta što bi se posljedično reflektiralo i na stabilnost domaćeg sektora financijskih usluga (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).



Državne mjere pomoći gospodarstvu donesene na početku koronakrize, a koje su u određenom obliku i obuhvatu produljene i u 2021., omogućile su koronakrizom direktno pogođenom dijelu privatnog sektora premošćivanje razdoblja zatvaranja ekonomije, kao i kasnije limitirano poslovanje, te spriječile značajnu materijalizaciju kreditnog rizika. Međutim, iako su one doprinijele sprečavanju značajnijeg rasta nezaposlenosti na

domaćem tržištu rada (stopa administrativne nezaposlenosti na kraju srpnja 2021. iznosila je 7,4 %, odnosno bila je za 1,5 postotnih bodova niža nego godinu ranije - slika 9.), kao i zatvaranja poduzeća iz djelatnosti najsnažnije i najdulje pogođenima epidemiološkim mjerama koje su im ograničile poslovanje, istodobno su dovele do **rasta nejednakosti na tržištu rada⁴ te preživljavanja određenih dijelova korporativnog sektora** koji se možda i nakon normalizacije poslovanja neće moći prilagoditi postpandemijskim okolnostima. Unatoč za trećinu nižoj dobiti nefinancijskih poduzeća u 2020. (20,5 mlrd. HRK) nego godinu prije, nije zabilježen, za krizne periode karakterističan, značajniji porast kreditnog rizika privatnog sektora. Tako je na kraju srpnja 2021. broj insolventnih subjekata bio čak niži nego netom prije početka krize (slika 10.). Navedeno bi moglo u određenoj mjeri opterećivati budući ekonomski oporavak ovisno o stupnju trenutno neizvjesne buduće materijalizacije kreditnog rizika. Uz normalizaciju ekonomskih aktivnosti koje su se već tijekom 2021. pokazale boljima od očekivanih, važan utjecaj na solventnost korporativnog sektora u narednom će razdoblju imati primjerena dinamika i intenzitet povlačenja mjera pomoći gospodarstvu, dok će za srednjoročni oporavak značajno biti jačanje institucionalnih kapaciteta i okvira u rješavanju insolventnosti.

Uz upitnu dugoročnu profitabilnu poslovnu perspektivu i solventnost pojedinih dijelova korporativnog sektora koja, neovisno o mjerama pomoći, ovisi o agilnosti njihove prilagodbe na izmijenjene poslovne postpandemijske okolnosti (nove lance opskrbe, distribucijske i prodajne kanale, rastuće ulazne troškove, izmijenjene potrošačke navike i preferencije i sl.), i dalje **visoke razine zaduženosti korporativnog sektora** opterećivat će njihovo poslovanje. Premda je

⁴ Mlađi radnici disproporcionalno su snažnije pogođeni krizom jer je stopa nezaposlenosti zaposlenika mlađih od 25 godina (koja je i prije krize bila dvostruko viša od ostalih zaposlenika) bila za 6 p.b. viša na kraju lipnja 2021. nego na kraju istog mjeseca 2019. godine,

dok je promjena za ostale zaposlenike u istom razdoblju iznosila svega 0,5 p.b.

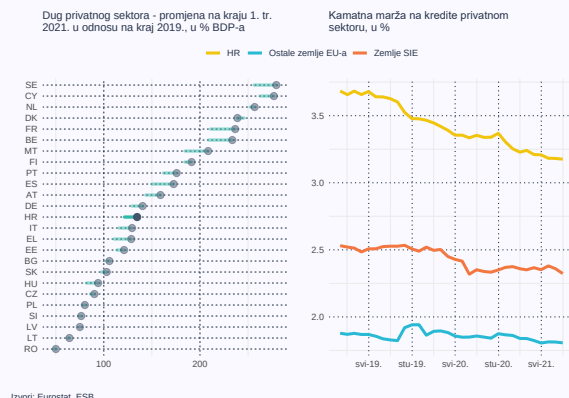
ukupna zaduženost domaćeg privatnog sektora⁵ na kraju prvog tromjesečja 2021. bila za 13 p.b. manja u odnosu na kraj 2019. (slika 11.) te je iznosila 134,6 % BDP-a⁶, kamatno opterećenje i dalje je visoko. S obzirom na visoku zastupljenost promjenjivih stopa, to naglašava **rizik potencijalne promjene trenutačno potisnute premije rizika** i s njom povezani porast kamatnih troškova postojećih dugova.

Stoga će za **očuvanje percipirane rizičnosti zemlje** i izbjegavanje intenziviranja rizika inercije u narednom razdoblju presudno biti osiguranje **stabilnosti javnog sektora, odnosno fiskalne pozicije**. Navedeno je posebno izazovno s obzirom na pandemijom uvjetovano širenje fiskalnih deficita (7,4 % BDP-a u 2020.) i rast javnog duga čija bi se razina prema službenim očekivanjima trebala stabilizirati na razini od 83 % BDP-a na kraju 2022. godine (slika 12.). U ožujku 2021. produljena je odredba o odstupanju od proračunskih pravila Pakta o stabilnosti i rastu do kraja 2022. godine, što zemljama članicama omogućava pružanje fiskalne potpore gospodarstvu bez ulaska u Proceduru prekomjernog deficita⁷. To će sigurno i u narednoj godini doprinijeti zadržavanju kreditnog rejtinga u investicijskom razredu i dugoročnih prinosa na niskim razinama.

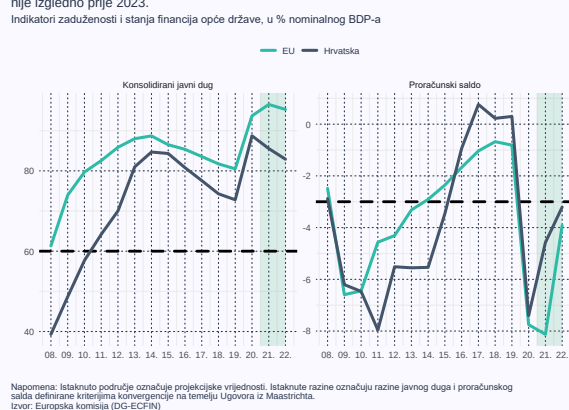
Povrh utjecaja na opći trošak zaduživanja i makroekonomske indikatore, važnost tržišne percepcije državnog duga očituje se i u vrlo visokoj direktnoj izloženosti sektora financijskih usluga državnom dugu kroz ulaganja u dugoročne državne obveznice. Potencijalni skok premije za rizik i iznenadni porast prinosa bi, unatoč pozitivnom utjecaju na profitabilnost kroz višu razinu kuponskog prihoda po novim obveznicama, značajno umanjio vrijednost

postojećih obvezničkih portfelja mirovinskih i investicijskih fondova, kao i kapitaliziranost društava za osiguranje (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).

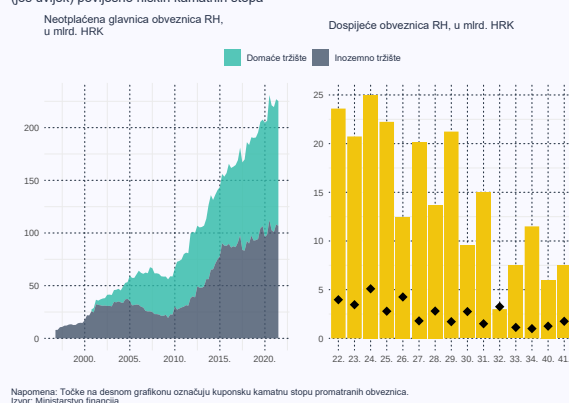
Slika 11. Porast zaduženosti kućanstava i nefinancijskih poduzeća djelomično ublažen nastavkom trenda smanjenja kamatnih stopa



Slika 12. Zatvaranje proračunskog manjka na razine definirane kriterijima iz Maastrichta nije izgledno prije 2023.



Slika 13. Značajne potrebe za refinanciranjem duga u narednim godinama u okolnostima (još uvijek) povijesno niskih kamatnih stopa



⁵ Privatni sektor podrazumijeva sektore kućanstava i nefinancijskih društava prema [ESA 2010 sektorizaciji](#).

⁶ Pad zaduženosti najvećim je dijelom (10 p.b.) izravna posljedica pada BDP-a, odnosno baznog efekta.

⁷ Više informacija o Proceduri prekomjernog deficita može se pronaći na [stranicama Europske komisije](#).

Okvir 1. Matrica rizika: novi alat za praćenje evolucije sistemskih rizika

Velika financijska kriza razotkrila je mnoge ranjivosti financijskih sustava i ukazala na važnost uvođenja nove dimenzije regulatornog djelovanja. Tako je pored već postojećeg mikrobonitetnog nadzora, krajem 2010. osnivanjem Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) uspostavljen temelj makrobonitetnog nadzora europskog financijskog sustava. Primarni je cilj makrobonitetnog djelovanja očuvanje stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava i s time povezana identifikacija i praćenje sistemskih rizika kako bi se smanjila vjerojatnost i ograničio učinak njihove materijalizacije. Stoga je tijekom prošlog desetljeća razvijen čitav niz makrobonitetnih alata, metrika i instrumentarija.

S obzirom na to da mjerenje i detekcija sistemskog rizika čine vrlo složen proces, za što uspješnije vođenje makrobonitetne politike nužno je istodobno koristiti više različitih pristupa i metoda. Jedan od najpoznatijih alata koji se posljednjih godina često koristi i čije se metodologije kontinuirano razvijaju je ispitivanje otpornosti na stres. Riječ je o metodi kojom se nastoje utvrditi ranjivosti financijskog sustava na temelju predviđanja kretanja fundamenata tog sustava u stresnim uvjetima. Hanfa je u prošloj godini započela s izradom makroekonomskog testiranja otpornosti sektora financijskih usluga⁸ (engl. *top down*) koje se kontinuirano unaprjeđuje.

Dok se takvom vježbom nastoji izmjeriti otpornost sustava u uvjetima stresa, trenutna faza realnog i financijskog ciklusa koja određuje razinu sistemskog rizika analizira se u okviru

metodološkog koncepta matrice rizika. Matrica rizika ili mapa rizika (engl. *Risk Dashboard*) sustavno je praćenje niza indikatora kojima se nastoji izmjeriti sistemski rizik, tj. odrediti njegov izvor, lokacija i priroda. Riječ je o analitičkom pristupu kojim se iz širokog skupa podataka izdvajaju ključne ranjivosti i potencijalni kanali prijenosa kojima se šokovi mogu proširiti kroz cjelokupni sustav. Takve su informacije neophodne za pravovremene reakcije nositelja makrobonitetnih politika. Ipak, treba naglasiti da nije riječ o alatu kojim se nastoje predvidjeti budući događaji i/ili oblikovati očekivanja o narednom razdoblju, već dati osvrt na trenutačne rizike cijelog sustava ili nekog njegovog dijela.

Metodološki pristup konstrukciji matrice rizika Hanfe

Konstrukcija matrice rizika složen je proces koji se sastoji od niza međusobno povezanih koraka (slika 1.).

Slika 1. Shematski prikaz procesa konstrukcije matrice rizika



Izvor: Hanfa

⁸ Vidjeti Okvir 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga u [Makroprudencijalnom skeneru rizika broj IV.](#)

1) Prvi je korak alokacija segmenta sustava za koji se nastoji izmjeriti razina sistemskog rizika. Matrica rizika konstruirana za potrebe praćenja izloženosti sistemskim rizicima sektora financijskih usluga sastoji se od ukupno 101 pokazatelja podijeljenih po pojedinim segmentima: društva za osiguranje, investicijski fondovi, mirovinski fondovi, leasing društva te ostali pružatelji financijskih usluga koji uključuju faktoring društva, investicijska društva, društva za upravljanje investicijskim fondovima, društva za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinska osiguravajuća društva. Pritom su u ocjenu uključena i kretanja u makroekonomskom okružju i na financijskim tržištima kao i fiskalni pokazatelji s obzirom na to da oni zajedno predstavljaju okruženje u kojem posluje sektor financijskih usluga.

2) U drugom je koraku potrebno odrediti ključne kategorije rizika koje će se analizirati za svako definirano područje, odnosno sektor. U konstruiranoj matrici rizika nastojale su se ocijeniti kategorije rizika koje se najčešće pojavljuju u stručnoj literaturi⁹, kao i one koje su specifične za Hrvatsku (npr. valutni rizik), a to su: tržišni rizik, rizik likvidnosti, kamatni rizik, kreditni rizik, rizik solventnosti, rizik profitabilnosti, rizik koncentracije sektora, rizik koncentracije izloženosti, valutni rizik, rizik potencijalnog rasta ranjivosti te rizik zaraze.

Zbog svojih specifičnosti, rizici koji proizlaze iz međunarodnog i domaćeg makroekonomskog i financijskog okruženja definirani su drugačije od onih za sektor financijskih usluga. Ranjivosti makroekonomskog okružja i države ocijenjene su po kategorijama: gospodarska aktivnost, država, privatni sektor, tržište nekretnina, odnosi s inozemstvom, tržište rada, sentiment i cijene, dok se za financijska tržišta ocjenjuju kolebljivost tržišta, sentiment, stupanj pregrijavanja tržišta, uvjeti financiranja, likvidnost tržišta i rizik koncentracije.

3) U trećem su koraku za svaku kategoriju rizika definirani pokazatelji rizika, tj. jedan ili više indikatora kojima se taj rizik nastojao najbolje kvantificirati. Pritom treba naglasiti kako je matrica rizika alat koji je nužno kontinuirano graditi i nadopunjavati kako bi se trenutačne ranjivosti sustava što bolje ocijenile, pa se inicijalni skup promatranih indikatora najčešće nadopunjuje i/ili redefinira tijekom vremena.

Slika 2. Skup mogućih ocjena za svaki pojedinačni pokazatelj

Ocjene dinamike Ocjene razine	Rizik pada (0)	Rizik stagnira (1)	Rizik raste (2)
Niska izloženost riziku (0)	0	1	2
Umjerena izloženost riziku (1)	3	4	5
Visoka izloženost riziku (2)	6	7	8
Vrlo visoka izloženost riziku (3)	9	10	11

Izvor: Hanfa

4) Konačna ocjena za svaki predloženi pokazatelj određuje se na temelju dviju ocjena: ocjene razine i ocjene dinamike koje čine četvrti korak procesa. U predloženoj matrici rizika moguće su četiri razine izloženosti riziku: niska, umjerena, visoka i vrlo visoka izloženost riziku i tri ocjene dinamike: rizik pada, stagnira ili raste (slika 2). Za svaki pokazatelj rizika određene su tri granice kako bi se vrijednosti tog pokazatelja jednoznačno funkcijski povezale s razinama rizika. Metode definiranja tih granica najčešće se ekstrahiraju iz povijesnih distribucija pokazatelja, vrijednosti tih pokazatelja za zemlje SIE, europodručja i/ili EU-a, ali to mogu biti i neki regulatorni standardi ili stručna procjena. Prilikom određivanja obiju ocjena za svaki pokazatelj rizika uzeti su u obzir i događaji koji nisu lako mjerljivi ili nužno vidljivi u trenutačnim podacima, a koji bi mogli utjecati na konačnu ocjenu. Stoga je važan dio konačne ocjene izloženosti pojedinom riziku i stručna prosudba analitičara temeljena na praćenju puno šireg

⁹ Vidjeti npr. [EIOPA-in Risk Dashboard](#).

skupa informacija od onog prikazanog u samim podacima.

5) Konačno, nakon dodjeljivanja ocjena svakom pokazatelju, u posljednjem su koraku rezultati agregirani u jedinstvenu ocjenu, najprije za svaki od sedam sektora i dvije dimenzije rizika (kratkoročnu i dugoročnu)¹⁰, a potom su iz tih agregatnih ocjena izvedene ukupno četiri ocjene: za sektor financijskih usluga i za sektor makroekonomskog okružja, države i financijska tržišta u kratkom i dugom roku.

Prilikom interpretacije rezultata matrice rizika treba imati na umu određena ograničenja ovog pristupa. Nedostatak dovoljno dugih vremenskih serija koje bi obuhvaćale i ulaznu i silaznu fazu realnog i financijskog ciklusa uvelike otežava određivanje granica između razina rizika i posljedično definiranje ocjena. Velik je problem i manjak kvalitetnih kvantitativnih podataka za praćenje nekih specifičnih vrsta rizika kao što su primjerice operativni rizici pa takvi nisu uključeni u trenutačni okvir. Stoga će se postavljeni metodološki koncept nadopunjavati i mijenjati ovisno o dostupnosti novih podataka i detektiranju novih vrsta i izvora rizika. Jedan takav rizik koji međunarodni regulatori planiraju integrirati u svoje postojeće sustave praćenja sistemskog rizika jest klimatski rizik. Pored toga, potencijalno intenzivnije ulaganje u nove, posebne oblike imovine kao što je primjerice kryptoimovina zahtijevat će proširivanje trenutačno postavljenog okvira matrice rizika.

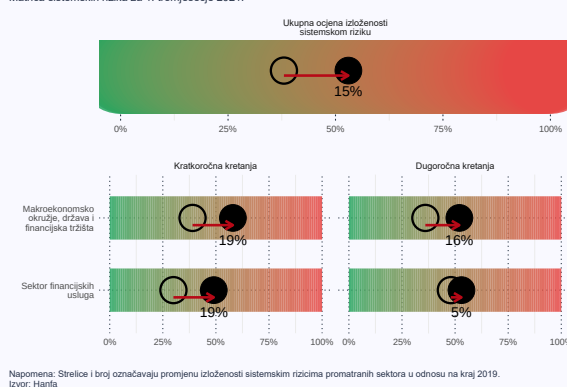
Ocjena izloženosti sistemskim rizicima sektora financijskih usluga za prvo tromjesečje 2021. godine

Ukupna ocjena izloženosti sektora financijskih usluga sistemskim rizicima ocijenjena je umjerenom u prvom tromjesečju 2021. (slika 3.), no primjetan je porast te izloženosti u odnosu na kraj 2019. (za 15 %).¹¹

Izloženost sistemskim rizicima se tijekom 2020. i 2021. prvenstveno povećala zbog ocijenjenih rastućih ranjivosti u makroekonomskom okružju, pogoršanih fiskalnih pokazatelja i zabilježenih većih neizvjesnosti i volatilnosti na financijskim tržištima kako u kratkom (ciklički poremećaji) tako i dugom roku (strukturne ranjivosti).

Iako je rast ukupne izloženosti sistemskim rizicima u tom razdoblju tek manjim dijelom proizašao iz porasta rizika u samom sektoru financijskih usluga, signifikantan rast kratkoročnih rizika, a čija je razina ocijenjena umjerenom, ipak je zabilježen zbog rastućih rizika povezanih s likvidnošću te posebno profitabilnošću sektora. Istodobno se strukturne ranjivosti sektora financijskih usluga unatoč kriznim okolnostima nisu značajnije izmijenile, dijelom i zbog intenzivnih regulatornih mjera.

Slika 3. Ukupna izloženost sistemskim rizicima sektora financijskih usluga ocijenjena je umjerenom u prvom tromjesečju 2021.
Matrica sistemskih rizika za 1. tromjesečje 2021.



¹⁰ Agregatna ocjena za svaki sektor i dimenziju rizika izračunata je kao udio zbroja dodijeljenih ocjena u ukupnom najvećem mogućem zbroju ocjena, tako da porast ocjene za određeni sektor ukazuje na porast rizika u tom sektoru.

¹¹Zbog svojevrstnog testiranja osjetljivosti predloženog metodološkog okvira za izradu matrice rizika, ocjene su dane za

zadnji dostupan podatak (uglavnom 31.3.2021.) i prije nastupanja koronakrize (31.12.2019.). U narednim iteracijama, planirano je tromjesečno ažuriranje pokazatelja i davanje ocjena sistemskog rizika.

A) Rizici makroekonomskog okružja, države i financijskih tržišta

Najveći doprinos ocijenjenoj povišenoj razini rizičnosti koja proizlazi iz makroekonomskih i financijskih kretanja proizašao je iz snažne kontrakcije gospodarske aktivnosti uzrokovane pandemijom koronavirusa. Zbog svoje visoke izloženosti turističkom sektoru, Hrvatska je postala jedna od zemalja EU-a najpogođenijih ekonomskim učincima pandemije. Unatoč djelomičnom oporavku, krajem prvog tromjesečja 2021. realne stope rasta BDP-a još su uvijek bile u negativnom području (-0,7 %), a daljnji će oporavak primarno, kao i dosad, ovisiti o uspješnosti suzbijanja koronavirusa. Pored zabilježenih povijesno visokih korekcija BDP-a, pandemija je snažno utjecala i na pogoršanje fiskalnih pokazatelja, iako je Hrvatska koronakrizu dočekala spremnija nego financijsku krizu 2008. godine. Nužne mjere pomoći gospodarstvu, uz smanjenje prihoda i porast rashoda, odrazile su se prije svega u zabilježenom manjku proračuna opće države od 7,4 % BDP-a i porastu javnog duga čija je razina krajem 2020. dosegla razinu od 88,7 % BDP-a. Istodobno se rizici povezani s tržištem rada nisu značajnije materijalizirali ponajprije zbog potpora za zaposlene u djelatnostima pogođenima koronakrizom. Navedeno je odgodilo i djelomično neutraliziralo učinak krize na tržište rada. Ipak, premda agregatni pokazatelji signaliziraju tek manji porast rizika na tom tržištu, izgledno je da su najranjivije skupine, prije svega mladi i zaposleni na određeno vrijeme, u nepovoljnijem položaju u odnosu na 2019. godinu (slika 9. u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)).

Slično kao i na tržište rada, kriza zasad nije imala značajniji utjecaj na tržište nekretnina. Unatoč pandemijskim okolnostima i fizičkom distanciranju, cijene stambenih nekretnina su u promatranom jednogodišnjem razdoblju, stabilno rasle po prosječnoj godišnjoj stopi od 8,6 %. Istodobno je broj kupoprodajnih

transakcija tek neznatno smanjen, a glavno obilježje nekretninskog tržišta i nadalje je visoka segmentacija i heterogen geografski rast.

Iznenadni sistemski šok uzrokovan pandemijom koronavirusa u ožujku 2020. snažno je zahvatio i financijska tržišta koja su u tom razdoblju zabilježila povijesni pad vrijednosti. Međutim, nakon zabilježenih inicijalnih korekcija, ostatak godine obilježila je pojačana tržišna aktivnost koja se nastavila i početkom 2021. pod utjecajem pozitivnih informacija najprije o pronalasku cjepiva, a zatim i o početku cijepljenja stanovništva. Kako tržišta vrlo brzo reagiraju na nove informacije o širenju virusa, dinamici cijepljenja, popuštanju/poošttravanju epidemioloških mjera i s time povezanim projekcijama gospodarskog rasta, rizik kratkoročnih tržišnih volatilnosti i nadalje je povišen, što uz prisutne strukturne ranjivosti domaćeg tržišta kapitala (poput niske likvidnosti i visoke koncentracije trgovanja), ostavlja ukupnu ocjenu za taj dio sustava na povišenoj razini.

B) Rizici sektora financijskih usluga

Izloženosti kratkoročnim sistemskim rizicima koji proizlaze iz poslovanja sektora financijskih usluga ocijenjene su umjerenima u prvom tromjesečju 2021., uz izraženiji rast u odnosu na kraj 2019., dok strukturne ranjivosti stagniraju na blago povišenoj razini.

Od svih segmenata sektora financijskih usluga, primarni udar koronakrize najsnažnije se odrazio na poslovanje investicijskih fondova za koje je ocijenjena blago povišena ukupna razina izloženosti sistemskim rizicima. Iako je materijalizacija rizika likvidnosti s eskalacijom pandemije bila izražena kod UCITS fondova s obzirom na dostupnost udjela ulagateljima, u nastavku su se godine neto uplate i poslovanje investicijskih fondova stabilizirali. Na povećanje kratkoročne, a ujedno i ukupne ocjene rizičnosti investicijskih fondova, najviše je utjecao rizik

profitabilnosti s obzirom na tržišna kretanja i zadržavanje kamatnih stopa na niskim razinama. Profitabilni izazovi odražavaju se i u visokim strukturnim ranjivostima kroz rast izloženosti kamatnom riziku zbog produljenja ročnosti ulaganja te povišenu osjetljivost na tržišnu percepciju kreditnog rizika.

Ukupna izloženost sistemskim rizicima mirovinskih fondova ocijenjena je umjerenom te je odraz niske, no rastuće, izloženosti kratkoročnim, cikličnim oscilacijama te povišene izloženosti strukturnim ranjivostima. Pandemijski efekti u vidu naglašenih tržišnih korekcija i volatilnosti u 2020. reflektirali su se na mirovinske fondove kroz pad njihove profitabilnosti, iako je ona zadržala pozitivan predznak. Oporavak profitabilnosti u prvom tromjesečju 2021., rezultirao je niskom kratkoročnom izloženosti sistemskim rizicima, iako je u odnosu na 2019. ona na bitno višim razinama. Strukturna obilježja mirovinskog sustava izlažu mirovinske fondove povišenom sistemskom riziku u dugom roku ponajprije s obzirom na visoki stupanj koncentracije njihovih ulaganja u vidu obveznica koji ih, unatoč određenim dugoročnim stabilizacijskim prednostima, izlaže kamatnom riziku koji je s obzirom na inflacijska kretanja te visoke razine zaduženosti privatnih i javnih sektora sve naglašeni.

Za razliku od investicijskih i mirovinskih fondova, nepovoljni učinci pandemije i razornih potresa dosad su se u vrlo ograničenom opsegu prelili na sektor osiguranja. Stoga je izloženost sistemskim rizicima društava za osiguranje tijekom 2020. i 2021. zadržana na razmjerno umjerenj razini. Pri tome je kao i kod fondova u dijelu kratkoročnih kretanja naglašen rizik profitabilnosti s obzirom na izazove okruženja niskih stopa te pad premijskog prihoda u segmentu osiguranja života, dok se strukturne ranjivosti ogledaju u koncentriranom ulagačkom portfelju i s time povezanom kreditnom riziku, odnosno njegovoj tržišnoj percepciji s obzirom

na visoke razine zaduženosti privatnog i javnog sektora.

Unatoč vrlo direktnim i snažnim utjecajima pandemije na poslovanje leasing društava, ponajprije kroz pad obujma poslovanja i time priljeva prihoda po novim, ali i postojećim ugovorima (zbog moratorija), izloženost sistemskim rizicima ocijenjena je umjerenom, no uz mogućnost porasta s obzirom na to da, iako bitno manja nego pri eskalaciji pandemije, moguća materijalizacija kreditnog rizika u određenom dijelu korporativnog sektora nakon isteka moratorija nije u potpunosti isključena.

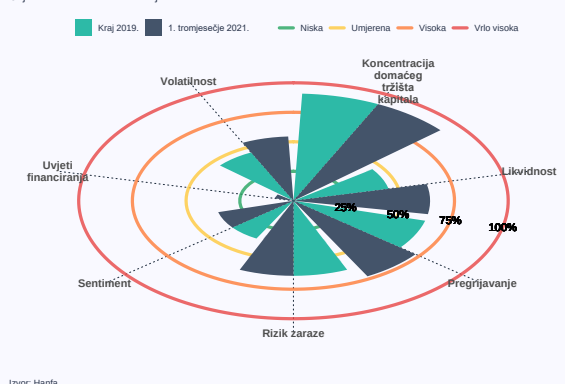
Zaključno

Matrica rizika važan je analitički alat makrobonitetne politike koji daje sažet prikaz najvažnijih ranjivosti promatranog sustava, a njegovim razvojem Hanfa je unaprijedila i proširila trenutačno dostupan instrumentarij za upravljanje sistemskim rizicima u sektoru financijskih usluga koji je potrebno redovno unaprijeđivati i nadopunjavati.

Ocjene za prvo tromjesečje 2021. pokazuju kako je ukupna izloženost sektora financijskih usluga sistemskim rizicima i dalje na umjerenj razini, no uz njezin značajan porast tijekom 2020. i promatranog dijela 2021. godine. On je posljedica pandemijom oslabljenih makroekonomskih fundamenata te povišene razine neizvjesnosti i volatilnosti na pregrijanim svjetskim financijskim tržištima. Strukturna obilježja poslovanja sektora financijskih usluga stagniraju na blago povišenoj razini i odražavaju ponajprije visoki stupanj koncentracije ulaganja svih subjekata koji čine ovaj sektor. Višegodišnje slabe profitabilne prilike s obzirom na niske prinose i tržišne korekcije tijekom 2020. odražavaju se u rastućim kratkoročnim izloženostima sistemskim rizicima te naglašavaju strukturne nestabilnost kroz rast ročnosti ulaganja (kamatni rizik) i izloženost tržišnoj percepciji kreditnog rizika.

3. Financijska tržišta

Slika 14. Izražena koncentracija trgovanja u okolnostima vrlo optimističnog sentimenta investitora naglašava ranjivost domaćeg tržišta na potencijalne korekcije
Ocjena rizika na financijskim tržištima



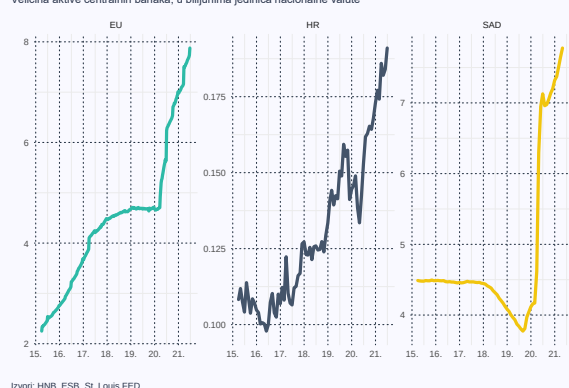
Globalni oporavak financijskih tržišta u 2021. uslijedio je nakon početka globalnog procesa cijepljenja i smanjenja neizvjesnosti oko daljnjeg kretanja pandemije, što je oporavilo investicijski sentiment. Unatoč tome, rizici na financijskim tržištima ostaju na povišenim razinama (slika 14.). Rekordno visoka vrednovanja na dioničkim tržištima koja potencijalno nisu usklađena s ekonomskim fundamentima naglašavaju rizik moguće iznenadne i snažne korekcije cijena, posebno u pojedinim brzorastućim segmentima dioničkog tržišta. Taj je rizik još naglašeniji s obzirom na rastuće inflacijske pritiske, a koji bi mogli dovesti do korekcije kamatnih stopa i preslagivanja investicijskih portfelja u vidu veće usmjerenosti investitora na klase imovine koje su „zaštićenije“ od inflacije, poput cikličkih dionica, za razliku od rastućih dionica i obveznica. Zadržavanje trenutno povoljnih uvjeta financiranja iznimno je važno za stabilizaciju prezaduženih fiskusa, ali i privatnog sektora, čije bi otežano servisiranje duga stavilo kočnicu na trenutnu dinamiku ekonomskog oporavka.

Monetarno okružje i uvjeti financiranja

Kako bi premostile utjecaj gotovo pa simultanog zatvaranja svjetskih gospodarstava u prvom

polugodištu 2020. na ekonomsku aktivnost, države su značajno rastegnule svoje fiskalne pozicije. Polugu rastu javnih dugova dale su središnje banke ekspanzijom, a u Hrvatskoj i uvođenjem, programa otkupa državnih vrijednosnih papira te **zadržavanjem povoljnih uvjeta financiranja** s obzirom na povijesno niske kamatne stope (slike 15. i 16.).

Slika 15. Snažan rast aktive centralnih banaka pod utjecajem ekspanzivnih mjera monetarne politike kao odgovora na koronakrizu
Veličina aktive centralnih banaka, u bilijunima jedinica nacionalne valute



Izvori: HNB, ESB, St. Louis FED

Slika 16. Monetarni uvjeti u 2021. ostaju olakšani



Izvori: HNB, ESB, Eurostat, St. Louis FED

ESB je u sklopu privremenog programa otkupa obveznica od proglašenja pandemije do prosinca 2020. otvorio mogućnost kupnje nešto više od 1850 mlrd. EUR (16,3 % BDP-a) u okviru programa *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*¹² s predviđenim trajanjem do lipnja 2021. godine (slika 16.). Također je

¹² Više informacija o PEPP programu otkupa obveznica od strane ESB-a može se pronaći na [ovoj adresi](#).

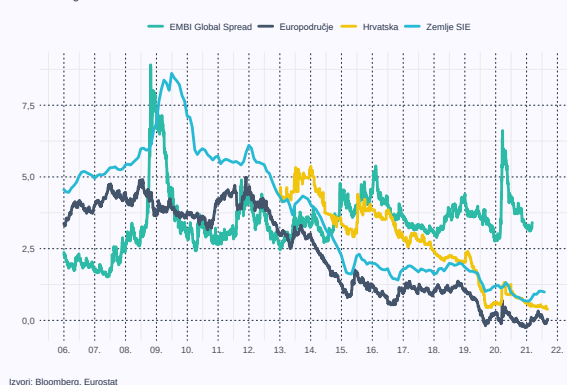
planirano da se dospjela glavnica vrijednosnih papira kupljenih u okviru programa PEPP reinvestira barem do kraja 2023. godine. Visoka razina likvidnosti financijskog sustava odražava se i u iskorištenosti PEPP programa od tek 71 % sredinom kolovoza 2021. godine.

Okolnosti koronakrize potaknule su i HNB da, poput većine središnjih banaka, monetarno djelovanje proširi i programom direktnog otkupa državnih obveznica ne samo od banaka već i ostalih institucionalnih investitora. Time je, kroz osiguranje likvidnosti, stabilizirano domaće obvezničko tržište nakon inicijalnog poremećaja s izbijanjem pandemije te su prinosi na državni dug, nakon kratkog skoka, vraćeni na povijesno niske razine (slika 17.). To je u konačnici doprinijelo stabilizaciji i državne riznice. Odradilo se i na osiguravanje generalno povoljnih uvjeta financiranja na domaćem tržištu na što upućuje i indeks financijskih uvjeta koji je u prvom tromjesečju 2021. bio na povijesno niskim razinama (slika 18.). Tome je svakako doprinijelo i zadržavanje investicijskog kreditnog rejtinga Hrvatske što je pozitivno djelovalo na percepciju sigurnosti sektora države, unatoč visokom i rastućem javnom dugu te potenciranju strukturnih ranjivosti domaćeg gospodarstva koje je pandemija katalizirala (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)).

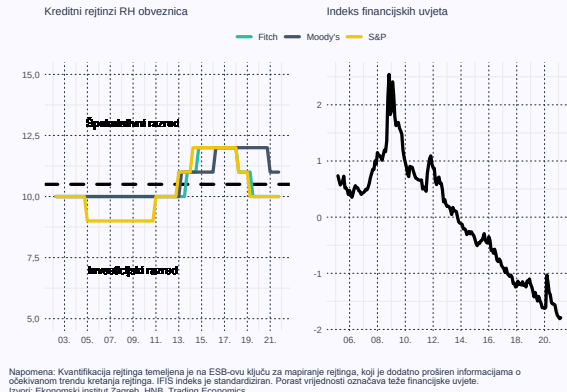
Zadržavanje povoljnih uvjeta za otplatu nikada viših javnih i privatnih dugova bit će od iznimne važnosti za post-pandemijski gospodarski oporavak. Međutim, **rastuća inflacija i zabrinutosti oko iste** koje su se javile u 2021. **povećavaju srednjoročne rizike povezane sa zaoštavanjem globalnih uvjeta financiranja te naglašavaju kreditni rizik** kojem je financijski sektor izložen, što bi mogla biti kočnica ekonomskom rastu. Potencijalna fragmentacija međunarodnih financijskih tržišta u okolnostima rasta premije za rizik mogla bi disproporcionalno snažno pogoditi

sektore/države s naglašenim strukturnim ranjivostima. U kontekstu domaćeg sektora financijskih usluga to se poglavito odnosi na percipirani kreditni rizik visoko zaduženog domaćeg javnog sektora i sektora nefinancijskih poduzeća čija je trenutna razina kreditnog rizika potisnuta implementiranim mjerama državne pomoći.

Slika 17. Blagi rast prinosa u 2021. u okružju smanjene potražnje investitora nije se prenio na domaće obveznice
Prinosi na dugoročne državne obveznice



Slika 18. Relaksirani financijski uvjeti nastavljivi u 2021. godini
Numerička vrijednost rejtinga Republike hrvatske i indeksa financijskih uvjeta



Napomena: Kvantifikacija rejtinga temeljena je na ESB-ovu ključu za mapiranje rejtinga, koji je dodatno proširen informacijama o očekivanom trendu kretanja rejtinga. IFS indeks je standardiziran. Porast vrijednosti označava teže financijske uvjete.
Izvori: Ekonomski institut Zagreb, HNB, Trading Economics

Sentiment investitora

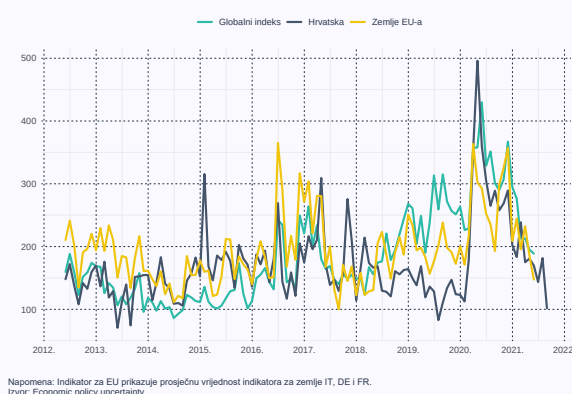
Distribucija cjepiva i dinamiziranje gospodarskog rasta u prvom dijelu 2021., ali i smanjenje geopolitičkih rizika¹³, umanjili su razinu ekonomske neizvjesnosti (slika 19.). Time se **sistemske stres na financijskim tržištima u drugom tromjesečju 2021. vratio na pretkrizne razine** (slika 20.), što su **financijska tržišta validirala kroz povijesno visoka vrednovanja**. Volatilnost na domaćem dioničkom i obvezničkom tržištu

¹³ Okončanje predsjedničkih izbora u SAD-u i dostizanje sporazuma između zemalja EU-a i Ujedinjene Kraljevine krajem

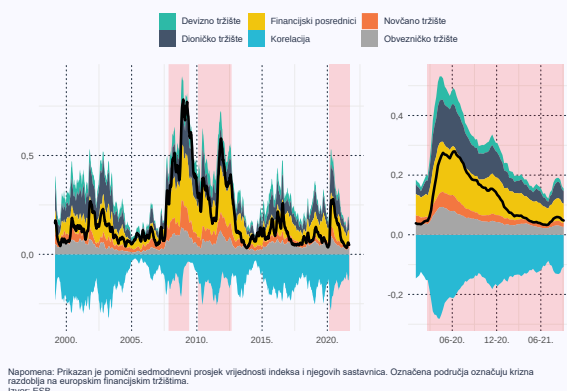
2020. označili su početak ubrzanog rasta vrednovanja na globalnim financijskim tržištima.

također je ostala primirena u prvom polugodištu 2021. (slika 21.). Na istim se niskim razinama zadržala i u srpnju te kolovozu 2021. unatoč blagom porastu sistemskog stresa na međunarodnim tržištima povezanog s usporavanjem procesa cijepljenja i pojave naznaka četvrtog vala pandemije (slika 20.).

Slika 19. Ekonomska neizvjesnost u prvoj polovini godine osjetno smanjena
Indikator neizvjesnosti koju generiraju ekonomske politike



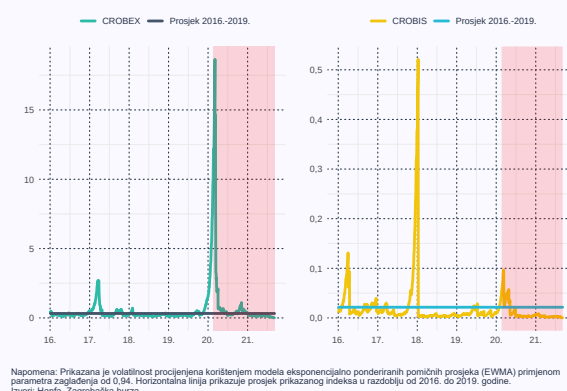
Slika 20. Blagi rast sistemskog stresa na temelju naznaka 4. vala pandemije
Kompozitni indeks sistemskog stresa europskog područja (CISSE)



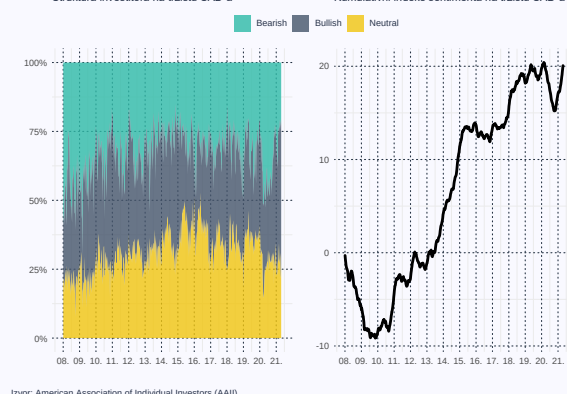
Važan doprinos stabilizaciji tržišta svakako je proizašao i iz obilne likvidnosti sustava, kao i određenih protupandemijskih mjera (poput helikopterskog novca¹⁴), koje su se prenijele na tržišta kapitala, ali i pojedina alternativna tržišta (npr. tržišta kriptovalutama) kroz ulaganja koja su u određenom dijelu špekulativnog karaktera. Tako je nakon opreznog (engl. *bearish*) sentimenta investitora u prvom dijelu 2020. do sredine 2021. **na financijskim tržištima prevladao**

ekspanzivni (engl. *bullish*) sentiment s obzirom da su vrednovanja na globalnim financijskim tržištima premašila razine prije izbijanja pandemije (slika 22.). Sentiment investitora na domaćem tržištu također se oporavio nakon privremene kontrakcije u 2020. (slika 23.) pa se sredinom 2021. nalazio na najvišoj razini još od velike financijske krize.

Slika 21. Volatilitet domaćeg tržišta primirena u 2021.
Procijenjena volatilitet vodećeg domaćeg dioničkog i obvezničkog indeksa



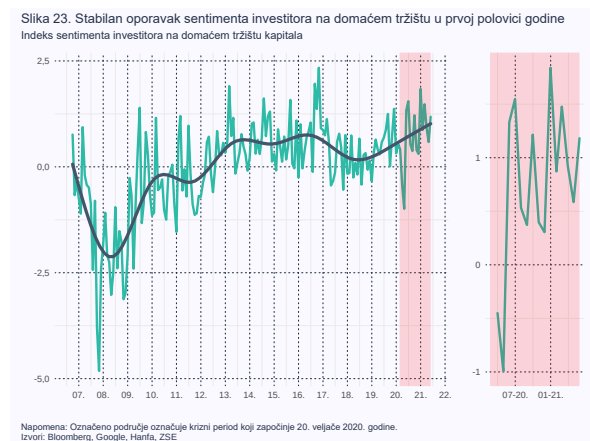
Slika 22. Ustrajan rast optimizma investitora u očekivanju brzog oporavka gospodarstva SAD-a
Struktura investitora na tržištu SAD-a



Razmjerno niske razine nesigurnosti u odnosu na početak pandemije potencijalno mogu signalizirati podcjenjivanje rizika, posebno s obzirom na javljanje novih, otpornijih sojeva virusa koji u kombinaciji s relativno niskim stopama cijepljenosti stanovništva mogu ugroziti očekivani globalni gospodarski oporavak. Neizvjesnosti na tržištima dodatno produbljuje nepoznata solventnost pojedinih

¹⁴ Riječ je o monetarnom poticaju gospodarstvu u vidu direktnog bespovratnog plasmana novca od strane središnje banke kojim je potpomognuto financiranje fiskalnih transfera.

dijelova korporativnog sektora koji su uvelike ovisni o državnim mjerama pomoći, a čije povlačenje može rezultirati sistemskim porastom bankrota nefinancijskih poduzeća.

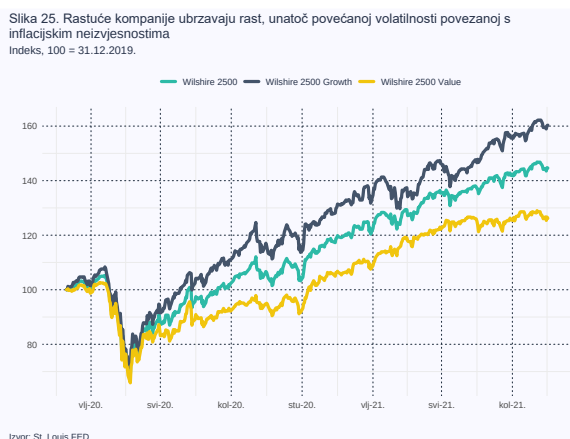
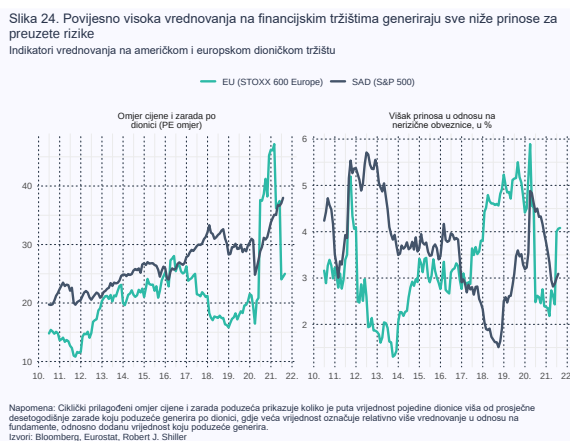


Vrednovanja i volatilnost na financijskim tržištima

Ekonomske oporavak potaknut monetarnim i fiskalnim mjerama, obilje jeftinog novca te ekspanzivni sentiment investitora gurnuli su vrednovanja financijskih instrumenata na globalnim tržištima na do sada nezabilježene razine, potiskujući premiju za rizik. No dinamika i razina vrednovanja na financijskim tržištima, u odnosu na fundamente, izaziva **zabrinutost oko rizika cjenovnih balona**, što sugeriraju povijesno visoki omjeri cijena i zarada poduzeća (slika 24.).

Oporavak vrednovanja nakon izbijanja pandemije najizraženiji je u segmentu rastućih tehnoloških (engl. *growth*) dionica (slika 25.). Posljedica je to, između ostalog, i izmijenjenih potrošačkih navika tijekom zatvaranja gospodarstava (poput rasta *online* kupovine) kao i virtualnog modaliteta poslovanja i rada koji su rezultirali ubrzanjem digitalizacije svakodnevice, što se u konačnici odrazilo i na tržišna vrednovanja (slika 26.). Naime, novi digitalni pristupi financijskim tržištima u uvjetima visoke likvidnosti i jeftinoga novca povećali su sudjelovanje i angažman malih ulagatelja, pri

čemu su digitalne tehnologije i društvene mreže potencirale i ekonomski neuvjetovane transakcije (ponašanje stada, odnosno engl. *herding behaviour*¹⁵). S druge strane, poduzeća iz djelatnosti značajno pogođenih epidemiološkim mjerama (poput putovanja, turizma, ali i financijskog sektora) osjetno sporije nadoknađuju gubitak vrijednosti koji je uzrokovala pandemija. Međutim, s ekonomskim oporavkom u 2021. relativni rast zarada ovih cikličkih segmenata gospodarstva u odnosu na tehnološke kompanije bitno je poboljšan te čak i iznad očekivanja investitora, što su financijska tržišta prepoznala kroz dinamiziranje rasta vrijednosti tih kompanija.

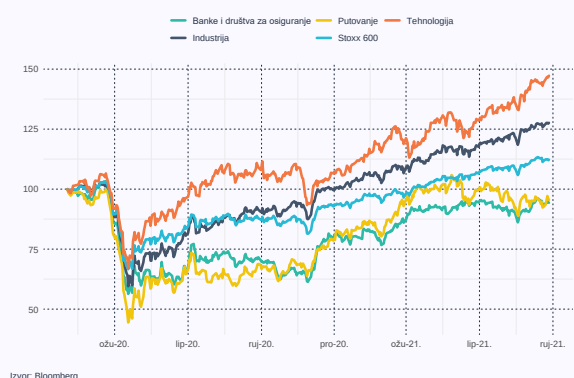


Inflacijska kretanja mogu generirati pogoršanje sentimenta investitora s potencijalom za značajne i iznenadne korekcije na tržištima, s obzirom na to da su inflacijska očekivanja važna odrednica

¹⁵ Jedan od najistaknutijih primjera bio je slučaj s dionicom kompanije GameStop.

ulagačkih strategija investitora na globalnim financijskim tržištima. Snažniji i dugotrajniji rast cijena od očekivanog mogao bi se stoga odraziti na investicijske odluke i preslagivanje portfelja s ciljem zaštite od inflacije (ulaganjem u cikličke, odnosno tzv. *value* dionice). Izraženi rast cijena umanjuje realnu vrijednost fiksni novčanih tokova, a posebice tokova s naglašenom ročnošću, što bi moglo prouzročiti korekciju cijena obvezničkih ulaganja i dijela dioničkog tržišta (poglavito rastućih, odnosno tzv. *growth* dionica). Rizik neočekivane i destabilizirajuće korekcije cijena dodatno je naglašen i s obzirom na vrlo visoke razine zaduženosti privatnog i javnog sektora, pa je u slučaju makroekonomskog oporavka slabijeg od očekivanog moguć i gubitak povjerenja ulagatelja u održivost javnog duga.

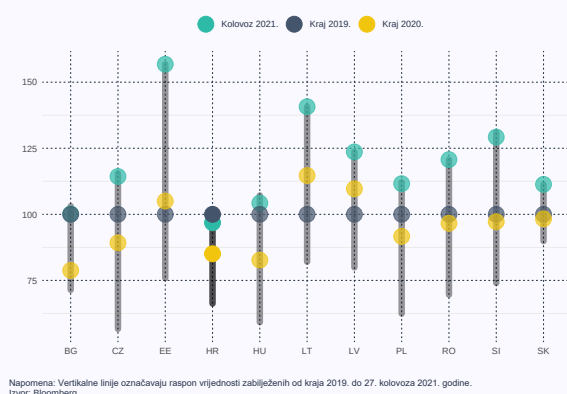
Slika 26. K-oporavak na dioničkom tržištu reflektira heterogen udar pandemije na gospodarstvo
Odabrani dionički indeksi u sastavu STOXX Europe 600, 100 = 1.1.2020.



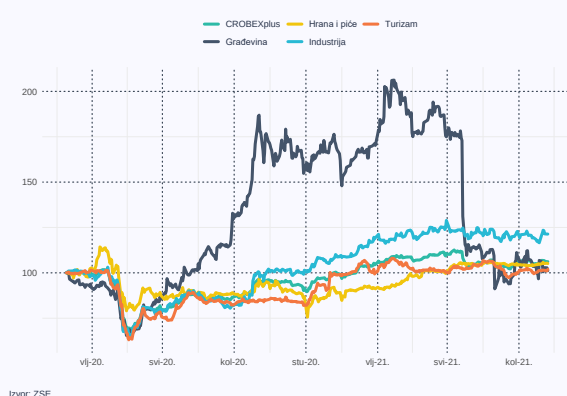
S obzirom na visoku integriranost međunarodnih tržišta, ubrzanje rasta cijena u prvom polugodištu 2021. zabilježila su gotovo sva dionička tržišta zemalja SIE, nadoknađujući tako izgubljenu vrijednost s početka pandemije (slika 27.). Vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu nešto se sporije oporavljaju u odnosu na usporediva dionička tržišta zemalja SIE, što je odraz strukturnih obilježja hrvatskog tržišta kapitala koje je relativno plitko i manje likvidno. Navedeno je dodatno pojačano bojaznima oko ishoda ovogodišnje turističke sezone pa je sektorski indeks za turizam relativno stagnirao u 2021. (slika 28.). Rast ostalih sektorskih indeksa razmjerno je heterogen, ali stabilan od početka

ove godine. Izraženija volatilnost građevinskog indeksa posljedica je provedbe procesa financijskog restrukturiranja jedne od sastavnica indeksa te nije sistemskog karaktera.

Slika 27. Većina dioničkih tržišta SIE vratila vrijednost izgubljenu tijekom pandemije
Vrijednost vodećih dioničkih indeksa u odabranim zemljama SIE, 100 = 31.12.2019.



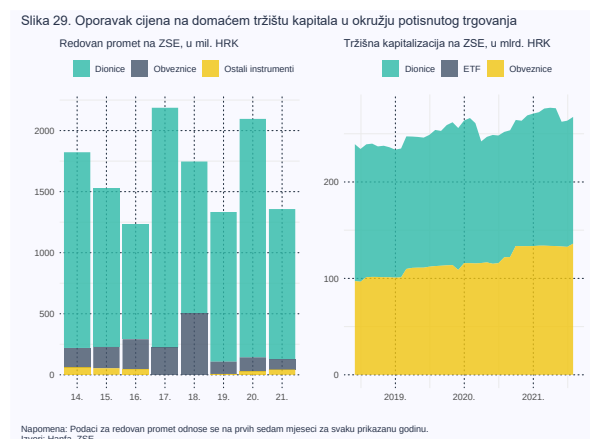
Slika 28. Sustavni oporavak domaćeg tržišta usporio u 2. tromjesečju 2021.
Odabrani sektorski dionički indeksi, 100 = 1.1.2020.



Likvidnost i koncentracija tržišta

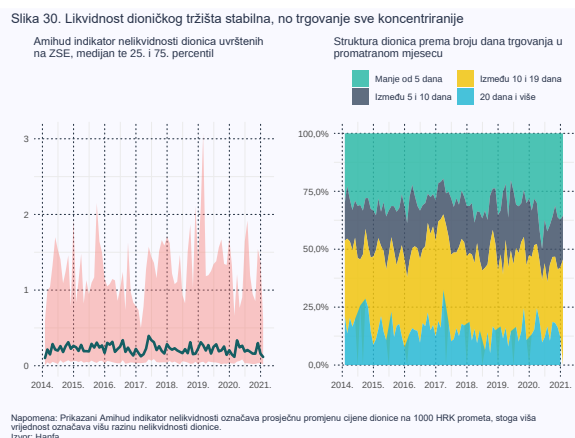
Jedno od strukturnih obilježja domaćeg tržišta kapitala, njegova komparativno niska likvidnost, nije se značajnije promijenila tijekom 2020. i 2021. te i dalje nastavlja biti jedna od istaknutijih strukturnih ranjivosti. Tradicionalno iznimno niska likvidnost obvezničkog tržišta došla je do izražaja na početku pandemije, kada je povećani otkup udjela ulagatelja u fondovima stvorio kratkoročni pritisak na cijene. On je u konačnici primiren stvaranjem potražnje za obveznicama od strane središnje banke na sekundarnom obvezničkom tržištu. S obzirom na to da trajna participacija središnje banke na ovom tržištu nije dio standardne monetarne politike, potencijalni problem likvidnosti i dalje će opterećivati

ulagačke profile institucionalnih investitora. Stoga su tijekom 2021. fondovi, poglavito investicijski, intenzivnije usmjerili svoja obveznička ulaganja prema tržištima koja za usporedivi prinos ipak nude i veću razinu likvidnosti (više u poglavlju [5. Investicijski fondovi](#)).

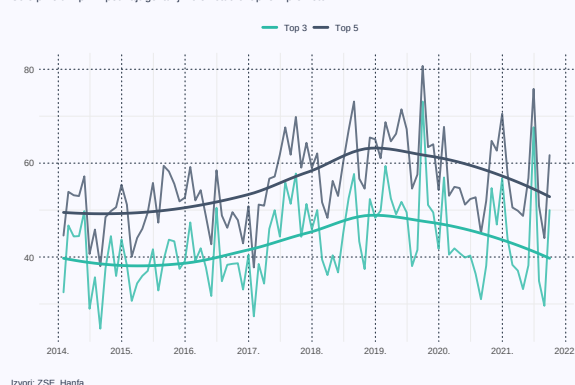


Likvidnost domaćeg dioničkog tržišta također predstavlja izraženi rizik s obzirom na to da se gotovo jednom trećinom uvrštenih dionica trguje manje od pet dana u mjesecu (slika 30.). Prisutni trend rasta nelikvidnosti ogleda se i u visokoj te rastućoj koncentraciji trgovanja s obzirom na to da se više od 50 % ukupnog prometa dionicama odnosi na trgovanje instrumentima samo pet izdavatelja (slika 31.). Uzimajući u obzir da se najveći broj dioničkih izdanja na domaćem tržištu ne može okarakterizirati likvidnima te činjenicu da su domaći institucionalni ulagatelji u svojim investicijskim politikama dosad bili dominantno

usmjereni na domaće tržište, rizici ulaganja promatrani na razini cijelog sektora financijskih usluga kao cjeline nisu diversificirani već koncentrirani¹⁶.



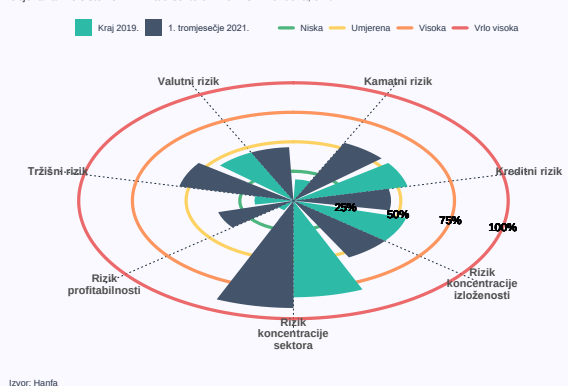
Slika 31. Visoka koncentracija trgovanja na domaćem tržištu povećava ranjivost tržišta na iznenadne korekcije cijena
Udio prve tri i prvih pet najtrgovanijih dionica u ukupnom prometu



¹⁶ Navedeno se ne odnosi na pojedinačne investicijske portfelje domaćih institucionalnih investitora.

4. Mirovinski fondovi

Slika 32. Porast koncentracije sektora u okruženju povišenog kamatnog i kreditnog rizika povećava izloženost mirovinskih fondova sistemskim rizicima
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru mirovinskih fondova, u %



Relativna stabilnost mirovinskih fondova kao dugoročnih i razmjerno konzervativnih ulagatelja jednim je dijelom ublažila turbulentna tržišna kretanja u 2020. godini. Potisnute investicijske mogućnosti za ostvarenje konkurentnih prinosa odrazile su se na promjene u alokaciji sredstava fondova kroz rast udjela rizičnijih te prekograničnih ulaganja. Isti se trend očekuje i u narednim razdobljima, posebno s ulaskom RH u europodručje, čime bi se domaći financijski sustav dodatno integrirao u međunarodna financijska tržišta. Premda su mirovinski fondovi povećali stupanj diversifikacije ulaganja kroz veće okretanje domaćim i stranim dioničkim ulaganjima, obveznički dio njihova portfelja i dalje je visoko izložen mogućoj revalorizaciji vrijednosti u slučaju promjene kamatnih stopa s obzirom na rast ročnosti tih ulaganja.

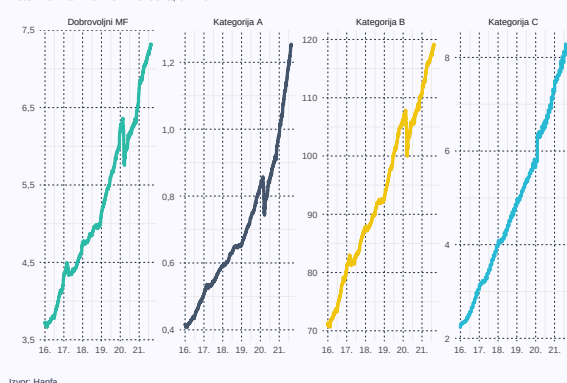
Ključna ciklička kretanja

Unatoč zabilježenim pozitivnim neto uplatama u visini od 1,1 mlrd. HRK, negativna tržišna kretanja u prvom tromjesečju 2020. godine izazvana visokom neizvjesnosti zbog eskalacije pandemije smanjila su neto imovinu obveznih mirovinskih fondova koja je bila za 4,3 mlrd. HRK, odnosno 3,5 % niža u odnosu na kraj 2019. godine. Međutim, stresne okolnosti nisu jednako pogodile sve kategorije fondova. S obzirom na komparativno preuzete najviše rizike ulaganja u

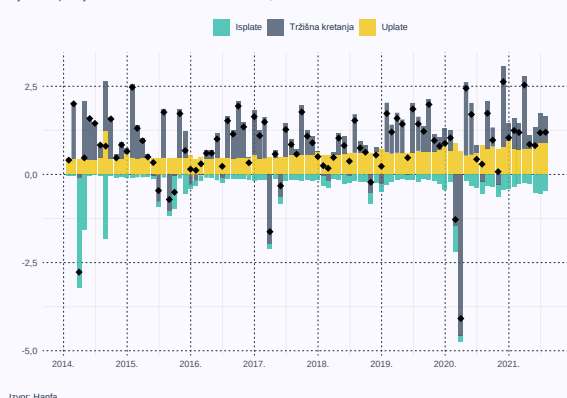
vidu više zastupljenosti dionica i udjela u investicijskim fondovima u ukupnim ulaganjima (slika 37.), neto imovina kategorije A u prvom je tromjesečju 2020. pala (7,5 %) više nego neto imovina kategorije B (4,3 %), dok je neto imovina najkonzervativnije kategorije C istodobno porasla za čak 11,6 % što je dominantno posljedica pozitivnih neto uplata u promatranom razdoblju. Iako su uplate bile blago smanjene s obzirom na oslobođenje poslodavaca od plaćanja doprinosa na potpore za očuvanje radnih mjesta, neto priljevi amortizirali su dio tržišnih korekcija cijena financijske imovine pa je neto imovina svih kategorija obveznih mirovinskih fondova već u sljedećem tromjesečju dostigla pretkriznu razinu (slike 33. i 34.).

Slika 33. Oporavak neto imovine mirovinskih fondova nakon kratkotrajne korekcije u ožujku 2020.

Neto imovina mirovinskih fondova, u mlrd. HRK



Slika 34. Pozitivna tržišna kretanja uz stabilne uplate povoljno djeluju na veličinu sektora
Mjesečna promjena neto imovine mirovinskih fondova, u mlrd. HRK



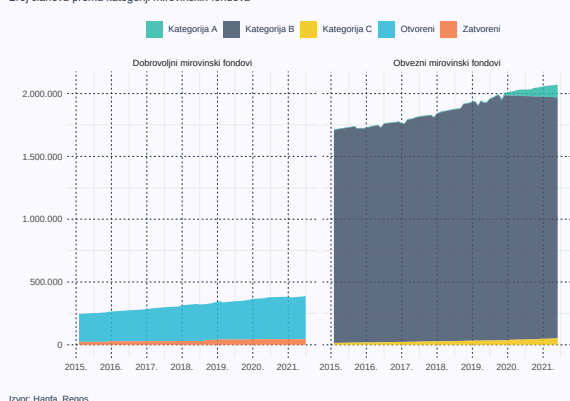
S oporavkom uvjeta na financijskim tržištima, trend rasta neto imovine svih kategorija obveznih mirovinskih fondova zadržao se u ostatku godine te je nastavljen i u 2021. godini. Oporavku vrednovanja na financijskim tržištima u drugoj polovici 2020. doprinijele su i ekspanzivne protucikličke mjere monetarne i fiskalne politike, kao i oporavak investicijskog sentimenta (više u poglavlju [3. Financijska tržišta](#)). Stoga je do kraja srpnja 2021. neto imovina obveznih mirovinskih fondova dosegla 127,6 mlrd. HRK, što je 13,3 % više nego na kraju 2019. godine (slika 33.).

Sa sredstvima od 34,3 % BDP-a¹⁷ obvezni mirovinski fondovi dominiraju svojom značajnošću u sektoru financijskih usluga, odnosno sistemski su značajni s aspekta stabilnosti financijskog sustava. O sistemskoj važnosti mirovinskih fondova govori i sama činjenica da je na kraju srpnja 2021. u fondovima bilo više od 2 milijuna osiguranika koji su u nekom razdoblju kontribuirali u sustav obveznog mirovinskog osiguranja (slika 35.). U strukturi članstva raste udio osiguranika u fondovima A kategorije s obzirom na to da je zakonskim izmjenama ([NN, 115/2018](#)) uvjetovano da svi novi osiguranici koji tek ulaze na tržište rada te koji sami aktivno ne odaberu kategoriju mirovinskog fonda¹⁸ automatizmom budu raspoređeni u fondove A kategorije jer na dugi rok mogu preuzeti i više razine rizika koji nosi ta kategorija fondova. Raste i udio članova fondova C kategorije s obzirom da je od uvođenja sustava individualne kapitalizirane mirovinske štednje prošlo gotovo 20 godina pa se tijekom sljedećih pet godina očekuje značajnije povećanje izlazaka umirovljenika iz II. stupa.

Uz regulativom uvjetovani rast osiguranika u II. obveznom stupu, raste i broj osiguranika u okviru dobrovoljnog sustava mirovinskog

osiguranja, koji je na kraju lipnja 2021. imao 387,7 tisuća članova. Pri tome je godišnja stopa rasta članova dobrovoljnih mirovinskih fondova, koja se u pretkriznim godinama kontinuirano kretala iznad 7 %, usporila u 2020. na 4,3 %, reflektirajući negativne trendove na tržištu rada, odnosno usporavanje procesa novog zapošljavanja (više u poglavlju [2. Makroekonomska kretanja](#)). Rast broja osiguranika prati i rast prosječnih iznosa uplata koji se izdvajaju u ovom stupu. Stoga je unatoč nepovoljnim tržišnim okolnostima u prvom dijelu godine neto imovina dobrovoljnih mirovinskih fondova u 2020. i prvih sedam mjeseci 2021. povećana za 16,7 % u odnosu na kraj 2019. godine te je iznosila 7,26 mlrd. HRK na kraju srpnja 2021. godine (slika 33.).

Slika 35. Broj članova obveznih mirovinskih fondova premašio dva milijuna
Broj članova prema kategoriji mirovinskih fondova



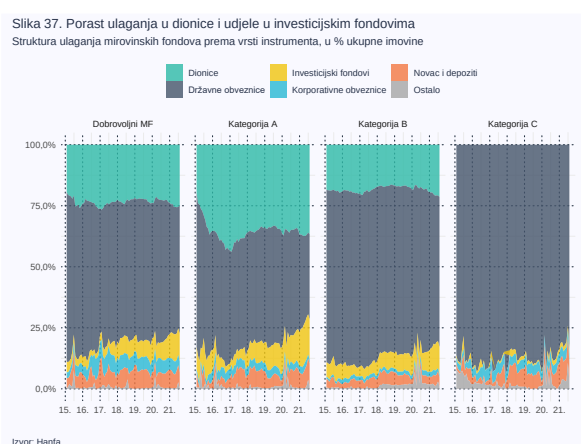
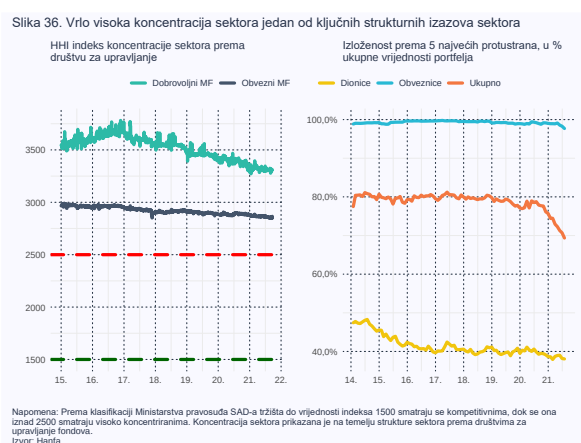
Strukturna obilježja i rizici

S obzirom na to da s ukupno 12 obveznih mirovinskih fondova upravljaju svega četiri mirovinska društva, iznimno je **visok rizik koncentracije sektora** obveznih mirovinskih fondova (slika 36.). Tri su društva, uz obvezne, licencirana i za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima. To, uz jedno društvo za upravljanje samo obveznim te jedno za upravljanje samo dobrovoljnim mirovinskim fondovima, sugerira kako je taj rizik još naglašeniji ako se promatra cijeli mirovinski

¹⁷ Podatak se odnosi na neto imovinu na kraju srpnja 2021. izraženu u BDP-u za 2020. godinu.

¹⁸ Više od 95 % novih osiguranika kontinuirano na mjesečnoj frekvenciji automatizmom raspodjeljuje REGOS ako sam osiguranik ne odabere željeni fond.

sustav temeljen na kapitaliziranoj štednji. Uz očitu važnost osiguranja stabilnosti poslovanja društava za upravljanje, visok stupanj koncentracije upravljanja (oko 135 mlrd. HRK pod upravljanjem svega pet društava) može imati i negativne implikacije na ulagačke strategije i odluke u vidu procikličkih te potencijalno destabilizirajućih odluka o kupnji/prodaji iste klase imovine ili istog financijskog instrumenta u nekom trenutku, posebno ako one nisu utemeljene na ekonomskim fundamentima. Pored toga, na tržištima kapitala relativno niskog stupnja razvoja kao što je domaće, visoka upravljačka koncentracija sredstava u visini od gotovo 50 % ukupne tržišne kapitalizacije ima potencijal sistemskog djelovanja, kako na pojedini vrijednosni papir tako i na tržište u cjelini kroz utjecaj na volatilnost, cijenu i sentiment investitora, iako je to regulativom ograničeno¹⁹.



Visoka koncentriranost prisutna je i u strukturi ulaganja mirovinskih fondova u kojoj su dominantna klasa imovine državne obveznice (62,1 % ukupnih ulaganja na kraju srpnja 2021.), i to ponajprije domaće obveznice (slika 37.). Zakonski limiti u značajnoj su mjeri utjecali na postojeći **visoki stupanj koncentracije ulaganja**, posebno na razini pojedine klase imovine. Međutim, diversifikacija ulaganja po pojedinim izdavateljima, ali i klasama imovine ili samo domicilnosti ulaganja, također nije bila ustrajno i aktivno implementirana od strane društava za upravljanje. Navedeno se očituje i u relativno visokoj koncentraciji dioničkog portfelja, gdje pet najvećih izloženosti čini čak 38 % dioničkog portfelja (slika 36.).

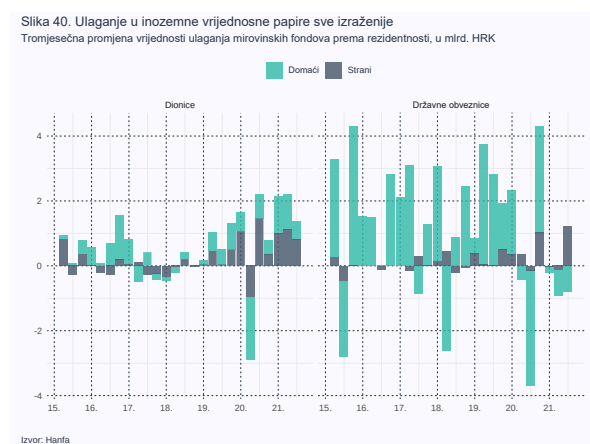
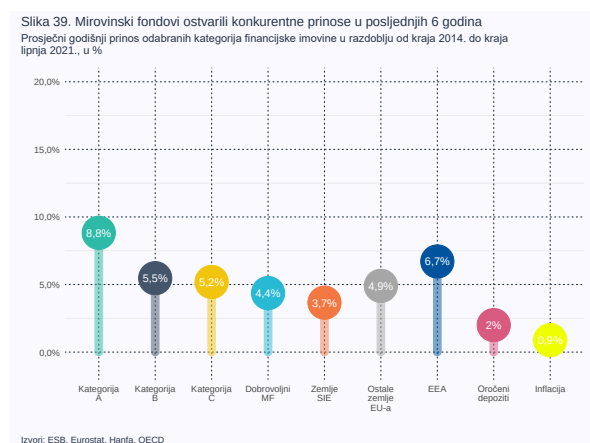
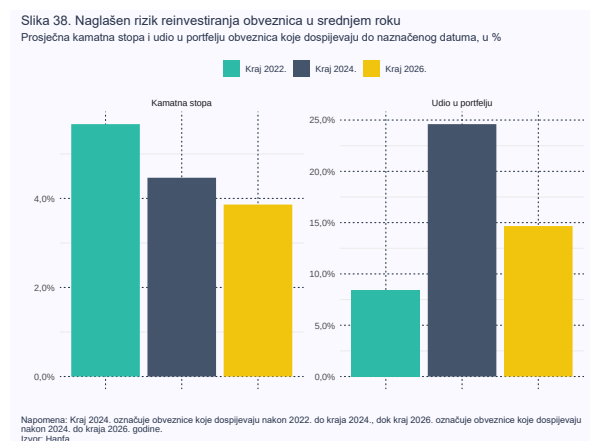
Jedan od razloga svakako su i komparativno visoki prinosi koje su ulaganja u domaće državne obveznice nudila u višegodišnjem razdoblju, posebno za razinu preuzetih rizika (slika 39.). Iako su inflacijski pritisci u 2021. pomaknuli krivulje prinosa na državni dug blago naviše u odnosu na 2020. (slika 75. u poglavlju [6. Društva za osiguranje](#)), razine kamatnih stopa i dalje su značajno niže nego u prijašnjim razdobljima pa je **rizik reinvestiranja i dalje naglašen** s obzirom na to da do kraja 2022. dospijeva nešto manje od 10 % obvezničkih ulaganja mirovinskih fondova s prosječnim kuponom od oko 5 %. Takve su okolnosti utjecale na aktivnije traženje zadovoljavajućih povrata kroz rast alokacije sredstava mirovinskih fondova u rizičnija ulaganja poput dionica i udjela u investicijskim fondovima.

Uz rast diversifikacije po klasama imovine, primjetna je i veća disperzija ulaganja prema domicilnosti izdavatelja (vrijednost inozemnih ulaganja u portfelju mirovinskih fondova na kraju lipnja 2021. bila je 25 % viša u odnosu na isto razdoblje prethodne godine), što, uz očite prednosti dugoročnog reduciranja ukupne izloženosti rizicima, izlaže mirovinske fondove

¹⁹ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (MAR).

utjecaju kratkoročnih kretanja i volatilnosti s inozemnih tržišta.

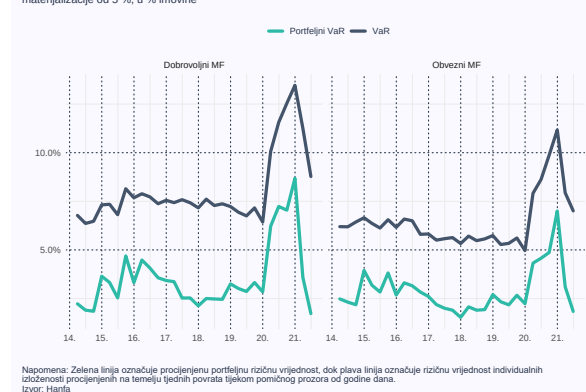
regulatorno ograničenje valutne izloženosti mirovinskih fondova za sva eurska ulaganja.



Daljnji rast inozemnih, primarno europskih, izloženosti mirovinskih fondova očekuje se i u narednom razdoblju s obzirom na modifikaciju ciljane inflacije ESB-a te zadržavanje postojeće politike referentnih kamatnih stopa, ali i planiranog skorog uvođenje eura kao službene valute u RH što će eliminirati postojeće

Recentni rast disperzije ulaganja doveo je do smanjenja izloženosti mirovinskih fondova tržišnim rizicima, koja se nakon privremenog skoka u 2020., sredinom 2021. vratila na pretkrizne razine (slika 41.). Unatoč tome, visoka koncentracija domaćih obvezničkih ulaganja izlaže mirovinske fondove kreditnom riziku, odnosno riziku nemogućnosti ispunjavanja obveze izdavatelja dužničkog vrijednosnog papira. Iako je taj rizik u slučaju kada je izdavatelj domaći fiskus realno manji s obzirom na mogućnosti monetizacije fiskalnog deficita i duga, percepcija kreditnog rizika države nedvojbeno se snažno može preko kamatnog kanala odraziti na vrijednost imovine fondova. Upravo je s izbijanjem pandemije koronavirusa i posljedičnim zatvaranjem te kontrakcijom gospodarstva uz ekspanziju državne potrošnje, pitanje (percepcije) održivosti javnog duga ponovno vraćeno u fokus (više u poglavlju 2. [Makroekonomska kretanja](#)).

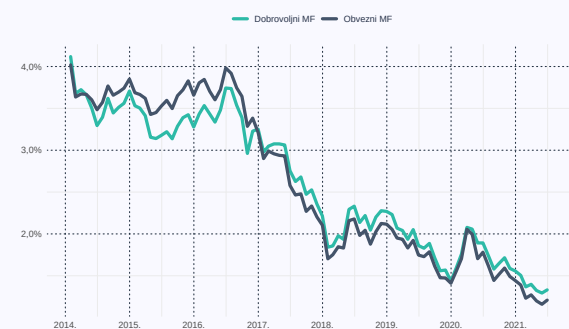
Slika 41. Diversifikacija ublažila gubitke unatoč materijalizaciji tržišnog rizika u 2020.
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Očuvanju povjerenja investitora u održivost javnog duga u srednjem roku (slika 42.) doprinijele su monetarne akcije otkupa državnih obveznica od strane HNB-a kao i zadržavanje kreditnog rejtinga u investicijskom razredu (slika 18. u poglavlju 3. [Financijska tržišta](#)). No i u narednom razdoblju može se očekivati kako će održivost javnog duga biti na radaru investicijske javnosti s obzirom na globalno izražene

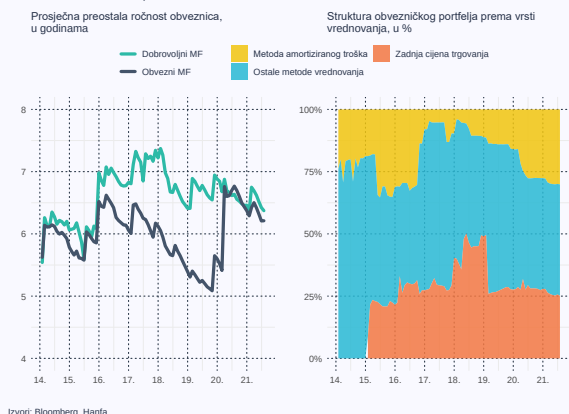
inflacijske trendove koji provociraju postojeće monetarne pozicije središnjih banaka i mehanizme upravljanja inflacijskim očekivanjima.

Slika 42. Percipirana tržišna premija za kreditni rizik na povijesno niskim razinama
Kamatni raspon obvezničkog portfelja mirovinskih fondova u odnosu na bezrizične obveznice, u postotnim bodovima



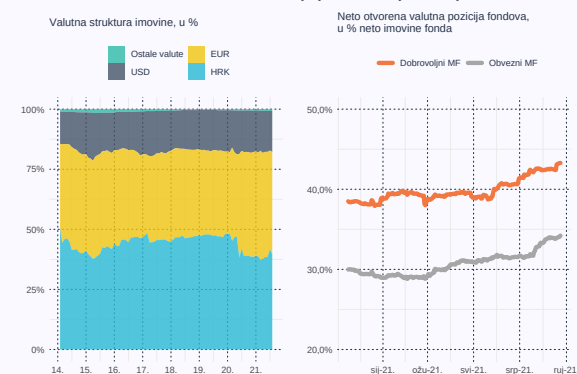
Napomena: Prikazana je razlika prinosa do dospijeća obvezničkog portfelja mirovinskih fondova u odnosu na prinose najviše rangiranih obveznica europskog područja jednake ročnosti.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, Hanfta

Slika 43. Rast ročnosti povećava izloženost kamatnom riziku



Izvori: Bloomberg, Hanfta

Slika 44. Valutna struktura imovine čini fondove osjetljivima na tečajna kretanja



Napomena: U prikazu valutarne strukture imovine (lijevi prikaz), vrijednosni papiri s valutnom klauzulom tretirani su kao kunski papiri.
Izvori: Hanfta

S obzirom na dugoročnu investicijsku perspektivu mirovinskih fondova, njihova immanentna **izloženost promjenama kamatnih stopa vrlo je visoka**. Pored toga, posljednjih su godina institucionalni investitori, uključujući

mirovinske fondove, na niske prinose reagirali rastom ročnosti ulaganja hvatajući dulji, a time i viši kraj krivulje prinosa. Prosječni ponderirani broj godina do dospijeća obvezničkog portfelja mirovinskih fondova tako se s oko pet godina, koliko je iznosio početkom 2020., povećao na 6,2 godina krajem srpnja 2021. (slika 43.). Stoga uz rast ročnosti obvezničkog portfelja mirovinskih fondova **raste i rizik (re)valuacije portfelja** u slučaju rasta bilo inflacijom vođenih referentnih kamatnih stopa, bilo premije za rizik s obzirom na rastuće javne dugove, jer se tri četvrtine portfelja trenutno vrednuje prema tržišnim cijenama.

Rast alokacije sredstva u financijske instrumente na inozemnim tržištima blago je **povećao izloženost mirovinskih fondova valutnom riziku** u 2021. kroz rast imovine denominirane u euru (slika 44.). Stoga je prosječna otvorena neto valutna pozicija mirovinskih fondova na kraju srpnja 2021. iznosila 33,6 %, blago ispod zakonski utvrđenih limita. Planirano skoro uvođenje eura svakako će eliminirati značajan dio ove razmjerno visoke izloženosti valutnom riziku, dok u međuvremenu obvezujuća relativna stabilnost tečaja kune tijekom razdoblja boravka Hrvatske u tečajnom mehanizmu ERM II minimizira mogućnost materijalizacije ovog rizika.

Prinosi

Negativna tržišna kretanja iz prvog dijela 2020. umanjila su vrijednosti cijene udjela svih mirovinskih fondova (od -11,7 % do -0,4 %) , pri čemu je do izražaja došla njihova diversifikacija prema stupnju rizičnosti ulaganja (slika 45.). Najveći pad prinosa zabilježili su tako fondovi A kategorije te dobrovoljni fondovi koji su pod većim utjecajem kretanja na dioničkim tržištima. S uvođenjem monetarnih i fiskalnih mjera pomoći gospodarstvima obveznička i dionička tržišta su se stabilizirala, a sentiment investitora oporavio, što se odrazilo i na rast cijena financijskih instrumenata u nastavku 2020. i prvoj

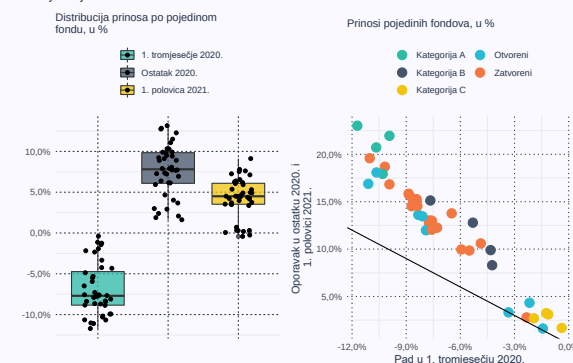
polovici 2021. godine. Stoga su **sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova završile s pozitivnim prinosima te je vrijednost imovine članova fondova očuvana** (slika 46.). Obvezni mirovinski fondovi kategorije A ostvarili su u 2020. godišnji prinos od 0,43 %, dok su kategorije B i C zabilježile prinose od 0,94 % i 1,15 %. Otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi ostvarili su prinos od 0,61 %, dok su zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi jedini ostvarili negativan godišnji prinos od -5,70 %.

Unatoč određenim oscilacijama početkom 2021. s obzirom na jačanje inflacijskih pritisa, trend rasta cijena dionica na financijskim tržištima nastavljen je i 2021. pa je godišnji rast Mirex indeksa A kategorije obveznih mirovinskih fondova krajem srpnja 2021. iznosio 14,4 %. Kretanja na dioničkim tržištima stimulativno su djelovala i na vrijednosti udjela u dobrovoljnim mirovinskim fondovima čija vrijednost je na kraju srpnja 2021. bila 11,8 % viša nego u istom razdoblju prethodne godine (slika 47.).

Generiranje razmjerno visokih prinosa na temelju, s aspekta preuzetih rizika, vrlo konzervativnih ulagačkih strategija u okruženju niskih kamatnih stopa, a posebno s ulaskom Hrvatske u europodručje, više neće biti ostvarivo čak i u slučaju rasta premije za rizik domaćih obvezničkih izdanja. Stoga se može očekivati daljnji rast disperzije ulaganja mirovinskih fondova po pojedinim klasama imovine uz veću potražnju za inozemnim investicijama. S obzirom na vrlo visoka globalna vrednovanja koja, posebno u okolnostima rasta opće razine cijena i upitne stabilnosti ekonomskog postpandemijskog oporavka, naglašavaju rizik iznenadne korekcije, prinosi mirovinskih fondova u budućnosti će u značajnijoj mjeri ovisiti o sentimentu ulagatelja na globalnim financijskim tržištima. No čak i u slučaju materijalizacije malo vjerojatnog, no mogućeg scenarija ponovljene

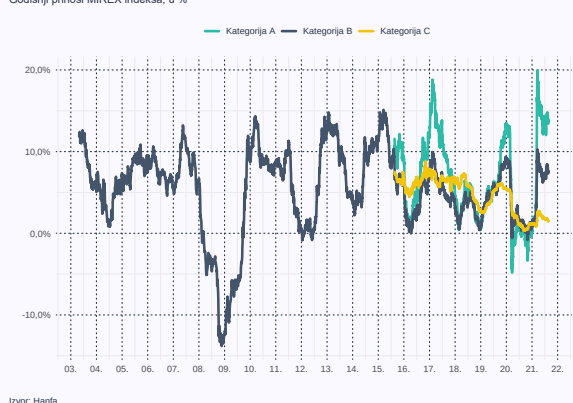
korekcije cijena na financijskim tržištima potaknute iznenadnim rastom kamatnih stopa, vrijednost udjela mirovinskih fondova ostaje stabilna (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).

Slika 45. Unatoč heterogenom oporavku, svi mirovinski fondovi nadoknadili su gubitke iz 1. tromjesečja 2020.



Napomena: Prinos u promatranom razdoblju čini postotnu promjenu vrijednosti udjela u promatranom razdoblju. Pravac na desnom grafikonu označuje vrijednosti za koje je prinos u 1. tromjesečju 2020. jednak prinosu u nastavku promatranog razdoblja.
Izvor: Haria

Slika 46. Oporavak profitabilnosti obveznih mirovinskih fondova u 2021. Godišnji prinosi MIREX indeksa, u %



Izvor: Haria

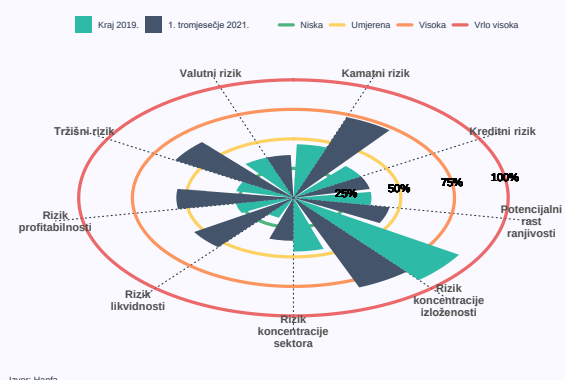
Slika 47. Vrijednosti udjela dobrovoljnih mirovinskih fondova nadoknadile gubitke iz 2020. Indeksi vrijednosti udjela dobrovoljnih mirovinskih fondova, 1.1.2014. = 100



Napomena: Vrijednost prikazanih indeksa procijenjena je na temelju kretanja vrijednosti udjela pojedinih dobrovoljnih fondova, pri čemu doprinos određenog fonda u konstrukciji indeksa čini njegova neto vrijednost na promatran dan.
Izvor: Haria

5. Investicijski fondovi

Slika 48. Rast kamatnog rizika relativno visoko koncentriranog investicijskog portfelja povećava rizik profitabilnosti investicijskih fondova
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru investicijskih fondova, u %



Materijalizacija sistemskog poremećaja kroz likvidnosne pritiske na investicijske fondove u prvom dijelu 2020. stabilizirana je pravovremenom aktivacijom alata makrobonitetne politike, ali i brzim vraćanjem sentimenta ulagatelja. No izloženost tržišnim rizicima ostala je na povišenoj razini u odnosu na predpandemijsko razdoblje, a čija bi materijalizacija ovisno o daljnjem razvoju pandemije i ekonomskom oporavku, mogla i u 2021. umanjiti profitabilnost fondovske industrije. U segmentu obvezničkih fondova to je potencirano i višegodišnjim produljivanjem ročnosti, odnosno rastom izloženosti kamatnom riziku, posebno s obzirom na visoku usmjerenost na domaća državna dužnička izdanja.

Ključna ciklička kretanja

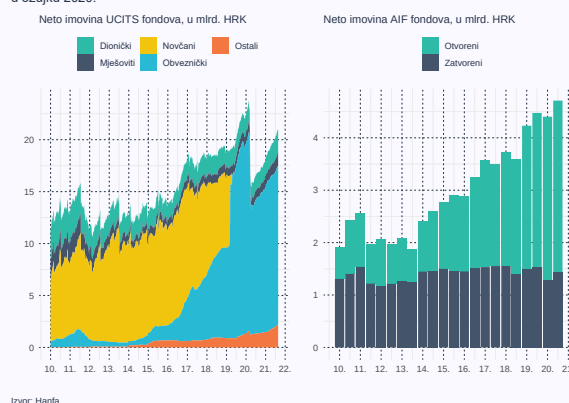
Sistemske šokove iz prvog tromjesečja 2020. koji su zahvatili većinu globalnih financijskih tržišta, uključujući i domaća, najsnažniji su utjecaj imali na investicijske fondove. Eskalacija pandemije lansirala je globalnu ekonomsku neizvjesnost na razine posljednji put zabilježene tijekom velike globalne financijske krize uz istodobno potonuće sentimenta investitora (više u poglavlju [3. Financijska tržišta](#)). Rast sklonosti držanju gotovog novca investitora je, s obzirom na bezlimitne i trenutne mogućnosti otkupa udjela koje nude UCITS fondovi, rezultirala

dosad najvećim odljevom sredstava u tako kratkom roku.

Od prvih dana pandemije pa do kraja travnja 2020., ulagatelji su iz UCITS fondova povukli ukupno 7,3 mlrd. HRK, odnosno 30,7 % neto vrijednosti imovine UCITS-a zabilježene na dan 20.2.2020., koji se uzima upravo kao početak zdravstvene krize u Europi (slika 50.). Najveći dio tih neto izlazaka zabilježili su obveznički fondovi, koji su u prethodnom razdoblju ostvarivali najznačajnije neto ulaske te koji su dominantno najzastupljenija kategorija UCITS fondova (na kraju srpnja 2021. su činili 73 % ukupne neto imovine UCITS fondova).

Iako su i ostale kategorije UCITS fondova zabilježile povlačenja dijela sredstava ulagatelja, većina smanjenja neto imovine dioničkih fondova u tom razdoblju rezultat je negativnih tržišnih kretanja, odnosno kontrakcije cijena na dioničkim tržištima. Smanjenje neto imovine mješovitih fondova bilo je posljedica, u podjednako mjeri, i negativnih tržišnih kretanja i zabilježenih neto odljeva investitora.

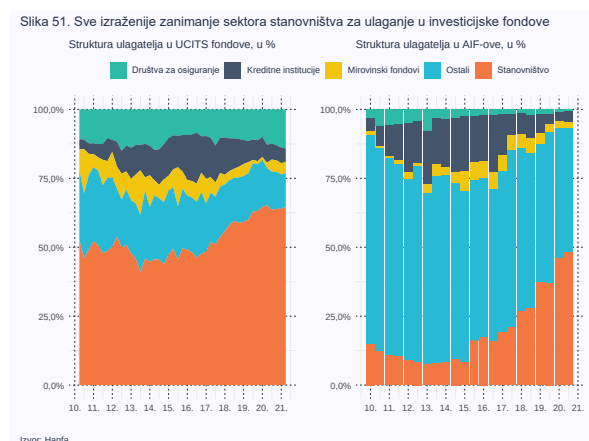
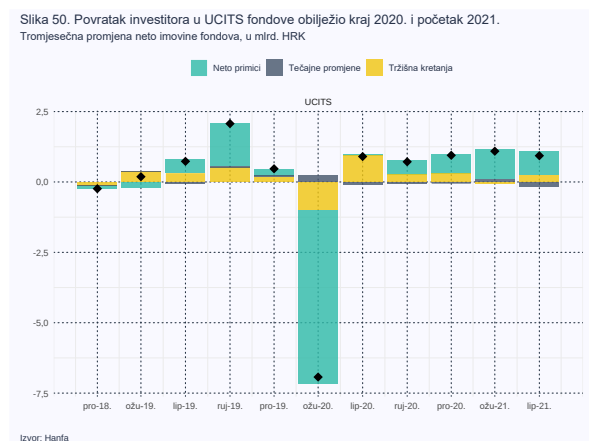
Slika 49. Višegodišnji rast imovine investicijskih fondova nastavljen nakon korekcije u ožujku 2020.



Izvor: Hanfa

U takvim izvanrednim okolnostima UCITS fondovi uspješno su ispunili sve svoje obveze prema ulagateljima, u za to predviđenim rokovima, zahvaljujući zalihama likvidnosti te centralnobankarskim intervencijama oživljenoj

potražnji na tržištu državnih obveznica. Komparativno rizičniji AIF-ovi istodobno nisu zabilježili značajnije likvidnosne pritiske te je čak i u turbulentnoj 2020. nastavljen stabilan rast neto imovine započeo 2014. (slika 49.). AIF-ovi su na kraju 2020. upravljali neto imovinom u vrijednosti 4,7 mlrd. HRK, što je 5,2 % više nego na kraju 2019. godine.



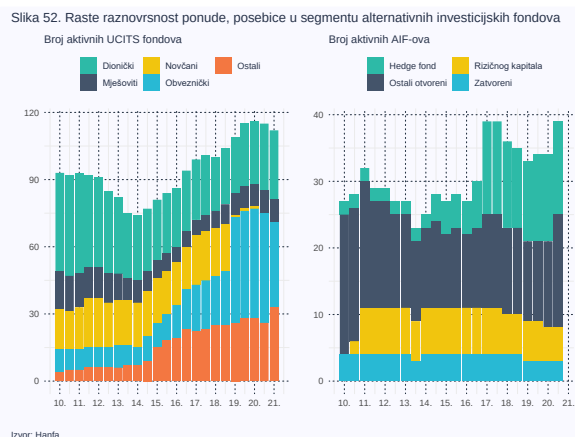
Već krajem travnja 2020. trendovi su se počeli okretati. Sukladno poboljšanju ulagačkog sentimenta koji je uslijedio u nastavku godine, iako uz još uvijek prisutne neizvjesnosti oko razvoja pandemije, neto imovina UCITS fondova kontinuirano je rasla, a robustan oporavak nastavljen je i u 2021. godini. Na krilima pozitivnih tržišnih kretanja i vraćanjem povjerenja investitora, koje se ogledalo u ostvarenim pozitivnim neto ulascima u navedenom razdoblju (slika 50.), neto imovina UCITS fondova dosegla je razinu od 20,7

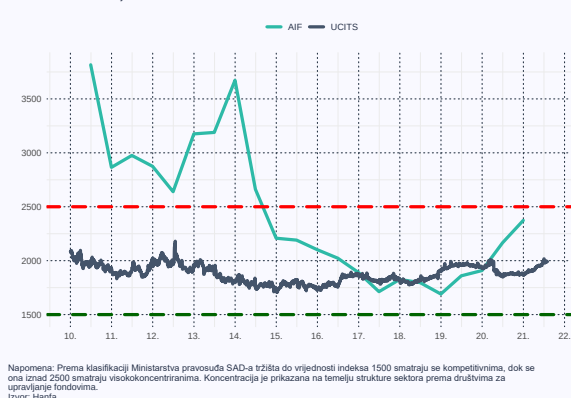
mlrd. HRK na kraju srpnja 2021., što je ipak 8,2 % manje nego na kraju 2019. godine (slika 49.).

U 2020. i 2021. nastavljen je trend proširenja ponude UCITS i AIF fondova na domaćem tržištu osnivanjem prvog fonda za ulaganje u kriptovimovinu, prvog ETF fonda (engl. *exchange-traded fund*) te prvog održivog ESG fonda (engl. *environmental, social and governance*). Budući da je sektor stanovništva tradicionalno najzastupljeniji investitor u UCITS fondove, a u recentnom razdoblju i sve zastupljeniji investitor u AIF-ove (slika 51.), zaštita potrošača i pravovremena edukacija korisnika investicijskih usluga dodatno dobiva na značenju u procesu zaštite korisnika, a posredno i financijskog sustava.

Strukturna obilježja i rizici

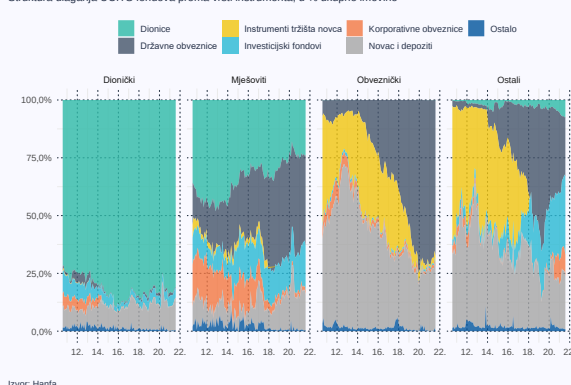
Unatoč konsolidaciji sektora UCITS fondova u pogledu neto imovine i broja fondova u 2020. i 2021. (na kraju lipnja 2021. bilo je aktivno 112 UCITS fondova, odnosno 3 manje nego na kraju 2019.), struktura sektora nije značajnije promijenjena (slika 52.). Stoga je **razina koncentracije sektora UCITS fondova zadržana na umjerenoj razini**. Istodobno je tijekom 2020. povećan broj alternativnih investicijskih fondova (za pet) kojih je na kraju 2020. bilo aktivno ukupno 39. Unatoč tome, koncentracija u segmentu AIF-ova raste zbog rastuće akumulacije neto imovine u pojedinim društvima za upravljanje.



Slika 53. Koncentracija sektora umjerena, no prisutan blagi trend konsolidacije
HHI indeks koncentracije sektora

Slika 54. Povrh relativno visokih zaliha likvidne imovine, strategija upravljanja određuje strukturu ulaganja UCITS fondova

Struktura ulaganja UCITS fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine

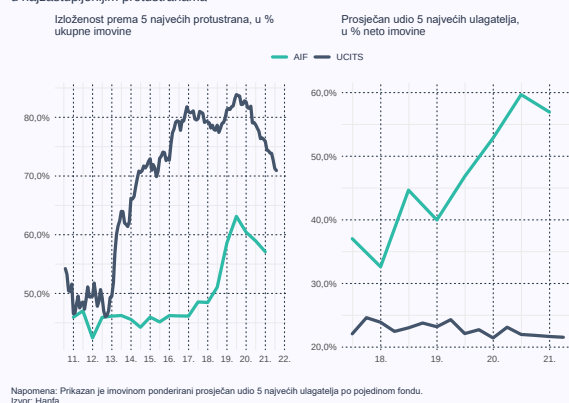
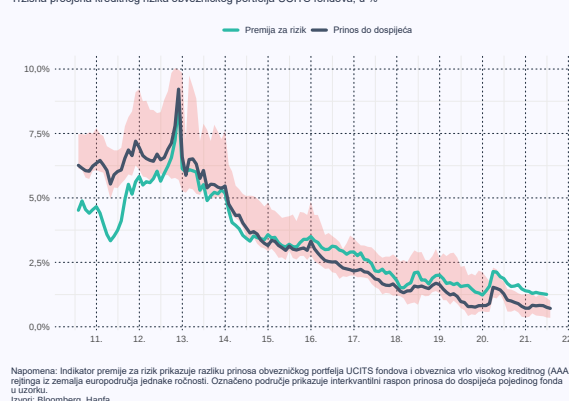


Izvor: Hanifa

Iako je zastupljenost pojedine klase imovine u strukturi ulaganja UCITS fondova određena njihovom vrstom (slika 54.), te time ne predstavlja rizik koncentracije, **na razini pojedinog izdavatelja koncentracija ulaganja investicijskih fondova izrazito je visoka, posebno u obvezničkom segmentu** kroz ulaganje u najzastupljenije domaće državne obveznice. Tako je izloženost UCITS fondova prema pet najvećih protustrana na kraju lipnja 2021. činila čak 71,3 % ukupnih ulaganja²⁰ (slika 55.), značajan dio čega se odnosi na izloženost državi (obveznice su na kraju 2020. činile 64,1 % ulaganja UCITS fondova, od čega se 66,3 % tih ulaganja odnosilo na izloženosti prema RH). **Visok stupanj koncentracije ulaganja izlaže fondove kreditnom riziku**, odnosno utjecaj tržišne percepcije tog rizika na vrednovanja. Taj je rizik dodatno naglašen u okolnostima

rastućeg javnog duga (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)).

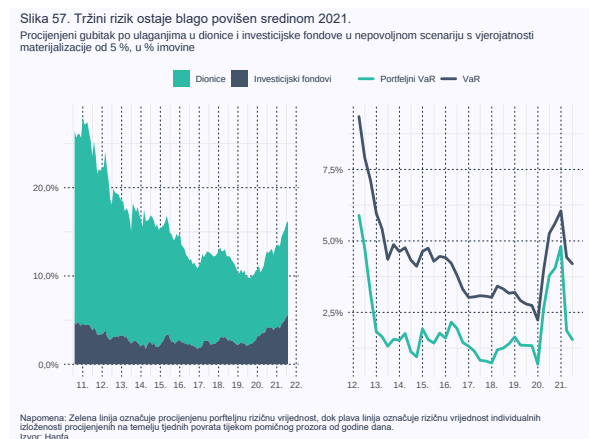
Slika 55. Visoka koncentracija ulaganja naglašava potencijalne idiosinkratske rizike u najzastupljenijim protustranama

Slika 56. Tržišna percepcija kreditnog rizika na povijesno niskim razinama
Tržišna procjena kreditnog rizika obvezničkog portfelja UCITS fondova, u %

Iako je tržišna percepcija kreditnog rizika na povijesno niskim razinama (slika 56.), ekspanzija privatnog i javnog duga dosegla je povijesno najviše razine. S ubrzanjem ekonomskog oporavka i rastom inflacije moguće zaoštavanje uvjeta financiranja kroz rast kamatnih stopa, dovelo bi u pitanje mogućnost njihove uredne otplate. No čak i u slučaju zadržavanja postojećih niskih kamatnih stopa, promjena percepcije kreditnog rizika kroz premiju za rizik pojedine zemlje može značajno umanjiti vrijednosti obvezničkih ulaganja. Stoga će povjerenje investitora u održivost javnoga duga i u narednom razdoblju značajno utjecati na vrijednost portfelja fondova, pri čemu će se ono modificirati ovisno o percepciji ravnoteže između održivog ekonomskog oporavka i uvjeta

²⁰ Podatak se odnosi na dio imovine koji čine obveznice, dionice, instrumenti tržišta novca i udjeli u investicijskim fondovima.

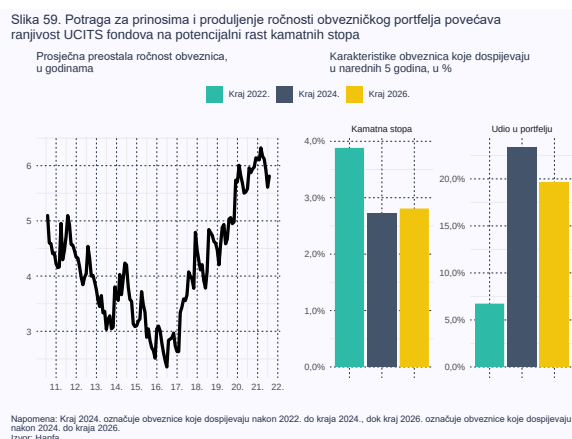
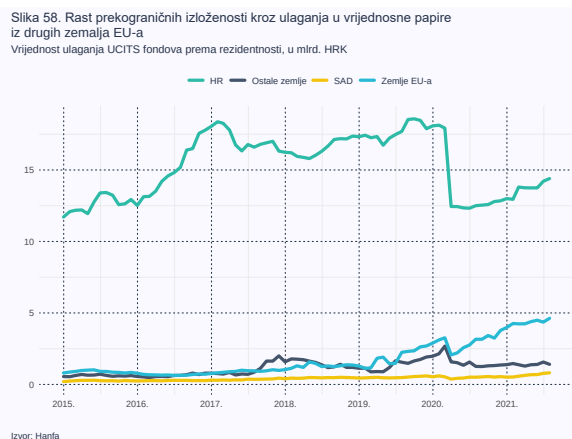
financiranja s obzirom na rastuće inflacijske pritiske (odnosno riziku inercije²¹).



Za razliku od obvezničkih, dionička su ulaganja investicijskih fondova u bitno manjoj mjeri koncentrirana (pet najzastupljenijih izdanja čine 14,9% ukupnog dioničkog portfelja na kraju 2020. godine). Tome doprinosi i trend porasta takvih (ino)ulaganja koja nude viši stupanj likvidnosti. Iako diversifikacija portfelja kroz očekivani daljnji rast inozemnih ulaganja (slika 58.) smanjuje visoki stupanj njihove koncentracije, istodobno s druge strane povećava izloženost fondova tržišnim rizicima koji su dodatno naglašeni u trenutačnim okolnostima povijesno visokih vrednovanja (slika 57.).

Razdoblje niskih prinosa odrazilo se i na izraženiju alokaciju imovine UCITS fondova u dugoročnije dužničke instrumente. Prosječni ponderirani broj godina do dospjeća obvezničkog portfelja UCITS fondova višestruko se povećao tijekom posljednje četiri godine te je dosegao razinu od 5,3 godine što ulazi u zonu ročnosti karakterističnu za domaće mirovinske fondove kao tipično dugoročne institucionalne investitore (slika 59.). Ovako **izraženo povećanje ročnosti obvezničkog portfelja UCITS fondova dodatno naglašava kamatni rizik** u scenariju moguće promjene kamatnih stopa i

posljedičnog pada vrijednosti obvezničkih ulaganja. S obzirom na signale koji ne sugeriraju skoriju značajniju promjenu smjera monetarnih politika vodećih središnjih banaka, isti se trend rasta ročnosti s ciljem maksimiziranja profitabilnosti očekuje i u narednom razdoblju pa bi visoka izloženost investicijskih fondova kamatnom riziku mogla biti jedan od značajnijih izvora poremećaja.

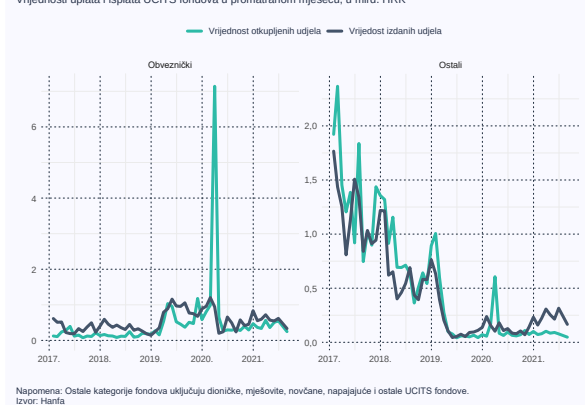


Uz koncentraciju aktive, **razmjerno je visoka i koncentriranost pasive prema tipu ulagatelja, što fondove izlaže potencijalnim likvidnosnim šokovima**. Najznačajnija kategorija ulagatelja u UCITS fondove su mali investitori koji su bili pokretači novčanih tokova tijekom 2020. i to u oba smjera: iz fondova u početnoj fazi pandemije, koju su obilježile velike nesigurnosti, ali i prema fondovima u fazi stabilizacije u

²¹ Riječ je o riziku koji proizlazi iz nepovoljnog odnosa između kamatne stope koja se plaća na dugove te stope rasta dohodaka iz kojih se ti dugovi servisiraju.

drugom dijelu 2020. godine. Domaći mali ulagatelji uglavnom su neskloni riziku, što se ugleda u činjenici da su obveznički fondovi najzastupljenija kategorija UCITS fondova na tržištu te da se takva ulaganja u velikoj mjeri koriste kao profitabilnija alternativa bankarskim depozitima. S obzirom na takve karakteristike ulagatelja u UCITS fondove oni su podložniji grupnom ponašanju utemeljenom na bihevioralnim odrednicama, što je i dovelo do stvaranja likvidnosnih pritisaka na obvezničke fondove u travnju 2020. godine. Taj je rizik dodatno naglašen kod alternativnih investicijskih fondova koji bilježe komparativno više razine koncentracije ulagatelja u odnosu na UCITS fondove (slika 55.).

Slika 60. Početak krize obilježen snažnim isplatom udjela iz obvezničkih UCITS fondova
Vrijednosti uplata i isplata UCITS fondova u promatranom mjesecu, u mlrd. HRK

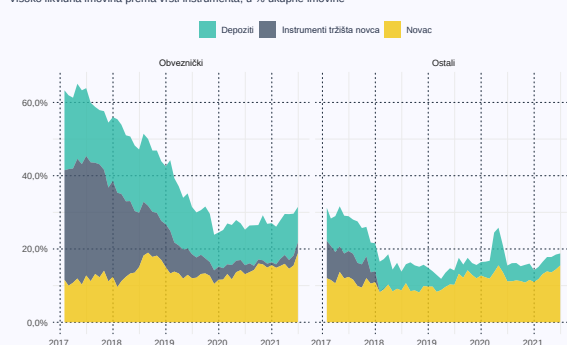


Nalet ulagatelja kroz zahtjeve za otkupe udjela²² u prvom tromjesečju 2020. zahvatio je prvenstveno obvezničke fondove (slika 60.). U normalnim okolnostima udio visoko likvidne u ukupnoj imovini obvezničkih fondova dovoljno je visok da pokrije ukupne bruto zahtjeve za otkup udjela tijekom 30 dana (slika 62.). Međutim, manifestacija sistemskog šoka, odnosno pojava kontinuiranih zahtjeva za otkup udjela koji su višestruko nadmašili uobičajene zahtjeve ulagatelja te formirane likvidne amortizere fondova, natjerala je obvezničke fondove na unovčenje i manje likvidnih klasa imovine. Prodajom dijela obvezničkog portfelja

u visini od 4,6 mlrd. HRK, od čega je 1,9 mlrd. HRK (42,8 %) prodano direktno središnjoj banci (što čini 15,5 % ukupnih plasmana središnje banke u tom periodu za kupnju obveznica u okviru operacija fine prilagodbe), fondovi su osigurali sigurno ispunjenje obveza po zahtjevima za otkup udjela.

Slika 61. Relativno visoke zalihe likvidnosti domaćih UCITS fondova dodatno porasle nakon početka koronakrize

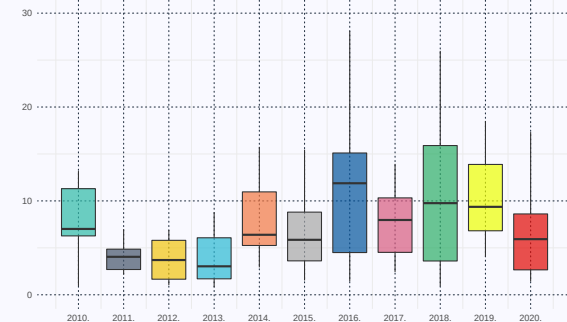
Visoko likvidna imovina prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Napomena: Ostale kategorije fondova uključuju dioničke, mješovite, novčane, napajajuće i ostale UCITS fondove.
Izvor: Hanfa

Slika 62. Povijesni podaci pokazuju kako u normalnim uvjetima zalihe likvidnosti obvezničkih fondova višestruko nadmašuju čak i kumulirane mjesečne bruto odjave

Distribucija indikatora likvidnosti obvezničkih UCITS fondova



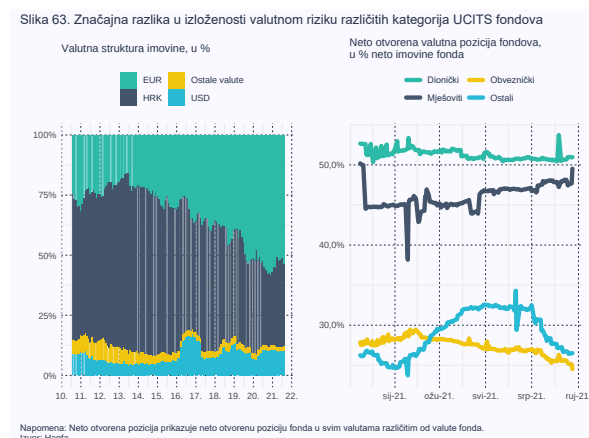
Napomena: Indikator likvidnosti prikazan je kao omjer visoko likvidne imovine i prosječnih kumulativnih mjesečnih odjava u promatranj godini. Visoko likvidnu imovinu čine novac, depoziti i instrumenti tržišta novca na zadnji dan u promatranj godini.
Izvor: Hanfa

Udio likvidne u ukupnoj imovini UCITS fondova kontinuirano se smanjivao tijekom posljednjih godina (slika 61.) kao posljedica poslovanja u okruženju niskih kamatnih stopa koje je motiviralo upravitelje fondova na alokaciju imovine u rizičnije i manje likvidne klase. No likvidnosni pritisci s početka 2020. promijenili su taj trend, pa **od ožujka 2020. udio likvidne imovine, posebno novca na računu, raste**. Tako je udio likvidne u ukupnoj imovini UCITS fondova

²² Domaći UCITS fondovi imaju zakonsku obvezu na zahtjev ulagatelja otkupiti udjele unutar sedam dana od dana zaprimanja zahtjeva.

na kraju 2019. iznosio 23,1 % da bi se do kraja srpnja 2021. povećao za 3,8 p.b.

Izloženost investicijskih fondova valutnom riziku²³ na povišenju je razini s obzirom na to da se neto otvorena valutna pozicija, ovisno o kategoriji UCITS-a, kreće između 26,3 % i 50,7 %. U valutnoj strukturi imovine prevladavaju eurska ulaganja, koja imaju višegodišnju tendenciju rasta, a isto se očekuje i u narednom razdoblju s obzirom na trend porasta inozemnih ulaganja. Ovako **visoka izloženost valutnom riziku će međutim biti značajno umanjena predviđenim uvođenjem eura** kao službene valute, po planovima najranije već kroz naredne dvije godine. U međuvremenu je vjerojatnost materijalizacije ovog rizika razmjerno niska s obzirom na očekivanu stabilnost tečaja u razdoblju do uvođenja eura.



Prinosi

Unatoč pretrpljenom sistemskom šoku u prvom tromjesečju, **prinosi gotovo svih kategorija UCITS fondova do kraja 2020. poprimili su pozitivan predznak**. Veličinom neto imovine najzastupljeniji obveznički fondovi godinu su završili s prinosom od 0,9 %, što je značajno niže u odnosu na višegodišnji prosjek (za 1,5 postotnih bodova). Pritisci na smanjenje cijena

udjela obvezničkih fondova mogli bi se nastaviti i u 2021. s obzirom na pojačani fokus investitora na inflacijska kretanja i povezano monetarno djelovanje (slika 65.).

Dionički fondovi jedini su ostvarili negativne prosječne godišnje prinose zaključivši 2020. s prinosom od -1,5 %, uz daljnji rast komparativno više razine volatilnosti cijene udjela u odnosu na druge UCITS fondove. Unatoč tome, pozitivni trendovi s dioničkih tržišta koji su se nastavili i u 2021. snažno su povećali cijenu udjela u dioničkim fondovima na valu povijesno visokih vrednovanja, koja je na kraju srpnja 2021. bila za 12,9 p.b. viša u odnosu na kraj 2019. (slika 64.). Time je ne samo nadoknađen pad vrijednosti udjela od 25 p.b. na početku krize, nego su ujedno ostvareni vrlo konkurentni prinosi u odnosu na prethodne godine.

Značajna heterogenost u ostvarenim prinosima pojedinih kategorija UCITS fondova obilježit će i nadolazeće razdoblje, a na što će najviše utjecati njihove idiosinkratske karakteristike i investicijske politike koje će se, uz postojeće trendove rasta rizičnijih i inozemnih ulaganja, moguće u određenoj mjeri prilagođavati i inflacijskim očekivanjima. Pored toga, na prinose investicijskih fondova, ali i profitabilnost drugih subjekata sektora financijskih usluga, značajno će preko premije za rizik utjecati zadržavanje optimizma i pozitivnog kretanja tržišnog sentimenta koji će se formirati ovisno o makroekonomskim kretanjima i razvoju epidemiološke situacije. S obzirom na postojeće razine vrednovanja, promjena trenutačno vrlo osjetljivog sentimenta mogla bi dovesti do značajnih korekcija cijena na financijskim tržištima i materijalizacije tržišnih rizika koji su i dalje na povišenim razinama (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).

²³ Izloženost investicijskih fondova valutnom riziku procijenjena je kao neto otvorena valutna pozicija fonda u svim valutama

različitima od valute fonda, pri čemu se izloženost u stranoj valuti uz valutnu klauzulu ne tretira kao izloženost u stranoj valuti.

Slika 64. Snažan oporavak vrijednosti udjela UCITS fondova na temelju pozitivnih vrednovanja na financijskim tržištima

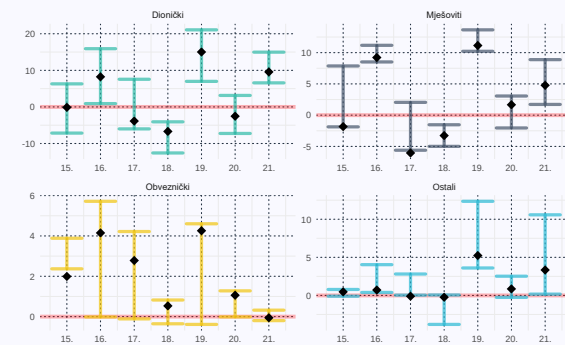
Indeks vrijednosti udjela UCITS fondova prema kategoriji, 100 = 31.12.2018.



Napomena: Vrijednost indeksa pojedine kategorije predstavlja neto imovinom ponderiranu vrijednost udjela pojedinačnih fondova u uzorku reskaliranu na početni datum.
Izvor: Hanifa

Slika 65. Snažan oporavak prinosa dioničkih i mješovitih UCITS fondova u 2021.

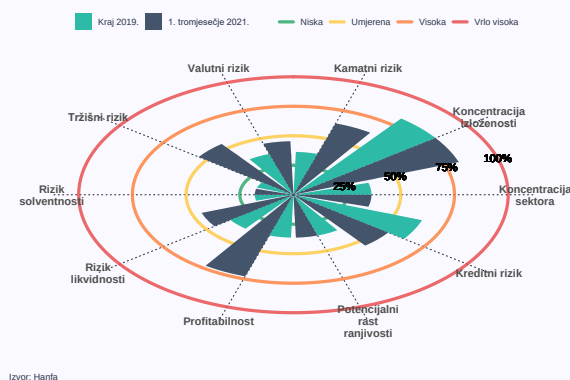
Godišnji prinosi UCITS fondova prema kategoriji fonda, u %



Napomena: Za 2021. je prikazan prinos u prvih sedam mjeseci. Linjske oznake prikazuju interkvartilni raspon prinosa pojedinačnih fondova u uzorku.
Izvor: Hanifa

6. Društva za osiguranje

Slika 66. Okruženje niskih kamatnih stopa i povišeni tržišni rizici u kombinaciji sa skokom isplata šteta u dijelu osiguranja imovine stvaraju dodatne pritiske na profitabilnost osiguratelja
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru društava za osiguranje, u %



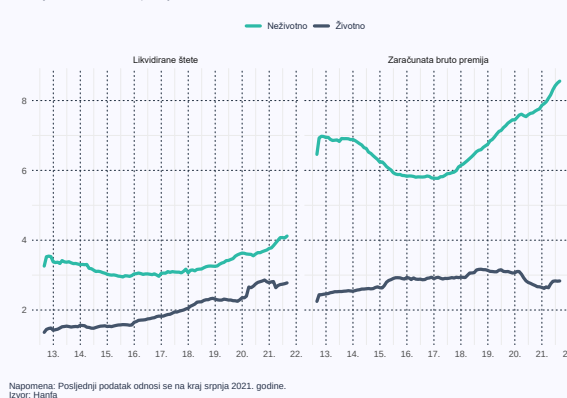
Pad profitabilnosti društava za osiguranje tijekom 2020. rezultat je povećanih isplata šteta u segmentu osiguranja imovine kao posljedica dvaju potresa u 2020., ali i smanjenog obujma poslova životnog osiguranja. Pritisci na profitabilnost društava za osiguranje u okruženju niskih kamatnih stopa nastavljeni su i u 2021. pa se u potrazi za ostvarenjem zadovoljavajućih povrata društva polako okreću prema rizičnijim klasama imovine. Unatoč relativno niskoj tržišnoj percepciji kreditnog rizika u 2020., visoka koncentracija ulaganja društava za osiguranje zadržava izloženost ovom riziku na umjerenoj razini, a ujedno potencira izloženost kamatnom riziku. Iako je agregatna razina izloženosti sektora osiguravatelja sistemskim rizicima blago povišena u proteklom razdoblju, solventnost društava očuvana je na vrlo visokim razinama, čemu su pomogle i donesene mjere makrobonitetne naravi.

Ključna ciklička kretanja

Ukupno poslovanje sektora osiguranja u 2020. bilo je razmjerno nepogođeno koronakrizom s obzirom na to da se ukupna bruto zaračunata premija tržišta zadržala na razini iz prethodne godine (10,5 mlrd. HRK). Međutim, učinci

koronakrize, a posebno višegodišnjeg razdoblja niskih povrata, ipak su vidljivi u divergentnim premijskim trendovima životnih, odnosno neživotnih osiguranja (u 2020. godišnji pad premijskog prihoda životnih osiguranja iznosio je 13,7 %, dok je istodobno zaračunata premija neživotnih osiguranja porasla za 5,6 %). Bruto zaračunata premija životnih osiguranja blago se oporavila u 2021. te je u prvih sedam mjeseci bila za 11,1 % viša u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, dok je istovremeno premija u segmentu neživota nastavila rasti po stopi od 12,8 % (slika 67.). S obzirom na višegodišnje premijske trendove, udio životnih osiguranja u ukupnom premijskom prihodu društava za osiguranje smanjio se na 24,2 %, što je znatno ispod europskog prosjeka od 52 %²⁴.

Slika 67. Rast zaračunate bruto premije neživotnog osiguranja ubrzao se u 2021. Godišnja zaračunata bruto premija, u mlrd. HRK

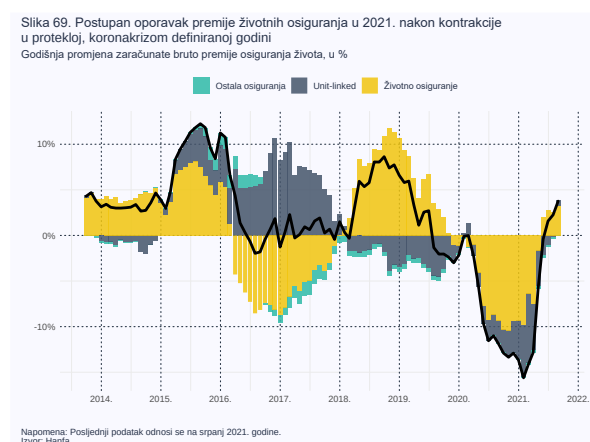
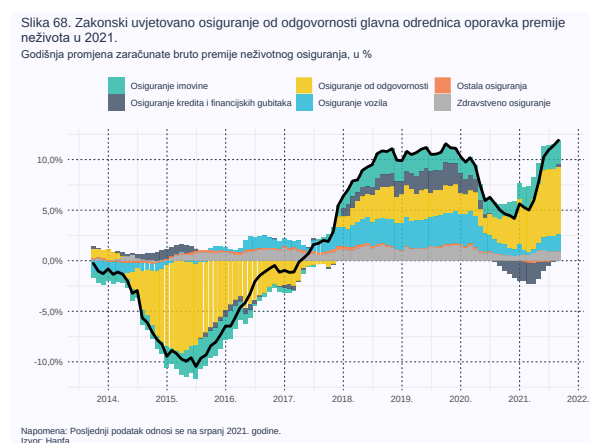


Rast bruto premije neživotnog osiguranja u 2020. i 2021. najvećim je dijelom generiran rastom premije osiguranja od odgovornosti (slika 68.). To uključuje i najzastupljenije obvezno osiguranje od automobilske odgovornosti kod kojeg je uz rast opsega poslovanja, odnosno broja ugovora, značajnije porasla i njihova cijena (za približno 10 %). Rast prosječne cijene ugovora posljedica je intenziviranja inozemnog cjenovno privlačnijeg poslovanja dijela društava,

²⁴ Podatak se odnosi na agregatnu strukturu premija EEA zemalja u 2020. (više informacija na [ovoj poveznici](#)).

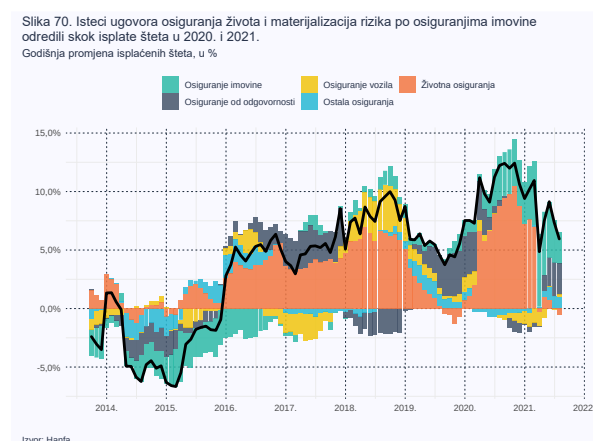
ali i rasta cijena domaćih ugovora o osiguranju od automobilske odgovornosti, dijelom kao posljedica izmijenjenih legislativnih okolnosti²⁵.

U segmentu neživotnih osiguranja blago je intenziviran i porast premijskog prihoda po ugovorima o osiguranju imovine²⁶, što je odraz iskustva prošlogodišnjih potresa, ali i drugih sve učestalijih elementarnih nepogoda. Istodobno je smanjeno bankovno kreditiranje utjecalo na pad premije osiguranja kredita i financijskih gubitaka (pad od 27,5 % na godišnjoj razini), koja je snažno rasla prethodnih godina. S normalizacijom procesa kreditne intermedijacije, zabilježen je i oporavak premije u ovom segmentu poslovanja te je ona u prvih sedam mjeseci 2021. bila 4,7 % viša u odnosu na pretkriznu 2019. godinu.



Dinamika kreditiranja kućanstava doprinijela je i padu premijskog prihoda životnih osiguranja kod kojih su banke iznimno važan distribucijski kanal. Stoga su gotovo sva društva u segmentu životnih osiguranja zabilježila smanjenje bruto zaračunate premije u 2020. (slika 69.). Dodatno, niski tržišni prinosi, sukladno kojima su smanjene i garantirane stope u proizvodima životnog osiguranja, umanjili su investicijsku privlačnost ovog proizvoda pa ugovori koji u su istjecali u tom razdoblju nisu bili obnavljani.

Na rast likvidiranih šteta životnih osiguranja u 2020. (godišnji rast od 18,3 %) dominantno su utjecali redovni isteci ugovora (slika 70.), uz tek manji doprinos rasta vrijednosti prijevremenih raskida²⁷. S obzirom na dozrijevanje portfelja, očekuje se nastavak povećanja isplata šteta i u narednim razdobljima, iako anualizirani podaci za prvo polugodište 2021. pokazuju određeno usporavanje ovog trenda.



Likvidirane štete u segmentu neživotnih osiguranja u 2020. porasle su za 3,9 % u odnosu na prethodnu godinu. Očekivano intenziviranje tog trenda s obzirom na potrese s kraja 2020. potvrđeno je podacima za prvo polugodište 2021. (godišnji rast ubrzan je na 18,2 %) posebno u dijelu osiguranja od požara i elementarnih šteta što uključuje i potres (godišnji rast iznosa

²⁵ Novi orijentacijski kriteriji Vrhovnog suda RH za naknadu neimovinske štete.

²⁶ Osiguranje od požara i elementarnih šteta kao i ostala osiguranja imovine.

²⁷ Porast vrijednosti otkupa u 2020. u odnosu na 2019. iznosio je 13 % ukupnog porasta likvidiranih šteta u segmentu životnih osiguranja.

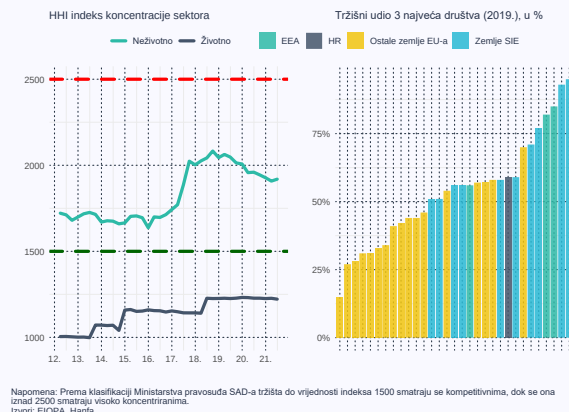
likvidiranih šteta iznosi oko 33 %). U okolnostima pogoršanih makroekonomskih uvjeta zbog kojih je plaćanje kredita bilo otežano, u 2020. porasle su i štete po osiguranjima kredita. Ostale vrste neživotnog osiguranja u 2020. nisu zabilježile značajnije povećanje iznosa likvidiranih šteta ili je on čak i smanjen, što se može povezati sa smanjenom gospodarskom aktivnosti i mobilnosti građana. S relativnom normalizacijom života u prvom polugodištu 2021. povećao se i iznos likvidiranih šteta na temelju osiguranja od odgovornosti.

Strukturna obilježja i rizici

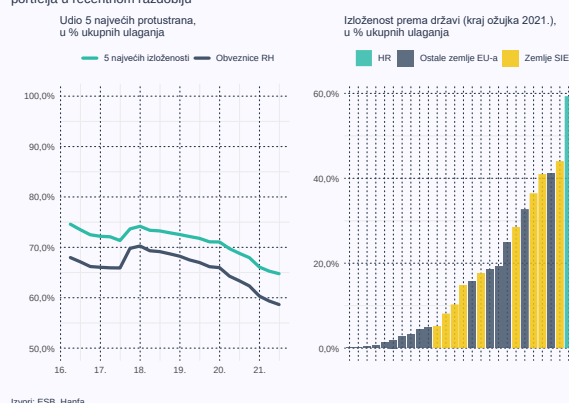
Usluge osiguranja na domaćem tržištu u 2020. pružalo je 15 društava sa sjedištem u RH što, uz podružnice društava za osiguranje iz EU-a te pružanje usluga drugih društava iz država članica kroz slobodu poslovnog nastana i pružanja usluga, **domaće tržište osiguranja čini razmjerno konkurentnim** (slika 71.).

Rizik koncentracije je kao i kod ostalih pružatelja financijskih usluga **bitno izraženiji u segmentu investicijskih portfelja**, odnosno aktive društava za osiguranje. S obzirom na to da je više od 65 % ukupnih ulaganja koncentrirano u vidu izloženosti prema samo pet izdavatelja (slika 72.), od čega se glavnina odnosi na upisane obveznice RH, **domaći sektor osiguranja visoko je izložen kreditnom riziku vezanom uz domaći fiskus**. S obzirom na rast zaduženosti države u okolnostima koronakrize i jeftinog novca, bilance društava za osiguranje visoko su osjetljive na tržišnu percepciju kreditnog rizika RH. Iako je tijekom posljednjih godina primjetan trend određene diversifikacije ulaganja i prema vrsti imovine (rast ulaganja u dionice i investicijske fondove) i prema izdavatelju, rizik koncentracije ulaganja koji potencira i izloženost riziku likvidnosti, posebno u slučaju određenih šokova, i dalje je znatno izraženiji u RH nego u ostalim usporedivim zemljama EU-a.

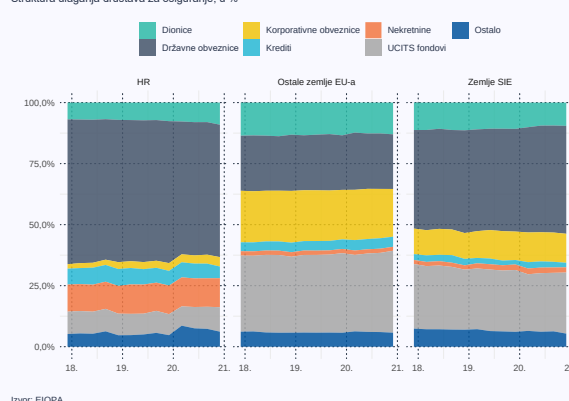
Slika 71. Koncentracija sektora stabilna



Slika 72. Rizik koncentracije izloženosti na povišenim razinama, unatoč porastu diversifikacije portfelja u recentnom razdoblju



Slika 73. Blagi porast ulaganja u dionice i investicijske fondove smanjuje izloženost državi



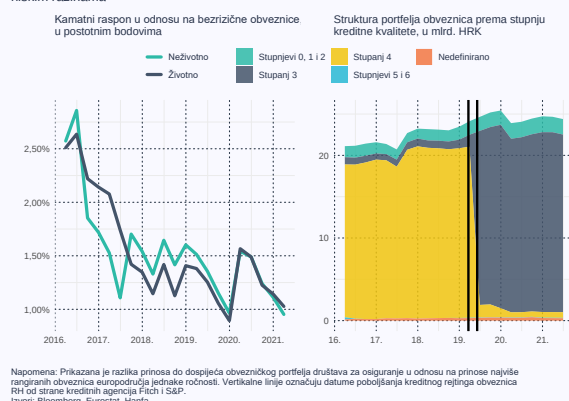
I dok su domaća društva za osiguranje bitno manje izložena dioničkim tržištima, korporativnim obveznicama i investicijskim fondovima od svojih europskih konkurenata (slika 73.), **alokacija sredstava u nekretninsko tržište bitno nadilazi europske prosjeke**. Unatoč tome što ulaganje u nekretnine, posebno poslovne kao razmjerno teže utržive oblike imovne, društva dodatno izlaže riziku likvidnosti, taj je oblik ulaganja porastao tijekom prve

polovice 2021., čineći na razini sustava 7,62 % ukupnih ulaganja društava za osiguranje. U kontekstu upravljanja likvidnošću, dodatno zabrinjava i posebno visoka zastupljenost nekretninskih ulaganja kod pojedinih društava (gdje ona čine i više od 34 % investicijskog portfelja²⁸). Iako ovaj oblik investicija za sada nudi stabilan izvor prihoda i podiže profitabilnost društava, u slučaju pregrijavanja cijena na segmentiranom tržištu nekretnina, a na što upućuju određena istraživanja²⁹, izlaže društva mogućim znatnijim gubitcima vrijednosti imovine u scenariju nagle korekcije cijena koja bi se mogla sa stambenog tržišta preliti i na segment poslovnih nekretnina.

Visoko koncentrirana ulaganja naglašavaju kreditni rizik kojem su društva izložena. Iako je s poboljšanjem kreditnog rejtinga RH krajem 2019. stupanj kreditne rizičnosti u ulaganjima najzastupljenijeg obvezničkog portfelja formalno na niskoj razini (na kraju lipnja 2021. samo je 3 % obvezničkog portfelja bilo u kategoriji špekulativnog rejtinga³⁰), materijalizacija kreditnog rizika visoko je ovisna o njegovoj percepciji i averziji prema riziku globalnih investitora (slika 74.). U okolnostima visoke zaduženosti domaće države kao najzastupljenije protustrane u investicijskim portfeljima, **rizik iznenadnoga rasta averzije prema riziku**, posebno s obzirom na prisutne stagflacijske naznake, mogao bi dovesti do značajnog smanjenja vrijednosti imovine koja se tržišno vrednuje. Unatoč povoljnim i formalno nezabrinjavajućim razinama izloženosti kreditnom riziku, treba u obzir uzeti mogućnosti njegove iznenadne promjene u ovisnosti o tržišnoj percepciji stabilnosti javnog sektora i sklonosti investitora prema rizičnijim ulaganjima. Navedeno može imati sistemski destabilizirajući

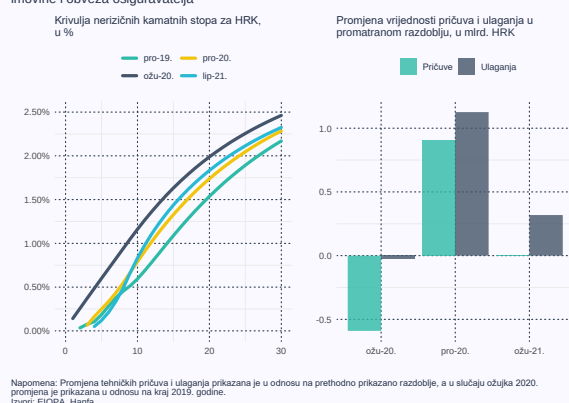
utjecaj na bilance cijelog sektora osiguranja u RH.

Slika 74. Premija za kreditni rizik nakon privremenog skoka početkom 2020. ponovno na vrlo niskim razinama



Napomena: Prikazana je razlika prinosa do dospijeća obvezničkog portfelja društava za osiguranje u odnosu na prinose najviše rangiranih obveznica europskih država jednake ročnosti. Vertikalne linije označuju datume poboljšanja kreditnog rejtinga obveznica RH od strane kreditnih agencija Fitch i S&P. Izvor: Bloomberg, Eurostat, Hanfa

Slika 75. Kretanje kamatnih, odnosno diskontnih stopa ima značajan utjecaj na vrijednost imovine i obveza osiguravatelja



Napomena: Promjena tehničkih pričuva i ulaganja prikazana je u odnosu na prethodno prikazano razdoblje, a u slučaju ožujka 2020. promjena je prikazana u odnosu na kraj 2019. godine. Izvor: EIOPA, Hanfa

Vrijednost ulaganja i tehničkih pričuva društava za osiguranje tijekom posljednjih tromjesečja bila je pod znatnim utjecajem volatilnosti prinosa na državne obveznice (slika 75.). Dugotrajno okruženje niskih kamatnih stopa te posljedična potraga za prinosom rezultirali su povećanjem ročnosti obvezničkih ulaganja, čak i u slučaju neživotnih osiguranja³¹ (slika 76.). Iako to čini sektor osjetljivijim na potencijalni rast prinosa (bilo zbog promjene sentimenta investitora, posebno s obzirom na ranjivosti domaćeg fiskusa, bilo zbog uvjeta financiranja zbog inflatornih pritisaka ako se pokaže da oni nisu

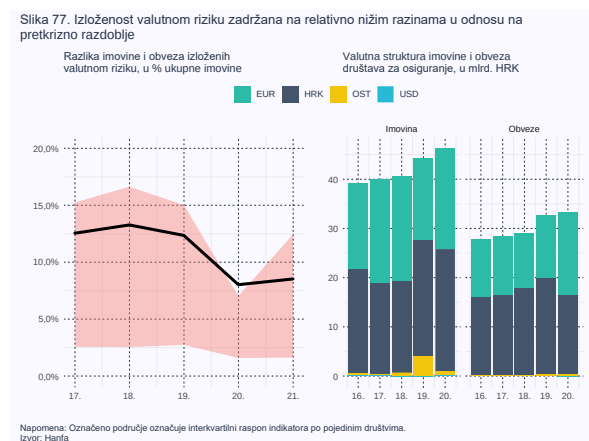
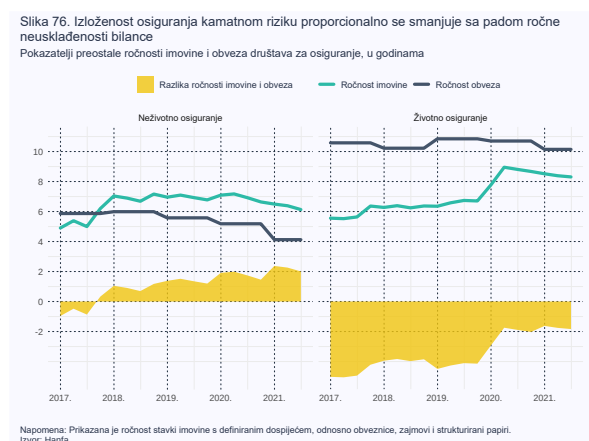
²⁸ Podatak ne uključuje ulaganja u nekretnine za vlastitu upotrebu.

²⁹ Više informacija u publikaciji Hrvatske narodne banke [Financijska stabilnost, br. 22](#).

³⁰ Stupnjevi kreditne kvalitete 4, 5 i 6 smatraju se kategorijama ispod investicijskog, odnosno kategorijom špekulativnog kreditnog rejtinga.

³¹ U skladu s prirodom poslovanja, portfelje društava za osiguranje u segmentu životnih osiguranja karakterizira dulja ročnost (8,3 godina) u usporedbi s portfeljima u segmentu neživotnog osiguranja (6,3 godina).

kratkoročne, tranzicijske prirode), **izloženost kamatnom riziku ipak je umjerena s obzirom na relativno nisku ročnu neusklađenost imovine i obveza**. Simulirani scenarij materijalizacije sistemskog šoka i zamjetnijeg rasta prinosa na dugoročne državne obveznice sugerira kako je izloženost društava za osiguranje kamatnom riziku podnošljiva s aspekta stabilnosti kapitala, jer višak imovine nad obvezama ne bi bio značajnije smanjen (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).



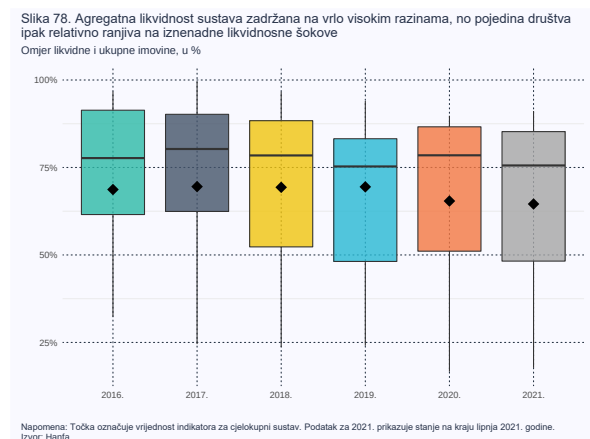
Izloženost valutnom riziku društava za osiguranje na razmjerno je niskoj razini s obzirom na to da se tijekom 2020. neto otvorena devizna pozicija smanjila za 0,5 p.b. u odnosu na kraj 2019. te je iznosila oko 8,5 % neto imovine. Do značajnijih promjena nije došlo niti u prvom dijelu 2021. (slika 77.). Većina devizne imovine i obveza društava za osiguranje denominirana je u euru pa će s očekivanim ulaskom RH u europodručje ovaj rizik biti značajno smanjen. To će se ujedno,

uz smanjenje i kapitalnog zahtjeva za kamatni rizik kao i rizik razlike i koncentracije, odraziti i na smanjenje potrebnog solventnog kapitala društava. U međuvremenu je vjerojatnost njegove materijalizacije vrlo niska s obzirom na nužnu stabilnost tečaja tijekom boravka u tečajnom mehanizmu.

Premda je **i dalje umjerena, prosječna izloženost društava za osiguranje riziku likvidnosti povećala se tijekom 2020.**, a isti trend nastavljen je i u prvom dijelu 2021. godine. Iako razine likvidne imovine domaćih društava nadilaze europske prosječne vrijednosti, zabrinjava što su likvidnosni amortizeri kod pojedinih društava, koja su s aspekta vrste osiguranja koju nude i njihovog tržišnog udjela sistemski značajna, iznimno niski (slika 78.). Visoka koncentracija ulaganja potencira problematičnost postojećih formalno zadovoljavajućih likvidnih profila društava za osiguranje, a posebno ako se promatra u kontekstu generalno visoke usmjerenosti cjelokupnog sektora financijskih usluga na domaća dužnička državna izdanja, čija se problematičnost efektivne tržišne likvidnosti dijelom manifestirala i s izbijanjem pandemije u 2020. godini.

Iako se likvidnost društava za osiguranje tradicionalno ne percipira zabrinjavajućom s obzirom na njihovu prirodu poslovanja, dostatna likvidnost od iznimnog je značaja posebno u sistemskim kriznim situacijama. Naime, tada uz tržišne poremećaje koji umanjuju utrživost inače likvidne imovine, društva za osiguranje mogu biti direktno suočena i s likvidnosnim pritiscima kroz gubitak povjerenja klijenata (koji može rezultirati padom premijskog prihoda i rastom otkupa). Unatoč smanjenoj ekonomskoj aktivnosti i visokim neizvjesnostima, u 2020. nije zabilježen porast broja prijevremenih raskida ugovora o osiguranju (godišnja stopa otkupa stagnira na nešto iznad 3 %). Međutim stopa rasta otkupa ubrzala je tijekom prvog polugodišta 2021., pa je rizik porasta prijevremenih raskida ugovora i

dalje izražen te prvenstveno ovisi o brzini oporavka dijelova gospodarstva najpogođenijih pandemijom, posebice u kontekstu ukidanja/smanjenja državnih mjera pomoći u nastavku 2021. godine.

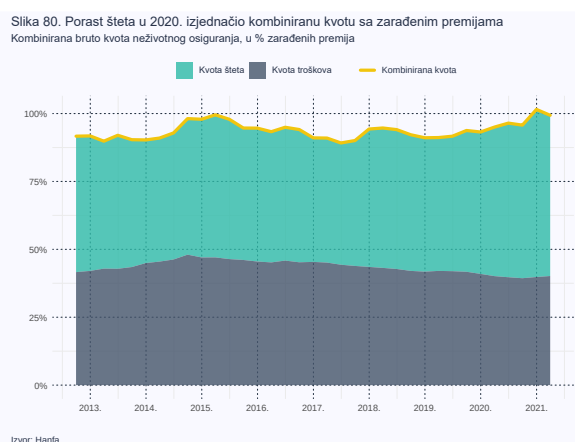
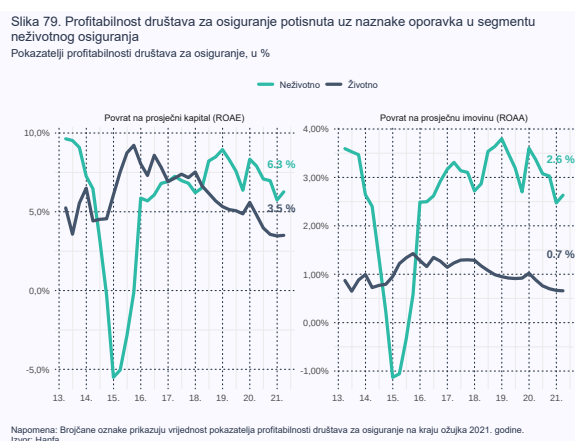


Profitabilnost i kapitaliziranost

Višegodišnji trend pada profitabilnosti domaćeg sektora osiguranja je nakon izazovne 2020. nastavljen i tijekom prvog dijela 2021. godine. Takvi rezultati poslovanja prate trendove šireg osigurateljnog tržišta EU-a, pri čemu je medijalna razina profitabilnosti domaćih društava u 2020. bila čak komparativno blago viša (medijalni ROA krajem 2020. iznosio je 0,38 %).

Posebno je pod pritiskom posao osiguranja života, čija je profitabilnost na najnižoj razini još od 2013. uzevši u obzir značajan pad premijskog prihoda uz istodobni rast izdataka za štete te višegodišnji izazov generiranja primjerenih prinosa. Iako je i profitabilnost neživotnog poslovanja u padu od kraja 2019., ono je bitno manje pogođeno limitiranim profitabilnim mogućnostima uz istodobni stabilan premijski rast, pa je početkom 2021. primjetan blagi oporavak profitabilnosti uvjetovan rastom određenih, posebno prekograničnih, segmenata poslovanja, ali i cijena (slika 79.). Razmjerno visoki i rastući izdaci za štete opterećuju poslovanje društava u segmentu neživotnih osiguranja. Stoga se bruto kombinirana kvota

kontinuirano pogoršava tijekom posljednjih godina (2020. preskočila je razinu od 100%, da bi se u prvom tromjesečju 2021. smanjila na 99,4 %) što društva sve teže kompenziraju povećanjem efikasnosti poslovanja, odnosno smanjenjem kvote troškova (slika 80.). Ti bi se trendovi u narednom razdoblju mogli odraziti na cjenovnu politiku društava te daljnje intenziviranje inozemnog, profitabilnijeg poslovanja.



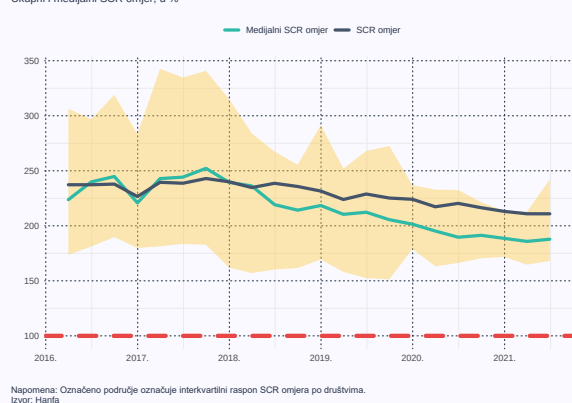
Generalno niske kamatne stope i povрати od ulaganja te povišena razina volatilnosti na financijskim tržištima uz relativno visoku razinu koncentracije izloženosti kroz komponentu tržišnih rizika blago nagrizaju pokazatelje kapitaliziranosti koji se od kraja 2018. postupno smanjuju (slike 81. i 82.). Unatoč tom zabrinjavajućem trendu, sama **razina kapitaliziranosti sektora osiguranja** mjerena SCR omjerom i dalje je znatno iznad regulatornog

minimum³² te osigurava primjerenu zaštitu od mogućih, ali malo vjerojatnih sistemskih poremećaja kakvi su simulirani u ispitivanju otpornosti sektora financijskih usluga na šokove. Iako je sam sektor osiguranja sposoban, unatoč umanjenim kapitalnim amortizerima, podnijeti nove makroekonomske i financijske poremećaje, pojedina društva, i to posebice manja, ne bi u takvim okolnostima imala dostatne kapitalne rezerve.

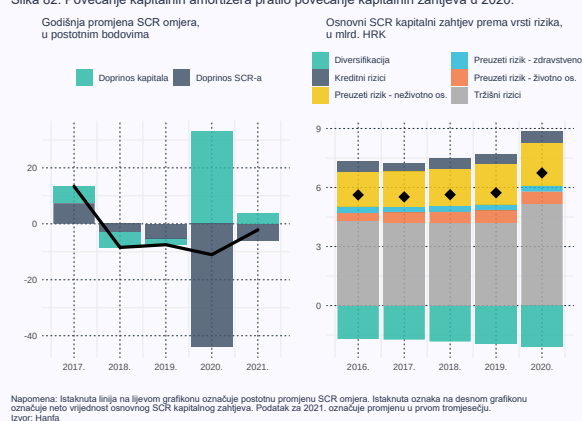
Zadovoljavajuća razina kapitaliziranosti sektora osiguranja u uvjetima sistemskih poremećaja kakvi su zabilježeni u 2020. osigurana je i sinkroniziranim makrobonitetnim djelovanjem regulatoru u EU-u koji su, s obzirom na neizvjesnosti koje je pandemija donijela, privremeno ograničili raspodjele dobiti društvima za osiguranje, ali i bankama, investicijskim društvima i drugim ugovornim stranama (više u Okviru 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja u stresnim okolnostima u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 5](#)). Zadržavanjem dobiti prethodnih razdoblja u sustavu u visini od gotovo 4 mlrd. HRK domaća su društva, uz postojeće razine likvidnosti i reosigurateljne programe, bez većih poremećaja odgovorila na izazovne okolnosti pandemije i potresa. Početkom travnja 2021. Hanfa je izdala smjernice društvima za osiguranje da se suzdrže od isplate dobiti najmanje do kraja rujna 2021., odnosno da pri isplatama primijene konzervativne bonitetne kriterije u pogledu profitabilnosti, strukture

imovine i vlastitih sredstava. Iako recentna kretanja ukazuju na oporavak gospodarstva i relativnu stabilnost financijskih tržišta, sistemski rizici u sektoru osiguranja i dalje su na povišenim razinama. Stoga je, neovisno o daljnjoj primjeni trenutačno aktivnih makrobonitetnih mjera, razborito ponašanje društava pri upravljanju kapitaliziranošću nužan predujet očuvanja stabilnosti sustava u narednom razdoblju.

Slika 81. Solventnost društava za osiguranje očuvana znatno iznad regulatornog minimuma
Ukupni i medijalni SCR omjer, u %

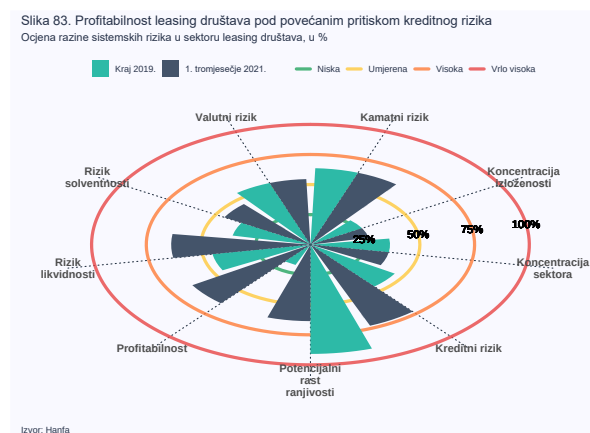


Slika 82. Povećanje kapitalnih amortizera pratilo povećanje kapitalnih zahtjeva u 2020.



³² SCR omjer za sustav je na kraju 2020. iznosio 213,1 %, a na kraju prvog tromjesečja 2021. 210,9 %.

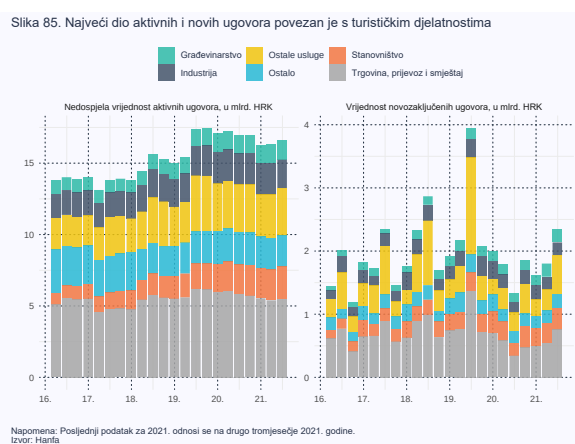
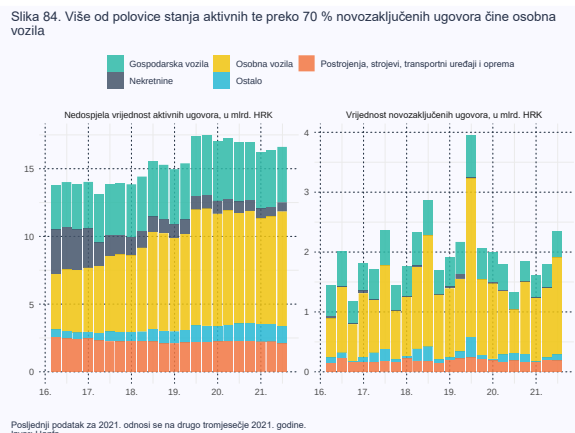
7. Leasing društva



U 2020. utjecaj pandemije na poslovanje leasing društava bio je najvidljiviji u padu profitabilnosti s obzirom na smanjeni obujam novog poslovanja te poteškoće s plaćanjem postojećih ugovora. Iako je navedeno rezultiralo rastom izloženosti kreditnom riziku, njegova značajnija materijalizacija kroz rast udjela neprihodonosnih ugovora odobravanjem moratorija ublažena je, a moguće i dijelom odgođena za buduće razdoblje.

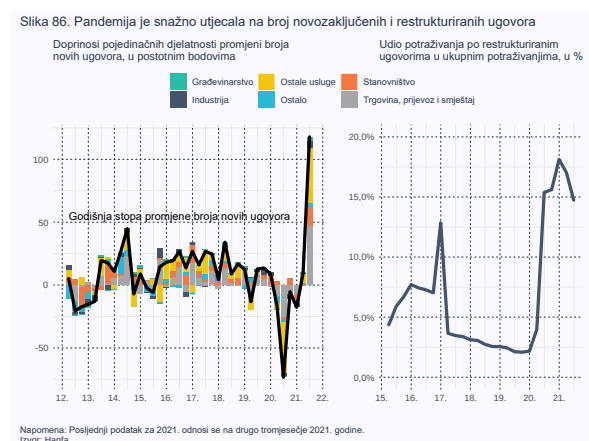
Ključna ciklička kretanja

Od 2016. pa sve do 2019. leasing poslovanje je na krilima gospodarskog oporavka bilježilo višegodišnji rast pa je na kraju 2019. imovina leasing društava iznosila 21,3 mlrd. kuna (6,8 % BDP-a), što je povećanje za 21 % u tom razdoblju. No to je i dalje tek dio značaja koji su domaća leasing društva imala početkom 2009. kada je njihova ukupna imovina iznosila 35,6 mlrd. HRK, odnosno (10,3 % BDP-a iz 2008. godine). Kao i u prethodnoj uzlaznoj fazi cikličkog ekonomskog rasta, leasing društva ponajprije su financirala nabavu vozila (slika 84.), pri čemu su u recentnom pretpandemijskom razdoblju relativno više financirana vozila za pružanje turističkih i s njima povezanih usluga (ponajprije prijevoza putnika te najma vozila i plovila), što reflektira snažan rast turističkih djelatnosti u tom razdoblju.

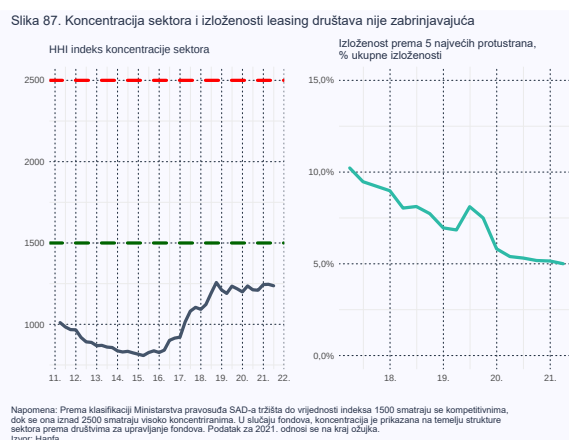


Uvođenjem protuepidemijskih mjera zaključavanja ekonomije (engl. *lockdown*) početkom 2020. immanentna cikličnost poslovanja leasing društava ponovno je došla do izražaja. Struktura objekata leasinga, koji su u prethodnom periodu ekonomske ekspanzije bili dominantno financirani, dodatno je potencirala negativna kretanja u poslovanju s obzirom na specifičnost krize i donesene mjere socijalnog distanciranja (slika 85.). Imovina leasing društava je do kraja 2020. smanjena za 7,6 % u odnosu na 2019., a zaključivanje novih poslova značajno je reducirano (u segmentu operativnog leasinga ostvaren je pad vrijednosti novozaključenih ugovora od 24,0 %, dok je kod financijskog leasinga pad iznosio 37,5 % na godišnjoj razini). Krajem lipnja 2021., primjetan je oporavak na tržištu leasinga koji je praćen rastom vrijednosti

novosklopljenih ugovora³³, smanjenjem broja aktivnih reprograma, kao i smanjenjem potraživanja po restrukturiranim ugovorima. Unatoč pozitivnim recentnim tržišnim kretanjima i kratkoročnom oporavku na tržištu leasinga, makroekonomska situacija i dalje je neizvjesna i relativno nepovoljna te će u velikoj mjeri ovisiti epidemiološkoj slici u budućnosti (potencijalni četvrti val epidemije), trajanju mjera državne pomoći te ostalim gospodarskim kretanjima (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)).



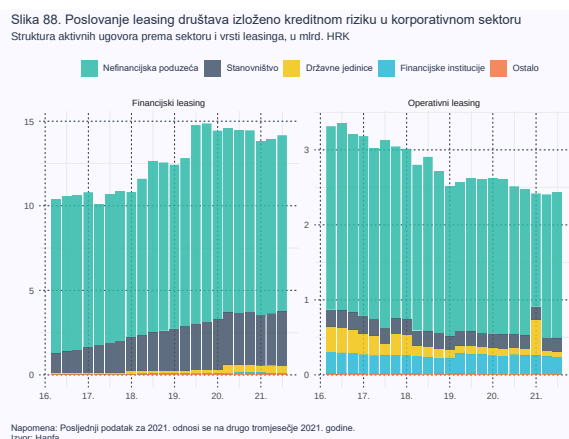
portfelja operativnog leasinga), institucionalnom sektoru primatelju leasinga (nefinancijska poduzeća čine 63,3 % portfelja financijskog leasinga, odnosno 74,5 % portfelja operativnog leasinga), te prema gospodarskoj djelatnosti primatelja leasinga (tri najznačajnije djelatnosti imaju udio od 62,3 % portfelja financijskog leasinga, odnosno 63,5 % portfelja operativnog leasinga). Strukturno obilježje razmjernе koncentracije izloženosti prema domaćem sektoru turizma naglašava (među)ovisnost leasing poslovanja o ekonomskom ciklusu, odnosno njegovu procikličnost.



Strukturna obilježja i rizici

Spomenuta kretanja koja je izazvala pandemija mogla bi potencirati trend konsolidacije koji traje posljednjih desetak godina. Premda je **koncentracija na tržištu leasinga razmjerno umjerena** (čak i ako se ne uzme u obzir leasing poslovanje unutar kreditnih institucija), primjetno je da se poslovanje sve više koncentrira³⁴ (slika 87.).

Portfelj leasing ugovora društava diversificiran je s obzirom na to da pet najvećih klijenata čini svega 5 % ukupnih izloženosti početkom 2021. (slika 87.). Iako je koncentracija izloženosti prema pojedinim primateljima leasinga tijekom posljednjih godina niska i u padu, **leasing poslovanje razmjerno je koncentrirano prema vrsti objekta leasinga** (vozila čine 70,5 % portfelja financijskog leasinga, odnosno čak 91,2 %

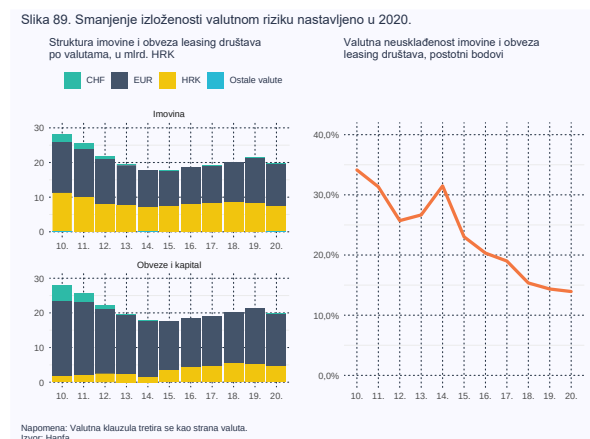


Valutna neusklađenost imovine i obveza leasing društava kontinuirano se smanjuje tijekom posljednjih pet godina, a taj je trend, iako blago usporen, nastavljen i tijekom 2020. godine. S obzirom na to da je značajan broj leasing društava u Hrvatskoj, direktno ili indirektno, dio

³³ Financijski leasing 34,5 %, operativni leasing 25,1 % na godišnjoj razini.

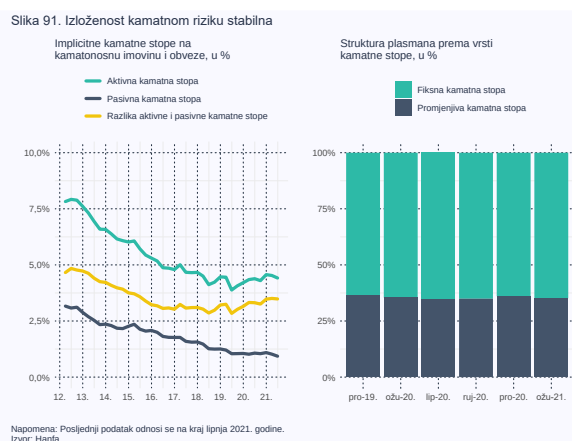
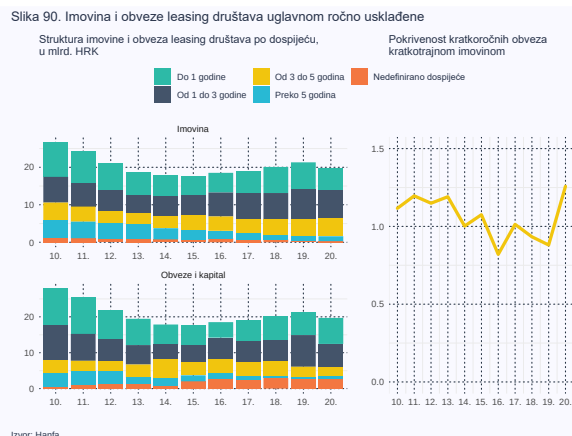
³⁴ Više od 50 % imovine tržišta koncentrirano je kod četiri društva.

većih europskih bankovnih grupacija (krajem 2020. u stranom vlasništvu bilo je 98,1 % ukupne aktive leasing društava), vrlo značajan izvor financiranja leasing društava čine krediti od matičnih banaka denominirani u stranoj valuti, poglavito euru, pa je na kraju 2020. čak 76,8 % obveza leasing društava bilo vezano za stranu valutu. Porast zastupljenosti kunskih izvora financiranja zabilježen prethodnih godina u 2020. je zaustavljen, a isto se odnosi i na valutnu strukturu imovine. Iako je direktna izloženost valutnom riziku umjerena, moguća valutna neusklađenost prihoda i obveza po leasing ugovorima primatelja leasinga izlaže društva kreditnom riziku koji se može javiti u slučaju deprecijacije tečaja. Međutim, boravak RH u tečajnom mehanizmu ERM II, odnosno stabilnost tečaja kao preduvjet uvođenja eura, značajno umanjuju vjerojatnost materijalizacije tog rizika.



Struktura ugovora o leasingu, s obzirom na promjenjivosti kamatne stope, razmjerno je stabilna od kraja 2019. pri čemu dominiraju nepromjenjive stope uz koje je odobreno gotovo 60 % portfelja³⁵. S obzirom na visinu implicitne aktivne kamatne stope od nešto manje od 5 %, ovakva struktura portfelja povoljna je u prevladavajućem okruženju niskih prinosa. Međutim, mogući rast referentnih bezrizičnih kamatnih stopa, koji bi se svakako u

određenoj mjeri odrazio i na povećani trošak financiranja leasing društava, društva ne bi mogla u cijelosti prenijeti na primatelje leasinga pa bi kamatna marža mogla biti smanjena.



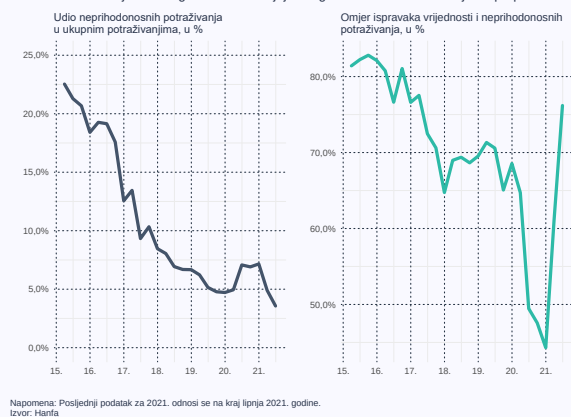
Pandemija je prekinula višegodišnji trend poboljšanja kreditne kvalitete portfelja leasing društava s obzirom na to da je s pogoršanim makroekonomskim uvjetima u 2020. nastupilo značajno neizvršavanje preuzetih obaveza po ugovorima o leasingu, pa su neprihodonosna potraživanja porasla za više od 40 % u odnosu na pretkrizno razdoblje, što se reflektira i u pokazateljima profitabilnosti. Iako se udio neprihodonosnih plasmana u ukupnom portfelju nije značajno povećao u odnosu na pretpandemijski period kada je bio na razini od 5,0 %, njihova pokrivenost značajno je smanjena s visokih 65 % na 44,3% krajem 2020. (slika 92.)

³⁵ U 2020. u postupcima posrednih nadzora utvrđeno je da su određena društva bez jasnih i opravdanih razloga vršila jednostrane izmjene ugovornih obveza u slučaju ugovorenih

promjenjivih kamatnih stopa (povećavanje obračunate kamatne stope) na štetu korisnika leasinga. Predmetno postupanje utvrđeno je kod najmanje 41.773 ugovora.

Naime, formalno je materijalizacija kreditnog rizika ublažena i odgođena donošenjem niza mjera i nadzornih preporuka povezanih s odobravanjem moratorija prethodno urednim klijentima (restrukturirana potraživanja krajem 2020. činila su 18,1% ukupnih potraživanja leasing društava). Istodobno, leasing društva nisu bila obvezna takva potraživanja klasificirati kao neprihodonosne plasmane i za njih formirati ispravke vrijednosti. S istekom važenja donesenih preporuka, pokrivenost neprihodonosnih potraživanja vraćena je na razine prije početka pandemije, a udio takvih potraživanja u ukupnim smanjena je s obzirom na rast novog poslovanja leasing društava.

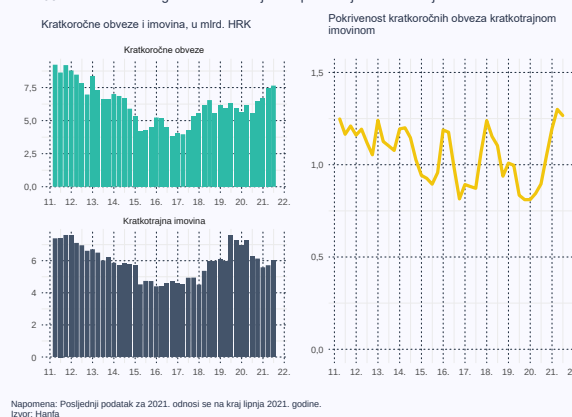
Slika 92. Pokazatelji kreditnog rizika se smanjuju zbog uvedenih COVID-19 mjera i preporuka



Likvidnost leasing društava mjerena pokrićem kratkoročnih obaveza imovinom iste ročnosti u 2020. se smanjila, nakon dvogodišnjeg rasta (slika 93.). Posljedica je to smanjenja kratkotrajne imovine koja je krajem 2020. činila 28,7 % ukupne imovine sektora, što je za 2,7 p.b. manje nego 2019. godine. Na produljenje ročnosti imovine utjecaj je imalo i odobravanje reprograma i moratorija ugovora za one klijente koji zbog koronakrize nisu bili u mogućnosti uredno ih otplaćivati s obzirom na to da su se rokovi do dospelja takvih ugovora u pravilu produljivali za odobreni period moratorija. S intenziviranjem poslovanja i rastom novih

ugovora u prvom polugodištu 2021., taj je pokazatelj likvidnosti vraćen na pretkrizne razine.

Slika 93. Likvidnost leasing društava oslabljena u pandemijskom razdoblju



Napomena: Posljednji podatak za 2021. odnosi se na kraj lipnja 2021. godine.
Izvor: Hanifa

Profitabilnost i kapitaliziranost

Utjecaj koronakrize na poslovne pokazatelje leasing društava za 2020. **najvidljiviji je u segmentu profitabilnosti** (slika 94.). Značajan pad novih ugovora je, uz smanjeno generiranje prihoda po postojećima zbog odobrenih moratorija i reprograma, smanjio ukupne neto prihode leasing društava (18,1 % na godišnjoj razini). Najveći pad prihoda zabilježen je u kategoriji ostali poslovni prihodi koji su manji za 25,3 % u odnosu na 2019. godinu³⁶. Unatoč privremenom eliminiranju obveze formiranja rezervacija za ugovore koji se neuredno izvršavaju, društva su na razini godine povećala ispravke vrijednosti za 69,5 %, što je dodatno umanjilo poslovni rezultat. Stoga je povrat na prosječnu imovinu u 2020. iznosio svega 1,2 %, koliko je posljednji put bio 2017. godine.

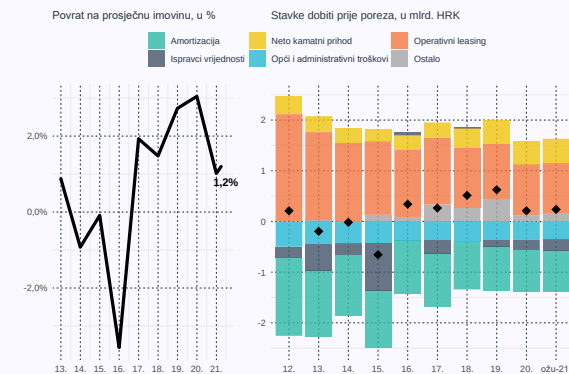
Unatoč značajnom rastu u prvom dijelu 2021., izgledno je kako će godišnji volumen novog poslovanja i dalje biti ispod pretkriznih razina, što će, uz moguću materijalizaciju kreditnog rizika ovisnu o mogućnostima primatelja leasinga da ožive svoje poslovne modele i

³⁶ Navedeni pad prihoda rezultat je baznog efekta iz 2019. kada je stavka ostali prihodi bila atipično visoka kao posljedica konsolidacije poslovanja u jednom društvu.

procesu te ih prilagode postpandemijskom okruženju, stvarati pritiske na profitabilnost društava i u narednom razdoblju. Tome će svakako pridonijeti i daljnje zadržavanje kamatnih stopa na niskim razinama, ali i moguće izrečene nadzorne mjere, čime je praksa njihove netransparentne i tržišno neuvjetovane izmjene kamatnih stopa okončana.

Kapitalni amortizeri ostali su na relativno zadovoljavajućim razinama unatoč smanjenoj profitabilnosti, pa je omjer kapitala i ukupne imovine krajem lipnja 2021. iznosio 11,7 %, što je 0,4 p.b. više nego na kraju prethodne godine (slika 95.). Premda trenutno zadovoljavajuća, solventnost leasing društava u narednom će razdoblju ovisiti o oporavku volumena i profitabilnosti poslovanja te eventualnoj materijalizaciji kreditnog rizika ovisno o stupnju sinkronizacije ukidanja državnih mjera pomoći i stabilizacije poslovanja ponajprije turističkog sektora (više o gospodarskim kretanjima u poglavlju [2. Makroekonomsko okruženje](#)).

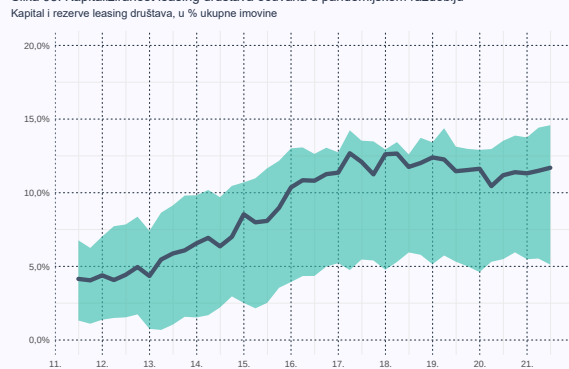
Slika 94. Profitabilnost leasing društava smanjena nakon izbijanja pandemije



Napomena: Istatkuta brojčana oznaka označuje vrijednost dobiti prije poreza. Podatak za 2021. odnosi se na kraj ožujka.

Izvor: Haring

Slika 95. Kapitaliziranost leasing društava očuvana u pandemijskom razdoblju

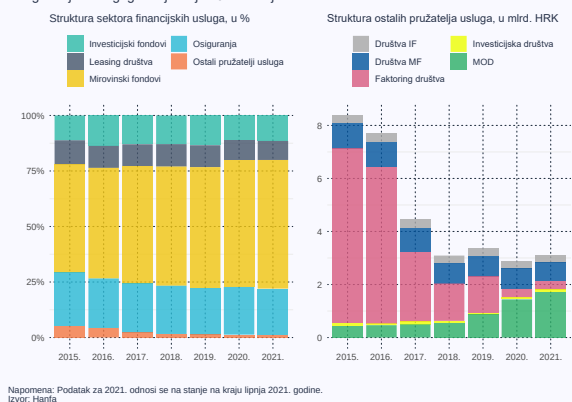


Napomena: Označeno područje označuje interkvartilni raspon omjera kapitala i rezervi te imovine po pojedinim društvima. Posljednji podatak za 2021. odnosi se na kraj lipnja 2021. godine.

Izvor: Haring

8. Ostali pružatelji financijskih usluga

Slika 96. Udio imovine ostalih pružatelja financijskih usluga u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga krajem drugog tromjesečja 2021. manji od 2%



Ključna ciklička kretanja

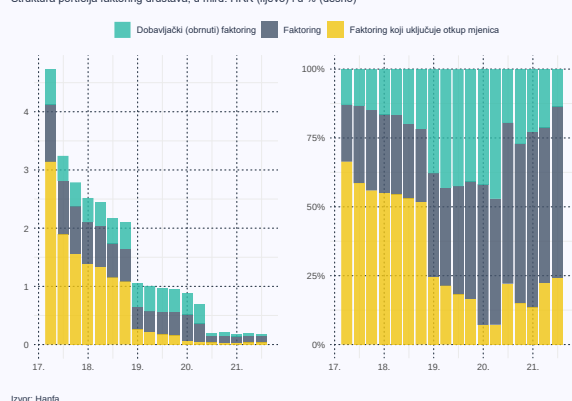
U 2021. nastavljen je višegodišnji trend rasta sektora financijskih usluga koji je na kraju lipnja 2021. činio 32,24 % ukupnog domaćeg financijskog sustava, odnosno 60,61 % BDP-a. Pri tome su u strukturi sektora veličinom dominantni mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje i leasing društva (na kraju lipnja 2021. činili su 98,7 % sektora financijskih usluga, slika 96.). Iako je značaj ostalih pružatelja financijskih usluga relativno skromniji od spomenutih industrija, njihova važnost za nesmetano funkcioniranje sektora financijskih usluga, ali i cjelokupnog financijskog sustava ne može se zanemariti. Primjerice iako investicijska društva čine svega 0,04 % imovine sektora financijskih usluga, neizostavan su posrednik u financijskim transakcijama na tržištu jer posreduju u polovini svih transakcija na domaćem tržištu kapitala, odnosno podjednako kao i kreditne institucije. Osim investicijskih društava, u strukturi ostalih pružatelja financijskih usluga važno je istaknuti i društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima, faktoring društva te mirovinska osiguravajuća društva, od kojih svi vrše specifične i nezamjenjive funkcije u domaćem financijskom sustavu³⁷ (slika 96.).

³⁷ Više o ulozi pojedinih kategorija pružatelja financijskih usluga u financijskom posredovanju može se pronaći na [stranicama Hanfe namijenjenim potrošačima](#).

³⁸ Krajem 2016. aktivno je bilo 13 faktoring društava.

Višegodišnji proces konsolidacije sektora faktoringa intenziviran je u 2020. godini. Tako su na kraju 2020. bila aktivna četiri faktoring društva³⁸ (dva manje nego u 2019.), čija je ukupna imovina iznosila 324,0 mil. HRK, što predstavlja smanjenje³⁹ od čak 76,2 % u odnosu na 2019. godinu.⁴⁰ Jedan od razloga tome je i značajno prebacivanje faktoring poslovanja na kreditne institucije. Ukupna potraživanja po poslovima faktoringa u bankama su na kraju lipnja 2021. iznosila 1,9 mlrd. HRK (rast od 43,3 % na godišnjoj razini), što je oko deset puta više nego kod faktoring društava.

Slika 97. Bez značajnijih promjena u strukturi poslovanja faktoring društava u 2020. Struktura portfelja faktoring društava, u mlrd. HRK (lijevo) i u % (desno)

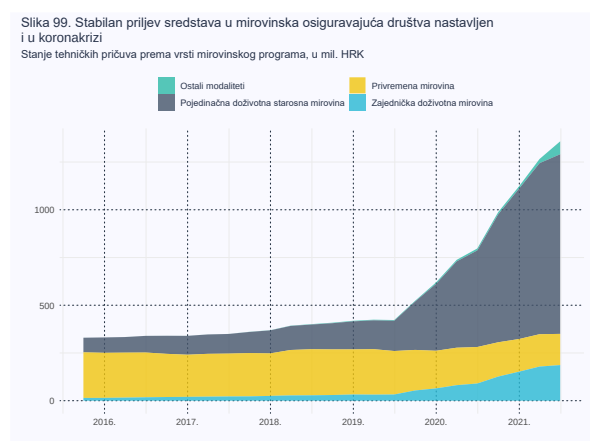
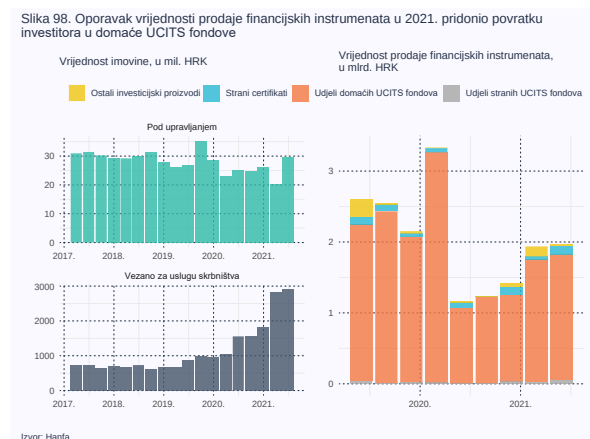


Iako je iznenadna narav koronakrize stavila pod pritisak likvidnost domaćih nefinancijskih poduzeća i povećala potrebe za kratkoročnim financiranjem, donesene mjere pomoći gospodarstvu olakšale su likvidnosnu poziciju (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okruženje](#)) pa u segmentu faktoring društava nije zabilježen preokret trenda smanjenja poslovanja (slika 97.). Posljedično nisu zabilježene niti značajnije promjene u strukturi poslovanja faktoring društava, gdje je klasični faktoring s udjelom od 62,5 % i dalje dominantan oblik kratkoročnog financiranja korisnika faktoring usluga.

³⁹ Volumen transakcija faktoring društava na kraju 2020. iznosio je 993,7 mil. kuna (68,1 % manje nego u 2019.).

⁴⁰ Za 94,3 % u razdoblju od posljednjih pet godina.

Navedena struktura poslovanja umanjuje relativnu izloženost faktoring društava kreditnom riziku jer klasični faktoring podrazumijeva tek djelomičnu *ex ante* isplatu sredstava prije dospijeca ugovora.



Turbulentna kretanja na financijskim tržištima na početku 2020. te snažan oporavak tržišta u nastavku godine rezultirali su porastom broja transakcija na financijskim tržištima (više u poglavlju 3. [Financijska tržišta](#)). U skladu s tim porastao je i opseg poslovanja investicijskih društava gdje se u djelatnosti distribucije financijskih instrumenata dominantno ističe prodaja udjela u domaćim UCITS fondovima (slika 98.). U 2020. i 2021. značajno je porastao i iznos sredstava pod skrbništvom investicijskih društava (sa 950 mil. HRK na kraju 2019. na 2,9 mlrd. HRK na kraju lipnja 2021.). Istodobno su snažno porasla i sredstva pod skrbništvom

kreditnih institucija (za 16,5 % te su na kraju lipnja 2021. iznosila 83,7 mlrd. HRK). Opaženi trend ukazuje na moguću povećanu mobilizaciju sredstava na financijskim računima klijenata u potrazi za prinosima, s potencijalno pozitivnim utjecajem na likvidnost domaćeg tržišta kapitala, ali i na prihode investicijskih društava.

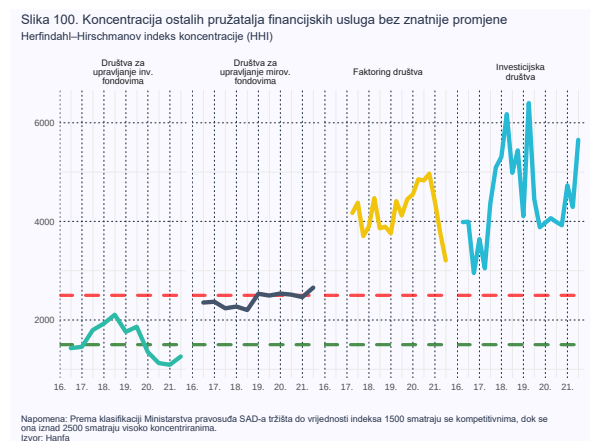
Nakon gotovo 20 godina od implementacije višestupnog mirovinskog sustava, u 2020. je dozvolu za rad dobilo novo mirovinsko osiguravajuće društvo. Time je stvorena konkurencija i pružena mogućnost izbora mirovinskog društva u segmentu isplata mirovina korisnicima⁴¹. Zakonskim izmjenama mirovinskog sustava iz 2019. kojima je omogućena isplata dodatka na mirovinu i za mirovine koje se isplaćuju iz prvog i drugog stupa značajno je povećana privlačnost i konkurentnost kombiniranih mirovina, što se posljedično odrazilo i na povećani broj korisnika takvih mirovina te ubrzanje priljeva sredstava osiguranika iz mirovinskih fondova u mirovinska osiguravajuća društva. Tako su se u 2020. i prvoj polovici 2021. tehničke pričuve MOD-ova više nego udvostručile te su na kraju lipnja 2021. iznosile 1,36 mlrd. HRK (slika 99.). S obzirom na očekivano ubrzanje rasta umirovljenja iz sustava kapitalizirane mirovinske štednje, u narednim je godinama izvjesno da će nastaviti rasti i imovina mirovinskih osiguravajućih društava, koja su već sada zbog svoje nezamjenjivosti u pružanju usluge isplate mirovine iz drugog stupa od sistemskog značaja.

Strukturna obilježja i rizici

Izražena specifičnost poslovanja ostalih pružatelja financijskih usluga koja nerijetko zahtijeva visoku razinu specijalizacije posljedično rezultira **visokom koncentracijom promatranih tržišta** (slika 100.). Najistaknutiji je primjer tržište mirovinskih osiguravajućih društava na kojem je

⁴¹ Više informacija o programima i mogućnostima isplate mirovine može se pronaći na ovoj [poveznici](#).

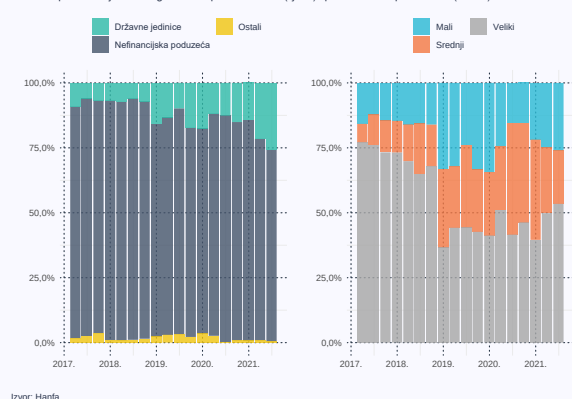
do rujna 2020. poslovalo samo jedno društvo. Priljev novih sredstava i rast značaja sektora pojačat će pritiske na daljnju liberalizaciju tržišta koje je trenutno vrlo visoko koncentrirano. U zoni visoke koncentracije nalaze se i sektori faktoringa i investicijskih društava te društva za upravljanje mirovinskim fondovima. S obzirom na vrlo uske marže u poslovanju ili pak zakonski određenu strukturu sustava u slučaju društava za upravljanje mirovinskim fondovima, izvjesno je zadržavanje visoke koncentracije i u narednom razdoblju, s potencijalom daljnje konsolidacije u slučaju nepovoljnih tržišnih kretanja. Ovakva struktura sustava dodatno stavlja naglasak na pojedina društva koja, unatoč tome što veličinom nisu značajna, zbog svoje nezamjenjivosti u pružanju određenih financijskih usluga mogu biti od sistemskog značaja.



Porast rizika u sektoru nefinancijskih poduzeća koji je privremeno ublažen državnim mjerama pomoći gospodarstvu (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)) može se materijalizirati u obliku **kreditnog rizika** u bilancama financijskih posrednika koji pružaju plasmane tom sektoru. Faktoring društva po prirodi svog poslovanja dominantno posluju sa sektorom nefinancijskih poduzeća koja su na kraju lipnja 2021. činila 73,8 % ukupnih plasmana, od čega se 46,6 % odnosilo na mala i srednje velika poduzeća (slika 101.). Iako se faktoring društva, za razliku od kreditnih institucija i leasing društava, prvenstveno bave

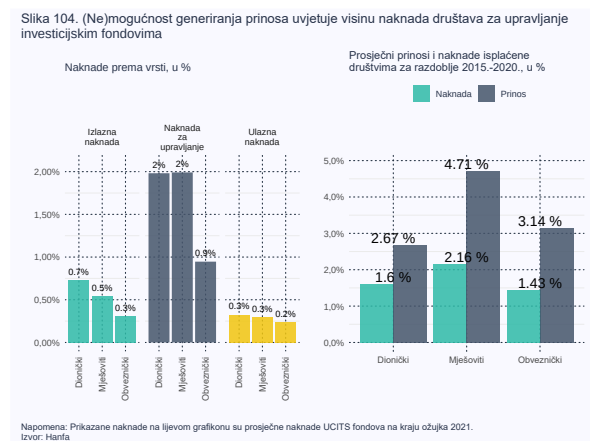
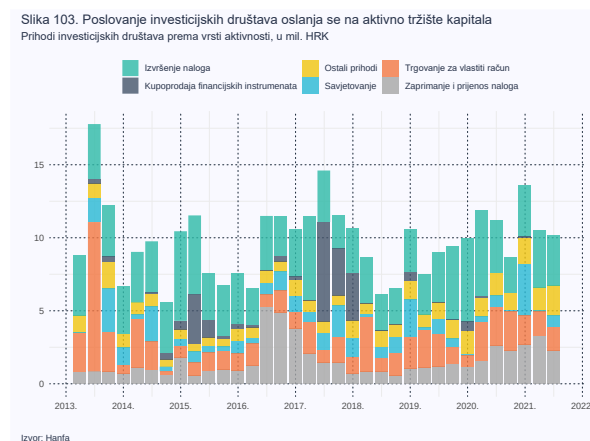
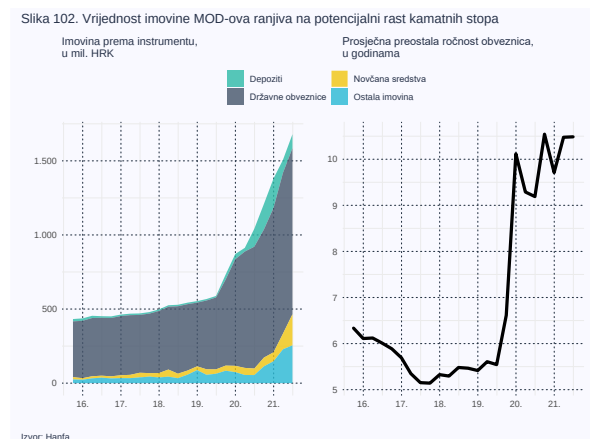
kratkoročnim financiranjem s ročnosti do 3 ili 6 mjeseci, čime je njihova izloženost kreditnom riziku ipak relativno niža, ovaj je rizik naglašen u trenutnom okružju visokih neizvjesnosti poslovanja korporativnog sektora.

Slika 101. Poslovanje faktoring društava pod pritiskom očuvanja solventnosti korporativnog sektora
Struktura potraživanja faktoring društava prema sektoru (lijevo) i prema veličini protustrane (desno)



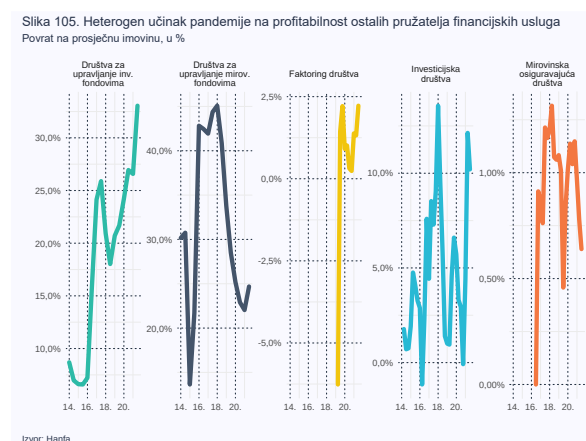
Budući da glavnina prihoda investicijskih društava dolazi od aktivnosti izvršenja te zaprimanja i prijenosa naloga na financijskim tržištima (slika 103.), poslovanje investicijskih društava značajno ovisi o tržišnim kretanjima. Sentimentu investitora i **tržišnom riziku** općenito su visoko izložena i društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima, jer je dominantan izvor njihovih prihoda upravljačka naknada. Dok su naknade u segmentu mirovinskih fondova zakonski propisane, a vrijednost imovine zasad još uvijek dominantno pod utjecajem priljeva novih sredstava, naknade investicijskih fondova određene su tržišnim okolnostima. Stoga su, posebno u uvjetima niskih prinosa, društva za upravljanje investicijskim fondovima pod pritiskom generiranja prinosa fondova (prilagođenih za preuzete rizike) koji bi investitorima opravdali visinu definirane naknade. **Kamatni rizik** naglašen je u sektoru mirovinskih osiguravajućih društava s obzirom na visoki udio državnih obveznica u portfelju (na kraju lipnja 2021. činile su dvije trećine ukupnih ulaganja), ali i relativno dugu ročnost obvezničkog portfelja (slika 102.). Potencijalni rast kamatnih stopa, uvjetovan rastom bezrizičnih referentnih stopa ili skokom premije za rizik, izložio bi obveznički portfelj

cjenovnim korekcijama čija bi magnituda bila proporcionalna ročnosti portfelja.



Profitabilnost i solventnost

Profitabilnost **investicijskih društava** blago je porasla u 2020. u skladu s pojačanom aktivnosti na tržištu kapitala, pa je povrat na imovinu na kraju lipnja 2021. iznosio 10,2 % (slika 105.). Od ukupno šest investicijskih društava, tri su društva ostvarila pozitivan, a tri negativan poslovni rezultat. Dominantan izvor prihoda su investicijske usluge izvršenja te zaprimanja i prijenosa naloga, a potom i trgovanje za vlastiti račun (slika 103.). Pобољшanje profitabilnosti investicijskih društava dodatno je povećalo zalihe kapitala, pa se stopa kapitaliziranosti sektora investicijskih društava kontinuirano nalazi na razinama višestruko višima od regulatorno propisanih minimuma (slika 107.).



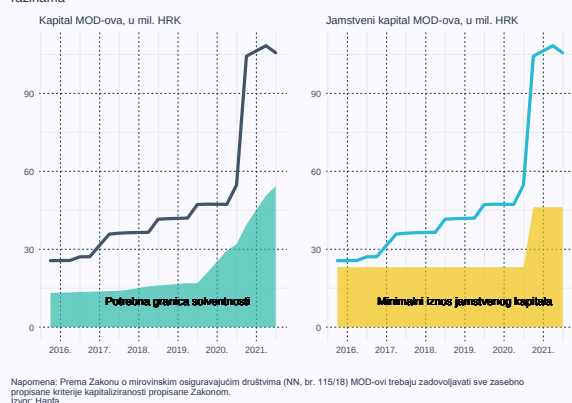
Profitabilnost **društava za upravljanje investicijskim fondovima** ostala je na istoj razini kao i u 2019., uz nešto manje prihode od naknada za upravljanje, ali i manje troškove od upravljanja. **Društva za upravljanje mirovinskim fondovima** ostavila su nešto manju dobit prije poreza, čime je nastavljen trend pada profitabilnosti potaknut stupanjem na snagu odredbi Zakona o izmjenama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ([NN, 115/2018](#)), kojim je definirana višegodišnja dinamika pada stope naknade za upravljanje koju društva mogu naplatiti ulagateljima. Unatoč padu ostvarene dobiti prije poreza od čak 54,3 % u 2020. u odnosu na 2017., profitabilnost

društava za upravljanje mirovinskim fondovima nije ugrožena.

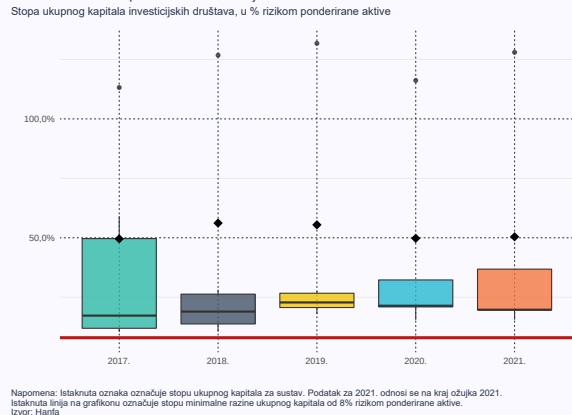
Nakon izrazito turbulentnog razdoblja 2017. i 2018. koje su obilježili događaji povezani s grupom Agrokor⁴², profitabilnost **sektora faktoringa** je stabilna i kreće se na razini oko 1 %. Faktoring društva su na kraju 2020. ostvarila neto dobit od 7,0 mil. HRK što je 36,5 % manje u odnosu na 2019. godinu. Međutim, zbog još izraženijeg smanjenja ukupne imovine od 76,2 % do kojeg je došlo uslijed procesa konsolidacije, profitabilnost je porasla u odnosu na 2019. te je iznosila 1,2 %.

Negativna tržišna kretanja nisu se značajnije odrazila na profitabilnost **mirovinskih osiguravajućih društava** u 2020. godini. Tako se povrat na prosječnu imovinu mirovinskih osiguravajućih društava u 2020. zadržao na razini od oko 1 % (slika 105.). Posljedično je i solventnost sustava ostala na zadovoljavajućim razinama, dvostruko višima od regulatornih zahtjeva (slika 106.), osiguravajući relativnu otpornost na potencijalni rast kamatnih stopa u okolnostima rastućih inflacijskih pritisaka.

Slika 106. Adekvatnost kapitala mirovinskih osiguravajućih društava na zadovoljavajućim razinama



Slika 107. Visoka kapitaliziranost investicijskih društava zadržana u 2020. i 2021.



⁴² Krajem 2017. i 2018. faktoring društva iskazala su gubitak nakon poreza u iznosu od 881,0 mil. HRK, odnosno 102,6 mil. HRK.

9. Testiranje otpornosti na stres

Pandemija bolesti COVID-19 koja je obilježila prošlu godinu, a čija prisutnost i dalje dominantno utječe kako na kretanja u realnom gospodarstvu, tako i u financijskom sustavu, čini makroekonomske projekcije vrlo neizvjesnima, a skup mogućih ishoda znatno širim i obuhvatnijim nego u stabilnijim vremenima. Iako je neizvjesnost koja okružuje provedenu vježbu testiranja otpornosti na stres dodatno naglašena, ona pruža važan uvid u otpornost sektora financijskih usluga⁴³ na malo vjerojatne, ali moguće šokove u promatranom horizontu do kraja 2022. godine. Uzimajući u obzir visoke razine neizvjesnosti oko projiciranih budućih kretanja i pretpostavke korištenog metodološkog pristupa, rezultati provedenog testiranja ukazuju na zadovoljavajuću razinu otpornosti sektora financijskih usluga na simulirane malo vjerojatne događaje.

Uvodno

Širenje koronavirusa i zdravstvena kriza koja je zaustavila normalno funkcioniranje ekonomskog sustava u potpunosti su obilježili 2020. i 2021. godinu. Za razliku od svih dosad zabilježenih kriznih okolnosti kojima je prethodilo razdoblje povećanih ranjivosti koje je, više ili manje uspješno, bilo moguće kvantificirati sustavima ranog upozorenja, pojavu koronavirusa i utjecaj njegova širenja na ekonomske subjekte i gospodarstva nije bilo moguće predvidjeti. Premda je od prve pojave zaraze koronavirusom u Europi prošlo više od 18 mjeseci, skori završetak pandemije i dalje je upitan, a nositelji ekonomskih politika i regulatori kontinuirano su suočeni s novim izazovima. Jedan od njih je i provođenje makroekonomskog testiranja otpornosti na stres u takvim okolnostima.

Makroekonomsko testiranje otpornosti na stres je analitički alat kojim se nastoji ispitati otpornost i stabilnost cjelokupnog financijskog sustava na malo vjerojatne, ali ipak moguće poremećaje i šokove. Taj je alat svoju široku primjenu dobio tek nakon velike financijske krize osnivanjem [Europskog odbora za sistemske rizike](#) čime je fokus nadležnih tijela prebačen s ranjivosti pojedinih institucija na stabilnost cjelokupnog financijskog sustava ili njegova dijela. Dosad su se takve vježbe uglavnom provodile u stabilnim vremenima simulirajući upravo značajne volatilnosti i povećane razine stresa. Ovakav pristup „testiranja otpornosti na stres u razdoblju stresa“ donekle je neistražen pa je ova iteracija ispitivanja otpornosti izazovna, ali i nužna kako bi se u novim zamišljenim stresnim okolnostima testirali koronakrizom već djelomično oslabljeni kapaciteti sustava.

Obilježja simulacije

Početna točka vježbe su podaci za kraj prvog polugodišta 2021.⁴⁴, a simulirana su kretanja glavnih makroekonomskih varijabli, kao i najvažnijih pokazatelja poslovanja sektora financijskih usluga do kraja 2022. godine. Odabrano je razdoblje simulacije u trajanju od šest tromjesečja s obzirom na to da se korištenjem kraćeg horizonta propagacija sistemskog rizika kroz sustav ne može obuhvatiti, dok se korištenjem duljeg horizonta standardna greška značajno povećava umanjujući kvalitetu procijenjenih rezultata. Korišteni metodološki pristup slijedi koncept opisan u Okviru 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga, u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 4](#) uz dvije značajne izmjene: 1.) reduciran je broj

⁴³ Analizom su obuhvaćeni sektori mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje koji čine 90 % domaćeg sektora financijskih usluga.

⁴⁴ Iznimka su podaci za društva za osiguranje za koje su korišteni podaci s krajem prvog tromjesečja.

scenarija s tri scenarija na dva te 2.) izmijenjen je pristup za procjenu inicijalnih šokova BDP-a.

Klasični pristup makroekonomskom testiranju najčešće pretpostavlja dva scenarija: temeljni i stresni, a taj pristup je korišten i u ovoj vježbi.

Temeljni scenarij odražava očekivana kretanja makroekonomskih i financijskih varijabli na simuliranom horizontu, dok **stresni scenarij** odražava hipotetski skup mogućih, ali malo vjerojatnih makroekonomskih i financijskih šokova.

Druga izmjena odnosi se na novi pristup za kalibraciju inicijalnog šoka BDP-a. Šokovi su procijenjeni analizirajući rezidualna odstupanja

strukturnih VAR modela koji, uz BDP, sadrže komponentu osobne potrošnje i investicija. Definirajući ograničenja na koeficijente, procijenjeni su dugoročni šokovi. Oni se u kratkom roku, tj. u prva dva tromjesečja simuliranog vremenskog horizonta, dodatno pojačavaju kratkoročnim šokovima kojima se simulira iznenadna i snažna promjena sentimenta potrošača i proizvođača koja se očekuje s nastupanjem stresnih okolnosti.

Ostale metodološke izmjene nisu značajne i uglavnom se odnose na rekalkulaciju postojećih modela i ugrađivanje prošlogodišnjih netipičnih vrijednosti (engl. *outliers*) u simulaciju.

Tablica 1. Makroekonomski scenarij

Prikaz procijenjenih vrijednosti ključnih makroekonomskih varijabli i korištenih šokova na financijskim tržištima

Pokazatelj	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	Temeljni scenarij		Stresni scenarij	
						2021.	2022.	2021.	2022.
Bruto domaći proizvod (god. st. rasta)	3.4	4.6	4.9	4.5	-7.2	5.0	5.5	-3.9	-2.2
Inflacija (u %)	0.7	1.3	1.0	1.3	-0.3	0.4	0.4	5.8	5.1
Stopa nezaposlenosti (u % aktivnog stanovništva)	12.5	9.7	7.4	6.4	8.0	6.4	5.1	9.2	11.6
Bruto plaće (god. st. rasta)	1.5	1.6	4.4	3.4	4.4	1.2	1.2	-0.8	-0.5
Cijene nekretnina (god. st. rasta)	0.8	7.6	4.7	10.0	6.4	5.9	6.7	-7.8	-5.2
Razina javnog duga (u % BDP-a)	80.8	77.6	74.3	72.8	88.3	87.8	83.2	93.6	95.7
Saldo opće države (u % BDP-a)	-0.9	0.8	0.2	0.3	-7.4	-4.8	-2.7	-7.6	-8.7
Prinos na državne obveznice (u %)	3.1	2.7	2.1	0.5	0.8	0.4	-0.1	1.4	3.0
Krediti banaka realnom sektoru (god. st. rasta)	0.0	1.2	0.0	2.3	1.1	2.2	2.4	-1.6	-0.9
Kratkoročne kamatne stope (u %)	6.7	6.1	5.8	5.3	5.0	4.8	4.5	5.0	5.7
Dugoročne kamatne stope (u %)	5.5	4.6	4.7	4.0	3.8	3.8	3.8	4.1	5.1
Šok na dioničkom tržištu (razina VaR-a)						70.0	60.0	2.5	1.0
Šok na tržištu investicijskih fondova (razina VaR-a)						70.0	60.0	2.5	1.0
Šok na tečaj (razina VaR-a)						50.0	50.0	60.0	55.0

Napomena: VaR označava Value-at-Risk, odnosno odabranu razinu šoka iz povijesne distribucije promatrane varijable.

Izvor: Hanfa

Temeljni scenarij

Glavno je obilježje temeljnog scenarija je pretpostavka ukidanja restriktivnih epidemioloških mjera te postupno okončanje pandemije do kraja 2021. godine. To bi omogućilo ostvarivanje turističkog potencijala u većoj mjeri i dalo zamaha brzom gospodarskom oporavku u narednom razdoblju. U skladu s

očekivanim obuzdavanjem zdravstvene krize, u vježbi se za 2021. očekuje realni rast gospodarske aktivnosti od 5 % te nastavak oporavka iduće godine uz nešto veći projicirani rast od 5,5 %⁴⁵ (tablica 1.). Ipak, treba napomenuti da na rast u 2021. i 2022. veliki utjecaj ima bazni učinak, pri čemu naizgled visoke stope rasta neće biti dostatne za pokriće prošlogodišnjeg povijesno najvećeg pada BDP-

⁴⁵ Očekivani rast gospodarske aktivnosti u ovoj i idućoj godini dobiven je uprosječenjem trenutačno dostupnih projekcija relevantnih institucija: EK-a, MMF-a i HNB-a.

a. Istodobno se predviđa izostanak snažnijeg rasta nezaposlenosti nakon ukidanja mjera Vlade za očuvanje radnih mjesta pa se očekuje smanjenje stope nezaposlenosti za 1,6 p.b. ove i 1,3 p.b. iduće godine uz blagi rast bruto plaća (za 1,2 % u obje godine). Unatoč razmjerno povoljnim agregatnim pokazateljima tržišta rada, ova je kriza povećala nejednakosti što otvara dodatan prostor nositeljima politika da dosadašnje linearne mjere pomoći zamijene novima, ciljanima kako bi se proces segmentacije društva usporio.

Unatoč trenutačnim pojačanim inflatornim pritiscima potaknutim snažnim rastom proizvođačkih cijena, u temeljnom se scenariju očekuje da će oni biti tek privremenog karaktera bez značajnijeg porasta inflacije u idućem razdoblju. Istodobno se pretpostavlja da se perspektiva tržišta nekretnina neće značajnije izmijeniti u odnosu na prošlo razdoblje te da će cijene nastaviti rasti, premda nešto manjim intenzitetom, djelomično i zbog najave izostanka programa subvencioniranja stambenih kredita u nastavku ove godine.

Nakon zabilježenog snažnog pogoršanja, fiskalni pokazatelji bi se u temeljnom scenariju u nastavku ove i tijekom iduće godine trebali poboljšati s obzirom na očekivani oporavak gospodarske aktivnosti, postupno ukidanje trenutačnih mjera potpore i očekivani priljev bespovratnih europskih sredstva za provedbu Nacionalnog plana oporavka i otpornosti koji je početkom srpnja 2021. prihvatila Europska komisija⁴⁶. Tako se do kraja 2022. očekuje postupno smanjenje deficita opće države (-4,8 % u 2021. i -2,7 % u 2022.) i javnog duga za 5 p.b. na razinu od 83,2 % BDP-a što bi još uvijek bilo znatno iznad pretkriznih razina. Ipak, s obzirom na Odredbu o odstupanju od fiskalnih pravila Europske komisije⁴⁷ koja će biti aktivna i tijekom iduće godine, a kojom je zemljama

članicama omogućeno da fiskalnim mjerama pomažu gospodarstvo u koronakrizi bez opasnosti ulaska u Proceduru prekomjernog proračunskog manjka, povratak fiskalnih pokazatelja u granice koje propisuju kriteriji konvergencije bit će djelomično odgođen. Najavljeno uvođenje eura kao nacionalne valute najranije početkom 2023. zasigurno će dodatno potaknuti nositelje fiskalne politike na aktivno djelovanje i očuvanje stabilnosti javnih financija, a HNB na nastavak očuvanja stabilnosti tečaja, pa se u temeljnom scenariju ne očekuju značajna tečajna kolebanja.

Stresni scenarij

Inicijalni šok koji bi u postpandemijskim uvjetima mogao imati sistemski karakter, a na kojem se zasniva simulirani stresni scenarij, odnosi se na globalno prelijevanje brzorastućih cijena proizvodnje u potrošačke cijene i posljedični porast stope inflacije. I dok međunarodne projekcije korištene u temeljnom scenariju⁴⁸ ocjenjuju rizik visoke i trajne inflacije u Kini niskim, permanentniji rast cijena, primarno u kineskom i američkom gospodarstvu, može biti rezultat nemogućnosti ponude da se u kratkom roku prilagodi snažnoj globalnoj potražnji u okolnostima narušenih opskrbnih lanaca. Indikator ovakvih kretanja je opaženo raslojavanje proizvođačkih i potrošačkih cijena primjetno u vodećim svjetskim ekonomijama, a posebice u Kini koja prednjači u oporavku od koronakrize (slika 108.). Takva bi kretanja, u zamišljenom scenariju, neizbježno destabilizirala buduća inflacijska očekivanja u Kini i SAD-u te generirala osjetnije povećanje opće razine cijena. Ovakvi nedvosmisleni znakovi pregrijavanja gospodarstva primorali bi FED na zaokret u vođenju monetarne politike kroz značajnu redukciju programa kvantitativnog popuštanja i rast referentnih kamatnih stopa bržom dinamikom od očekivane. Navedeno bi

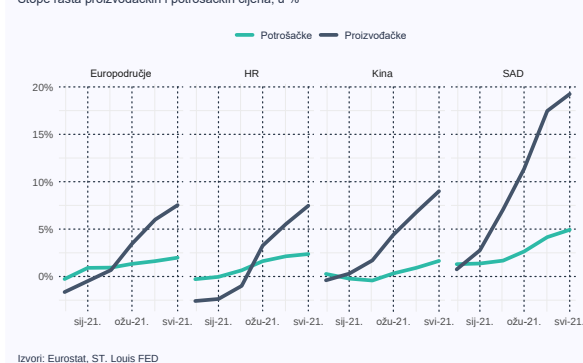
⁴⁶ Dokument je dostupan na [poveznici](#).

⁴⁷ Riječ je o aktivaciji opće klauzule o odstupanju Pakta o stabilnosti i rastu čiji je sadržaj dostupan na [poveznici](#).

⁴⁸ Vidjeti dokument Svjetske banke *Global Economic Prospects* iz lipnja 2021. koji je dostupan na [poveznici](#).

pogoršalo uvjete financiranja i otežalo otplate dugova privatnog sektora te dovelo do značajnog porasta broja insolventnih subjekata s obzirom na visoki udio tzv. zombi-poduzeća u američkom nefinancijskom korporativnom sektoru⁴⁹. Takve okolnosti umanjile bi profitabilnost korporativnog sektora i reducirale prostor za investicije. Poteškoće u korporativnom sektoru bi se kroz troškovnu redukciju prelile na porast nezaposlenosti, što bi uz visoku inflaciju, neizbježno utjecalo na pad osobne potrošnje te kontrakciju agregatne aktivnosti američkog gospodarstva.

Slika 108. Divergencija rasta proizvođačkih i potrošačkih cijena vrši dodatni pritisak na inflaciju
Stope rasta proizvođačkih i potrošačkih cijena, u %



Negativni učinci simulirane krize brzo bi se putem trgovinskih kanala prelili na europsko gospodarstvo s obzirom na opaženi visoki stupanj globalizacije⁵⁰. S obzirom na dominantnu poziciju dolara kao svjetske rezervne i trgovinske valute, aprecijacija tečaja dolara uslijed zaoštavanja američke monetarne politike uzrokovala bi dodatni šok za tržište europodručja preko uvozne komponente. Pritom bi simulirana rastuća inflacija i s njome povezani stagflacijski rizici onemogućili da se predviđenim mjerama potpore (Next Generation EU⁵¹) spriječi značajniji šok na gospodarstvo europodručja jer bi otkup obveznica u takvim stresnim uvjetima bio ograničen. Iznenadni rast

kamatnih stopa potaknuo bi snažnu korekciju cijena dionica i obveznica, primarno na američkom financijskom tržištu, s obzirom na njihovu visoku razinu „pregrijanosti“. Pri tome bi utjecaj bio diferenciran ovisno o djelatnosti poduzeća (snažnije bi bile pogođene rastuće tehnološke dionice) kao i razini zaduženosti, odnosno tržišnoj percepciji kreditnog rizika, privatnog, a posebice javnog sektora s obzirom na očekivani rast averzije prema riziku svjetskih ulagatelja. S obzirom na visoki stupanj koreliranosti američkog i europskog financijskog tržišta (0,8 u razdoblju od 2003. do 2018.) isti bi se trendovi prelili i na Europu. Rast kamatnih stopa i averzije prema riziku ulagatelja, otežalo bi otplatu visokih javnih i privatnih dugova kao i novo zaduživanje, posebno fiskusa, što bi generiralo dodatnu kočnicu ekonomskoj aktivnosti.

Takva nova kontrakcija ekonomske aktivnosti u europodručju, karakterizirana pojačanim inflatornim pritiscima i novonastalim tenzijama na financijskim tržištima, značajno bi i bez odgađanja narušila perspektivu oporavka hrvatskoga gospodarstva. Kontrakcija domaćeg BDP-a bi u simuliranim stresnim uvjetima iznosila 3,9 % u ovoj i 2,2 % u idućoj godini. Preljevanje inozemnih šokova bi u kombinaciji s domaćim strukturnim ranjivostima, uz kontrakciju gospodarstva neizbježno utjecalo i na ostale makroekonomske pokazatelje: stopu nezaposlenosti koja bi do kraja simuliranog horizonta porasla za 3,6 p.b. u odnosu na početno razdoblje simulacije (kraj prvog polugodišta 2021.), plaće koje bi stagnirale i cijene nekretnina koji bi kontrahirale za 7,8 % u ovoj i dodatnih 5,2 % sljedeće godine, što je usporedivo sa zabilježenim stopama pada nakon velike financijske krize. Inflacijski šok bi se s europskih tržišta prenio na domaće cijene, pa

⁴⁹ Iako službeni podaci nisu dostupni, određena istraživanja sugeriraju kako je u SAD-u krajem 2020. udio zombi-poduzeća u nefinancijskom korporativnom sektoru iznosio između 20 % i 30 %.

⁵⁰ Prema nedavnom istraživanju ECB-a *Monetary policy and its transmission in a globalised world* (dostupnom na [poveznici](#)), korelacija između inflacije europodručja i SAD-a je u porastu i u

razdoblju od 2003. do 2018. iznosila je 0,9, a slični su trendovi primjetni uspoređujući korelacije i ostalih pokazatelja: BDP-a (korelacija iznosi oko 0,6), dioničkih indeksa (korelacija iznosi oko 0,8) i uvjeta financiranja (korelacija iznosi oko 0,5).

⁵¹ Više informacija o planu oporavka u priopćenju Europskog vijeća dostupnom na [poveznici](#).

bi stopa inflacije ostala na povišenoj razini tijekom cijelog simulacijskog horizonta. S obzirom na ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam ERM II sredinom prošle godine, smjer monetarne politike HNB-a ostao bi nepromijenjen i usmjeren na očuvanje tečaja kune prema euru oko medijalne vrijednosti. Istodobno bi kamatne stope reagirale (kroz rast bazne stope, ali i premije za rizik) poskupljujući financiranje privatnog sektora i oslabljujući domaću agregatnu potražnju. To bi ujedno povećalo rizik inercije⁵², odnosno dovelo u pitanje održivost zaduženosti privatnog i javnog sektora.

Uz vanjske nestabilnosti, domaće bi ranjivosti dodatno potencirale propagaciju inicijalnog šoka. Pad agregatnog dohotka u domaćem gospodarstvu značio bi manje porezne prihode, što bi uz izostanak brzog i značajnog smanjenja proračunskih rashoda, impliciralo rast manjka. Takav rast već visokoga proračunskog manjka opterećenog mjerama potpore gospodarstvu zbog pandemije koronavirusa, uz razmjerno visok javni dug postaje znatan izvor nestabilnosti, uz izvjesno prelijevanje na privatni sektor. Opća država bi na godišnjoj razini zabilježila deficit od 7,6 % BDP-a u 2021. i 8,7 % BDP-a u 2022., a posljedično bi javni dug dosegnuo razinu od 95,7 % BDP-a krajem simulacijskog horizonta. Pogoršanje javnih financija dodatno bi negativno utjecalo na premiju rizika i posljedičan novi rast prinosa na dugoročne državne obveznice koji bi u stresnom scenariju krajem 2022. iznosili 3 %. Iako bi otežano servisiranje postojećih dugova i povećanje troškova novog zaduživanja u stresnim okolnostima pogoršanih financijskih uvjeta dodatno narušilo percepciju rizičnosti Hrvatske, simuliranim se scenarijem ipak ne pretpostavlja gubitak investicijskog rejtinga⁵³.

Budući da je domaće financijsko tržište pretežno pod utjecajem prelijevanja vanjskih šokova, nagla negativna reakcija inozemnih tržišta bi se značajno i snažno odrazila na domaće obvezničke i dioničke indekse. Ti bi se poremećaji dodatno produbili uslijed simulirane kontrakcije gospodarske aktivnosti i negativnih makroekonomskih kretanja, što bi imalo snažan utjecaj na cjelokupni financijski sektor.

Rezultati vježbe testiranja otpornosti na stres

Imovina sektora financijskih usluga razmjerno dobro apsorbira potencijalne kratkoročne nestabilnosti u **temeljnom scenariju**, gdje svi promatrani segmenti sektora financijskih usluga bilježe pozitivne stope rasta imovine (slika 109.). Za mirovinske fondove procijenjen je porast neto imovine za 3,5 % u ovoj i 6,3 % u idućoj godini, koji je uglavnom posljedica povoljnih uvjeta na tržištu rada i stabilnih neto uplata tijekom cijelog promatranog razdoblja. Pritom bi se prinosi i dobrovoljnih i obveznih mirovinskih fondova u osnovnom scenariju zadržali u pozitivnom području, no na razinama manjim od 1 % tijekom promatranog razdoblja (slika 110.).

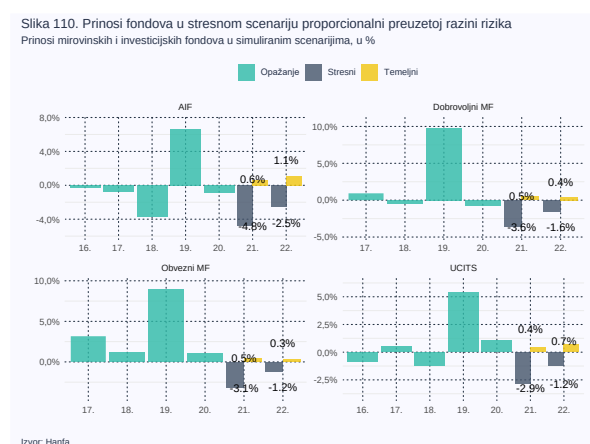
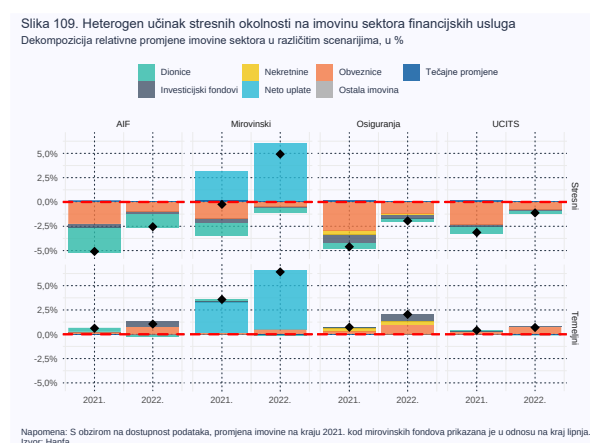
Rast (neto) imovine u temeljnom scenariju ostvaruju i ostali sektori uključeni u vježbu, no uz skromnije stope nego kod mirovinskih fondova. Tako je procijenjena stopa rasta imovine društava za osiguranje u ovoj godini nešto manja od 1 %, dok bi iduće godine to povećanje ipak moglo biti malo veće (2 %). Neto imovina investicijskih fondova krajem ove i iduće godine u osnovnom scenariju raste nešto manje od 1 % na godišnjoj razini, uz zabilježene blago pozitivne prinose krajem 2021. i 2022. godine. Ipak treba naglasiti da je, unatoč povoljnim podacima za kraj prvog polugodišta 2021. i

⁵² Rizik inercije (engl. *snowball risk*) definira se kao razlika omjera plaćenih kamata i duga te godišnje stope rasta dohotka.

⁵³ Pretpostavljena je veća fleksibilnost agencija za dodjelu kreditnog rejtinga na visoke razine zaduženosti javnih sektora i

makroekonomske neravnoteže s obzirom na globalnu (sistemsku) prirodu simuliranog šoka, posebno nakon pandemijskog globalnog bujanja javnih dugova.

očekivanim pozitivnim prinosima, izgledno zadržavanje prinosa na potisnutim razinama. Neto imovina AIF-ova u temeljnom scenariju ostaje relativno nepromijenjena s očekivanim godišnjim rastom oko 1 % u ovoj i idućoj godini. Uzimajući u obzir njihovu dominantu zastupljenost u portfeljima tih subjekata, najveći doprinos spomenutom rastu imaju opisana kretanja na tržištu državnih obveznica (slika 109.).



Simulirani inicijalni šokovi u **stresnom scenariju** i njihov utjecaj na makroekonomsko okruženje i financijska tržišta negativno bi se odrazili na pokazatelje poslovanja svih promatranih dijelova sektora financijskih usluga uzrokujući smanjenje (neto) imovine i ograničavajući daljnji rast cijelog sektora. Simulirani stresni uvjeti najmanje bi

utjecali na neto imovinu mirovinskih fondova koja bi u 2021. stagnirala (godišnja stopa promjene neto imovine iznosila bi -0,2 %), dok bi u drugoj godini simulacije čak i porasla za 4,9 %, ponajprije zbog pozitivnog neto priljeva sredstava. Unatoč izostanku snažnije kontrakcije neto imovine mirovinskih fondova u simulaciji stresnog scenarija, ukupna ocjena rizičnosti bi se narušila, i to primarno zbog tržišnih turbulencija i smanjene profitabilnosti, jer bi u simuliranoj stresnoj epizodi mirovinski fondovi zabilježili negativne prinose.

Za razliku od mirovinskih fondova, imovina društva za osiguranje smanjila bi se u obje godine, s nešto izraženijim kontrakcijama već krajem 2021.⁵⁴, odnosno ubrzo nakon nastupanja uvjeta stresa. Dominantan utjecaj na kretanje imovine društava za osiguranje u stresnom scenariju ima rast prinosa na domaće državne obveznice s obzirom na njihovu visoku zastupljenost u portfeljima osiguratelja. Pritom treba naglasiti da u ovom stresnom scenariju nije simulirano pogoršanje kreditnog rejtinga RH, a koje bi dodatno narušilo pokazatelje poslovanja pružatelja financijskih usluga s obzirom na visoku uzajamnu povezanost sektora financijskih usluga i javnog sektora⁵⁵. Na imovinu društava za osiguranje utječe i promjena cijena udjela u investicijskim fondovima kao i negativna kretanja na tržištu nekretnina, ali je njihov doprinos znatno skromniji.

UCITS fondovi bi u simuliranim stresnim uvjetima zabilježili smanjenje neto imovine u obje godine simulacijskog horizonta (za 3 % u 2021. i 1 % u 2022.) ponajprije zbog cjenovnih korekcija na obvezničkom i manjim dijelom dioničkom tržištu. Uz smanjenje imovine, pokazatelji profitabilnosti fondova bi se u simuliranom stresnom scenariju naglo pogoršali, pa bi sve vrste investicijskih fondova zabilježile negativne

⁵⁴ Na kraju 2021. godišnja stopa promjene imovine društava za osiguranje iznosila bi -4,6 %, dok bi u 2022. kontrakcija bila nešto manja i iznosila bi 2 %.

⁵⁵ Više u Okviru 2. Rizici koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika br. 3 dostupnoj na [poveznici](#).

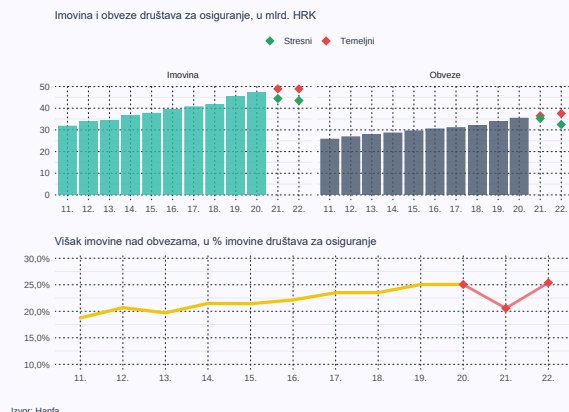
godišnje prinose i u 2021. i u 2022. u rasponu od -1 % do -6 %⁵⁶.

Najsnažniji udar simulirane krize na imovinu, mjeren njezinom relativnom promjenom u odnosu na kraj 2020., osjetili bi AIF-ovi što korespondira i komparativno višem preuzetom riziku njihovih ulaganja u odnosu na ostatak fondovske industrije i sektora osiguranja. Njihova bi se imovina tako u 2021. smanjila za 5,1 % , a u 2022. za dodatnih 2,5 %, primarno zbog korekcija na dioničkom i obvezničkom tržištu.

Analiza rezultata na razini individualnog subjekta pokazuje kako u uvjetima stresa raspršenost rezultata raste, a distribucija se „širi“ odražavajući profil rizičnosti investicijskog portfelja pojedinog društva koja u normalnim uvjetima ne dolazi do izražaja (slika 112.). Stoga je očekivano disperzija najveća kod investicijskih fondova s obzirom na njihove (i regulativom omogućene) bitno heterogenije investicijske strategije. Pojedinačni rezultati društava za osiguranje i mirovinskih fondova odražavaju visoki stupanj ujednačenosti portfelja u kojima dominiraju domaće državne obveznice. Iako visoka koncentracija ulaganja, koje karakterizira cijeli sektor financijskih usluga, predstavlja značajan sistemski rizik, u simuliranoj stresnoj vježbi njegov je utjecaj prigušen s obzirom na to da je inicijalna korekcija na dioničkim tržištima izraženija od onih na obvezničkim dijelom s obzirom na metodu kalibracije šoka utemeljenu na povijesnim kretanjima na tim tržištima⁵⁷, a dijelom jer nije simulirano smanjenje kreditnog rejtinga RH te zbog pretpostavke da na poremećaje društva, koja se nađu u likvidnosnim i solventnim problemima, ne reaguju⁵⁸. Reakcije društava na narušene pokazatelje poslovanja (npr. rebalansiranje investicijskih portfelja ili

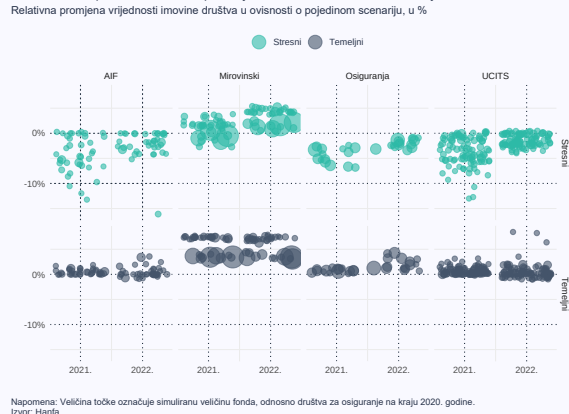
likvidacija dijela portfelja s ciljem prikupljanja potrebne likvidnosti) su u stvarnosti neminovne te dovode do sekundarnih šokova, a koje visoki stupanj koncentracije ulaganja naglašava⁵⁹.

Slika 111. Višak imovine nad obvezama društava za osiguranje stabilan u stresnim okolnostima



Izvor: Hanfa

Slika 112. Raspršenost rezultata po subjektima veća u stresnom scenariju



Napomena: Veličina točke označuje simuliranu veličinu fonda, odnosno društva za osiguranje na kraju 2020. godine.

Izvor: Hanfa

Zaključak

Ekstremni događaj globalnih razmjera iznenadno je i snažno pogodio svjetsko gospodarstvo prošle godine te odredio smjer fiskalnih i monetarnih politika u proteklom razdoblju. Upravo je cilj makroekonomskog stresnog testiranja pripremiti regulatore i financijski sustav na moguće utjecaje takvih događaja, pa je koronakriza još jednom naglasila važnost kontinuiranog utvrđivanja dostatnosti kapitalnih i likvidnosnih amortizera financijskog

⁵⁶ U simuliranoj stresnoj epizodi najmanji pad prinosa ostvarili bi obveznički fondovi (-2,3 % u 2021. i -1 % u 2022.), a najveći dionički (-5,9 % i -2,3 %).

⁵⁷ Zbog izostanka snažnih šokova i nelikvidnosti tržišta, povijesno opažene korekcije na domaćem obvezničkom tržištu nisu bile

značajne, pa je kalibracija šokova utemeljena na takvom uzorku podataka donekle pristrana.

⁵⁸ Pretpostavka statične bilance društava.

⁵⁹ Navedeni sekundarni učinci kroz uvođenje dinamičkih elemenata planiraju se integrirati u sljedećim iteracijama vježbe.

sustava da podnese potencijalne buduće (slične) šokove. U tu svrhu kalibriran je stresni makroekonomski scenarij male vjerojatnosti nastanka kako bi se utvrdili glavni izvori (strukturni i ciklički rizici) moguće destabilizacije financijskog sustava. Provedeno testiranje otpornosti na stres zasniva se na projekcijama čije je ostvarenje vrlo neizvjesno i primarno ovisi o daljnjem razvoju epidemiološke situacije. Uvažavajući spomenute visoke razine neizvjesnosti oko projiciranih budućih kretanja i pretpostavke korištenog metodološkog pristupa, rezultati provedenog testiranja ukazuju da bi unatoč simuliranom snažnom stresu kapitaliziranost društava za osiguranje i dalje bila

na zadovoljavajućim razinama uz stabilan procijenjeni višak imovine nad obvezama (slika 111.), a amplituda pada prinosa mirovinskih i investicijskih fondova manja ili na razini anualiziranih pozitivnih godišnjih prinosa koje su fondovi ostvarivali u posljednjih desetak godina. Iako prikazani rezultati ukazuju na stabilnost cjelokupnog sektora u stresnim okolnostima, pojedina društva i fondovi mogla bi teže podnijeti simulirane šokove, što prvenstveno ovisi o njihovim strukturnim ranjivostima, ali i razini preuzetih cikličkih rizika koji su posebice naglašeni u kontekstu zbivanja iz prethodne i prve polovice 2021. godine.

Popis kratica

AIF – alternativni investicijski fond

BDP – bruto domaći proizvod

CHF – švicarski franak

EBRD – Europska banka za obnovu i razvoj

ECDC – Europski centar za prevenciju i kontrolu bolesti

EEA – europski gospodarski prostor

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

EK – Europska komisija

ERM II – Tečajni mehanizam

ESB – Europska središnja banka

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

ETF – fond čijim se udjelima trguje na burzi (engl. *Exchange-Traded Fund*)

EU – Europska unija

EUR – euro

FED – Sustav federalnih rezervi (engl. *Federal Reserve System*)

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – hrvatska kuna

IF – investicijski fondovi

MF – mirovinski fondovi

MMF – Međunarodni monetarni fond

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MOD – mirovinsko osiguravajuće društvo

p.b. – postotni bod

REGOS – Središnji registar osiguranika

ROA – povrat na imovinu (engl. *Return on Assets*)

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

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

USD – američki dolar

ZSE – Zagrebačka burza

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; 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; IS – Island; LI – Lihtenštajn; 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

