

HANFA

HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

BROJ X kolovoz 2024.

1. polugodište 2024.



Makroprudencijalni skener rizika

1. polugodište 2024.

Broj X, kolovoz 2024.



SADRŽAJ

1. Uvodno	1
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja	4
2.1. Makroekonomsko okružje.....	4
2.2. Financijsko okružje.....	8
3. Rizici sektora financijskih Usluga	14
3.1. Kratkoročni rizici.....	14
3.2. Dugoročni rizici	19
Okvir 1. Jačanje mirovinskih sustava za buduće generacije: put k dugoročnoj otpornosti.....	22
Važnost mirovinskih sustava	22
Dugoročni izazovi mirovinskih sustava	24
Kalibracija umjesto reforme	26
Popis kratica	28

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2671-2067

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

1. UVODNO

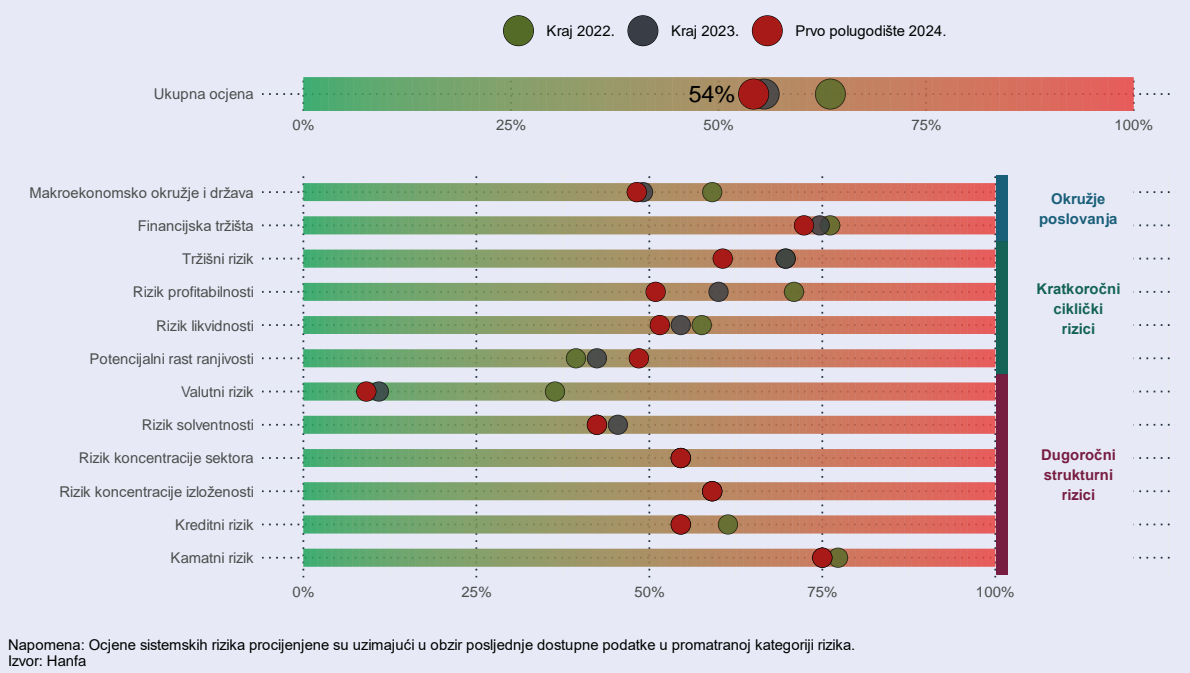
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih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

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

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

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

Matrica sistemskih rizika za prvo polugodište 2024.



Razina sistemskih rizika sektora finansijskih usluga nastavila se smanjivati u prvoj polovici 2024. godine. Otporan gospodarski rast u kombinaciji s ublaženim inflatornim pritiscima te stabilna kretanja na tržištu rada smanjili su sistemske rizike koji proizlaze iz makroekonomskog okružja. Sistemski rizici blago su smanjeni u finansijskom okružju pod utjecajem sve izglednije promjene smjera monetarne politike i optimističnog sentimenta investitora koji su stimulirali vrednovanja i u 2024. godini, a povezano s time ublažili i rizik profitabilnosti sektora. Najistaknutiji rizici kojima je domaći sektor finansijskih usluga izložen na kraju prvog polugodišta 2024. ostaju kamatni rizik i s njime povezani tržišni rizici. Strukturna obilježja domaćeg sektora finansijskih usluga, prvenstveno koncentracija izloženosti institucionalnih investitora te niska aktivnost na domaćem tržištu kapitala, blago su poboljšana u proteklom razdoblju, no i dalje mogu dodatno naglasiti gubitke sektora u scenariju materijalizacije nepovoljnih cikličkih kretanja. Pritom su zalihe likvidnosti i solventnosti sektora također poboljšane u prvoj polovici 2024. godine, pružajući zaštitu od sistemskih rizika. Unatoč tome, sistemski rizici u sektoru finansijskih usluga ostaju povišeni zbog naglašenih cikličkih rizika u finansijskom okružju, prvenstveno geopolitičkog rizika, uvjeta financiranja te relativno visokih tržišnih vrednovanja koji povećavaju vjerojatnost nastanka i potencijalnog učinka malo vjerojatnog, no mogućeg sistemskog šoka.

2. RIZICI MAKROEKONOMSKOG I FINANCIJSKOG OKRUŽJA

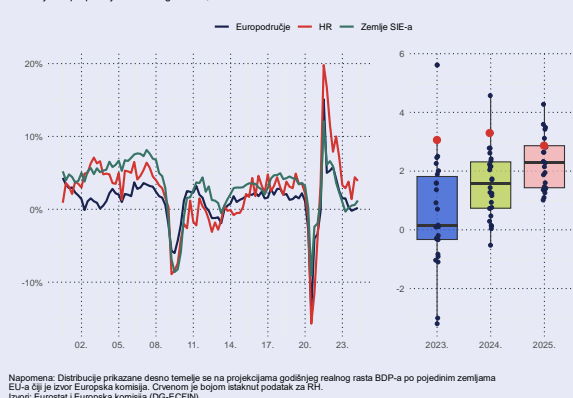
2.1. Makroekonomsko okružje

Nastavak gospodarskog rasta u kombinaciji s obuzdavanjem rasta inflacije glavni je razlog blagog smanjenja sistemskih rizika koji proizlaze iz makroekonomskog okružja. S obzirom na visoku integraciju domaćeg gospodarstva u europsko, bilo kakav negativan šok u međunarodnom okružju, a kakvi su zabilježeni prošlih godina, mogao bi narušiti optimistične kratkoročne prognoze i značajno povećati rizike za financijsku stabilnost. Premda je europsko gospodarstvo u proteklom razdoblju izbjeglo recesiju, dinamika rasta i dalje je prigušena što uz kontinuirano visoke geopolitičke napetosti te i nadalje povišene troškove financiranja povećava makroekonomske ranjivosti zbog čega su sistemski rizici makroekonomskog okružja unatoč smanjenju i dalje zadržani na blago povišenoj razini.

Početakom 2024. domaće je gospodarstvo nastavilo bilježiti pozitivna ostvarenja pa je tako realna godišnja stopa BDP-a u prvom tromjesečju ove godine iznosila 3,9%. Glavne komponente domaće agregatne potražnje koje su predvodile rast su

osobna potrošnja i bruto investicije¹, dok je doprinos neto izvoza bio negativan² zbog smanjenog obujma izvoza usluga u tom razdoblju. Rast osobne potrošnje odraz je otpornog tržišta rada, dok su bruto investicije rasle potpomognute uzletom građevinskih aktivnosti, djelomično financiranih i raspoloživim sredstvima fondova EU-a³. Naime, indeks obujma građevinskih radova nastavio je snažno rasti u 2024. te je u ožujku bio za 7,2 % veći u odnosu na vrijednosti zabilježene u istom razdoblju 2023. godine⁴.

Slika 2.1. Hrvatsko gospodarstvo ostvarilo brži rast od većine zemalja EU-a
Godišnja stopa promjene realnog BDP-a, u %



Napomena: Distribucije prikazane desno temelje se na projekcijama godišnjeg realnog rasta BDP-a po pojedinim zemljama EU-a čiji je izvor Europska komisija. Otvorenim je bojama istaknut podatak za RH.
Izvor: Eurostat i Europska komisija (DG-ECFIN)

Istodobno je realni ekonomski rast zemalja članica europodručja i usporedivih zemalja SIE-a bio relativno niži u odnosu na domaće gospodarstvo (slika 2.1.). Prema **proljećnoj projekciji Europske komisije** domaća bi gospodarska aktivnost trebala rasti i u ostatku ove godine na krilima osobne

¹ Prema prvim procjenama DZS-a potrošnja kućanstava je u prvom tromjesečju 2024. porasla za 6 % na godišnjoj razini, a bruto investicije za 10,8 %.

² Izvoz usluga je u prvom tromjesečju 2024. bio na godišnjoj razini realno manji za 8,2 %.

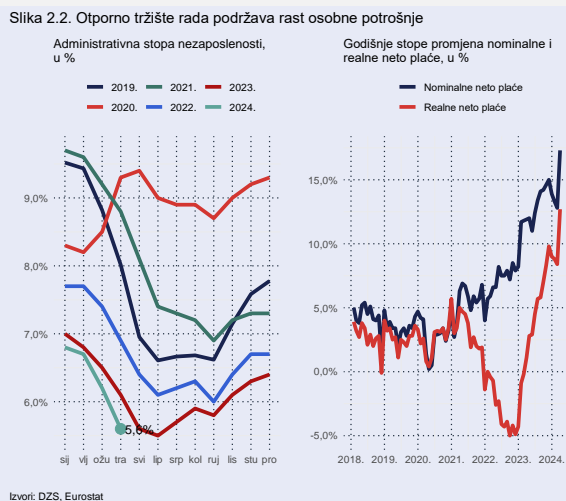
³ Do kraja prošle godine Hrvatska je morala iskoristiti sredstva iz Fonda solidarnosti koja su bila namijenjena za obnovu područja pogođenih potresom.

⁴ Podaci se odnose na stope rasta izvornog indeksa, bez prilagodba. Kalendarski prilagođen indeks u istom je razdoblju porastao za 14,6 %.

potrošnje te se očekuje da će na kraju 2024. godišnja stopa realnog rasta iznositi 3,3 %, a slična dinamika trebala bi se nastaviti i u 2025. godini (slika 2.1). Ranjivosti koje proizlaze iz međunarodnog okružja, prije svega kontinuirano visoke geopolitičke napetosti u kombinaciji s prigušenom dinamikom gospodarskog rasta europodručja, glavni su izvori rizika koji bi mogli negativno utjecati na domaći gospodarski rast, a time i na financijsku stabilnost. Važan utjecaj na budući rast gospodarstva imat će i gospodarska situacija kod hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ponajprije Njemačke i Italije, koji su u prvom tromjesečju ove godine zabilježili ili pad ili skroman rast gospodarske aktivnosti⁵.

Rast osobne potrošnje i ukupne gospodarske aktivnosti podržan je povoljnim uvjetima na tržištu rada koje je u prvom tromjesečju 2024. obilježio nastavak smanjivanja nezaposlenosti, rasta zaposlenosti i aktivnog stanovništva te nominalni i realni rast prosječnih bruto i neto plaća. Važno je obilježje i dalje prisutan manjak radne snage koji je samo djelomično kompenziran porastom broja stranih radnika⁶, kao i povećanjem broja zaposlenih umirovljenika. U takvim je okolnostima potenciran pritisak na rast plaća koje su, uz i dalje komparativno povišenu inflaciju, u prvom tromjesečju ove godine porasle za 17,3 % u nominalnim i 12,7 % u realnim terminima⁷. Istodobno je

stopa nezaposlenosti krajem travnja 2024. dodatno smanjena za 0,5 p.b. te je iznosila 5,6 % (slika 2.2.). I dok realni rast plaća kroz potrošnju i doprinose pozitivno djeluje na rast gospodarstva i javne prihode, on povećava operativne troškove poduzeća, što pak doprinosi rastu potrošačkih cijena.



Inflacijski pritisci nastavili su usporavati te je krajem svibnja 2023. inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena iznosila 4,3 %, što je najniža vrijednost još od listopada 2021. godine. Iako inflatorni pritisci djelomično popuštaju, rast cijena i dalje je široko rasprostranjen s obzirom na to da sve komponente potrošačke košarice pozitivno doprinose rastu ukupne inflacije (slika 2.3.). Kao i tijekom 2023., predvodnici rasta su cijene hrane i usluga (kategorija restorani i hoteli). Temeljna je inflacija na kraju svibnja iznosila 4,9 % zadržavajući se iznad agregatne stope inflacije, što pak sugerira da su osnovni pritisci na rast cijena prisutni i mogu biti dugotrajniji nego što ukupna inflacija pokazuje.

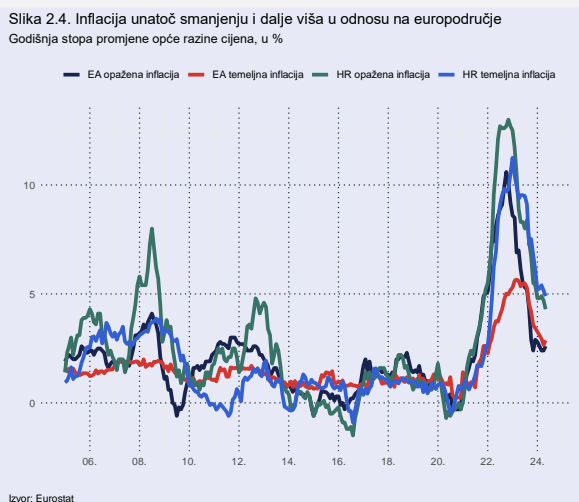
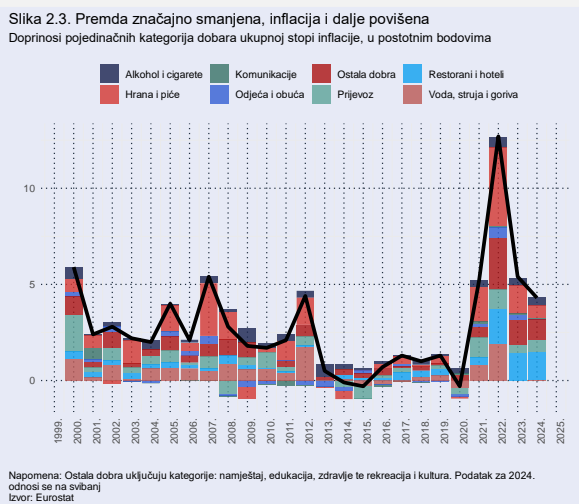
⁵ Godišnje stope promjene tromjesečnog BDP-a na kraju ožujka su za Njemačku iznosile -0,9 %, dok je gospodarstvo Italije zabilježilo blagi rast (0,7 %).

⁶ Prema podacima HZZ-a u prvih pet mjeseci 2024. izdano je ukupno 86434 pozitivnih mišljenja za dozvolu za boravak i rad stranih

radnika pri čemu se glavnina dozvola odnosi na zanimanja u uslužnom sektoru.

⁷ Podatak se odnosi na neto plaće, dok su bruto plaće u prvom tromjesečju ove godine bile veće za 17,9 % u nominalnim i 13,3 % u realnim terminima na godišnjoj razini.

Hrvatska nastavlja bilježiti intenzivniji rast agregatne i temeljne inflacije u odnosu na ostale zemlje EU-a (slika 2.4.) odražavajući razliku u strukturi prosječne košarice i snažniji rast cijena usluga u Hrvatskoj te se nalazi pri samom vrhu distribucije zemalja EU-a obzirom na zabilježeni rast cijena u svibnju 2024. godine.



Prema projekcijama Europske komisije inflacija bi u 2024. trebala iznositi 3,5 %, a u 2025. se i dodatno smanjiti na 2,2 %. Nastavak dezinflacijskog procesa izložen je brojnim rizicima i primarno će ovisiti o uspješnosti obuzdavanja cijena usluga. Pritom će važnu ulogu imati uobičajeno

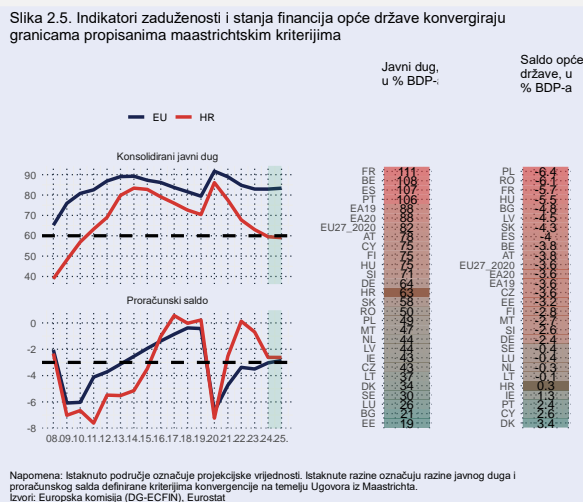
pojačana inozemna potražnja tijekom ljetnih mjeseci, ali i kretanja na tržištu rada koje bilježi nedostatak radne snage. Oba procesa stvaraju snažne pritiske na rast plaća, a posredno i cijena. Na opću razinu cijena u narednom će razdoblju utjecati i ukidanje administrativno određenih cijena od strane Vlade RH⁸.

Osim spomenutih lokalnih specifičnosti na kretanje cijena utječu brojni vanjski faktori, primjerice dinamika cijena energenata, koja je uvelike izložena geopolitičkim rizicima, dok je kretanje cijena hrane i sirovina ranjivo na moguće poremećaje u globalnim lancima opskrbe i sve češće ekstremne vremenske uvjete. Osim što ograničavaju prostor za daljnje usporavanje rasta cijena, spomenuti rizici čine inflacijsko, a samim time i monetarno okruženje, neizvjesnim i ranjivim na potencijalne cjenovne šokove u nastavku godine.

Rast gospodarske aktivnosti u okruženju povišene inflacije pozitivno je djelovao na javne financije, čime je nastavljeno smanjenje udjela duga opće države u BDP-u, koji je krajem 2023. iznosio 63,5 % (slika 2.5.). Slična se kretanja očekuju i u nastavku ove godine te bi prema recentnim projekcijama EK-a na kraju 2024. dug mogao pasti ispod propisane granice konvergencije od 60 %⁹. Trend smanjenja javnoga duga primjetan je i u ostalim članicama EU-a, ali uz znatno sporiju dinamiku pada ponajprije zbog zabilježenih nižih stopa gospodarskog rasta i inflacije (slika 2.5.).

⁸ Detalji o šestom paketu mjera za zaštitu kućanstava i gospodarstva od rasta cijena, kao i cijenama koje su trenutno ograničene dostupni su na [poveznici](#).

⁹ Prema proljetnoj projekciji EK-a javni dug će na kraju 2024. iznositi 59,5 % BDP-a.



Premda povišena inflacija pozitivno utječe na proračunske prihode, koji su u 2023. porasli za 20,1 %, njihov su rast pratili i rashodi koji su ostvarili rast od 20,9 %, čime je proračunski saldo krajem prošle godine iznosio -0,7 % BDP-a (slika 2.5.). Slična je dinamika zabilježena i tijekom prvog tromjesečja 2024.¹⁰, a prema recentnim projekcijama EK-a na kraju ove godine očekuje se produbljivanje proračunskog manjka na -2,6 % te bi se na istoj razini trebao zadržati i u 2025. godini. Iako je Hrvatskoj trenutačno dodijeljen najviši kreditni rejting u njezinoj povijesti¹¹, zbog dugotrajnog boravka u neinvesticijskom kreditnom razredu izdaci za kamate su i dalje povišeni¹², a novi zakon o plaćama u javnom sektoru i mjere socijalne pomoći stvaraju dodatni pritisak na rashode. Takva kretanja, zajedno s očekivanim smanjivanjem stope inflacije i posljedičnim sporijim rastom prihoda, utječu na produbljivanje proračunskog manjka. Istodobno se prinosi na domaće državne obveznice nisu znatnije

promijenili u prvom polugodištu 2024. te su zadržani na stabilnim razinama odražavajući i dalje pozitivan tržišni sentiment i percepciju investitora (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**). Stoga su rizici povezani s fiskalnim kretanjima ocijenjeni umjerenima i trenutno ne predstavljaju značajnu prijetnju financijskoj stabilnosti.

Unatoč i nadalje zaoštrenim uvjetima financiranja, relativni pokazatelji zaduženosti privatnog sektora nastavili su se poboljšavati i tijekom 2023. pod utjecajem snažnog nominalnog rasta BDP-a¹³, pri čemu u recentnom razdoblju nije zabilježeno povećanje kreditnog rizika (slika 2.6.). Sektor kućanstava uporište pronalazi u snažnom tržištu rada i porastu realnih dohodaka (slika 2.2.), a zbog visokih udjela kredita s fiksnim stopama¹⁴ i zakonskih ograničenja kamatnih stopa na potrošačke kredite teret otplate postojećih kredita u proteklom je razdoblju blago porastao. Visoka zastupljenost fiksne kamatne stope u strukturi duga kućanstava apsorbirala je veći dio recentnog porasta kamatnih stopa na trošak otplate duga, no takva će kamatna struktura u scenariju mogućeg smanjenja kamatnih stopa usporiti prelijevanje nižeg troška financiranja na anuitete kućanstava, što je posebice važno za kredite koji su ugovoreni uz relativno više kamatne stope. Pokazatelji nefinancijskih poduzeća zasad također ne ukazuju na povećanje kreditnog rizika u tom sektoru,

¹⁰ U prva tri mjeseca 2024. prihodi opće države porasli su za 12,9 % na godišnjoj razini, a rashodi za 21,7 %.

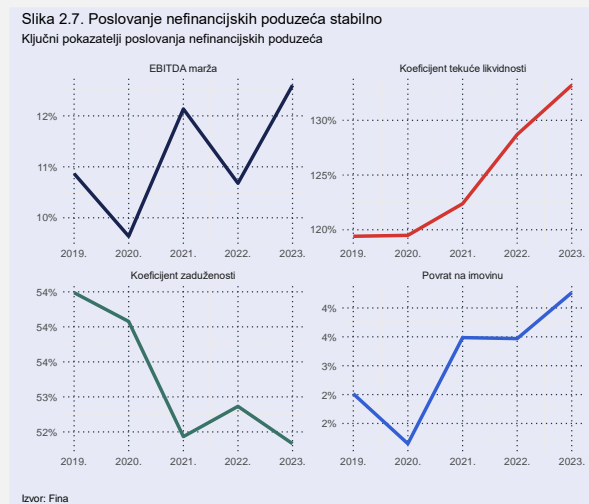
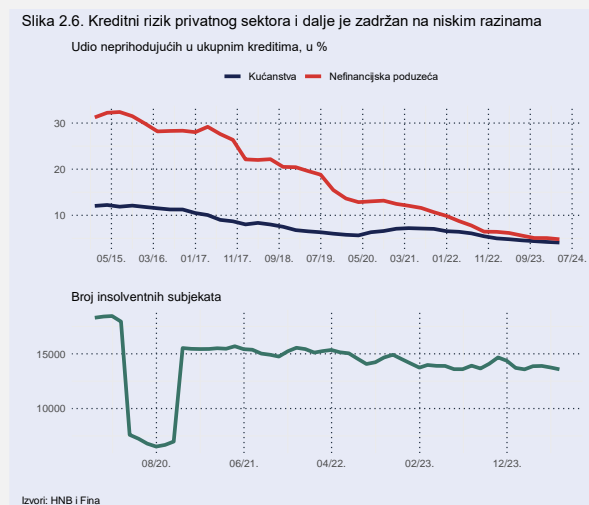
¹¹ Prema agencijama Fitch i S&P Hrvatskoj je trenutačno dodijeljen kreditni rejting BBB+, a prema agenciji Moody's Baa2, sve uz pozitivne izgleda.

¹² Krajem ožujka 2024. iznosili su 8,8 % BDP-a.

¹³ Na kraju 2023. udio duga kućanstava i nefinancijskih poduzeća smanjio se za 4,7 p.b. na godišnjoj razini i iznosio je 103,3 %.

¹⁴ Na kraju ožujka 2024. udio kredita odobrenih stanovništvu uz fiksne kamatne stope iznosio je 48 %.

unatoč značajnijem udjelu kredita s promjenjivim kamatnim stopama¹⁵. Broj insolventnih poduzeća krajem svibnja 2024. nije se značajnije mijenjao u odnosu na godinu ranije (slika 2.6.), a udio neprihodujućih kredita odobrenih poduzećima u bankama krajem prvog tromjesečja ove godine iznosio je 4,8%, što je najniža zabilježena vrijednost u službenoj statistici (slika 2.6.).



Nefinancijska poduzeća u proteklom su razdoblju zabilježila dobre poslovne rezultate (slika 2.7.) što je olakšalo amortizaciju porasta troškova poslovanja. Tako su domaća nefinancijska poduzeća tijekom 2023. popravila pokazatelje

likvidnosti i profitabilnosti uz istovremeno smanjenje zaduženosti (slika 2.7.) Dobra poslovna godina potpomaže stabilnost sektora u i dalje izazovnim makroekonomskim okolnostima, zadržavajući pokazatelje kreditnog rizika na povijesno niskim razinama. Takva kretanja važna su i za kreditni rizik u bilancama leasing društava čija je struktura aktivnih, ali i novih ugovora, u najvećoj mjeri vezana uz nefinancijska poduzeća (više u poglavlju 3.). Navedena kretanja pozitivno su se odrazila i na domaće tržište kapitala (više u poglavlju 2.2.), ali i na profitabilnost institucionalnih investitora koji su zabilježili snažan rast u prvoj polovici godine.

2.2. Financijsko okružje

Nastavak obećavajućih gospodarskih pokazatelja i postupno snižavanje inflacije pridonijeli su pozitivnim kretanjima na financijskim tržištima u prvoj polovici 2024. godine. No istodobno je razina neizvjesnosti i geopolitičkih rizika zadržana na visokim razinama stvarajući pogodno okružje za materijalizaciju rizika u okolnostima povišenih tržišnih vrednovanja na dioničkim tržištima. Takva kretanja pokazuju kako je premija za rizik i dalje potisnuta, a sentiment investitora relativno optimističan, pogotovo u tehnološkom segmentu koji je povezan s recentnim razvojem i primjenom umjetne inteligencije. Rast cijena dionica nastavljen je i na domaćem tržištu čija je tržišna kapitalizacija u prvih šest mjeseci 2024. porasla 9,8 %. No istodobno relativno niska tržišna

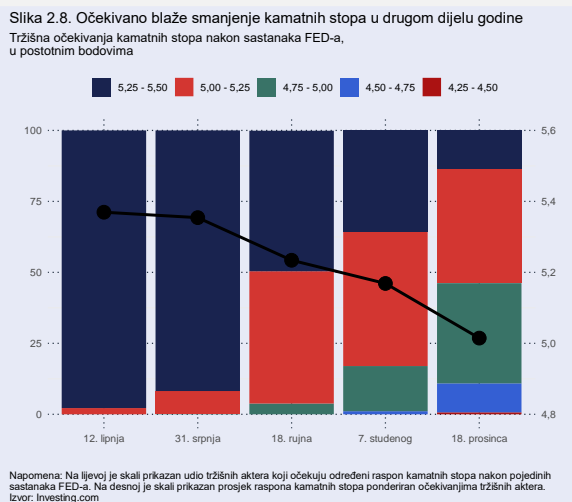
¹⁵ Udio kredita nefinancijskih poduzeća ugovorenih uz promjenjivu kamatnu stopu na

kraju je godine iznosio nešto više od polovine ukupnih kredita poduzećima.

aktivnost dodatno naglašava rizik od iznenadne korekcije, koji bi u slučaju materijalizacije mogao imati osjetan utjecaj na profitabilnost sektora financijskih usluga, a potencijalno i na sveukupnu financijsku stabilnost.

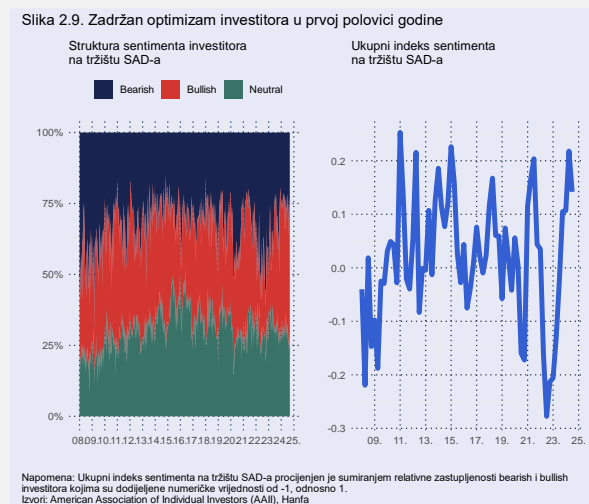
Krajem prošle godine sudionici na financijskim tržištima u SAD-u očekivali su relativno snažniji zaokret monetarne politike u smjeru smanjenja kamatnih stopa, no snažna agregatna potražnja te održavanje inflacije iznad 2 % potaknuli su čelnike FED-a na ostavljanje kamatnih stopa nepromijenjenima na razini od 5,25 – 5,50 %. Većina je tržišnih sudionika nakon zadnjeg sastanka u lipnju 2024. uvelike promijenila svoja očekivanja, prognozirajući jedno do dva smanjenja od 25 baznih bodova u drugoj polovici godine (slika 2.8). Navedena promjena u očekivanjima odražava usporavanje pada stope inflacije te signalizira nešto opreznija očekivanja investitora u odnosu na kraj 2023. kad su očekivali pad kamatnih stopa za 1,5 postotnih bodova tijekom 2024. godine.

S druge strane Atlantika, ESB je u lipnju 2024. započeo ciklus spuštanja kamatnih stopa smanjivanjem za 25 baznih bodova zbog relativno manje pregrijanosti tržišta rada i ukorijenjenosti inflacije, iako su čelnici inicijalno najavili zadržavanje relativno restriktivne monetarne politike u ostatku godine. Kao i u SAD-u, tržišta predviđaju jedno do dva smanjenja kamatnih stopa po 25 baznih bodova do kraja godine, pogotovo u slučaju nastavka smanjenja inflatornih pritisaka te ulaska u recesiju.



Sve izglednija promjena smjera monetarne politike te izbjegavanje recesije u najvećim svjetskim gospodarstvima očuvali su optimističan sentiment investitora i u prvoj polovici 2024. godine (slika 2.9.). Dobri poslovni rezultati kompanija¹⁶ u prvom tromjesečju 2024. dodatno su podržali val tržišnog optimizma u prvoj polovici godine. Pored toga, unatoč visokim kamatnim stopama, intenziviranju geopolitičkih tenzija i neizvjesnim kretanjima vodećih gospodarstava, indikatori volatilnosti dioničkih tržišta ukazuju na smanjenu tržišnu aktivnost s obje strane Atlantika (slika 2.10.). Iako se navedeno djelomično može objasniti uvjerenjem tržišta u skoro smanjenje kamatnih stopa od strane središnjih banaka, zbog čega privremeno odlažu svoja ulaganja, izostanak volatilnosti na tržištima također može ukazivati na potisnutu premiju rizika i smanjenu likvidnost na američkim i europskim dioničkim tržištima, što pak povećava mogućnost pojave korekcija u slučaju iznenadnih šokova.

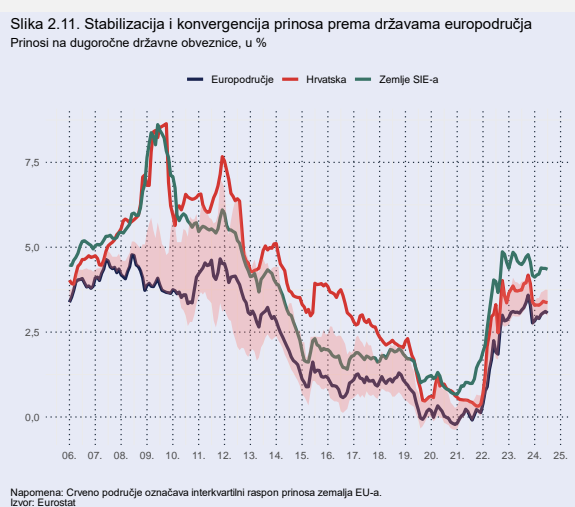
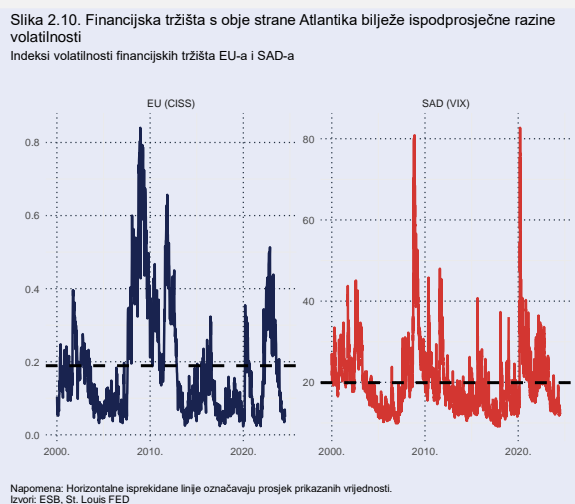
¹⁶ Sastavnice indeksa S&P 500 ostvarile su godišnji rast dobiti od 5,5 % u prvom tromjesečju 2024. godine.



U skladu s pozitivnim sentimentom i izostankom većih oscilacija, prinosi na državne obveznice RH ostali su stabilni u prvoj polovici 2024. godine (3,4 % u svibnju), pri čemu je zabilježeno i smanjenje raspona između prinosa na obveznice RH i prosjeka zemalja europodručja¹⁷ za 28 baznih bodova u odnosu na kraj 2023. godine (slika 2.11.). Povoljna tržišna percepcija javnog duga RH prvenstveno je rezultat snažnog gospodarskog rasta u prvom tromjesečju 2024. (drugi po veličini, iza Malte) uz optimistične izgleda u ostatku godine, smanjenja omjera javnog duga i BDP-a¹⁸ te održavanja investicijskog rejtinga uz stabilne izgleda kod sve tri vodeće agencije za rejting. Ministarstvo financija je u 2024. nastavilo s uključivanjem stanovništva u financiranje države izdavanjem „narodnih“ trezorskih zapisa u veljači i lipnju¹⁹, čime je dodatno povećana stabilnost domaćeg javnog duga kroz veću diversifikaciju ulagatelja.

¹⁷ Tri zemlje europodručja čiji su prinosi najviše rasli od početka godine su Estonija, Irska i Njemačka s prosječnim rastom od 46 baznih bodova.

¹⁸ Javni dug je krajem 2023 iznosio 63 % BDP-a što predstavlja godišnje smanjenje od 4,8 postotnih bodova.



Optimistični tržišni sentiment odrazio se na vrednovanja na globalnim financijskim tržištima u prvoj polovici 2024., pri čemu su pojedine klase imovine nastavile snažan rast započet u 2023. (slika 2.13.). Dionice banaka zabilježile su visok povrat od 21 % održavajući kombinaciju visokih kamatnih marži u okružju rastućih kamatnih stopa i još uvijek vrlo niskih troškova ispravaka vrijednosti, koja je dovela do skoka profitabilnosti banaka europodručja. Visok rast vrijednosti od 13 % zabilježio je i tehnološki sektor

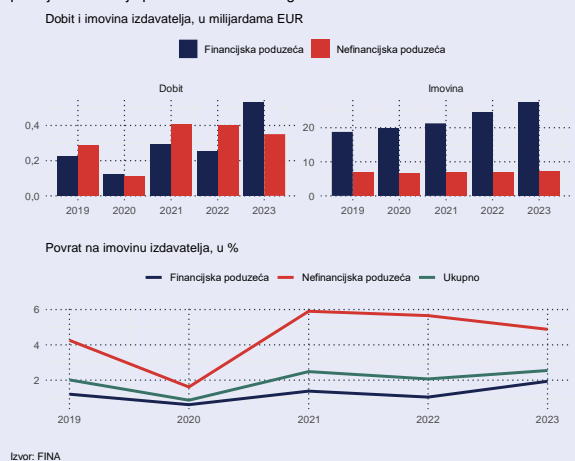
¹⁹ U oba izdanja izdani su trezorski zapisi dospijeca od 91 i 364 dana, pri čemu je 38.118 građana u veljači upisalo nešto više od 1 mlrd. EUR, dok je u lipnju 32.187 građana upisalo 827,6 mil. EUR.

predvođen velikim optimizmom u pogledu brzog napretka i općenitog prihvaćanja umjetne inteligencije u poslovnom okruženju. Nakon solidnog rasta od 5 % u 2023. godini, globalne obveznice su u prvih pet mjeseci 2024. zabilježile blaže smanjenje vrijednosti od 2 % uslijed povećane neizvjesnosti oko dinamike očekivanog snižavanja kamatnih stopa. Najšpekulativnije klase imovine, poput kriptovaluta, zabilježile su snažan rast (veći od 60 %) implicirajući nastavak smanjenja averzije prema riziku od strane investitora. Na tržištu roba ističe se rast cijene zlata i ostalih plemenitih metala određen snažnom potražnjom središnjih banaka²⁰ te signalima makroekonomskih i geopolitičkih neizvjesnosti. Istovremeno je zabilježen dodatan pad cijena prirodnog plina u Europi zbog visokih temperatura, smanjene aktivnosti u industriji i diversifikacije izvora nabave. Od kretanja na domaćem tržištu valja istaknuti rast CROBEX-a, koji je nastavio bilježiti rekordne vrijednosti u posljednjih deset godina. Predvođen sektorima industrije i građevine, u prvoj polovici godine ostvaren je rast preko 11 %.

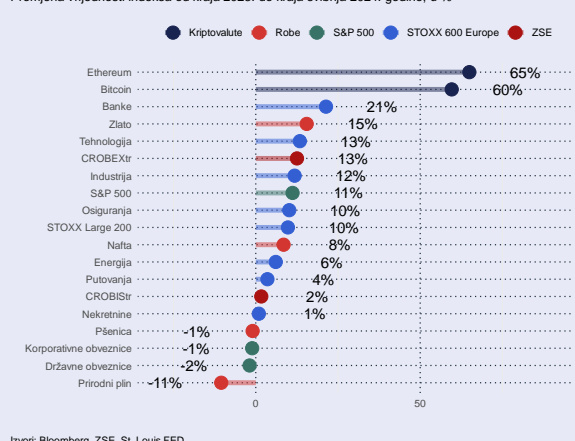
Optimističan sentiment investitora očituje se i u rastu omjera cijena i zarada, koji je posebice naglašen u SAD-u (slika 2.14.). Optimističan sentiment investitora predvođen pozitivnim rezultatima poslovanja te visoka zastupljenost tehnoloških dionica²¹ u indeksu S&P 500 pridonijeli su održavanju precijenjenosti povećavajući rizik od iznenadne korekcije. S druge strane,

europske kompanije zabilježile su pad profitabilnosti, no unatoč tome rast vrednovanja na europskim burzama potaknuo je blagi rast omjera cijena i zarada zadržavajući se u granicama umjerene razine vrednovanja.

Slika 2.12. Predvođene visokim zaradama banaka, sastavnice CROBEX-a poboljšale su svoju profitabilnost u 2023. godini



Slika 2.13. Rizičnije klase imovine nastavile su bilježiti rast vrednovanja u prvoj polovici 2024. godine



Unatoč padu dobiti, sastavnice CROBEX-a poboljšale su profitabilnost imovine u 2023. godini, koja je iznosila 2,5 %, što je poboljšanje za 0,4 p.b. u odnosu na 2022. (slika 2.12.). Predvodnik u pogledu profitabilnosti i na domaćem je tržištu bio bankovni sektor jer je dobit dviju banaka premašila dobit ostalih

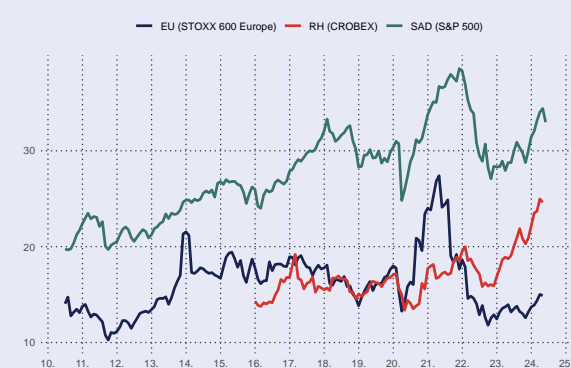
godina. Središnje banke istočne i središnje Azije činile su većinu potražnje početkom godine.

²¹ Vodeće tehnološke kompanije, poznatije kao „Velikanstvenih sedam“, čine oko 30 % tržišne kapitalizacije indeksa S&P 500.

²⁰ Neto kupnja zlata od strane središnjih banaka u prvom je kvartalu iznosila 290 tona što je najveća zabilježena količina u prvim kvartalima u zadnjih 20

sastavnica indeksa za 50 % u 2023. godini. Uzimajući u obzir iznadprosječan rast tržišnih vrednovanja i smanjene zarade, dugoročni omjer cijena i zarada na domaćem tržištu ulazi u područje blage precijenjenosti (omjer iznad 25). I dok su povišena vrednovanja nerijetko povezana s povećanim rizikom korekcije cijena, a time i rizikom profitabilnosti za investitore dominantno pozicionirane u dionicama, trenutačna vrednovanja potencijalno odražavaju optimistična očekivanja investitora u pogledu budućih zarada izdavatelja koja se nakon desetljeća stagnacije konačno prelijevaju i na tržišna vrednovanja, što bi sugeriralo da su ulagači spremni platiti premiju za dionice u iščekivanju snažnog rasta zarade kompanija u budućnosti.

Slika 2.14. Potisnuta premija rizika očituje se u rastu precijenjenosti na međunarodnom i domaćem tržištu
Omjer cijena i zarada na američkom, europskom i domaćem dioničkom tržištu

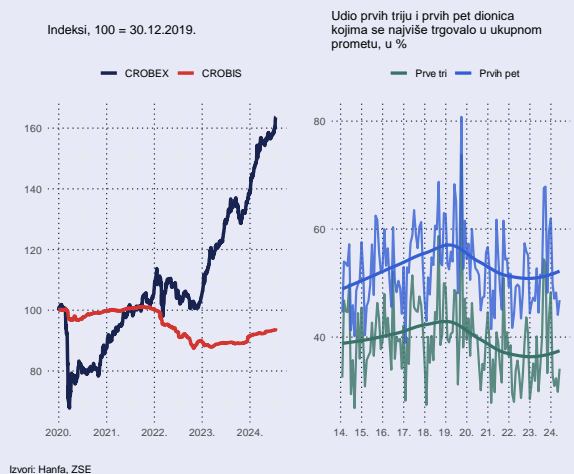


Napomena: Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća prikazuje koliko je puta vrijednost pojedine dionice viša od prosječne desetogodišnje zarade koju poduzeće generira po dionici, gdje veća vrijednost označuje relativno više vrednovanje u odnosu na fundamente, odnosno dodanu vrijednost koju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

Iako recentna kretanja upućuju na veću aktivnost na domaćem tržištu, fokus investitora i dalje je na nekolicini likvidnijih dioničkih izdanja s visokom tržišnom kapitalizacijom (slika 2.15.). Nakon vrhunca zabilježenog krajem prošle godine, udio prvih triju i prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo u ukupnom prometu u svibnju smanjen je

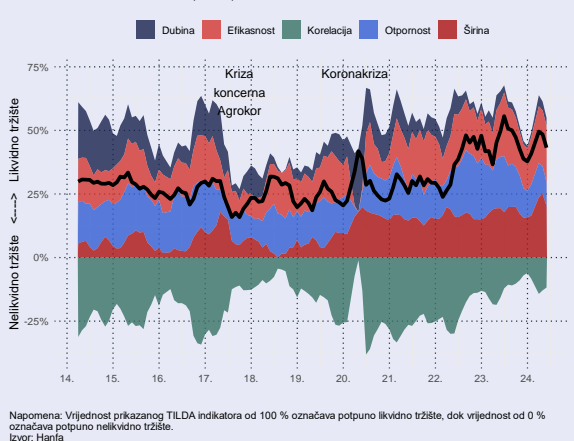
na razinu od 34 %, odnosno 47 % (smanjenje za 14 odnosno 15 p.b.). Iako je to ispod višegodišnjeg prosjeka, koncentriranost trgovanja dionicama i dalje ostaje na relativno visokim razinama.

Slika 2.15. Fokus investitora i dalje na visokolikvidnim izdanjima



Izvori: Hanfa, ZSE

Slika 2.16. Unatoč pozitivnoj izvedbi domaćeg tržišta, likvidnosni uvjeti bilježe pogoršanje
Tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA), u %



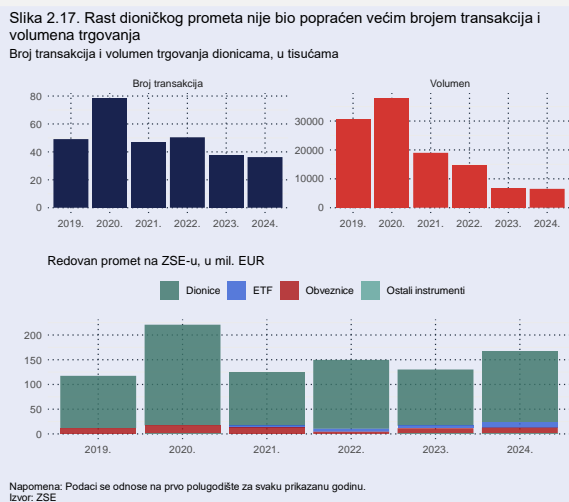
Napomena: Vrijednost prikazanog TILDA indikatora od 100 % označava potpuno likvidno tržište, dok vrijednost od 0 % označava potpuno nelikvidno tržište.
Izvor: Hanfa

S aspekta likvidnosti zamjećuje se trend pada tržišne likvidnosti koja je svoj vrhunac dosegla sredinom 2023., pri čemu su najveće smanjenje zabilježile komponente dubine i otpornosti²² (slika 2.16.). Unatoč godišnjem rastu dioničkog prometa od 26 % u prvoj polovici godine, broj transakcija i volumen trgovanja zabilježili su pad na godišnjoj razini od 3,2 %, odnosno 5,4 % (slika 2.17.) što implicira rastući značaj malog broja velikih

²² Više o strukturi indeksa tržišne likvidnosti i metodologiji izračuna nalazi se u [Okviru 1.](#)

[Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala](#) u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika 6.

transakcija i slabije likvidnosne uvjete za ostatak tržišta. Ponuda na domaćem tržištu dodatno je proširena sredinom godine uvrštavanjem novog ETF-a koji replicira kretanja rumunjskih državnih obveznica čime su proširene nove mogućnosti ulaganja za investitore.²³ Strukturne karakteristike domaćeg tržišta u pogledu visoke koncentracije trgovanja i niske likvidnosti naglašavaju povišeni ciklički rizik mogućih cjenovnih korekcija s obzirom na relativno optimistična vrednovanja što sistemske rizike u financijskom okružju zadržava na povišenoj razini.



²³ Na ZSE je početkom lipnja uvršten peti ETF pod imenom InterCapital EUR Romania Govt Bond 5 - 10yr UCITS ETF, koji prati kretanja rumunjskih državnih

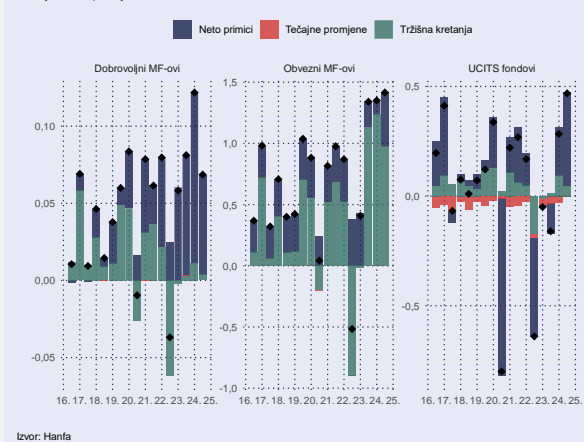
obveznica s rokom dospeljeća između pet i deset godina.

3. RIZICI SEKTORA FINANCIJSKIH USLUGA

3.1. Kratkoročni rizici

Izloženost sektora financijskih usluga kratkoročnim sistemskim rizicima koji proizlaze iz njegova poslovanja blago se smanjila u odnosu na kraj 2023. godine. Pozitivna tržišna kretanja i veći priljevi sredstava pozitivno su utjecali na neto imovinu mirovinskih i investicijskih fondova te njihove prinose. Profitabilnost leasing društava i društava za osiguranje ostala je stabilna u prvom tromjesečju 2024. zahvaljujući snažnom priljevu novih ugovora.

Slika 3.1. Pozitivna tržišna kretanja i veći priljevi doveli su do rasta neto imovine fondova krajem 2023. i početkom 2024. godine
Tromjesečna promjena neto imovine fondova, u mlrd. EUR



Neto imovina mirovinskih fondova porasla je pod utjecajem pozitivnih tržišnih i gospodarskih kretanja u 2023. i početkom 2024. te većih priljeva sredstava. Rast uplata u mirovinske fondove nastao je kao rezultat rasta zaposlenosti i nominalnih plaća (više u poglavlju [2.1. Makroekonomsko okruženje](#)). Na porast uplata u mirovinske fondove pozitivno se odrazilo i povećanje broja korisnika obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova. Broj korisnika

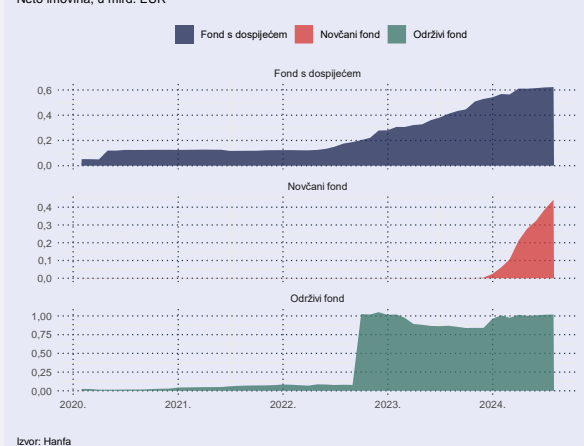
dobrovoljnih mirovinskih fondova porastao je za 8,1 % od kraja 2022. odnosno 2,7 % u prvih pet mjeseci 2024. godine, dok je broj članova obveznih mirovinskih fondova rastao nešto sporije, odnosno 4,3 % od kraja 2022. te 1,0 % u prvih pet mjeseci 2024. godine. Osim pozitivnih makroekonomskih kretanja rastu neto imovine pridonijela su i pozitivna tržišna kretanja koja su dodatno povećala imovinu i potpomogla oporavak prinosa svih kategorija mirovinskih fondova (više u nastavku ovog poglavlja). Tako je neto imovina mirovinskih fondova krajem lipnja 2024. iznosila 23,0 mlrd. EUR, što predstavlja povećanje od 6,9 % u odnosu na kraj 2023. godine.

Neto imovina UCITS fondova krajem lipnja 2024. iznosila je 2,8 mlrd. EUR, što predstavlja povećanje od 20,3 % u odnosu na početak godine. Razlog većih priljeva leži u osnivanju novih fondova, pri čemu se posebice ističe proširenje ponude u pogledu pojave odnosno povratka pojedinih vrsta fondova. Hanfa je u listopadu 2023. odobrila osnivanje dvaju novih **novčanih investicijskih fondova**. Oni su prvi novi novčani investicijski fondovi na hrvatskom tržištu nakon što je posljednji prestao s radom u siječnju 2021. godine. Iako su ti fondovi na kraju lipnja 2024. upravljali s tek 13,9 % ukupne neto imovine UCITS fondova, njihova prisutnost pozitivno doprinosi likvidnosti tržišta jer investitorima omogućava dodatan kanal kratkoročnog ulaganja, dok konzervativnim investitorima uz već prisutne obvezničke fondove i fondove s

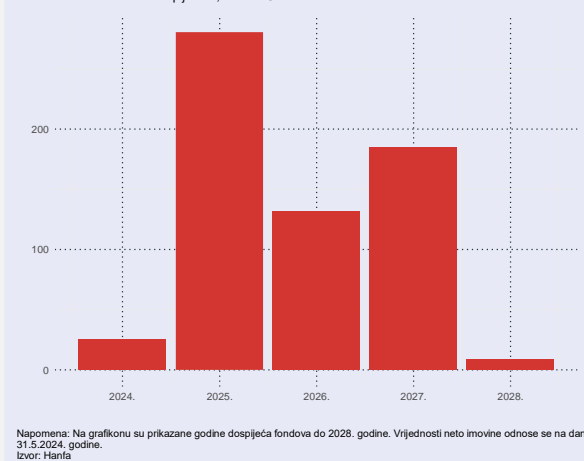
dospijećem pruža dodatan oblik niskorizičnog ulaganja.

Fondovi s dospijećem također su tijekom 2023. godine postali sve popularniji. Tako je u prvih šest mjeseci 2024. njihova vrijednost porasla za 13,8 %, a njihov broj za 10,8 %. Krajem svibnja 2024. neto imovina fondova s dospijećem iznosila je 638,9 mil. EUR, odnosno 30,1 % ukupne vrijednosti ukupne neto imovine UCITS fondova.

Slika 3.2. Nove te sve popularnije vrste fondova pomažu pri rastu vrijednosti neto imovine investicijskih fondova
Neto imovina, u mlrd. EUR



Slika 3.3. Najveći iznos neto imovine fondova s dospijećem dostiže 2025. godine
Neto imovina fondova s dospijećem, u mil. EUR



Napomena: Na grafikonu su prikazane godine dospelja fondova do 2028. godine. Vrijednosti neto imovine odnose se na dan 31.5.2024. godine.
Izvor: Hanfa

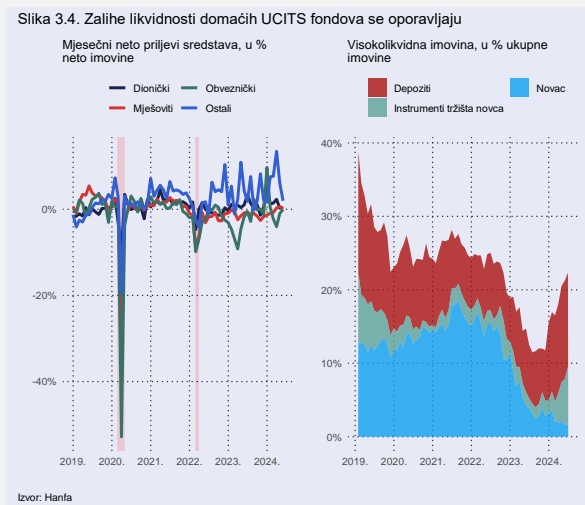
Uz nove vrste fondova potrebno je naglasiti i kako se rastući broj fondova klasificira kao „zeleni“, odnosno oni koji promoviraju ekološka ili socijalna obilježja (članak 8. Uredbe SFDR, svjetlozeleni) ili pak fondovi kojima je cilj održivo ulaganje (članak 9. Uredbe SFDR, tamnozeleni).

Krajem lipnja 2024. u hrvatskoj djeluje 40 takvih fondova, a oni upravljaju neto imovinom u iznosu od 1,04 mlrd. EUR, što predstavlja 38,0 % vrijednosti ukupne neto imovine svih UCITS fondova.

Likvidnost UCITS fondova bila je smanjena tijekom 2023. godine zbog većih priljeva fondova s manje likvidnom imovinom, ponajprije ostalih, nauštrb onih s likvidnijom imovinom. No zbog sve većih priljeva likvidnijih sredstava, ponajprije od novoosnovanih novčanih fondova krajem 2023., udio visokolikvidne imovine u ukupnoj počeo se oporavljati u prvih šest mjeseci 2024. godine.

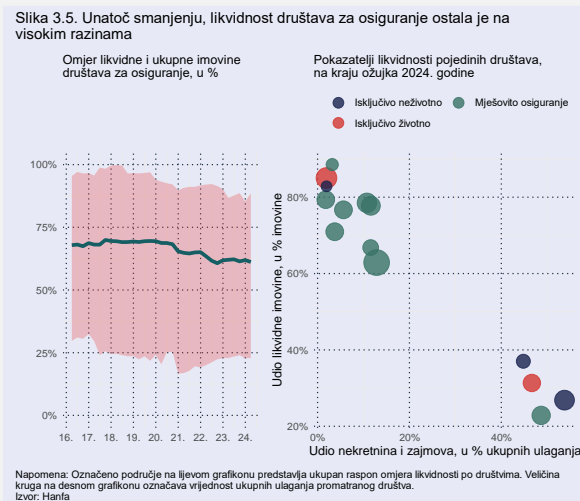
Tako je u lipnju 2024. udio likvidne imovine u ukupnoj iznosio 22,3 %, što je za 6,9 p.b. više u odnosu na kraj 2023. godine. Glavnina neto odljeva sredstava u tom razdoblju bila je ograničena na obvezničke fondove, koje karakterizira naglašena averzija prema riziku ulagatelja, a koje supstituiraju sve popularniji fondovi s dospijećem. Tu vrstu fondova karakterizira razmjerno kratka ročnost imovine koja je usklađena s kratkim rokom dospelja fonda, što uz visoke izlazne naknade umanjuje njihov rizik likvidnosti i mogućnost iznenadnih odljeva sredstava. Dospjeli fondovi imali su u 2023. ukupnu neto imovinu u vrijednosti od 68,8 mil. EUR, a u 2024. taj iznos je manji i iznosi 25,5 mil. EUR. Trenutačno najveća vrijednost neto imovine fondova s dospijećem dostiže u 2025., a na kraju lipnja 2024. njihova neto imovina iznosila je 279,8 mil. EUR (slika 3.3.). Iako se likvidnost fondova u recentnom razdoblju poboljšala, važno je napomenuti kako su UCITS fondovi inherentno ranjivi na potencijalne nove likvidnosne pritiske u vidu mogućih iznenadnih, izraženijih odljeva, pogotovo

u slučaju snažnog sistemskog šoka. Stoga je proaktivno upravljanje rizikom likvidnosti ključno za očuvanje otpornosti sektora i stabilnosti sustava općenito.



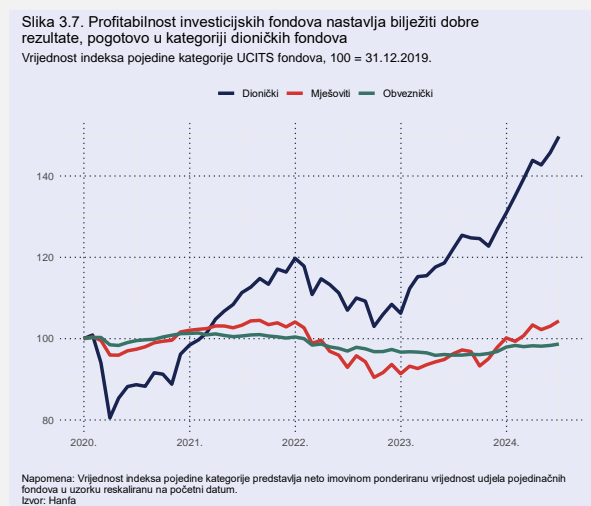
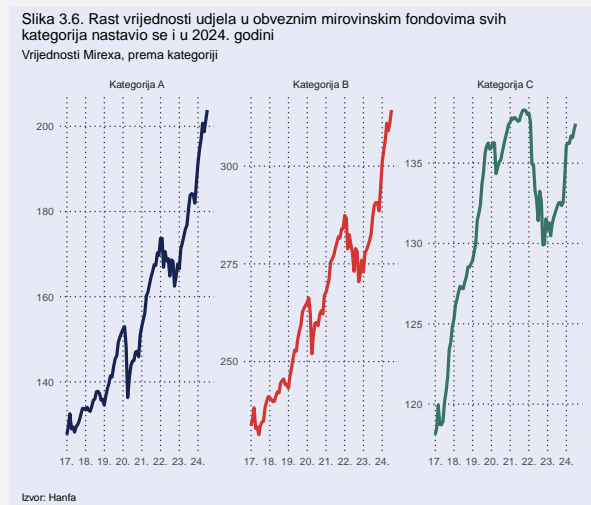
Zalihe likvidnosti društava za osiguranje ostale su na visokim razinama i u okolnostima visokih kamatnih stopa, pri čemu nisu zabilježeni sistemski značajni pritisci na prijevremene isplate sredstava u segmentu osiguranja života. Udio likvidne imovine u ukupnoj krajem ožujka 2024. iznosio je 61,2 %, što je smanjenje od 0,9 p.b. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Iako je likvidnost cjelokupnog sustava visoka, raspon likvidnosti po društvima izrazito je velik. Tako su pojedina društva manje likvidna zbog svoje izloženosti prema nekretninama i zajmovima, koje karakterizira relativno niža likvidnost. Ulaganja u nekretnine izlažu društva različitim rizicima i kanalima prijenosa potencijalnog šoka s nekretninskog tržišta, što naglašava značaj adekvatnog vrednovanja nekretninskih ulaganja. Potencijalne korekcije cijena nekretnina mogle bi se odraziti na smanjenje imovine te kapitaliziranosti društava za osiguranje (više o karakteristikama i rizicima koji proizlaze iz sektora nekretnina dostupno u [okviru publikacije Financijska](#)

stabilnost, br. 3) s nepovoljnim posljedicama na njihovo poslovanje, posebice u pojedinim društvima koje karakterizira visoka izloženost tom relativno nelikvidnom obliku imovine.



Prinosi mirovinskih i investicijskih fondova zadržali su se u pozitivnom području i u 2024. godini. Sve kategorije mirovinskih fondova zabilježile su pozitivne prinose u prvih šest mjeseci 2024. godine, pri čemu su najveće prinose ostvarili mirovinski fondovi kategorije A sa 6,0 %, zatim kategorije B s 4,5 % i najmanje kategorije C s 1,0 %. Razlog je tome zastupljenost relativno konzervativnijih ulaganja, prvenstveno obveznica čiji prinos u 2024. relativno zaostaje u odnosu na druge vrste imovine. To je vidljivo i iz kretanja vrijednosti domaćeg obvezničkog indeksa CROBIS i vrijednosti dioničkog indeksa CROBEX, koji su u prvih šest mjeseci 2024. rasli za 0,8 %, odnosno 11,7 % (više u poglavlju 2.2. Financijsko okružje). Veću fleksibilnost u pogledu mogućnosti ulaganja pružaju recentne izmjene Zakona o obveznim mirovinskim fondovima, koje mirovinskim društvima pružaju veću mogućnost diversifikacije, a time i dugoročno veću stabilnost prinosa za članove (više o dugoročnim izazovima mirovinskih sustava i implikacijama za

financijsku stabilnost dostupno u **Okviru 1. Jačanje mirovinskih sustava za buduće generacije: put k dugoročnoj otpornosti**).



Rast prinosa UCITS fondova nastavio se u 2024. godini. U prvih šest mjeseci 2024. najveće prinose ostvarili su dionički fondovi s prosječnim prinosom od 12,6 %, dok su manje prinose imali mješoviti fondovi s 4,3 %, zatim ostali s 1,4 % te obveznički s najmanjim prinosom od 0,5 %. Kretanja prinosa UCITS fondova odraz su tržišnih kretanja koje karakterizira veći rast relativno rizičnijih klasa imovine i stagnacija obvezničkih ulaganja, koja su unatoč pozitivnim

makrokretanjima i dalje okružena velikom neizvjesnosti oko smjera monetarne politike u narednom razdoblju (više u poglavlju **2.2. Financijsko okružje**).

Opseg poslovanja leasing društava nastavio je rasti i početkom 2024. u terminima vrijednosti, ali i broja novih ugovora. U prva tri mjeseca 2024. broj novih ugovora porastao je za 18,5 %, a vrijednost za 20,8 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tom porastu najviše je pridonio rast u segmentu financijskog leasinga, koji čini 86,3 % vrijednosti aktivnih ugovora. Poslovanje leasing društava usko je povezano s poslovanjem nefinancijskih poduzeća²⁴, koja u zadnje vrijeme ostvaruju dobre poslovne rezultate (više u poglavlju **2.1. Makroekonomsko okružje**). Pritom se poslovanje leasing društava kroz financiranje leasinga automobila i teretnih vozila najvećim dijelom oslanja na djelatnosti povezane s turističkom sezonom koja u 2024. godini ponovno bilježi rekordne rezultate. Stoga je rast poslovanja izgledan i u ostatku 2024. godine. Uz porast opsega poslovanja, inflacijski pritisci nastavljaju pozitivno doprinositi rastu vrijednosti objekata leasinga, a samim time i vrijednosti novozaključenih ugovora.

Profitabilnost leasing društava i društava za osiguranje ostala je relativno nepromijenjena u 2024. godini. Tako se profitabilnost leasing društava u ožujku 2024. nalazila na razini od 1,8 %. Rast aktivnih kamatnih stopa (povećanje od 1,1 p.b. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine) većim je dijelom neutralizirao rast troškova

²⁴ Ugovori od strane nefinancijskih poduzeća u prvom tromjesječju 2024. činili su 76,1 %

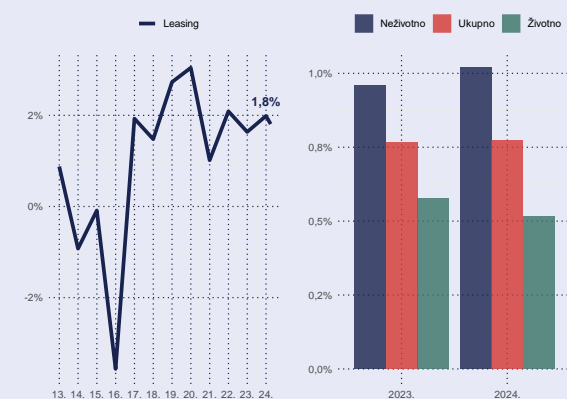
vrijednosti svih aktivnih ugovora te 76,3 % vrijednosti novih ugovora.

financiranja (pasivna kamatna stopa rasla je za 1,7 p.b. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine). Kamatni rizik i dalje predstavlja izazov za leasing društva s obzirom na to da povećanje cijene proizvoda može destimulirati potražnju i usporiti trenutačni rast vrijednosti novih ugovora (više o kamatnom riziku u poglavlju 3.2. Dugoročni rizici). Kvaliteta portfelja leasing društava i dalje je povoljna te ne stvara značajniji pritisak na profitabilnost.

U odnosu na prethodnu godinu profitabilnost društava za osiguranje blago se povećala te se nalazila na razini od 1,0 % u ožujku 2024. godine. Iako je ukupna profitabilnost blago porasla, profitabilnost životnih osiguranja smanjila se za 0,1 p.b. zbog pada njihove dobiti od 34,5 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tom padu dobiti kod životnih osiguranja najviše je pridonijelo povećanje neto financijskih rashoda od ugovora o osiguranju, koji su se povećali za 143,2 % u odnosu na isto razdoblje prošle godine.

Slika 3.8. Profitabilnost leasing društava i društava za osiguranje ostala relativno nepromijenjena

Povrat na prosječnu imovinu, u %



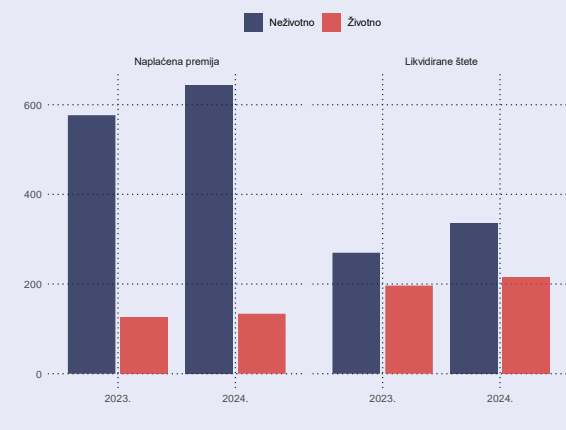
Izvor: Hanfa

Naplaćena premija društava za osiguranje porasla je u prvih pet mjeseci 2024. za 10,5 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, pri čemu je

porast premije neživotnih osiguranja iznosio 11,5 %. Tom rastu najviše su pridonijeli rast broja osiguranja i vrijednosti naplaćene premije obveznog autoosiguranja (rast broja od 2,8 %, a premije od 16,8 %) i kasko-osiguranja (rast broja od 2,6 %, a premije od 20,6 %). Potražnja za životnim osiguranjima također je rasla, i to za 6,1 %, dok je broj životnih osiguranja pao za 2,0 %. Uz naplaćene premije rasle su i vrijednosti likvidiranih šteta, koje su u prvih pet mjeseci 2024. porasle za 18,5 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je taj porast uglavnom generiran porastom šteta neživotnih osiguranja, koji je iznosio 24,8 % (broj šteta porastao je za 24,9 %), dok su likvidirane štete kod životnih osiguranja porasle za 9,9 % (uz porast broja šteta od 5,7 %). Najveći rast likvidiranih šteta kod neživotnih osiguranja generirali su obvezno autoosiguranje (rast od 18,8 %), kasko-osiguranje (rast od 19,2 %) i osiguranje od požara i elementarnih šteta (rast od 94,5 %).

Slika 3.9. Naplaćena premija i likvidirane štete rasle u 2024. godini

Naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR

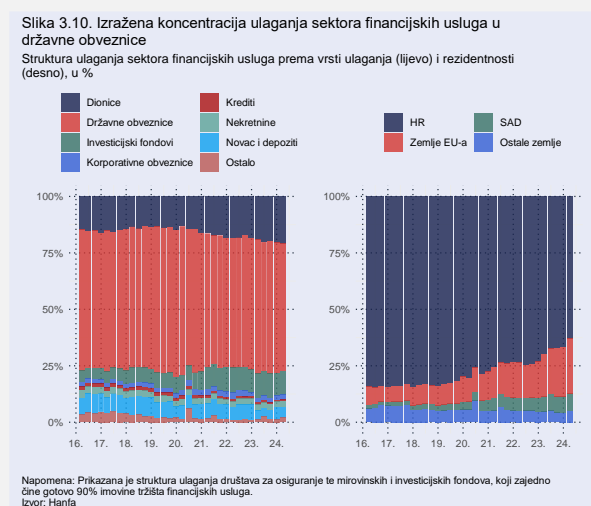


Napomena: Podaci na grafikonu odnose se na prvih pet mjeseci 2023. i 2024. godine.

Izvor: Hanfa

3.2. Dugoročni rizici

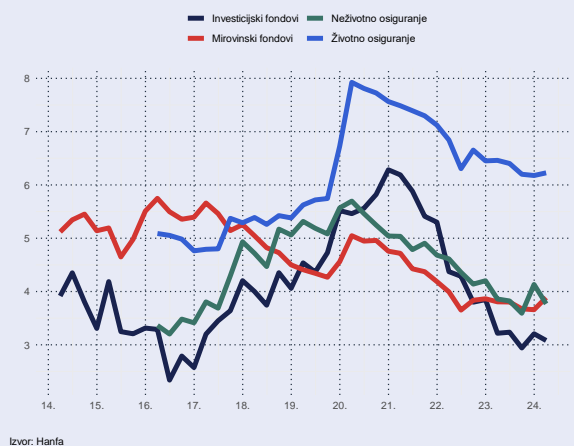
Usljed smanjenja rizika koji proizlaze iz makroekonomskog okružja, tijekom prvog tromjesečja 2024. blago se smanjila i izloženost sektora financijskih usluga dugoročnim sistemskim rizicima. Najistaknutiji rizici kojima je domaći sektor financijskih usluga izložen i dalje su kamatni i tržišni rizici. Visoka razina vrednovanja na međunarodnim dioničkim tržištima (slika 2.12.) u okolnostima povišenih monetarnih i geopolitičkih neizvjesnosti povećava vjerojatnost tržišnih korekcija te zadržava razinu sistemskih rizika na blago povišenoj razini.



Izloženost sektora financijskih usluga dugoročnim sistemskim rizicima u velikoj je mjeri određena visokom koncentracijom ulaganja u državne obveznice koje, unatoč vidljivom višegodišnjem trendu diversifikacije kroz povećanje dioničkih i ulaganja u investicijske fondove, i dalje čine glavninu portfelja sektora. Tako su na kraju prvog tromjesečja 2024. državne obveznice činile 56,3% ukupnih ulaganja (slika 3.10.), od čega se 77,4% odnosi na domaću državnu obveznicu. Udio dionica u ukupnim ulaganjima povećao se od

kraja 2020. za 4,8 p.b., pri čemu je glavnina tih ulaganja usmjerena u dionice europskih kompanija (slika 3.10.). Izglednom nastavku trenda diversifikacije zasigurno će u dugom roku doprinijeti i izmijenjene mogućnosti i limiti ulaganja koje su donijele izmjene mirovinskih zakona početkom 2024., kojima je omogućena veća fleksibilnost pri diversifikaciji ulaganja (više u okviru **Jačanje mirovinskih sustava za buduće generacije: put k dugoročnoj otpornosti**). Dodatnu fleksibilizaciju ulagačkih mogućnosti donio je i ulazak Hrvatske u europodručje, kojim je, uz gotovo eliminaciju tečajnih troškova, značajno smanjena valutna izloženost sektora, ostavljajući više prostora za diversifikaciju kroz prekogranična ulaganja. Proces diversifikacije ulaganja, pogotovo prekogranične, povećava izloženost sektora međunarodnim tržišnim rizicima, no on istovremeno umanjuje značaj potencijalnih idiosinkratskih šokova kroz smanjenje izloženosti sektora riziku koncentracije.

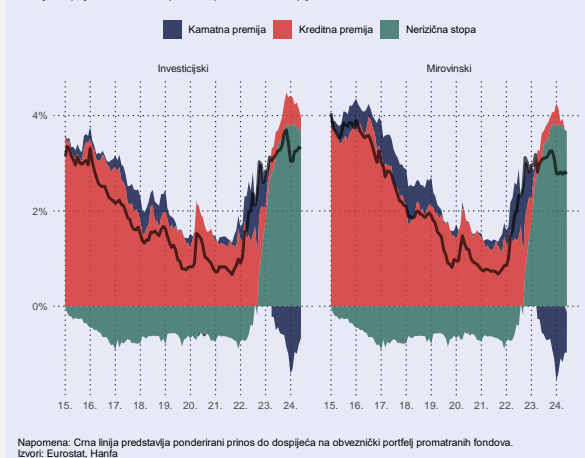
Slika 3.11. Smanjivanjem duracije umanjena izloženost sektora kamatnom riziku
Prosječna duracija obveznica u portfelju, u godinama



Proteklih nekoliko godina domaći su institucionalni investitori smanjili duraciju obvezničkog dijela svojih portfelja za dvije do tri godine (slika 3.11.), čime su smanjili svoju izloženost

kamatnom riziku. S obzirom na tržišna očekivanja monetarnog popuštanja i smanjenja referentnih kamatnih stopa tijekom 2024., moguće je zaustavljanje tog trenda smanjenja duracije portfelja, što je već vidljivo kod mirovinskih fondova te pojedinih vrsta investicijskih fondova²⁵. Izloženost kamatnom riziku društava za osiguranje uvelike ovisi i o ročnoj (ne)usklađenosti imovine i obveza. Pritom su društva koja se bave neživotnim osiguranjima relativno zaštićena od značajnih promjena u razini kamatnih stopa s obzirom na nisku ročnu neusklađenost od 0,9 godina na kraju ožujka 2024., dok su društva koja se bave životnim osiguranjima bitno izloženija s obzirom na ročnu neusklađenost imovine i obaveza od 3,4 godine.

Slika 3.12. Kamatna i kreditna premija u području povijesno niskih razina
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća



Nastavak pozitivnih kretanja na financijskim tržištima u 2024. uslijed solidnih makroekonomskih pokazatelja i postupnog snižavanja inflacije (više u poglavlju [2.2. Financijsko okruženje](#)) pridonio je smanjenju izloženosti sektora financijskih usluga tržišnim rizicima. Unatoč tom smanjenju tržišni se rizici nalaze na povišenoj razini

prvenstveno zbog potisnute premije za rizik koja se uslijed visokih razina ekonomskih neizvjesnosti i geopolitičkih rizika nalazi na povijesno niskim razinama (slika 3.12.), što ostavlja prostor za njezinu naglu korekciju u slučaju određenih poremećaja. Vjerojatnost materijalizacije tržišnih rizika dodatno povećavaju postojeće globalno visoke razine vrednovanja financijske imovine, posebno dionica, koje povećavaju vjerojatnost budućih korekcija cijena na globalnim financijskim tržištima. To bi uzrokovalo i značajne korekcije na domaćem tržištu, koje i sâmo bilježi relativno visoke razine cijena dionica (više u poglavlju [2.2. Financijsko okruženje](#)), povećavajući razinu tržišnih rizika u domaćem sektoru financijskih usluga.

Visoke razine makroekonomskih neizvjesnosti i geopolitičkih rizika zadržale su i kreditni rizik sektora financijskih usluga na blago povišenoj razini u prvom tromjesečju 2024., unatoč trenutačno povoljnoj kreditnoj percepciji. Zbog visoke izloženosti domaćim državnim obveznicama kreditni rizik sektora financijskih usluga determiniran je rejtingom domaćeg fiskusa, koji je trenutačno na najboljoj povijesnoj razini. Održavanje investicijskog rejtinga uz ulazak u europodručje čini domaće obvezničko tržište otpornije na moguću iznenadnu promjenu tržišne percepcije kreditnog rizika, do koje bi potencijalno moglo doći u slučaju revidiranja trenutačno potisnute globalne premije za rizik.

²⁵ Duracija mirovinskih fondova povećala se u prvom tromjesečju 2024. za 0,2 godine, a

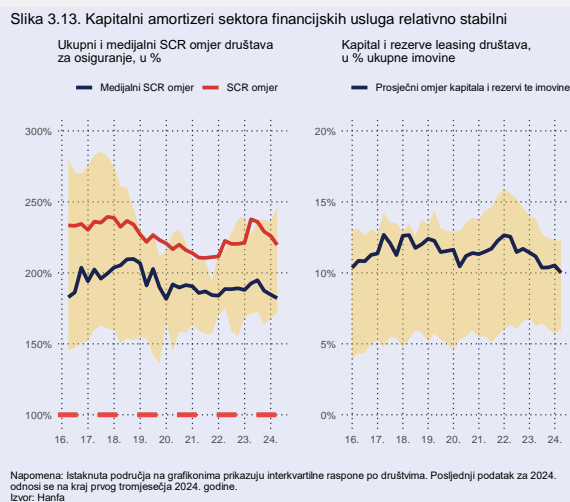
duracija dioničkih i obvezničkih fondova za 0,3 godine.

Izloženost leasing društava kreditnom riziku određena je u najvećoj mjeri poslovanjem nefinancijskih poduzeća, čiji je udio u vrijednosti aktivnih leasing ugovora na kraju prvog tromjesečja 2024. iznosio 72,1 %. Nefinancijska poduzeća u proteklom su razdoblju zabilježila dobre poslovne rezultate uz povijesno najniži udio neprihodujućih kredita (više u poglavlju **2.1. Makroekonomsko okruženje**), što je uz snažan priljev novih ugovora zadržalo kreditni rizik leasing društava na niskoj razini. Tako se udio neprihodujućih potraživanja u ukupnima zadržao na niskim razinama te je na kraju prvog tromjesečja iznosio 1,4 %, dok se istodobno pokrivenost neprihodujućih plasmana nalazi na relativno visokoj razini od 72,0 %.

S obzirom na to da je valutni rizik sektora financijskih usluga najvećim dijelom proizlazio iz eursko-kunske valutne neusklađenosti imovine i obveza, on je ulaskom Hrvatske u europsko područje početkom 2023. sveden na vrlo nisku razinu. Glavninu preostale valutne neusklađenosti čini izloženost prema američkom dolaru, koja postaje dominantan nositelj valutnog rizika cjelokupnog sektora financijskih usluga.

Kapitaliziranost sektora financijskih usluga ostala je i na početku 2024. na visokim razinama. Pokazatelj solventnosti sektora osiguranja na kraju prvog tromjesečja 2024. razmjerno su stabilni, pri čemu se medijalni SCR omjer smanjio za 2,5 p.b. u odnosu na kraj prethodne godine te je iznosio 182,1 %, što i dalje znatno nadilazi regulatorni minimum (slika 3.13.). Na agregatnoj razini SCR omjer na kraju prvog tromjesečja 2024. iznosio je 219,7 %, što predstavlja pad

od 6,4 p.b. u odnosu na kraj 2023. godine. Navedeni je pad generiran porastom kapitalnih zahtjeva proizašlih ponajviše iz povećanja zahtjeva za rizik vlasničkih vrijednosnih papira (prije svega zbog rasta simetrične prilagodbe za izračun kapitalnog zahtjeva vlasničkih vrijednosnih papira).



Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, kontinuirano se smanjuje od kraja 2021. uslijed znatno snažnijeg rasta njihove imovine u odnosu na rast kapitala i rezervi. Tako je kapitaliziranost leasing društava na kraju prvog tromjesečja 2024. iznosila 10,0 %, što je 0,5 p.b. manje u odnosu na kraj 2023., odnosno 2,6 p.b. manje u odnosu na kraj 2021. godine. Iako je agregatna kapitaliziranost leasing društava na relativno zadovoljavajućoj razini, visok stupanj rasipanja distribucije pokazatelja kapitaliziranosti po društvima (uz četvrtinu društava s pokazateljem manjim od 6 %) ukazuje na to da bi daljnje smanjenje relativnih zaliha kapitala moglo uvelike smanjiti otpornost sektora na potencijalni scenarij usporavanja gospodarske aktivnosti i rasta kreditnog rizika u bilancama društava.

OKVIR 1. JAČANJE MIROVINSKIH SUSTAVA ZA BUDUĆE GENERACIJE: PUT K DUGOROČNOJ OTPORNOSTI

Važnost mirovinskih sustava

Različiti su oblici mirovinskih sustava trenutačno prisutni u brojnim zemljama EU-a te ne postoji univerzalan pristup definiciji i izgradnji tog bitnog elementa socijalne politike. Prema Europskom parlamentu mirovinski je sustav ključni element socijalne zaštite starijih osoba, čija je namjena pružanje stabilnih i dostatnih prihoda nakon radne dobi²⁶. Taj se mehanizam najvećim dijelom svodi na međugeneracijski transfer sredstava kroz državne transfere dopunjen i kroz individualiziranu štednju u financijskim institucijama.

Slika 1. Klasifikacija mirovinskih shema



Neovisno o mirovinskom modelu (slika 1.), temeljni ciljevi kojima bi svi mirovinski sustavi trebali težiti odnose se prvenstveno na zaštitu od rizika siromaštva u starijoj životnoj dobi i izgladivanje krivulje potrošnje prilikom prelaska iz razdoblja radne aktivnosti u razdoblje umirovljenosti²⁷.

Pet je osnovnih kanala kroz koje mirovinski sustavi utječu na gospodarstvo:

1. utjecaj na razinu i vrstu potrošnje građana tijekom radnog vijeka i u mirovini²⁸
2. utjecaj na participaciju na tržištu rada, odnosno na zaposlenost i na plaće²⁹
3. utjecaj na javne financije s obzirom na velik udio izdataka za mirovine u proračunima većine razvijenih zemalja
4. utjecaj na dugoročnu štednju i investicije³⁰
5. utjecaj na razvoj i stabilnost financijskog sustava te tržišta kapitala kroz dugoročna ulaganja³¹.

O važnosti mirovinskih fondova za financijsku poziciju cjelokupnog gospodarstva govori i njihova direktna međupovezanost s najvažnijim institucionalnim sektorima (slika 2.). Mirovinski su fondovi nakon kreditnih institucija najveći upravitelji financijske imovine kućanstava u Hrvatskoj, koji su na kraju ožujka 2024. upravljali s čak 23,4 mlrd. eura, odnosno četvrtinom ukupne financijske imovine kućanstava. Tu financijsku imovinu oni usmjeravaju prvenstveno u domaće državne obveznice (47,8 % imovine). Ostatak se imovine prvenstveno kroz dionice, investicijske fondove i inozemne obveznice ulaže najvećim djelom u inozemstvo (35,8 %) i domaća poduzeća (14,4 %), dok ostatak sredstava deponiraju kod kreditnih

²⁶ Više informacija dostupno na [poveznici](#).

²⁷ Za više o klasifikaciji mirovinskih shema u EU-u te izazovima i implikacijama za financijsku stabilnost vidjeti u papiru ESRB-a na [poveznici](#).

²⁸ Anders (2010.)

²⁹ Bodnar i Nerlich (2020.)

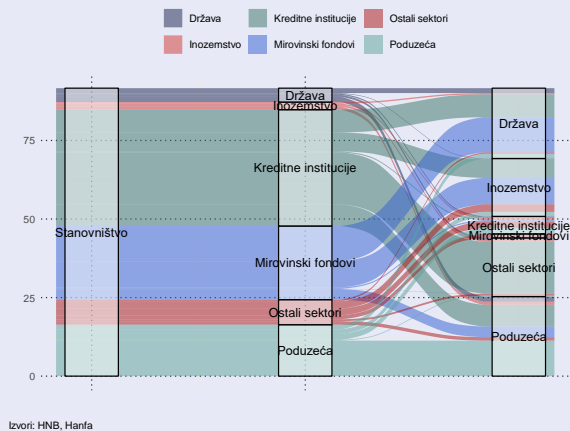
³⁰ Ertugrul i Gebesoglu (2019.)

³¹ Peksevici i Ercan (2023.), Bijlsma, Erwijk i Haaijen (2014.)

institucija (1,7 %) i ostalih financijskih institucija (0,3 %).

Slika 2. Mirovinski fondovi upravljaju značajnim dijelom financijske imovine kućanstava, koju potom usmjeravaju u različite dijelove gospodarstva

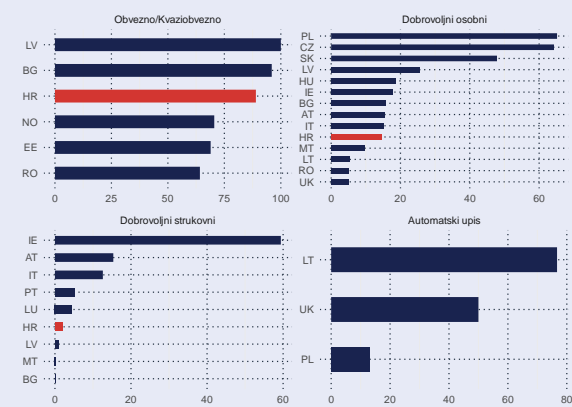
Financijska imovina sektora kućanstava prema vrsti protustrane na 31.3.2024., u mlrd. EUR



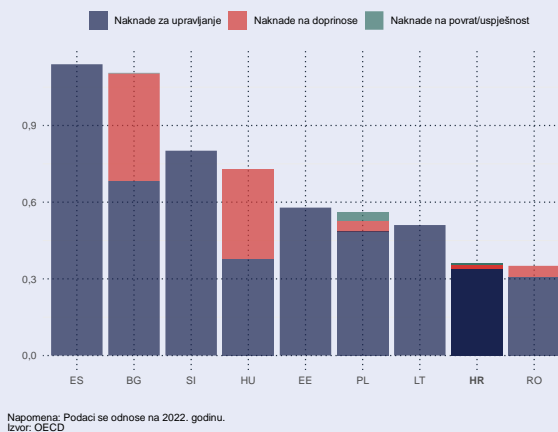
Iako mirovinski fondovi predstavljaju važnu kariku ukupnog gospodarstva, financijskog sustava, ali i individualnih financijskih planova građana, stope dobrovoljne participacije i dalje nisu visoke, odnosno prisutne su velike razlike po jurisdikcijama (slika 3.).

O još uvijek nedovoljnoj svijesti o prednostima mirovinskih planova govore relativno niske stope sudjelovanja u dobrovoljnim planovima, u kojima, uz izuzetak nekoliko zemalja (npr. Češka, Irska, Poljska i Slovačka među promatranim zemljama EGP-a), najčešće sudjeluje tek svaki peti radno sposobni stanovnik (slika 3.). Prema OECD-u uzroci nižih stopa sudjelovanja u dobrovoljnim planovima kreću se od nedostatka pristupa i priuštivosti, nedostatka svijesti i povjerenja u sustav, raznih bihevioralnih i kulturoloških faktora koji utječu na sklonost stanovništva prema dugoročnoj štednji pa sve do nepovoljnih makroekonomskih kretanja, poput recentne povišene inflacije i rastućih kamatnih stopa³².

Slika 3. Značajne razlike u stopama sudjelovanja u mirovinskim planovima
Stopa sudjelovanja u mirovinskim planovima, prema vrsti plana i jurisdikciji, za pojedine EEA članice u 2022., u postotku radno sposobnog stanovništva



Slika 4. Naknade zaračunate članovima mirovinskih fondova u Hrvatskoj među najmanjima u promatranom uzorku zemalja EGP-a U postotku ukupne imovine u planovima

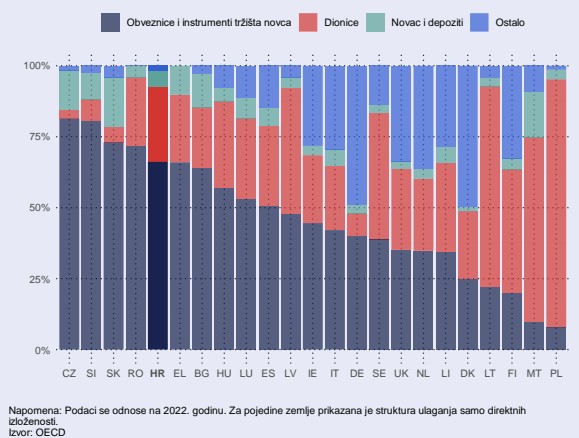


Iz perspektive članova mirovinskih fondova značajnu ulogu u participaciji i vrijednosti njihove imovine imaju i naknade koje naplaćuju pružatelji mirovinskih planova. Vrsta naknade ovisi o značajkama plana, a dominiraju naknade za upravljanje, koje slijede naknade na doprinose, tj. uplate (slika 4.). Naknade koje zaračunavaju domaći pružatelji mirovinskih planova među manjima su u promatranom uzorku zemalja EGP-a, a dio je njih zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu početkom 2024. ukinut ili dodatno smanjen, pri čemu je propisano i daljnje postupno smanjivanje naknade za

³² OECD (2023.), Pension Markets in Focus 2023, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/28970baf-en>

upravljanje kod obveznih mirovinskih fondova³³.

Slika 5. Imovina mirovinskih programa uglavnom je uložena u obveznice i dionice
Struktura ulaganja imovine mirovinskih programa pojedinih zemalja EGP-a, prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine

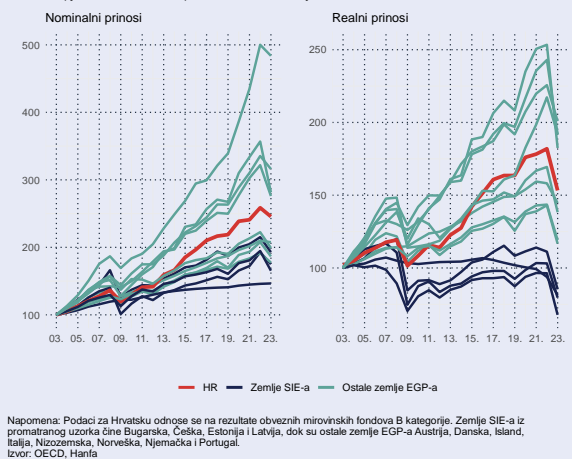


Razlike u karakteristikama mirovinskih sustava, zajedno s njihovim različitim fazama razvoja, očituju se i u različitim strategijama ulaganja (slika 5.). Visoka izloženost obveznicama, posebno državnim, odraz je predvidljivosti prihoda od kamata, ali ponajprije percipirano niže razine rizika u odnosu na ostale instrumenta ulaganja što unosi dugoročno stabilizacijski element u investicijske portfelje. Dodatni razlog za visoku zastupljenost državnih obveznica može biti i nedostatak alternativnih mogućnosti za ulaganje u zemlji, što je posebice izraženo u sustavima u kojima veličina sektora mirovinskih fondova premašuje kapacitete domaćeg tržišta kapitala. Stabilnost prihoda od ulaganja posebno je važna u fazi isplata, gdje lošiji rezultati ulaganja, poput onih u 2022., mogu dovesti do znatnog umanjenja vrijednosti imovine namijenjene predstojećim umirovljenjima. Rezultate

³³ Kod obveznih mirovinskih fondova ukinuta je ulazna naknada od 0,5 % od uplaćenih doprinosa te je smanjena naknada za upravljanje obveznih mirovinskih fondova s 0,27 % godišnje na 0,25 % godišnje u 2024., a zatim će se dalje postupno smanjivati za 0,01 % godišnje do 0,20 %, koliko će iznositi od 2029. nadalje. Kod dobrovoljnih

ulaganja kod pružatelja mirovinskih planova potrebno je promatrati kroz dulji vremenski period budući da im je cilj s obzirom na prirodu poslovanja ostvarivanje dugoročne profitabilnosti.

Slika 6. Domaći mirovinski fondovi ostvaruju konkurentne prinose
Indeksi uspješnosti mirovinskih planova uzorka zemalja EGP-a, 31.12.2002.-100



Većina zemalja EGP-a iz promatranog uzorka zabilježila je pozitivne kumulativne povrate iznad inflacije tijekom proteklih 20 godina, pri čemu su domaći mirovinski fondovi ostvarili konkurentne i iznadprosječne prinose, posebno u odnosu na usporedive zemlje SIE-a iz promatranog uzorka (slika 6.).

Dugoročni izazovi mirovinskih sustava

Jedna od najvažnijih karakteristika mirovinskih sustava jest vrlo dugi horizont u kojem se promatra njihova uspješnost u postizanju konačnog cilja, odnosno osiguranja dostatnih sredstava za osiguranike u razdoblju umirovljenja. U skladu s tim, oni su suočeni s nizom dugoročnih izazova koje ESRB (2020.) klasificira u dvije osnovne kategorije:

mirovinskih fondova smanjenja je naknada za izlaz iz fonda, koja se plaća samo u slučaju prijenosa osobnog računa u drugi dobrovoljni mirovinski fond kojim upravlja drugo mirovinsko društvo, i to s maksimalnih 2,5 % na maksimalno 1,75 %.

demografski i makroekonomski izazovi. **Demografski izazovi** odnose se na rastući udio starijeg stanovništva u ukupnom, pad stope nataliteta i produljenje životnog vijeka. S druge strane, **makroekonomski izazovi** proizlaze iz otežane sposobnosti mirovinskih sustava da postignu konkurentne prinose bilo zbog niskih kamatnih stopa i/ili oslabljenog gospodarskog rasta. S tim su izazovima do određene mjere suočeni svi mirovinski sustavi EU-a. Prema ESRB-u (2020.) četiri su ključna područja gdje ranjivosti mirovinskih sustava mogu imati implikacije za financijsku stabilnost (slika 7.).

Slika 7. Područja gdje ranjivosti mirovinskih sustava mogu imati implikacije za financijsku stabilnost



Izvori: ESRB i Hanfa

Makroekonomski rizik proizlazi iz toga što manje mirovine mogu dovesti do niže potrošnje i investicija te tako destimulativno utjecati na ekonomski rast. **Smanjena potražnja za financijskim uslugama** podrazumijeva mogućnost da povećanje doprinosa ili smanjenje mirovinskih isplata (uključujući čak i sama očekivanja o takvim izmjenama) mogu utjecati na obrasce štednje i potrošnje kućanstava, odnosno smanjiti potražnju za kreditima ili ostalim financijskim proizvodima i uslugama. Porast troškova za mirovine može utjecati i na **održivost**

financija javnog i korporativnog sektora, odnosno može dovesti do rasta javnog duga i pogoršanja solventnosti kod poduzeća s nedostatno financiranim mirovinskim planovima. **Standardni sistemski rizici** odnose se na uobičajene investicijske rizike koji mogu proizaći iz riskantnog upravljanja mirovinskim planovima. Primjer takvog rizika jest potraga za prinosima kroz ulaganje u relativno rizičniju imovinu, koja može dovesti do porasta volatilnosti i potencijalnih gubitaka.

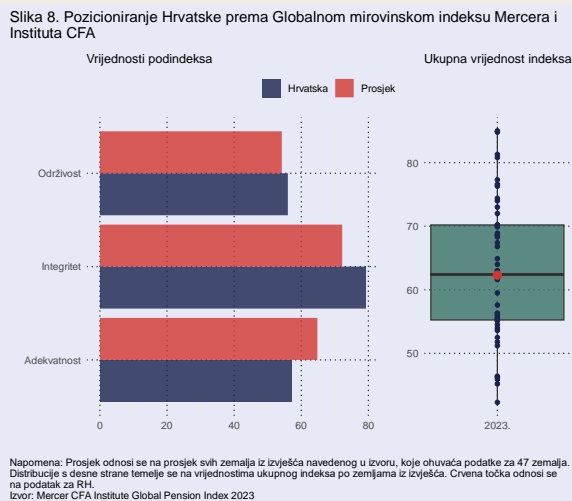
Bolja zaštita umirovljenika i pozitivan doprinos mirovinskog sustava ukupnoj financijskoj stabilnosti³⁴ mogu se ostvariti kroz:

1. kontinuirano i detaljno praćenje i ocjenu rizika u sustavu te fokusiran regulatorni nadzor
2. poticanje veće participacije u 2. i 3. mirovinskom stupu
3. jačanje financijske pismenosti, koje je nužno kako bi se povećala aktivnost članova i osvijestila važnost njihovih pravovremenih individualnih odluka
4. povećanje transparentnosti mirovinskih sustava kako bi se povećalo povjerenje u sustav čineći ga time dugoročno stabilnijim.

Iako je svaka usporedba mirovinskih sustava zbog njihovih intrinzičnih različitosti neoptimalna i djelomično pogrešna, postoje određene značajke sustava koje pozitivno doprinose njegovoj dugoročnoj održivosti i povećavaju vjerojatnost da sustav postigne svoj ultimativni cilj – dostojanstveniji život u starijoj dobi. S ciljem mjerenja tih značajki Mercer je u suradnji s Institutom CFA razvio **Globalni mirovinski indeks** (dalje u tekstu: opći indeks), koji u sebi sadrži više od 50 indikatora, a na temelju kojeg je u

³⁴ Za više o preporučenim mjerama ESRB-a vidjeti na [linku](#).

2023. uz preostalih 46 mirovinskih sustava prvi put ocijenjen i hrvatski (slika 8.).



Ocjena je dodijeljena na temelju općeg indeksa sastavljenog od tri podindeksa: adekvatnosti, održivosti i integriteta³⁵. Pritom adekvatnost mjeri sposobnost mirovinskog sustava da osigurava dostatnu mirovinu, održivost odražava dugoročnu budućnost mirovinskog sustava, dok integritet uključuje mnoge legislativne zahtjeve koji utječu na cjelokupno upravljanje i operativnost mirovinskog sustava, a time i na razinu povjerenja koje korisnici imaju u sustav. Prema sva tri kriterija hrvatski se mirovinski sustav kreće oko prosjeka promatranih zemalja.

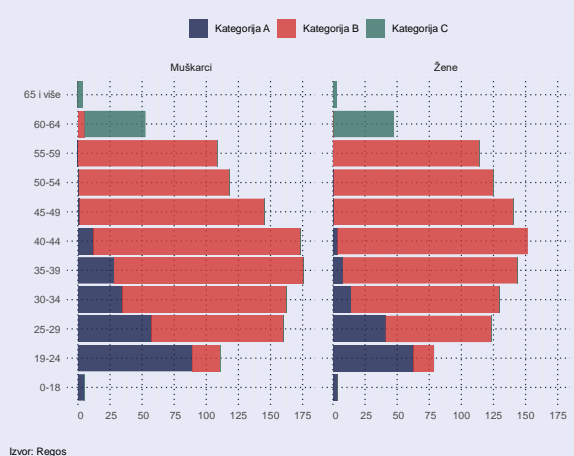
Kalibracija umjesto reforme

Iako u 2024. broji 22 godine od osnutka, hrvatski mirovinski sustav tek se nalazi na pola puta „do mirovine“ ako bismo ga promatrali kao prosječnu osobu koja participira u mirovinskom sustavu i koja očekuje umirovljenje u dobi od 65 godina. Tome svjedoči i dobna struktura obveznih mirovinskih fondova, gdje se većina

članova nalazi u dobi između 35 i 45 godina starosti (slika 9.).

U „prvoj polovici“ svoga radnog vijeka mirovinski sustav uspješno je prebrodio niz prepreka, uključujući globalnu financijsku krizu iz 2008., europsku dužničku krizu iz 2011. i razdoblje povijesno niskih kamatnih stopa koje je prekinuto pojavom krize povezane s bolesti COVID-19 u 2019. te kasnijom rastućom inflacijom. U tom razdoblju mirovinski fondovi ostvarili su razmjerno konkurentne prinose³⁶.

Slika 9. Dobna struktura članstva obveznih mirovinskih fondova
Broj članova na 30.6.2024. godine, u tisućama



U drugoj polovici radnog vijeka mirovinski sustav suočen je s nizom poznatih dugoročnih prijetnji: nepovoljnom demografskom strukturom koja prijeti održivosti shemama koje se zasnivaju na međugeneracijskoj solidarnosti, rastućim rizicima povezanim s klimatskim promjenama te strukturnim izazovima europskog i domaćeg gospodarstva koji se očituju u sniženim pokazateljima produktivnosti.

Imajući u vidu činjenicu da se domaći mirovinski sustav još uvijek nalazi u fazi akumulacije sredstava sa povećanim

³⁵ Podindeksu adekvatnosti pritom je dodijeljen ponder od 40 %, podindeksu održivosti od 35 % i podindeksu integriteta od 25 %.

³⁶ Anualizirani prinosi od početka rada OMF-ova do lipnja 2024. iznosili su 7,5 % za Mirex A, 5,3 % za Mirex B i 3,3 % za Mirex C.

naglaskom na kreiranje dodatne vrijednosti za svoje članove, recentne zakonske izmjene³⁷ koje idu u smjeru liberalizacije ulaganja i većih mogućnosti za članove pružaju veću mogućnost mirovinskim društvima da adresiraju trenutačno poznate i brojne nepoznate izazove, dok članovima omogućavaju da bolje usklade svoje individualne potrebe s optimalnim mirovinskim planovima.

Da bi navedene promjene urodile željenim rezultatima, potrebno je podizati svijest o dugoročnim rizicima i nastaviti poboljšavati financijsku pismenost. Iako ne postoji savršeno dizajniran mirovinski sustav koji može riješiti sve izazove, povećanje značaja i otpornosti 2. i 3. stupa može pomoći adresirati dio detektiranih ranjivosti ako su ti planovi individualne kapitalizirane štednje dovoljno fleksibilni i u investicijskom i u korisničkom kontekstu.

Reference

Anders, S. M. (2010.). Ageing and consumption – the impact of demographic change on food expenditure patterns, Selected Poster Paper, 1st Joint EAAE/AAEA Seminar

Bijlsma, M., Ewijk, C., Haaijen, F. (2014.). Economic growth and funded pension systems, CPB Discussion Paper | 279

Bodnar, K., Nerlich, C. (2020.). Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2020.

Ertugrul, H.M., Gebesoglu, P.F. (2020.). The effect of private pension scheme on savings: a case study for Turkey. Borsa Istanbul Review 20e

Peksevrim, S., Ercan, M. (2023.). Do pension funds provide financial stability? Evidence from European Union countries., J Financ Serv Res

³⁷ Riječ je o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ([NN, br. 156/23](#)), Zakona o dobrovoljnim mirovinskim fondovima ([NN, br. 156/23](#)) i Zakona o

mirovinskim osiguravajućim društvima ([NN, br. 156/23](#)), čiji je dio odredbi stupio na snagu 1.1.2024., a dio 1.4.2024. godine.

POPIS KRATICA

BDP – bruto domaći proizvod

CISS – kompozitni indikator sistemskog stresa (engl. *Composite Indicator of Systemic Stress*)

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

DB – definirane naknade (engl. *defined benefit*)

DC – definirani doprinos (engl. *defined contribution*)

DZS – Državni zavod za statistiku

EGP – Europski gospodarski prostor

EK – Europska komisija

ESB – Europska središnja banka

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

EU – Europska unija

EUR – euro

Fed – Sustav federalne rezerve

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

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

HNB – Hrvatska narodna banka

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

MF – mirovinski fondovi

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation*

for Economic Co-operation and Development)

OMF – obvezni mirovinski fond

PAYG – sustav međugeneracijske solidarnosti (engl. *Pay As You Go*)

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

SAD – Sjedinjene Američke Države

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

TILDA - tržišni indeks likvidnosti dionica

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

USD – američki dolar

ZSE – Zagrebačka burza

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

The logo for HANFA features a red curved line above the word "HANFA" in white, bold, uppercase letters.

HANFA