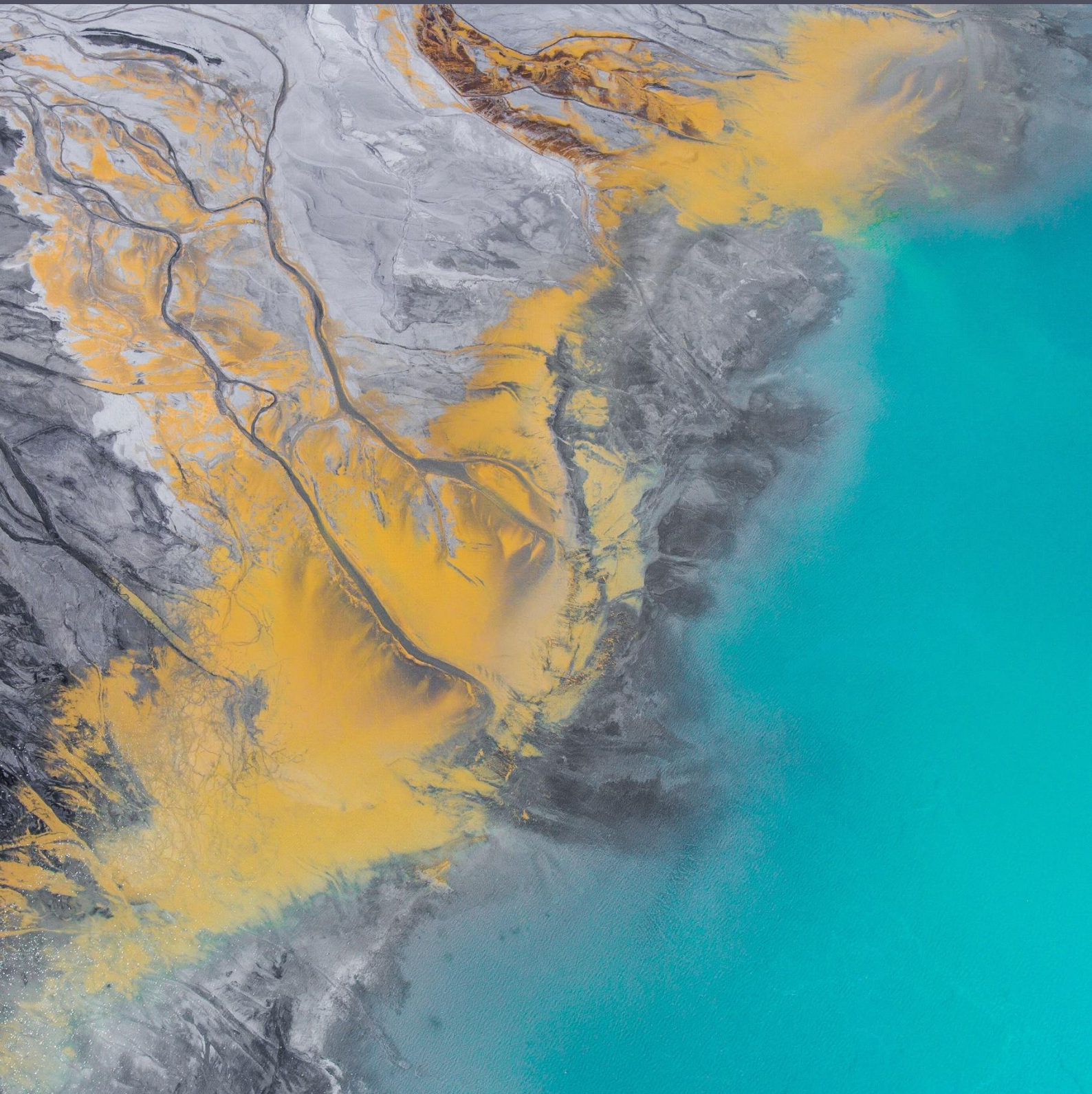


# MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

*Drugo polugodište 2020.*

*Broj V, ožujak 2021.*



*Izdavač:*

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Franje Račkoga 6

10000 Zagreb

[www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Telefon: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

ISSN 2671-2067

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

---

## Sadržaj

|  |    |
|--|----|
| Sadržaj .....  | 3  |
| 1. Uvodno .....  | 4  |
| 2. Makroekonomski pregled .....  | 5  |
| 3. Pregled rizika u sektoru finansijskih usluga .....  | 9  |
| 3.1. Ključna kretanja .....  | 9  |
| 3.2. Strukturna obilježja i rizici .....   | 13 |
| 3.3. Tržišni rizici .....  | 16 |
| 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja finansijskih usluga .....                      | 21 |
| 3.5. Rizik likvidnosti .....   | 26 |
| 3.6. Operativni rizici .....   | 28 |
| Okvir 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi .....   | 30 |
| Okvir 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja u stresnim okolnostima ..... | 36 |
| Popis kratica .....  | 40 |

## 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 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.

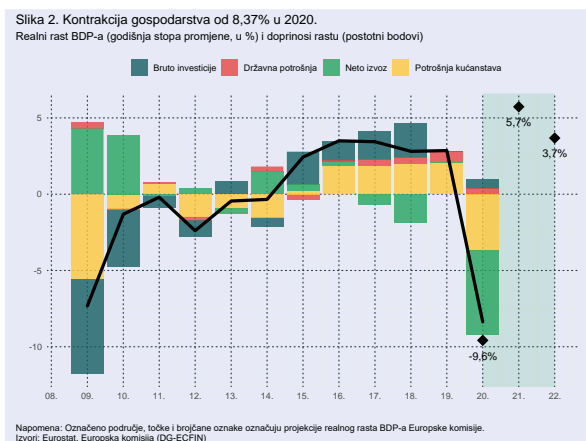
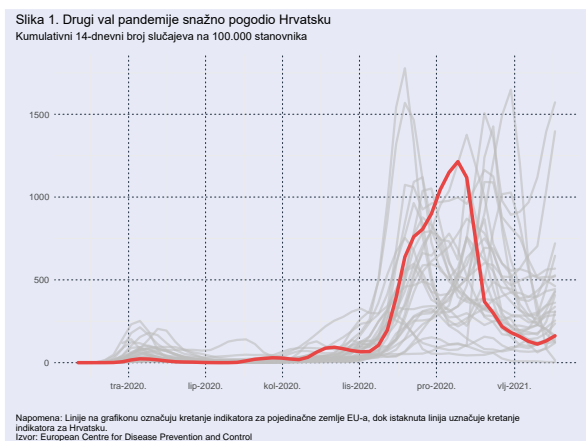
Publikacija *Makroprudencijalni skener rizika* stoga pruža uvid u proces identifikacije, procjene i praćenja evolucije sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga, koji je pod nadzorom Hanfe, kako bi se pravovremeno poduzele odgovarajuće mjere u cilju sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja 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.

## 2. Makroekonomski pregled

Pandemija koronavirusa dominantno je obilježila svakodnevnicu u 2020. godini te nastavlja biti glavni izvor neizvjesnosti u narednom razdoblju. Kratkoročni gospodarski oporavak primarno će ovisiti o dinamici cijepljenja i s njome povezanom otvaranju gospodarstva, dok će srednjoročni oporavak pak počivati na agilnosti gospodarstva i sposobnosti prilagodbe postojećeg obrasca rasta u izmijenjenim gospodarskim, političkim i tehnološko-digitalnim okolnostima.

U zdravstvenim terminima uspješna, ali i poprilično restriktivna kampanja borbe protiv širenja koronavirusa u drugom tromjesečju 2020. rezultirala je snažnom kontrakcijom gospodarske aktivnosti od 15,1 % na godišnjoj razini. Popuštanje mjera u ljetnim mjesecima u skladu sa sezonskim slabljenjem virulentnosti virusa dovelo je do blagog oporavka gospodarske aktivnosti. Međutim, ukupan rezultat u trećem tromjesečju bio je pod dominantnim utjecajem usmjerenosti cjelokupnog gospodarstva na turističku djelatnost čija je aktivnost prvenstveno determinirana dolaskom i potrošnjom nerezidenata. Stoga je i u trećem tromjesečju 2020. zabilježena dvoznamenkasta kontrakcija aktivnosti od 10 %, dok je posljednje tromjesečje 2020. obilježilo ponovno zatvaranje gospodarstva čime je aktivnost posljedično bila za 7 postotnih bodova niža u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Time je gubitak dodane vrijednosti gospodarstva u 2020. iznosio 8,37 % u odnosu na prethodnu godinu, što je najveća zabilježena kontrakcija godišnje gospodarske aktivnosti (za 1 postotni bod viša u odnosu na kontrakciju iz 2009.), no ipak niža u odnosu na očekivanja (slika 2.).

Nastavak godine obilježio je pribojavani, ali očekivani drugi val virusa, koji je ovoga puta bio popraćen relativno liberalnijim epidemiološkim mjerama. Stoga je drugi val vrlo snažno pogodio Hrvatsku te se epidemiološka krivulja snizila tek ponovnim uvođenjem *lockdowna* pred sami kraj godine (slika 1.). Gospodarstvo nije zabilježilo novu snažnu kontrakciju, no i dalje je funkcioniralo na potisnutim razinama, što se može primijetiti na usporavanju indeksa ekonomskog sentimenta, koje je ponovno najviše bilo izraženo u segmentu pružanja usluga (slika 3.).

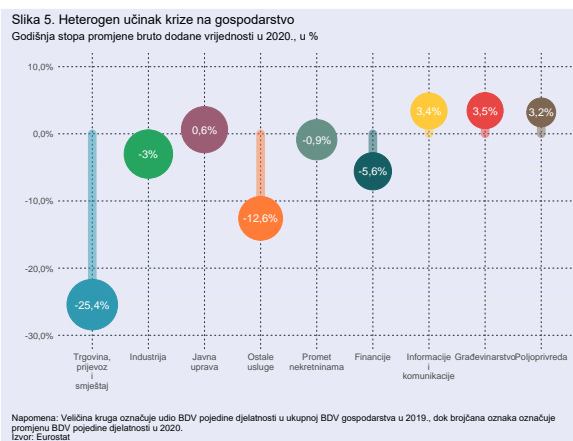
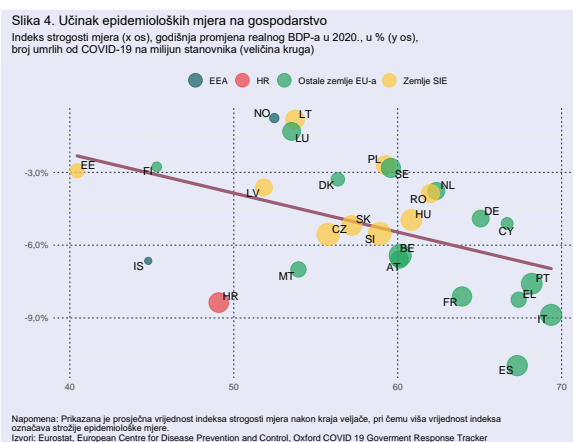
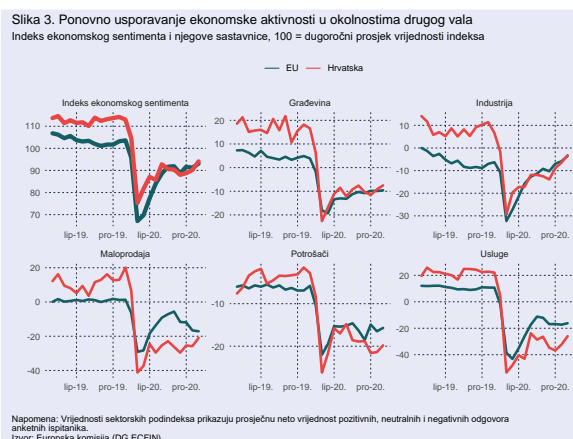


Rekordno brzi pronalazak cjepiva i početak cijepljenja u prosincu podigao je optimizam i očekivanja brzog oporavka globalnoga gospodarstva, što je vidljivo u ubrzanju rasta cijena na globalnim financijskim tržištima (više u

poglavlju 3.3. Tržišni rizici). Stvarni učinci ovisit će o dinamici cijepljenja i postizanju dovoljne razine cijepljenosti populacije, što je početkom 2021. postalo izazovno s obzirom na logističke izazove u procesu distribucije cjepiva i njihove primjene. Dodatan izvor neizvjesnosti je i pojava mutiranih sojeva virusa s još uvijek nedovoljno poznatim karakteristikama te učincima postojećih cjepiva na njih, a koji će zasigurno privremeno odgoditi odluke zemalja o popuštanju mjera i otvaranju granica. Sve će navedene neizvjesnosti, uz potencijalne sekundarne šokove koji bi se mogli materijalizirati u slučaju „neurednog“ povlačenja mjera pomoći gospodarstvu, testirati vrlo optimistična vrednovanja na financijskim tržištima i sentiment investitora.

Stavljanjem u relaciju strogosti donesenih mjera ograničenja aktivnosti (engl. *lockdown*) i gospodarske aktivnosti tijekom 2020. pokazuje se značajna negativna veza (slika 4.). Međutim, iako intenzitet i duljina primjene epidemioloških mjera objašnjava značajan dio smanjenja gospodarske aktivnosti u 2020., presudni značaj na devastirajući ekonomski utjecaj pandemije ima i sama struktura ekonomije. Tako se Hrvatska prema snazi mjera svrstava u zemlje s relativno manje intenzivnim *lockdownima*, no zabilježila je komparativno izraženije usporavanje aktivnosti. Razlog tome je heterogeni utjecaj koronakrize na pojedine djelatnosti, pri čemu su relativno pogođenije bile one kod kojih nije moguće osigurati fizičku distancu, kao npr. djelatnost trgovine, prijevoza i pružanja smještaja. To su ujedno djelatnosti koje uvelike ovise o sezonskom dolasku i potrošnji nerezidenata, a koja čini relativno visoki udio bruto dodane vrijednosti gospodarstva (u 2019. godini je iznosila 23,1 %). Ova je djelatnost zabilježila smanjenje bruto dodane vrijednosti od jedne četvrtine u 2020., dok su istovremeno djelatnosti poljoprivrede, građevinarstva te informacija i komunikacija

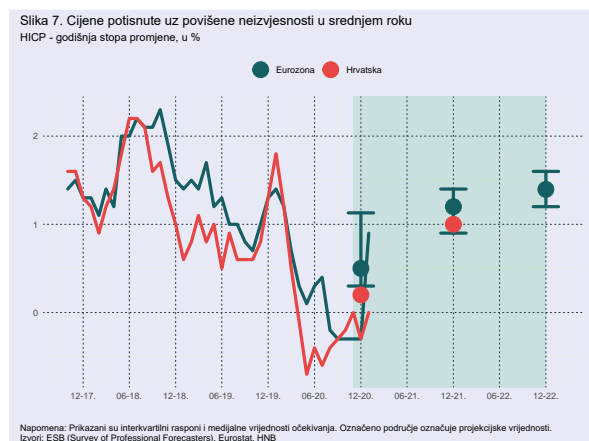
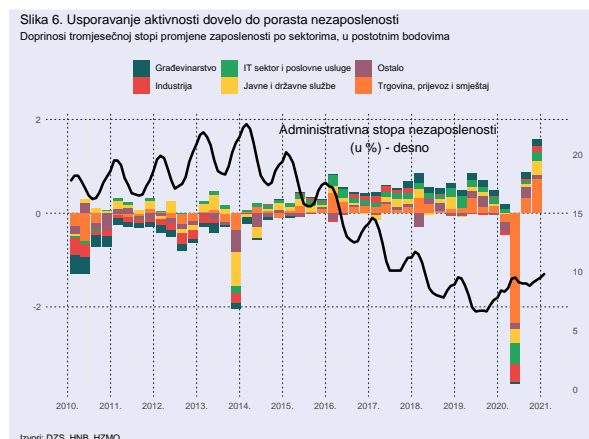
nastavile rasti, čak i u okolnostima „novog normalnog“ (slika 5.).



Usporavanje ekonomske aktivnosti negativno se odrazilo i na tržište rada pa je stopa administrativne nezaposlenosti, unatoč mjerama potpore za očuvanje zaposlenosti, na kraju siječnja 2021. iznosila 9,8 %. Time se broj nezaposlenih osoba popeo na 165 tisuća, razinu na kojoj je posljednji put bio na početku 2018. godine (slika 6.). Pri tome su najpogođeniji bili djelatnici u uslužnom sektoru. Iako se

zaposlenost u uslužnim djelatnostima nakon snažnog pada u drugom tromjesečju 2020. djelomično oporavila u nastavku godine s popuštanjem epidemioloških mjera, ukupna je zaposlenost i dalje na potisnutim razinama.

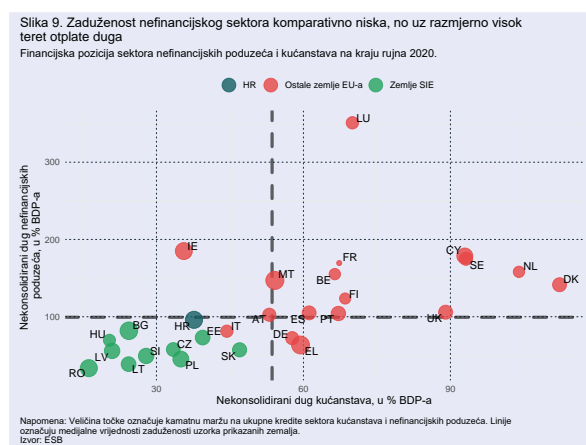
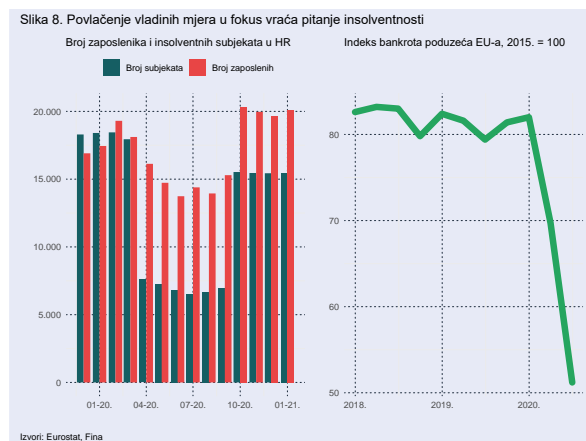
Negativna gospodarska kretanja, u kombinaciji sa snažnim padom cijena energenata, dovela su do izraženih deflacijskih pritisaka koji su kulminirali sredinom 2020. godine kada je godišnja stopa deflacije dosegla razinu od -0,7 % (slika 7.). Cijene su se u nastavku godine blago oporavile, no oporavak je prekinut s povratkom drugog vala epidemije i uvođenjem novog *lockdowna*. Tako je godišnja stopa inflacije na kraju godine iznosila -0,3 %, što je za pola postotnog boda niže čak i u odnosu na oprezne projekcije središnje banke. U 2021. očekuje se globalni oporavak cijena na temelju očekivanog postupnog otvaranja gospodarstva, ali i prisutnog rasta cijena energenata koje su se početkom 2021. vratile na pretkrizne razine.



Malo je vjerojatan, no svejedno moguć, izraženiji skok cijena u 2021. u scenariju široko prisutnog poskupljenja dobara na temelju kombinacije skoka potražnje s ponovnim otvaranjima gospodarstava stimuliranim ekspanzivnim monetarnim i fiskalnim politikama te istodobnog smanjenja ponude dobara u okružju još uvijek otežanog poslovanja poduzeća. Takav izraženiji skok opće razine cijena testirao bi odlučnost vodećih centralnih banaka u očuvanju povoljnih uvjeta financiranja na međunarodnim financijskim tržištima te bi mogao proizvesti snažan sistemski šok u vidu korekcije cijena vrijednosnih papira, što bi ugrozilo oporavak kakav se očekuje u predstojećoj godini (slike 2. i 7.).

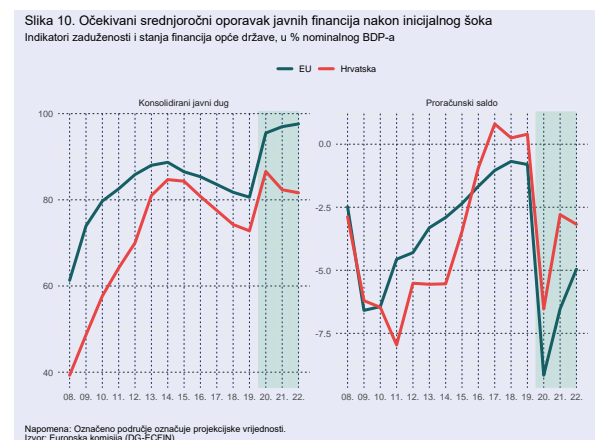
Brzina oporavka značajno će ovisiti o efikasnosti i trajanju mjera fiskalne politike čije preuranjeno i iznenadno povlačenje može rezultirati materijalizacijom kreditnog rizika u vidu skoka insolventnosti poduzeća te posljedičnog porasta nezaposlenosti. Nužne mjere pomoći gospodarstvu dovele su do smanjenja insolventnosti u 2020. pa je broj bankrota poduzeća u EU-u gotovo prepolovljen u odnosu na prethodne godine (slika 8.). Time su u suštini prikriiveni stvarni razmjeri utjecaja krize na poslovanje nefinancijskih poduzeća koji će biti vidljivi tek s povlačenjem mjera pomoći (više o potencijalnim efektima povlačenja mjera moratorija u segmentu leasing društava u okviru 1.). Materijalizacija kreditnog rizika, povrhu sposobnosti prilagodbe poduzeća u izmijenjenim okolnostima poslovanja, uvelike će ovisiti i o njihovoj zaduženosti. Iako su domaća poduzeća i kućanstva razmjerno niže zadužena u odnosu na prosjek EU-a (slika 9.), njihova opterećenost troškovima otplate postojećeg duga i dalje je relativno visoka, što ih izlaže kamatnom riziku u scenariju rasta trenutačno potisnute premije za rizik. Dodatno, dostupnost financiranja koje će nakon povlačenja fiskalnih mjera biti primorani tražiti na tržištu također će

determinirati brzinu oporavka privredne aktivnosti, pri čemu će od značaja za brzi oporavak biti adekvatno prepoznavanje nesolventnih poduzeća. Tržišno financiranje kao alternativa bankovnom financiranju, posebno s implementacijom mjera koje će se donijeti u okviru plana uspostave Unije tržišta kapitala, trebalo bi malim i srednjim poduzećima olakšati dokapitalizaciju i oporavak od pandemije kroz administrativno rasterećenje.



Zbog vrlo visoke izloženosti prema državi, za stabilnost sektora financijskih usluga u narednom razdoblju najvažniju ulogu imat će održivost javnih financija, odnosno očuvanje stabilnosti prinosa na državne obveznice. Dvostruki udar na državni proračun u 2020. u vidu kontrakcije poreznih prihoda i porasta rashoda kroz implementaciju fiskalnih mjera, rezultirao je snažnim deficitom koji će prema očekivanjima u 2020. dosegnuti razinu -6,5 %

BDP-a, čime će javni dug porasti na 87 % BDP-a (slika 10.). Relativno visoke i rastuće razine javnog duga čine javni sektor, ali i gospodarstvo općenito, ranjivima na potencijalnu promjenu kamatnih stopa. Isto bi se negativno odrazilo i na vrijednost imovine sektora financijskih usluga s obzirom na to da su domaće državne obveznice glavna ulagačka klasa, iako je primjetno blago preusmjeravanje investicijskog interesa fondova i društava za osiguranje u druge izdavatelje (inozemne državne obveznice većeg stupnja sekundarne likvidnosti) ili oblike ulaganja (depoziti i gotov novac te nekretnine).



Iako su se financijska tržišta stabilizirala nakon inicijalnog šoka u prvom dijelu 2020., novo zatvaranje gospodarstava krajem godine zbog drugog vala pandemije povećalo je neizvjesnosti i srednjoročne rizike za gospodarski oporavak. Tome treba dodati i rizik koji dolazi od neprimjerenog ukidanja mjera za potporu gospodarstvu (engl. *cliff effects*), koje su u velikoj mjeri još uvijek na snazi. Odoبرانje cjepiva krajem 2020. povećalo je izgleda za skoriji početak gospodarskog oporavka, no isto će prije svega ovisiti o dinamici cijepljenja. Makroekonomski rizici su time početkom 2021. i dalje na vrlo visokoj razini čime je dodatno naglašena važnost očuvanja stabilnosti financijskog sektora.

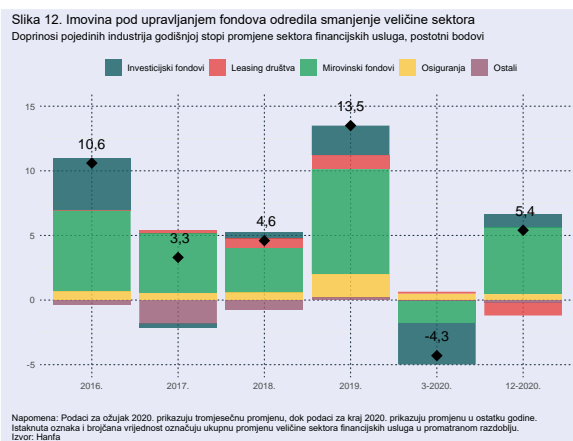
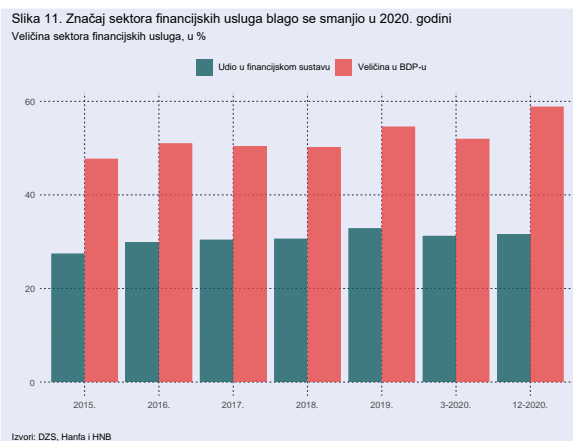
### 3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga

#### 3.1. Ključna kretanja

Eskalacija pandemije bolesti COVID-19 snažno se i momentalno odrazila na financijska tržišta, a na općenitu neizvjesnost i korekciju cijena ulagatelji su reagirali prenošenjem sredstava u sigurne oblike ulaganja. Stoga se početkom 2020. privremeno zaustavio višegodišnji rast značaja sektora financijskih usluga u Hrvatskoj, čija je imovina u prva tri mjeseca 2020. smanjena za 9,5 mlrd. HRK (4,3 %) u odnosu na kraj 2019. godine (slika 12.). S obzirom na njihovu dostupnost, najznačajniji je bio odljev sredstava iz investicijskih fondova (slika 12.). Međutim, tržišta su se ubrzo stabilizirala nakon reakcija nositelja ekonomske politike i do kraja 2020. značajan dio sredstava vratio se u sustav. Uz pozitivna tržišna kretanja, imovina sektora financijskih usluga na kraju 2020. bila je za 1,8 mlrd. HRK (0,8 %) viša u odnosu na kraj 2019. te je činila 31,6 % ukupne imovine financijskog sustava, odnosno 58,9 % nominalnog BDP-a (slika 11).

U manje od dva mjeseca, od početka krize<sup>1</sup> do sredine travnja 2020., vrijednost neto imovine investicijskih fondova smanjila se za 8,3 mlrd. HRK (pad od 35 %). Pad imovine najvećim je dijelom bio prouzročen odljevima iz obvezničkih fondova (slika 50.) čiji su konzervativni ulagatelji, i to pretežno fizičke osobe (slika 52.), na negativna tržišna kretanja i visoku neizvjesnost povezanu s pandemijom reagirali povlačenjem sredstava te njihovim djelomičnim prelijevanjem u sigurnije bankovne depozite. Na smanjenje neto imovine dioničkih fondova najvećim su dijelom utjecala negativna tržišna kretanja, dok je neto imovina mješovitih fondova bila pod

podjednakim utjecajem tržišnih revalorizacija i reakcija ulagatelja.



Međutim već je krajem travnja 2020. uslijedio oporavak vrijednosti neto imovine fondova s obzirom na stabilizaciju domaćeg obvezničkog tržišta kroz intervencije središnje banke i generalno mjere koje su nositelji ekonomske politike implementirali ili najavili u cilju ublažavanja utjecaja koronakrize na gospodarstvo. Uz stabilizaciju i oporavak financijskih tržišta (slika 32.), to je umirilo i udjelničare pa su ponovno zabilježene pozitivne neto uplate. Do kraja 2020. tako je nadoknađena trećina vrijednosti izgubljene u prvim mjesecima pandemije te je vrijednost neto imovine iznosila

<sup>1</sup> Za početak zdravstvene krize uzima se 20.2.2020. kada se kriza povezana s koronavirusom u Europi pogoršala.

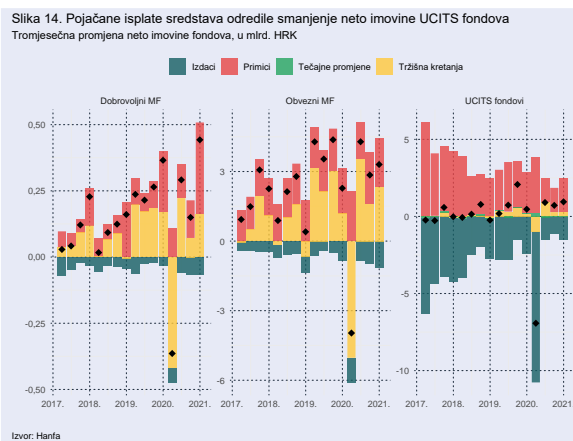
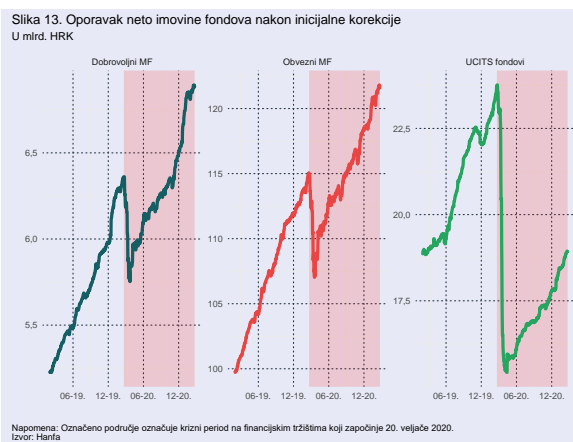
18,2 mlrd. HRK, što je za 2,8 mlrd. HRK (18,1 %) više od minimuma iz travnja, odnosno za 4,4 mlrd. HRK manje (19,3 %) nego krajem 2019. godine.

U 2020. najvolatilnija je bila vrijednost neto imovine obvezničkih fondova koja je nakon intenzivnog smanjenja u ožujku/travnju porasla tijekom narednih mjeseci za 2,1 mlrd. HRK, od čega se više od 530 mil. HRK odnosi na neto imovinu novoosnovanog Fonda za stabilnost. Osnivanje ovog posebnog obvezničkog investicijskog fonda, u kojem investitori mogu sudjelovati s minimalnim udjelom od 1 mil. HRK na rok od 3 godine, za cilj ima povećanje likvidnosti prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca čiji je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska. Time je pandemijom kratkotrajno uzdrmano tržište državnog duga dobilo novi stabilizacijski faktor čiji je cilj, osim osiguranja dodatne likvidnosti na tržištu, i zaštita vrijednosti obveznica u portfeljima investitora.

Unatoč navedenim turbulencijama, investicijski su fondovi i u najjazovnijem razdoblju krize bili u mogućnosti bez poteškoća isplatiti ulagatelje. Zabilježena epizoda masovnog povlačenja sredstava pokazala je važnost upravljanja rizikom likvidnosti u fondovima. Prinosi većine UCITS fondova do kraja godine vratili su se u pozitivno područje te su iznimno turbulentnu 2020. zaokružili, barem u terminima vrijednosti udjela, na nuli.

Negativna tržišna kretanja s početka godine smanjila su i neto imovinu mirovinskih fondova za 3,6 % u odnosu na kraj 2019. (slika 13.). Stabilne neto uplate, čemu su doprinijele mjere za očuvanje radnih mjesta, te oporavak financijskih tržišta od sredine godine (slike 13. i 14.) anulirali su pad neto imovine mirovinskih fondova do kraja 2020. kada je ona iznosila 125,8 mlrd. HRK, što je za 7 mlrd. HRK (5,9 %) više u odnosu na kraj 2019. godine. Vrijednost imovine budućih umirovljenika očuvana je unatoč

iznimno neizvjesnoj godini s obzirom na to da su godišnji prinosi Mirexa za sve kategorije obveznih mirovinskih fondova na kraju 2020. bili pozitivni.



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 prethodne godine (slika 15.). Međutim, primjetno je jačanje divergentnih kretanja premije životnih (godišnji pad od 13,7 %) u odnosu na premiju neživotnih osiguranja (godišnji rast od 5,6 %). Najsnažniji je utjecaj pandemija imala na tržište osiguranja uslijed smanjenja kreditne aktivnosti u neizvjesnim okolnostima koronakrize, a koja značajno utječe na distribuciju osiguranja. To se ponajprije odnosi na životna osiguranja kod kojih je bankovni distribucijski kanal iznimno važan zbog čega su gotovo sva društva u segmentu životnih osiguranja zabilježila smanjenje bruto zaračunate premije u 2020. (slika 16.). Istodobno je smanjeno bankovno kreditiranje utjecalo i na pad premije osiguranja kredita i financijskih gubitaka (od 27,5 % na

godišnjoj razini), a koja je u segmentu neživotnih osiguranja bilježila najsnažniji rast prethodnih godina.

Unatoč smanjenoj ekonomskoj aktivnosti i visokim neizvjesnostima, u 2020. nije došlo do značajnog porasta prijevremenih raskida ugovora o osiguranju. Međutim, sporiji gospodarski oporavak od planiranog s obzirom na realiziranu dinamiku cijepljenja i modalitete pomoći poslovanju dijelovima gospodarstva najpogođenijima pandemijom u nastavku 2021. mogli bi utjecati na porast prijevremenih raskida ugovora, a time i do povremenih likvidnosnih pritisaka, posebno na pojedina društva s nižim zalihama likvidnosti (više u poglavlju 3.5. Rizik likvidnosti).

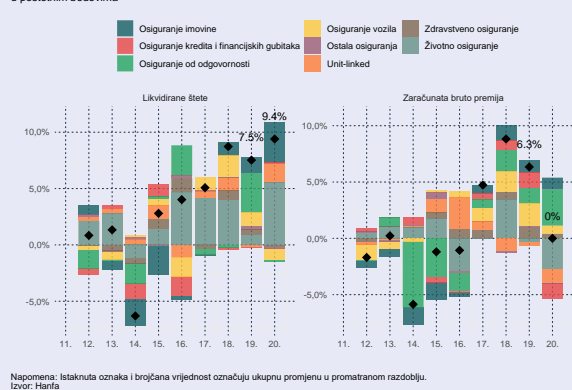
Takva bi eventualna kretanja mogla stvoriti dodatni pritisak na profitabilnost životnih osiguranja koja je već uvelike opterećena visokim obvezama po postojećim ugovorima u prolongiranom razdoblju niskih kamatnih stopa. Međutim, smanjivanje garantiranih stopa u proizvodima životnih osiguranja posljednjih godina predstavlja dodatni izazov društvima za osiguranje u pogledu privlačenja novih klijenata, odnosno sklapanja novih ugovora osiguranja i generiranja profitabilnosti.

Likvidirane štete su u 2020. na godišnjoj razini porasle za 9,4 % (slika 15.), primarno kao rezultat porasta šteta u segmentu životnih osiguranja (18,3 %), gdje je veći dio porasta povezan s dospjećem portfelja, a tek djelomično i otkupima osiguranja (porast otkupa u 2020. u odnosu na 2019. iznosio je 15 % ukupnog porasta likvidiranih šteta u segmentu životnih osiguranja). S obzirom na dozrijevanje portfelja domaćih osiguravatelja, očekuje se nastavak trenda povećanja šteta i u narednim razdobljima.

Značajan porast šteta kod neživotnih osiguranja bio je u segmentu osiguranja imovine (27,3 %) kao posljedica potresa u Zagrebu. S obzirom na nedavne razorne potrese u Petrinji i okolici, za očekivati je daljnje povećanje šteta osiguranja

imovine u idućim mjesecima, no isto ne bi trebalo ugroziti poslovanje društava za osiguranje s obzirom na relativno mali udio premije za osiguranje potresa u portfelju neživotnih osiguravatelja (1,4 % na kraju 2020.) te adekvatne reosigurateljne programe društava za osiguranje budući da je većina vrijednosti predmetnog portfelja reosigurana. Ostale vrste osiguranja u 2020. zabilježile su smanjenje šteta, što se može povezati sa smanjenom gospodarskom aktivnosti i mobilnosti građana.

Slika 15. Osiguranja života i imovine odredili kretanje premije i šteta u 2020. godini  
Doprinosi pojedinih vrsta osiguranja godišnjoj stopi promjene likvidiranih šteta i bruto zaračunate premije, u postotnim bodovima



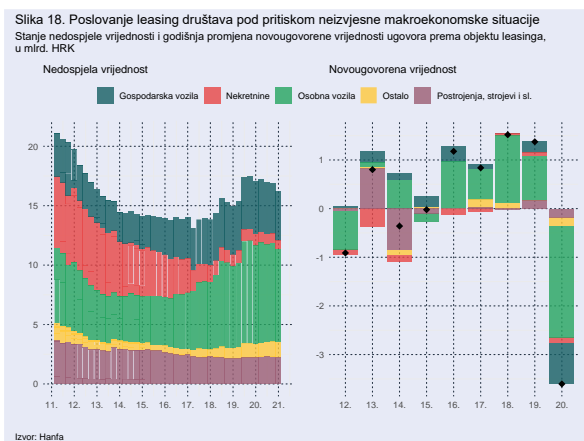
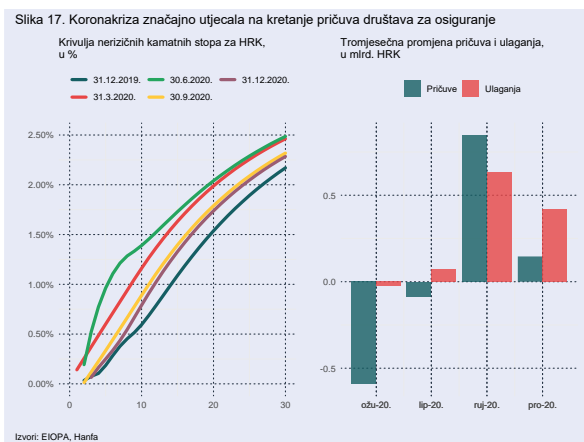
Slika 16. Dvostruki udar koronakrize na poslovanje životnih osiguranja  
Distribucija godišnje stope promjene likvidiranih šteta i zaračunate bruto premije, postotni bodovi



Tehničke su pričuve društava za osiguranje u 2020. bile pod znatnim utjecajem volatilnosti prinosa na državne obveznice koji se odražava na diskontnu stopu za utvrđivanje sadašnje vrijednosti budućih obveza (slika 17.). No s obzirom na zadovoljavajuću razinu ročne usklađenosti imovine i obveza društava za osiguranje, čak i u scenariju materijalizacije sistemskog šoka i zamjetnijeg rasta prinosa na dugoročne državne obveznice, kapital, odnosno višak imovine nad obvezama društava za

osiguranje bio bi relativno stabilan (više u okviru 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 4), a kapitalna adekvatnost primjerena čemu su pridonijele i mjere regulatora usmjerene očuvanju likvidnosti i solventnosti društava.

Stabilan rast poslovanja leasing društava proteklih nekoliko godina najvećim se dijelom oslanjao na financiranje osobnih i gospodarskih vozila. Stoga je u 2020. očekivano došlo do smanjenja novosklopljenih ugovora (slika 18.), s obzirom na to da je djelatnost prijevoza, u okolnostima ograničene turističke aktivnosti i mobilnosti općenito, među najpogođenijima u koronakrizi. Dodatan pritisak na poslovanje leasing društava u krizi uzrokovan je nižim prihodima s obzirom na odobravanje moratorija na postojeće ugovore o leasingu. Ovisno o oporavku pojedinih dijelova gospodarstva, a na što će utjecati dinamika popuštanja epidemioloških mjera te mogućnost brzog povratka u redovno poslovanje, u srednjem roku moguća je izraženija materijalizacija kreditnog rizika (više u okviru 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi).



### 3.2. Strukturna obilježja i rizici

Strukturne ranjivosti sektora financijskih usluga tijekom 2020. uglavnom su zadržane na visokim razinama ili čak i blago povećane. Rizik koncentracije najznačajniji je strukturni sistemski rizik, pri čemu je s inicijalnim učincima pandemije na financijska tržišta početkom 2020. djelomična materijalizacija rizika promjene sentimenta ulagatelja u kombinaciji s koncentracijom ulaganja dovela do rasta međusektorske koncentracije s obzirom na relativni porast značaja ionako veličinom izrazito dominantnih mirovinskih fondova (slika 19). Produljenje ročnosti portfelja u potrazi za prinosima s obzirom na očekivani nastavak pada kamatnih stopa povećava izloženost sektora kamatnom riziku. Kreditni rizik mogao bi opteretiti poslovanje leasing društava u slučaju da s istekom moratorija primatelji leasinga, posebno iz djelatnosti najpogođenijih koronakrizom, ne budu u mogućnosti brzo oporaviti svoje poslovanje.

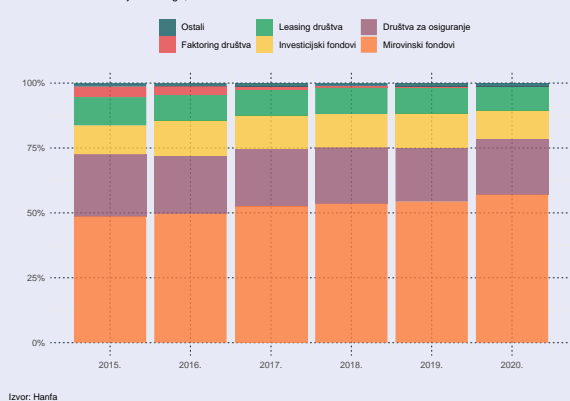
#### Rizik koncentracije

Smanjenje imovine sektora financijskih usluga uslijed inicijalnog sistemskog šoka početkom godine dodatno je povećao i onako visoku međusektorsku koncentraciju. Mirovinski su fondovi do kraja 2020. povećali sudjelovanje u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga za gotovo tri postotna boda te su upravljali s 57,1 % ukupne imovine sektora. S obzirom na to da je koronakriza najznačajnije smanjila neto imovinu investicijskih fondova te leasing društava, porastao je relativan značaj društava za osiguranje čija je imovina na kraju 2020. činila 21,4 % imovine sektora financijskih usluga (slika 19.).

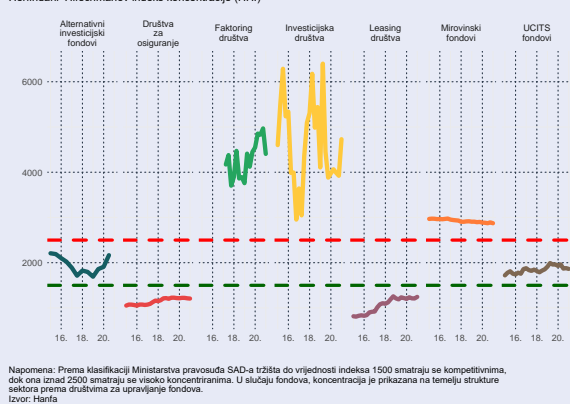
Značajnijih promjena koncentracije unutar pojedinih segmenata sektora financijskih sustava u 2020. nije bilo (slika 20.). Najveći rizik proizlazi iz visoke koncentracije mirovinskih fondova s obzirom na njihovu veličinu i relativni značaj za financijski sustav. Iako znatnija konsolidacija tržišta nije zabilježena u 2020., koronakrizom

potaknuto smanjenje obujma poslovanja u pojedinim industrijama pojačava konsolidacijske pritiske koji su bili prisutni i u pretkriznom razdoblju pod utjecajem prolongiranog razdoblja niskih kamatnih stopa. Stoga bi rizik unutarsektorske koncentracije, iako trenutačno na umjerenj razini u većini industrija, u narednom razdoblju mogao porasti s obzirom na to da bi poslovni modeli pojedinih društava mogli biti pod pritiskom izazovnog makroekonomskog i investicijskog okruženja.

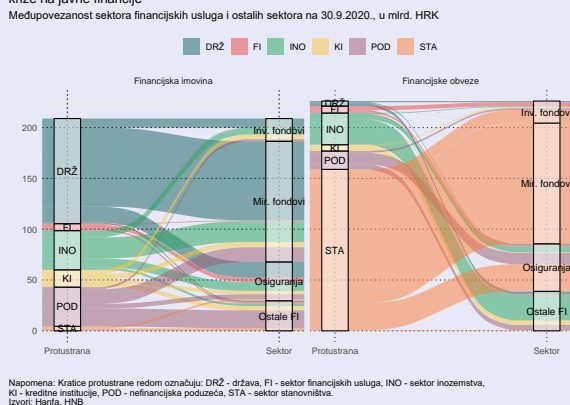
Slika 19. Mirovinski fondovi i društva za osiguranje upravljaju sa 78,5 % imovine sektora  
Struktura sektora financijskih usluga, u %



Slika 20. Visoka koncentracija prisutna u pojedinim, relativno manjim industrijama  
Herfindahl-Hirschmanov indeks koncentracije (HHI)



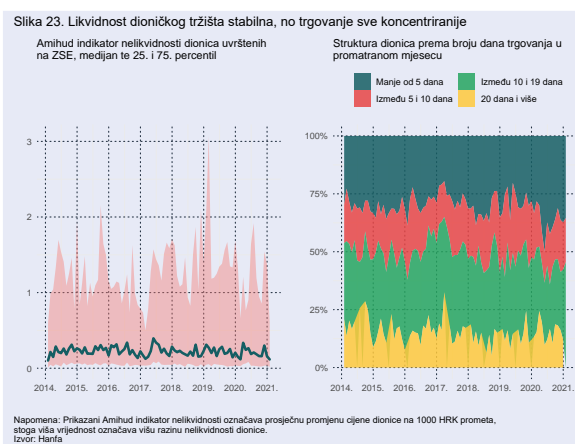
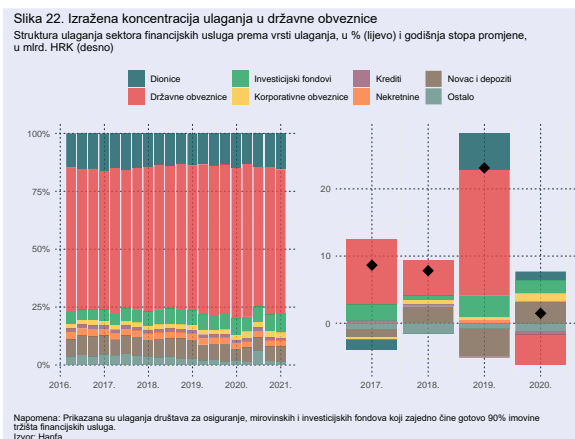
Slika 21. Visoka međupovezanost sa sektorom države dodatno naglašena u kontekstu pritiska  
krize na javne financije



Uz međusektorsku i unutarsektorsku koncentraciju, značajno strukturno obilježje i izvor sistemskog rizika je i visoka koncentracija imovine, odnosno ulaganja sektora financijskih usluga u instrumente državnog duga (slika 22.) te obveza prema kućanstvima (slika 21.), što sektor financijskih usluga čini osjetljivim na rizik promjene sentimenta ulagatelja. Navedeni se rizik manifestirao u prvom tromjesečju 2020. u vidu poremećaja na tržištu državnih obveznica uzrokovanih direktnim i indirektnim povlačenjem investitora, a što je preko kanala zaraze imalo potencijal značajno se odraziti na cijeli financijski sektor. Međutim, direktnim otkupom državnih obveznica od strane središnje banke spriječen je značajniji pad njihovih cijena te je stabilizirano tržište državnog duga uoči većih javnih izdataka za pomoć gospodarstvu imobiliziranom zbog pandemije. Osnivanje Fonda za stabilnost, kao i pojačano praćenje likvidnosti UCITS fondova te određene promjene investicijskih politika fondova proizašle iz iskustva stečenog uslijed turbulencija tijekom početka koronakrize, dodatni su mehanizmi koji bi trebali doprinijeti stabilizaciji obvezničkog tržišta RH. Naime, unatoč uspješnoj amortizaciji poremećaja na domaćem obvezničkom tržištu, određene blage promjene u investicijskim politikama su ipak primjetne s obzirom na to da se sektor financijskih usluga u 2020. blago okrenuo likvidnijim oblicima ulaganja kao što su depoziti i gotov novac, dok je kod obvezničkih ulaganja kod dijela subjekata primjetno bilo traženje prinosa sličnih onima na domaće državne obveznice, ali uz ipak nešto veću razinu likvidnosti tih tržišta u odnosu na domaće.

Uz relativno nisku razinu likvidnosti na domaćem tržištu kapitala, u 2020. se nastavio višegodišnji trend povećanja koncentracije trgovanja (slika 23.). To predstavlja strukturnu nestabilnost jer potencira mogućnost zaraze i propagiranja poremećaja kroz dijelove financijskog sustava i ograničavajući je faktor gospodarskog rasta. Dugoročno, povećanju diversifikacije na domaćem tržištu kapitala, a time i ulaganja fondova i financijskih institucija, doprinijet će i

mjere koje se odnose u okviru procesa uspostave Unije tržišta kapitala.



## Valutni rizik

Izloženost sektora financijskih usluga valutnom riziku tijekom 2020. ostala je stabilna (slika 24.). Tako se izloženost mirovinskih fondova valutnom riziku, gledano prema otvorenoj valutnoj poziciji, zadržala se na visokoj razini te je početkom ožujka 2021. iznosila 54,5 % neto imovine. Izloženost investicijskih fondova valutnom riziku početkom ožujka 2021. nalazila se na relativno nižim razinama od 17,8 neto imovine, no u proteklom tromjesečju bilježi stabilan porast. Iako je nominalna izloženost domaćih mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje valutnom riziku relativno visoka, ona je pretežno denominirana u eurima čija povijesna stabilnost vrijednosti tečaja, ostvarena pod dominantnim utjecajem monetarne politike i tečajnog režima središnje banke, ipak realno umanjuje utjecaj koji bi potencijalni valutni šok mogao generirati. Stabilnost tečaja kune prema euu očuvana je i

tijekom 2020., zbog deviznih intervencija Hrvatske narodne banke (slika 35.), čime su spriječeni značajniji sistemski poremećaji s obzirom na relativno visoku euriziranost financijskog sektora i cijele ekonomije. Sredinom 2020. Hrvatska je ušla u europski tečajni mehanizam ERM II što, s obzirom na kriterije konvergencije nužne za uvođenje eura, dodatno naglašava posvećenost stabilnosti tečaja i umanjuje mogućnost materijalizacije valutnog rizika.

### Kamatni rizik

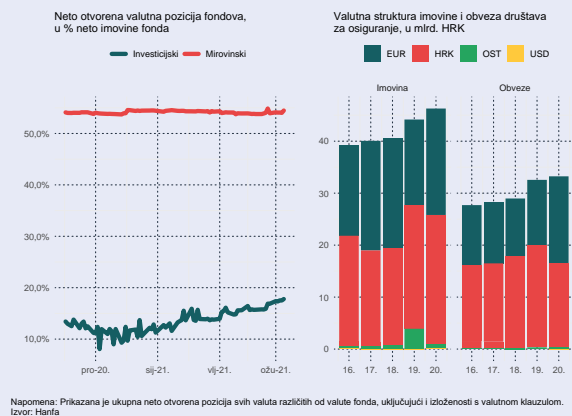
U skladu s prirodom poslovanja, portfelje mirovinskih fondova i društava za osiguranje u segmentu životnih osiguranja karakterizira dulja ročnost (slika 25.), no posljednjih je godina, uslijed dugotrajnog okruženja niskih kamatnih stopa te posljedične potrage za prinosom, zabilježen trend povećanja ročnosti obvezničkih ulaganja, posebno investicijskih fondova i društava za osiguranje u segmentu neživotnih osiguranja. Iako povećanje ročnosti portfelja u okolnostima očekivanog daljnjeg smanjenja kamatnih stopa na dulji rok zaključava trenutačne prinose, ono sektor čini osjetljivijim na potencijalni rast prinosa uslijed promjene sentimenta investitora u kriznim situacijama poput recentnih.

### Kreditni rizik

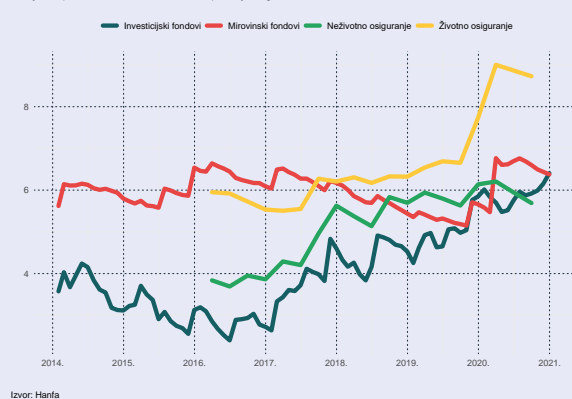
Otežano ili obustavljeno poslovanje sektora nefinancijskih poduzeća u okružju pandemije COVID-19 otežalo je njihovo uredno servisiranje financijskih obveza te povećalo izloženost leasing i faktoring društava kreditnom riziku, s obzirom na njihovu izloženost korporativnom sektoru (slika 26.). Potencijalni porast neuredno izvršavanih ugovora korporativnog sektora uslijed ukidanja vladinih mjera za potporu gospodarstvu i moratorija na leasing ugovore, značajno će povećati pritisak na njihovo poslovanje. Izloženost kreditnom riziku leasing društava dodatno je naglašena uslijed visoke koncentracije njihovih portfelja prema pojedinim djelatnostima i to onima najpogođenijima u koronakrizi (trgovina, prijevoz i pružanje smještaja). Uspješnost nadolazeće turističke

sezona značajno će odrediti u kojoj će se mjeri kreditni rizik u poslovanju leasing društava materijalizirati (više o utjecaju koronakrize na leasing društva u okviru 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi).

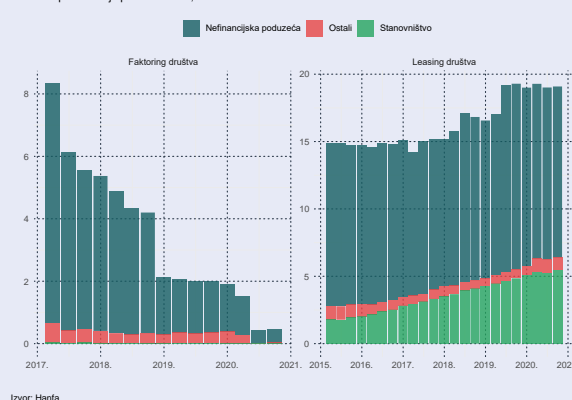
Slika 24. Izloženost valutnom riziku stabilna u 2020.



Slika 25. Rast ročnosti povećava izloženost kamatnom riziku



Slika 26. Poslovanje leasing i faktoring društava izloženo kreditnom riziku u korporativnom sektoru



### 3.3. Tržišni rizici

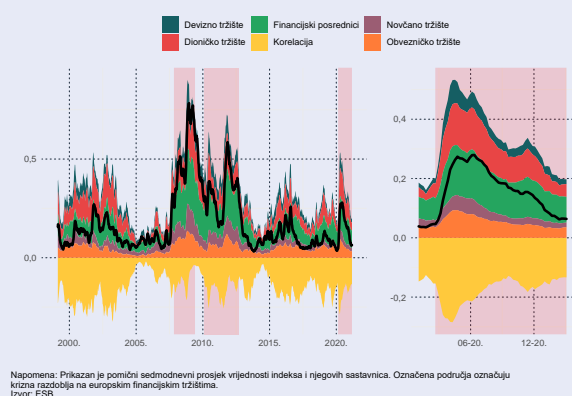
Iako su posljednji mjeseci 2020. godine na financijskim tržištima bili pod utjecajem zabrinutosti povezanih s pravodobnom dostupnosti adekvatne količine cjepiva i posljedičnom normalizacijom gospodarskih aktivnosti, okolnostima oko američkih predsjedničkih izbora te finalizacijom pregovora o konačnom izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a, početak cijepljenja poboljšao je srednjoročne izgleda i očekivanja investitora, nakon čega je zabilježena pojačana tržišna aktivnost koja se nastavila i početkom 2021. godine. S obzirom na i dalje visoku neizvjesnost oko dinamike cijepljenja, efikasnost cjepiva protiv novih sojeva virusa te utjecaja ukidanja mjera pomoći na poslovanje poduzeća i mogući rast insolventnosti, izražen je rizik kratkoročnih tržišnih volatilnosti.

Iznenadni sistemski šok uzrokovan pandemijom u ožujku 2020. podjednako je zahvatio sva financijska tržišta. Brze reakcije nositelja ekonomske politike te kasnije smanjenje broja novozaraženih i relaksacija epidemioloških mjera tijekom ljetnih mjeseci smanjili su taj stres tijekom drugog i trećeg tromjesečja (slike 27. i 34.). Međutim, porast broja novih slučajeva zaraze i ponovnog uvođenja određenog oblika zatvaranja većine gospodarstava krajem 2020. ponovno su utjecali na rast sistemskog stresa na financijskim tržištima. Očekivanja i sentiment investitora ubrzo su se oporavili s odobravanjem uporabe cjepiva te je pokazatelj sistemskog poremećaja na financijskim tržištima pao na razine na kojima je bio prije izbijanja pandemije, što se prenijelo na rast aktivnosti i vrednovanja na financijskim tržištima početkom 2021. godine.

Kontroliranje učinaka pandemije na financijska tržišta kroz ekspanzivno monetarno djelovanje obilježilo je cijelu 2020. držeći ujedno kamatne stope na iznimno niskim razinama. Prinos na dugoročne državne obveznice RH stoga je nakon inicijalnog skoka početkom godine pao na razinu prosječnog prinosa usporedivih

zemalja srednje i istočne Europe te je na kraju prosinca 2020. iznosio 0,63 % (slika 28.). Poboljšanje kreditnog rejtinga Hrvatske u BBB- uz stabilne izgleda u studenom od strane agencije Moody's dodatno je poboljšalo perspektivu hrvatskih obveznica na svjetskom tržištu i usidriло prinose na razinu prosjeka regije.

Slika 27. Sistemski stres primiren u drugom polugodištu 2020. godine  
Kompozitni indeks sistemskog stresa europodručja (CIS)



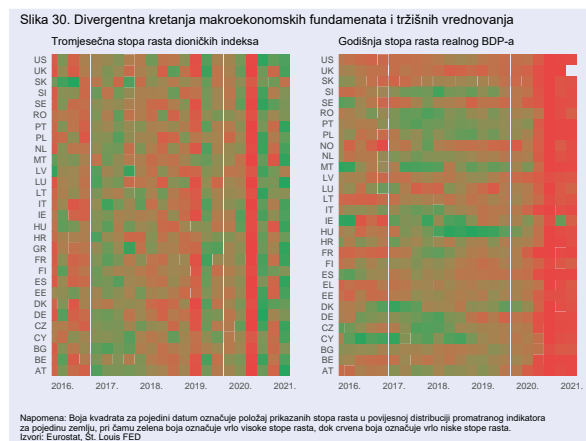
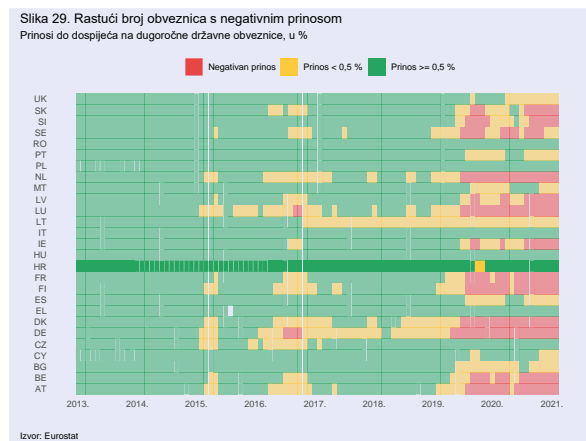
Napomena: Prikazan je pomirni sedmodnevni prosjek vrijednosti indeksa i njegovih sastavnica. Oznaka crvenom području označava krizna razdoblja na europskim financijskim tržištima.  
Izvor: ESF

Slika 28. Hrvatski prinosi na razini prosjeka usporedivih zemalja  
Prinosi do dospijea na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: SIE zemlje čine: BG, CZ, EE, HU, LV, LT, PL, RO, SK i SI.  
Izvor: Bloomberg, Eurostat

Povoljni uvjeti financiranja na svjetskim financijskim tržištima u vidu niskih, odnosno negativnih kamatnih stopa na dugoročni državni dug (slika 29.), olakotna su okolnost u uvjetima rastućih proračunskih manjkova i rasta javnog duga brojnih zemalja zbog protucikličnog djelovanja. S druge strane, niski su prinosi uz visoku likvidnost sustava doprinijeli rastu cijena na pojedinim svjetskim financijskim tržištima koje su u 2020. značajno ivergirale u odnosu na temeljene makroekonomske čimbenike povećavajući rizik značajne i iznenadne revalorizacije imovine u slučaju promjene nesklonosti riziku investitora ili drugih šokova.

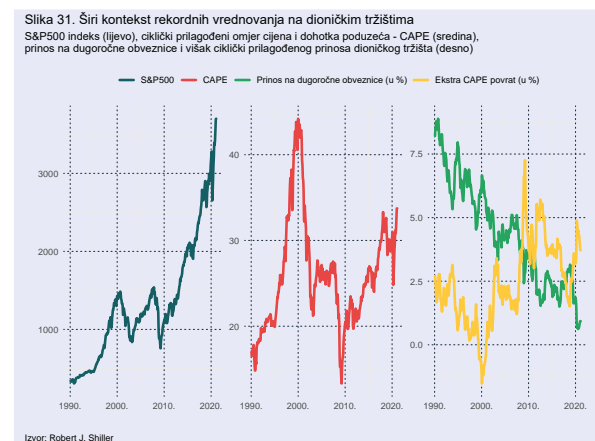


Tako su globalna dionička tržišta u 2020. bilježila rekordno visoka vrednovanja u odnosu na realna ekonomska kretanja (slika 30.). Iako je s eskalacijom pandemije došlo do izraženijeg raslojavanja kretanja po pojedinim djelatnostima, ovisno o tome koliko su bile pogođene uvedenim zatvaranjima gospodarstva rezultirajući tzv. K-kretanjima na financijskim tržištima, vijesti o pronalasku cjepiva početkom studenog bile su popraćene snažnim oporavkom i djelatnosti najpogođenijih krizom poput energetskog sektora i zrakoplovne industrije.

Prvi pogled na nominalne stope rasta tržišta, pa čak i na normirane indikatore vrednovanja kao npr. ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća (CAPE)<sup>2</sup>, ukazuje na precijenjenost dionica u sastavu indeksa S&P500 te vrlo

<sup>2</sup> Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća prikazuje koliko je puta vrijednost pojedine dionice viša od prosječne 10-godišnje zarade koju poduzeće generira po dionici, gdje veća vrijednost označuje relativno više vrednovanje u odnosu na

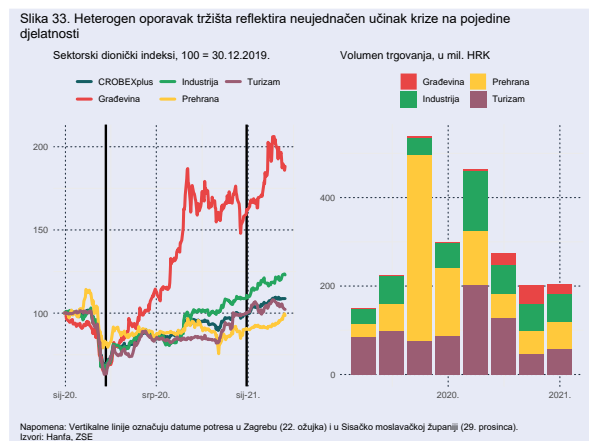
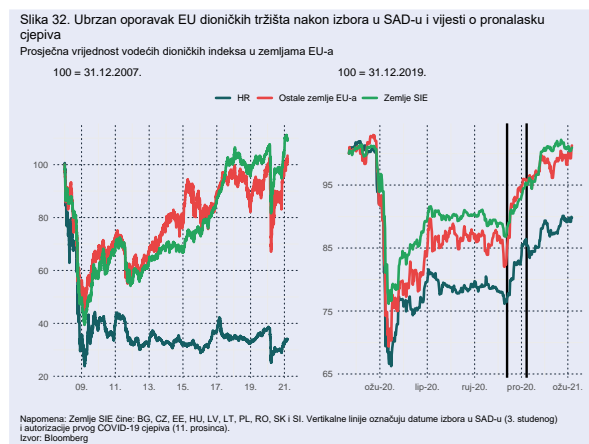
izvjesno stvaranje cjenovnog balona. Međutim, okruženje povijesno niskih kamatnih stopa podiže relativnu vrijednost očekivanih novčanih tokova dioničkih ulaganja, što se reflektira u porastu implicitnog realnog ciklički prilagođenog viška prinosa koji generiraju dionice u sastavu indeksa S&P500 (slika 31.). Time je dodatno podcrtan posredan stimulatívni utjecaj ekspanzivnih monetarnih politika centralnih banaka na kretanja dioničkih tržišta, ali i ranjivost tih kretanja na potencijalni zaokret u monetarnim politikama.



pozitivan sentiment investitora s američkog tržišta potaknut primarno rezultatima predsjedničkih izbora, ali i početkom distribucije i primjene cjepiva u studenom 2020. prelio se i na europska financijska tržišta, uključujući i domaće tržište kapitala (slika 32.). Iako blaži nego u usporedivim zemljama, vrijednost domaćih dioničkih indeksa je u 4. tromjesečju 2020. porasla s obzirom na oporavak sentimenta investitora (slika 38.). Aktivnost na dioničkom tržištu u studenom dodatno je pojačana početkom djelovanja prvog domaćeg ETF-a (*eng. exchange traded fund*), što pruža dodatni impuls likvidnosti domaćeg tržišta kapitala (slika 23.). Spomenuti oporavak sentimenta odražava poboljšanje njegove tzv. neizravne komponente koja se računa na temelju makroekonomskih

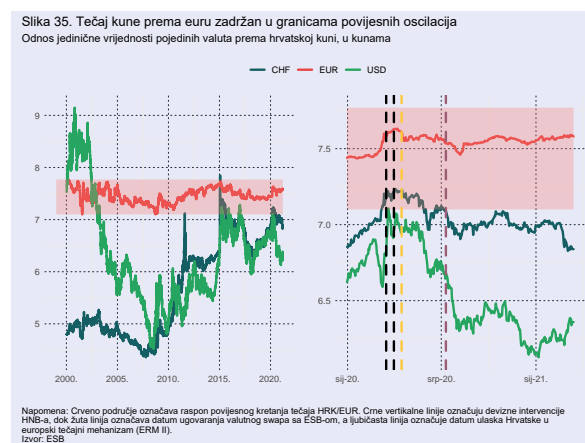
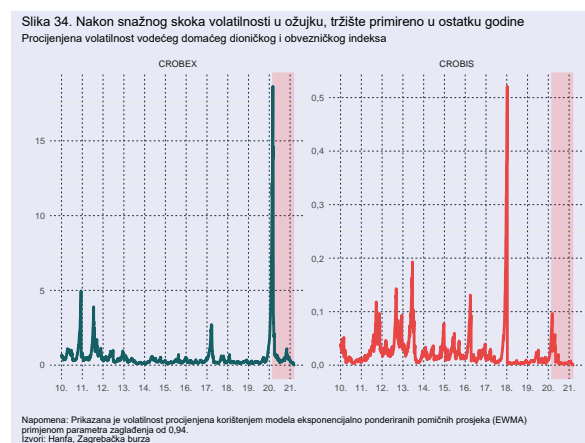
fundamente, odnosno dodanu vrijednost koju poduzeće generira.

pokazatelja, dok se izravna komponenta koja se temelji na podacima o pretraživanju ključnih pojmova kretala u rasponu uobičajenih kolebanja<sup>3</sup>. Ipak, gospodarstvu predstoji produljeno razdoblje u kojem će negativni rizici za očekivani oporavak ekonomske aktivnosti ovisiti o brzini cijepjenja i potencijalnim sekundarnim efektima krize na gospodarstvo (u vidu rasta zaduženosti i/ili troška financiranja), zbog čega će volatilnost indeksa sentimenta i dalje biti visoka, uz mogućnost i njegova iznenadnog pogoršanja.



Nakon inicijalne kontrakcije u prvom tromjesečju 2020., optimistična očekivanja na tržištu i blagi gospodarski rast obilježili su tržište kapitala u drugoj polovini 2020. U skladu s heterogenim učinkom krize na gospodarstvo, nastavak godine zabilježio je neujednačen oporavak

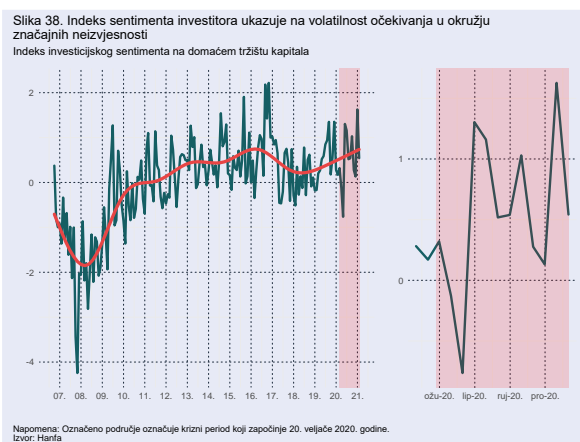
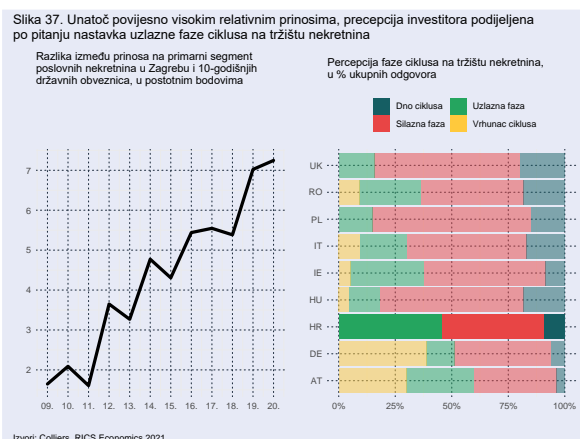
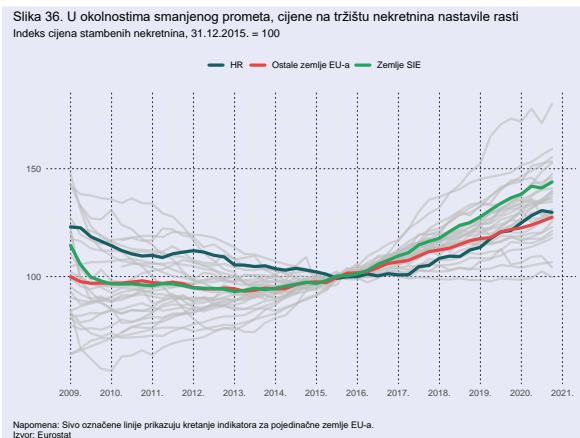
cijena na dioničkom tržištu, pri čemu je ipak većina sektorskih dioničkih indeksa zabilježila potpuni oporavak nakon inicijalne kontrakcije (slika 33.). Naj snažniji rast zabilježio je građevinski sektor čija vrednovanja su se udvostručila u 2020. Tome su pozitivno doprinijela i očekivanja investitora u vezi s planiranim procesom obnove nakon razornih potresa u 2020. Optimističnim očekivanjima i poboljšanju sentimenta investitora svjedoči i oporavak cijena sektora turizma koji je nakon snažne kontrakcije u prvoj polovici pozitivno zaključio kraj godine nadmašivši razinu s kraja 2019.



Na deviznom tržištu u 2020. nije bilo značajnijih poremećaja nakon što je u ožujku tečaj kune prema euru stabiliziran deviznim intervencijama HNB-a te uspostavom bliske suradnje s ECB-om.

<sup>3</sup> Metodologija izračuna indeksa sentimenta, njegove izravne i neizravne komponente objašnjena je u onima opisanim u Makroprudencijalnom skeneru rizika br. 3 u okviru 1. Indeks sentimenta za Hrvatsku: jesu li domaći investitori iracionalni?

Tečaj HRK/EUR kretao se u granicama povijesnih oscilacija, smanjujući tako neizvjesnosti povezane s valutnim rizikom na domaćem tržištu (slika 35.). Iako je izloženost sektora financijskih usluga valutnom riziku razmjerno niska, pristupanjem tečajnom mehanizmu ERM II sredinom godine te posebno s planiranim uvođenjem eura kao službene valute (koji je moguć najranije početkom 2023. godine), taj bi rizik bio značajno smanjen.



Uz cijene financijskih instrumenata koje su u pandemijskoj 2020. općenito snažno porasle, i tržište nekretnina ostalo je razmjerno

nepogođeno negativnim kretanjima pa su cijene na domaćem tržištu nekretnina uglavnom stagnirale ili su na pojedinim segmentima tržišta čak i porasle (slika 36.). Korekcija cijena stambenih nekretnina izostala je primarno zbog programa državnog subvencioniranja kupnje nekretnina koji uz privremeni rast potražnje ujedno djeluje i na ponudu u vidu destimuliranja, odnosno odgađanja smanjenja cijena u iščekivanju novog ciklusa subvencioniranja. Iako su cijene stambenih nekretnina zasad pokazale razmjernu otpornost na koronakrizu, broj transakcija je smanjen u odnosu na prethodne godine s obzirom na neizvjesnost oko negativnih implikacija pandemije na tržište rada koje su privremeno odgođene uvedenim mjerama pomoći gospodarstvu. Dodatno, u dijelu godine kada je na snazi bilo zatvaranje gospodarstva realizacija kupoprodaje bila je otežana. Neizvjesnosti na tržištu nekretnina dodatno su amplificirane potresima, što je potencijalno imalo utjecaja na preferencije kupaca u vidu lokacija ili starosti (protupotresne otpornosti) nekretnina.

Tržište poslovnih nekretnina direktno je bilo pogođeno pandemijom i zatvaranjem gospodarstva s obzirom na uvedene nove modalitete rada (rad od kuće), rast *online* prodaje uz pad fizičke maloprodaje neprehrambenih proizvoda te turističku sezonu lošiju od uobičajene. Iako je navedeno imalo određen utjecaj na volumen transakcija na tom tržištu kao i cijenu najma pojedinih poslovnih nekretnina, općenito su cijene i najam, posebno u segmentu najkvalitetnijih komercijalnih prostora, u 2020. ostali stabilni. Stoga se razlika u prinosu od ulaganja u nekretnine u odnosu na prinos od ulaganja u dužničke vrijednosnice u okružju iznimno niskih stopa dodatno povećala te je u 2020. iznosila 7,25 postotnih bodova (slika 37.). No u okružju vrlo visokih neizvjesnosti povezanih s kretanjima na domaćem tržištu nekretnina, percepcija investitora je podijeljena oko nastavka uzlaznog trenda s obzirom na to da podjednak udio ispitanika smatra da se tržište nalazi u uzlaznoj, odnosno silaznoj fazi ciklusa. S obzirom na relativnu atraktivnost ulaganja u

poslovne nekretnine društva za osiguranje su zbog razmjerno veće slobode pri izboru investicija u odnosu na druge sudionike sektora financijskih usluga i dalje najviše izložena ovom tržištu<sup>4</sup> uz blago povećanje ulaganja pojedinih društava u ovu klasu imovine.

Kretanja na globalnim financijskim tržištima će u 2021. biti snažno pod utjecajem dinamike cijepjenja o čemu ovisi brzina oživljavanja pojedinih gospodarstva. To će uz najavljene daljnje akomodativne monetarne politike i izdašne fiskalne stimuluse s obje strane

Atlantskog oceana podržati trenutačne srednjoročne i dugoročne trendove pada prinosa i rasta cijena na financijskim tržištima, zadržavajući rizik iznenadne i snažne korekcije na povišenoj razini. Takva kratkoročna, volatilna dinamika bit će uvjetovana investicijskim sentimentom i očekivanjima koja će se formirati sa svakom novom objavom o stanju gospodarstva i povezanim mjerama, što naglašava i dalje prisutnu visoku razinu fundamentalne neizvjesnosti u pogledu održivog globalnog ekonomskog postpandemijskog oporavka.

---

<sup>4</sup> Izloženost prema nekretninama društava za osiguranje u RH iznosi 11,1 %, što je za 3 postotna boda više od prosjeka EU-a.

### 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga

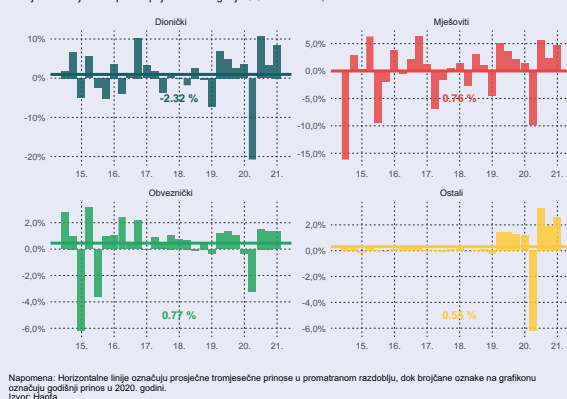
Globalna gospodarska kriza uzrokovana pandemijom koronavirusa i potpomognuta sada već dugotrajnim okruženjem niskih kamatnih stopa uglavnom se odrazila na pad profitabilnosti sektora financijskih usluga, pri čemu prošli, ali i budući intenzitet tog pada direktno ovisi o vrsti poslovanja i investicijskim strategijama pružatelja financijskih usluga. Iako inicijalno najpogođeniji pandemijom, fondovi, investicijski i mirovinski, 2020. su godinu završili s blagim pozitivnim prinosima. Kapitalne zaštite su unatoč padu profitabilnosti sačuvane uvedenim regulatornim mjerama, što će biti važan amortizer moguće materijalizacije kreditnog i drugih rizika u 2021. i 2022. s ukidanjem mjera pomoći gospodarstvu i uspostavljanjem normalne gospodarske aktivnosti, što bi mogao biti izazov za pojedina nefinancijska poduzeća.

#### Fondovska industrija

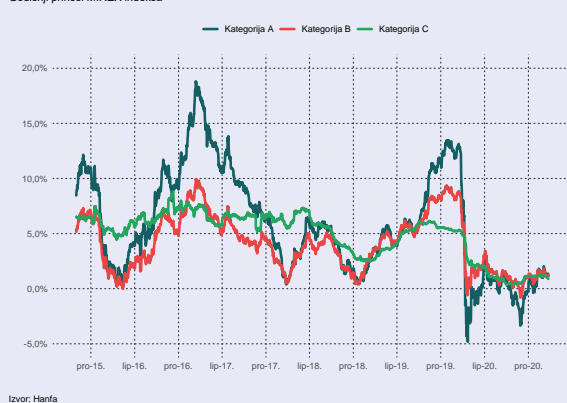
Unatoč pretrpljenom sistemskom šoku u prvom tromjesečju 2020., prinosi gotovo svih kategorija UCITS fondova do kraja su godine poprimili pozitivan predznak, potpomognuti robusnim oporavkom vrednovanja na inozemnim i domaćim tržištima kapitala (više u poglavlju 3.4. Tržišni rizici). Tako su veličinom najzastupljeniji obveznički fondovi sadržajnu 2020. godinu zaključili s pozitivnim prinosom od 0,9 %, što je za 1,54 postotnih bodova niže od njihova višegodišnjeg prosječnog prinosa (slika 39.). Istovremeno su mješoviti i ostali fondovi također ostvarili pozitivne godišnje prinose od 1,9 %, odnosno od 1,1 %. Negativne godišnje prinose ostvarili su tek dionički fondovi koji unatoč stabilnom oporavku u nastavku godine nisu uspjeli nadoknaditi efekte kontrakcije cijena na dioničkim tržištima iz ožujka pa su godinu zaključili s prinosom od -1,5 %.

Spomenuta pozitivna kretanja na financijskim tržištima i oporavak prinosa investicijskih fondova rezultirali su povratkom investitora pa su u drugoj polovici godine realizirane pozitivne neto uplate u domaće UCITS fondove. Oporavku sentimenta investitora zasigurno doprinosi i iskustvo učinkovitog funkcioniranja sektora u epizodi sistemski značajnih pritisaka na isplate, gdje su svi investitori bili u mogućnosti bez poteškoća povući uložena sredstva (više u poglavlju 3.5. Rizik likvidnosti).

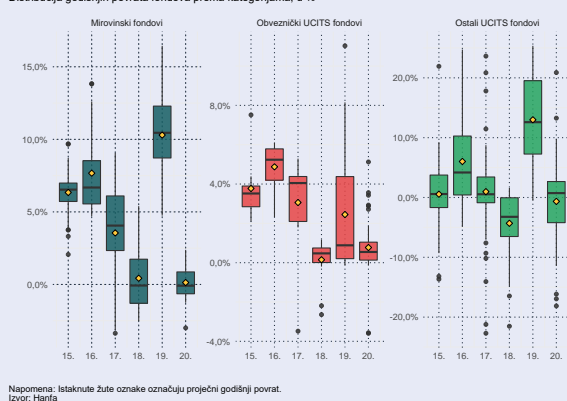
Slika 39. Uravnotežen oporavak prinosa UCITS fondova nakon korekcije u ožujku 2020. Prosječni tromjesečni prinos pojedinih kategorija UCITS fondova, u %



Slika 40. Profitabilnost obveznih mirovinskih fondova smanjena, ali stabilna. Godišnji prinosi MIREX indeksa



Slika 41. Značajna raspršenost povrata unutar pojedinih kategorija fondova. Distribucija godišnjih povrata fondova prema kategorijama, u %



Stabilnost mirovinskih fondova kao dugoročnih institucionalnih investitora došla je do izražaja i u ovoj kriznoj epizodi u kojoj nisu značajnije pogoršani pokazatelji profitabilnosti pa su sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova godinu zaključile s pozitivnim prinosima (slika 40.). Iako su obvezni mirovinski fondovi zabilježili relativno značajna inicijalna smanjenja cijena udjela uslijed rasta prinosa na domaćem obvezničkom tržištu uzrokovanog likvidnosnim pritiscima na investicijske fondove, sa stabilizacijom tržišta državnog duga i oporavkom koji je uslijedio u drugom polugodištu 2020. cijene udjela su se oporavile. Tako su na kraju 2020. obvezni mirovinski fondovi kategorije A, ostvarili prinos od 0,43 %, dok su kategorije B i C zabilježile prinose od 0,94 % odnosno 1,15 %.

Iako agregatni pokazatelji na razini fondovske industrije ukazuju na stabilizaciju i oporavak prinosa neovisno o kategoriji fonda, značajna heterogenost realiziranih prinosa prisutna je unutar svih kategorija (slika 41.). Stoga su, uz sistemsku kretanja kojima su svi financijski subjekti izloženi, za profitne performanse fondova iznimno važne njihove idiosinkratske karakteristike i investicijske politike. Kretanja u 2020. pokazala su da izloženost tržišnim rizicima nije moguće u potpunosti diversificirati, pogotovo u kontekstu globalne krize, no njezine posljedice na vrijednost financijske imovine investitora moguće je ublažiti kroz uravnoteženu strategiju ulaganja.

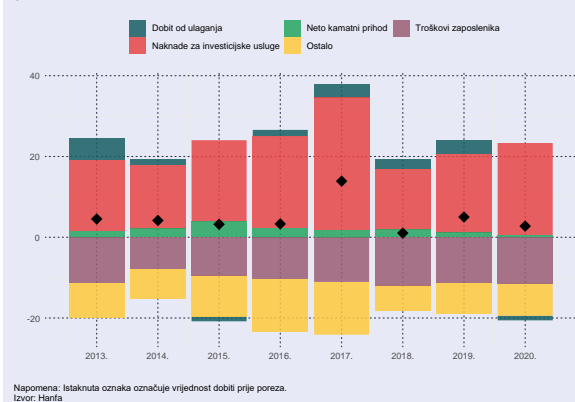
### Investicijska društva i društva za upravljanje fondovima

Na profitabilnost investicijskih društava također su utjecale tržišne nestabilnosti uzrokovane zdravstvenom i ekonomskom krizom i to dvojako. Naime, s eskalacijom pandemije intenziviralo se trgovanje i to poglavito na inozemnim tržištima, što je utjecalo na rast naknada od investicijskih usluga. Međutim, društva su istodobno ostvarila gubitke od ulaganja pa je ukupna profitabilnost smanjena u

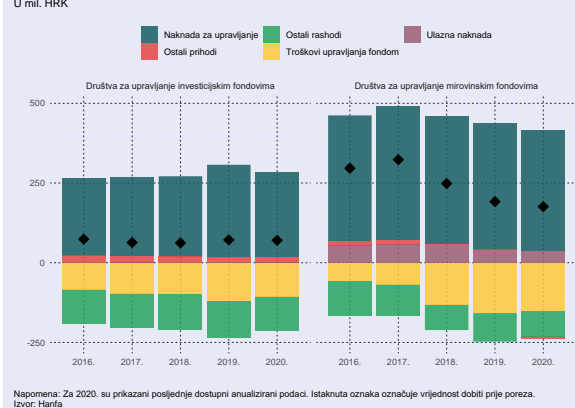
odnosu na vrlo dobru 2019. godinu (slika 42.) za 34,8 %.

Profitabilnost društava za upravljanje investicijskim fondovima ostala je na istoj razini kao i u 2019. godini. Blago smanjenje naknada od upravljanja kompenzirano je nešto manjim troškovima upravljanja fondom (slika 43.). Dobit prije poreza društava za upravljanje investicijskim fondovima na kraju lipnja 2020. iznosila je 35,1 mil. HRK, što predstavlja smanjenje od svega 2 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

Slika 42. Profitabilnost investicijskih društava  
U mil. HRK



Slika 43. Profitabilnost društava za upravljanje fondovima  
U mil. HRK



S druge strane, kod društava za upravljanje mirovinskim fondovima tijekom posljednjih nekoliko godina prisutan je pad profitabilnosti, što je prvenstveno povezano s izmjenama odredbi Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 115/2018) koje su stupile na snagu početkom 2019. Tim su izmjenama smanjene ulazna naknada i naknada za upravljanje te je definirana višegodišnja dinamika daljnjeg pada naknada u narednom

razdoblju. Time je smanjen dominantan izvor prihoda društava za upravljanje mirovinskim fondovima, a ujedno i njihova dobit prije poreza koja je na kraju rujna 2020. iznosila 132 mil. HRK, što je smanjenje od 9,8 % na godišnjoj razini.

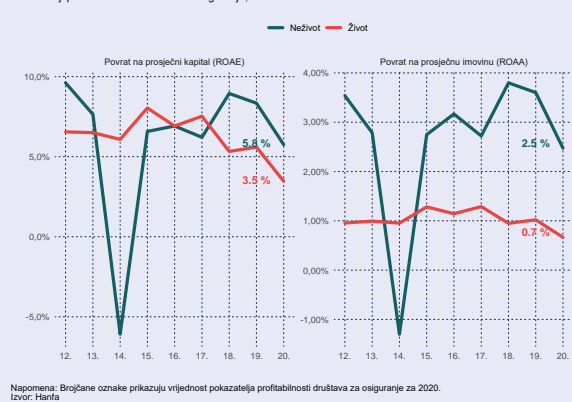
### Društva za osiguranje

Za razliku od fondova čije je poslovanje gotovo momentalno reagiralo na tržišna kretanja uzrokovana pandemijom, poslovanje društava za osiguranje tijekom 2020. nije bilo značajnije pogođeno posljedicama koronakrize, iako je ona bez presedana najveći izazov s kojim će se društva za osiguranje suočavati u narednom razdoblju. To se ponajprije odnosi na odgođeni učinak pandemije na tržište rada o čemu će ovisiti ponašanje klijenata po postojećim ugovorima (prijevremeni raskidi i otkupi), odnosno ugovaranje novih polica, a samim time i profitabilnosti društava.

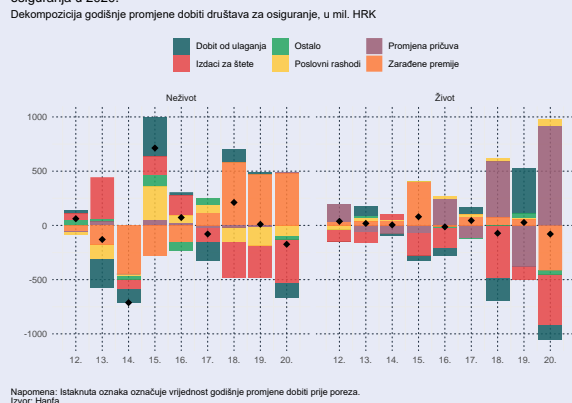
Najveći utjecaj na pad profitabilnosti u 2020. vidljiv je kroz smanjeni volumen premije kod društava za životno osiguranje, dok utjecaj prijevremenih raskida polica na razini industrije još uvijek nije značajan. Na kraju 2020. godine, pad ukupne bruto zaračunate premije životnih osiguranja iznosio je 418,9 mil. HRK ili 13,7 % u odnosu na prethodnu godinu<sup>5</sup>. Taj je pad uglavnom povezan s proizvodima s jednokratnim plaćanjem premije osiguranja koji se prodaju putem bankovnih kanala distribucije, a na što je utjecalo značajno smanjenje bankovnog kreditiranja građana. Stopa prijevremenih raskida ugovora iznosila je 3 % i bila je neznatno manja u odnosu na prethodnu godinu, međutim iznos otkupne vrijednosti je viši za 13 %. S obzirom na nepovoljna ekonomska kretanja moguć je porast prijevremenih otkupa u 2021. Međutim, značajan udio polica s relativno visokim garantiranim prinosima čini

sistemske značajan pritisak na prijevremene raskide i vezane isplate sredstava društava za osiguranje malo vjerojatnim (više u poglavlju 3.5. Rizik likvidnosti).

Slika 44. Profitabilnost društava za osiguranje blago smanjena u 2020. Pokazatelji profitabilnosti društava za osiguranje, u %



Slika 45. Usporevanje poslovanja i pojačane isplate šteta odredili rezultat poslovanja osiguranja u 2020. Dekompozicija godišnje promjene dobiti društava za osiguranje, u mil. HRK

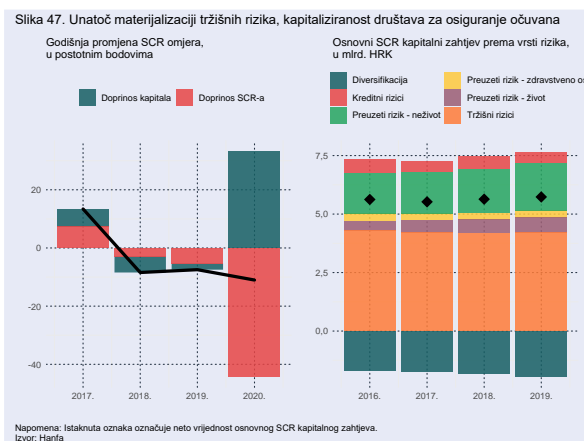
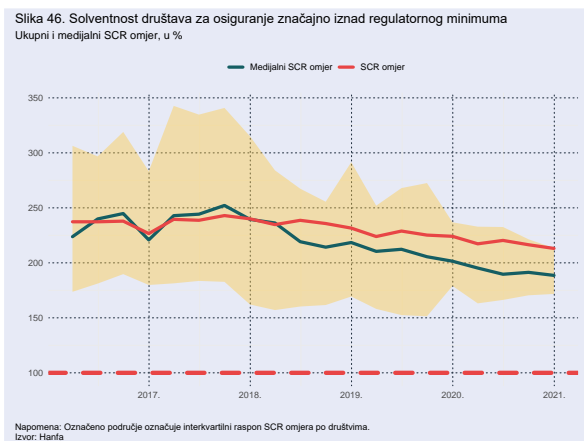


Društva za životno osiguranje suočena su i s pritiscima na strani isplate šteta s obzirom na redovno dospijeće dijela portfelja. Na kraju 2020. porast ukupno likvidiranih šteta životnih osiguranja iznosio je 430,7 mil. HRK ili 18,3 % više u odnosu na prethodnu godinu<sup>6</sup>. Pokazatelji premijskog prihoda i isplata šteta po vrstama osiguranja iz segmenta neživotnih osiguranja pod znatno su manjim pritiskom jer trenutačna krizna situacija nema toliko izražen i direktan utjecaj kao na životna osiguranja, ali i zbog same činjenice da trećinu portfelja čine zakonski regulirana obvezna osiguranja.

<sup>5</sup> U vrsti 19 Životno osiguranje pad iznosi 11,5 % dok je u vrsti 23 UL/IL zabilježeno smanjenje od 30,9 %.

<sup>6</sup> On je u najvećoj mjeri generiran porastom u vrsti 19 Životno osiguranje u kojoj porast iznosi 15,7 % te vrsti 23 UL/IL u kojoj je zabilježen porast likvidiranih šteta od 49,4 %.

Navedena kretanja u sektoru osiguranja dovela su do značajnog pada profitabilnosti u odnosu na 2019. (slika 44.), pri čemu su indikatori profitabilnosti životnih osiguranja pod dodatnim pritiskom sada već višegodišnjeg okruženja niskih kamatnih stopa. Tako je povrat na prosječnu imovinu osiguranja neživota u 2020. iznosio 2,5 %, dok je u segmentu osiguranja života iznosio 0,7 %.



Unatoč negativnim tržišnim kretanjima u 2020. sektor osiguranja i dalje je visoko kapitaliziran. Nakon smanjenja u prvoj polovici godine, razina kapitaliziranosti ostala je stabilna u nastavku 2020. te je i dalje znatno iznad regulatornog minimuma jer je medijalni SCR omjer na kraju godine iznosio 188,6 %. Pri tome je SCR omjer na razini sustava na kraju 2020. iznosio 213,1 %, što ukazuje na to da su relativno veća društva

ujedno i bolje kapitalizirana i spremnija na eventualne dodatne sistemske šokove (slika 46.).

Poslovanje društava za osiguranje je osim preuzetih osigurateljskih rizika uvelike izloženo tržišnim rizicima zbog same prirode ulaganja i izloženosti tržišnom vrednovanju. Značaj tržišnih rizika u profilu rizičnosti društava za osiguranje vidljiv je i u samoj strukturi osnovnog SCR zahtjeva gdje modul tržišnih rizika čini više od polovice kapitalnog zahtjeva<sup>7</sup> (slika 47.). Snažan sistemski šok na financijskim tržištima u prvom tromjesečju (više u poglavlju 3.3. Tržišni rizici) povisio je kapitalni zahtjev društava za osiguranje. Međutim, on je dobrim dijelom amortiziran povećanjem kapitala u 2020., čemu je značajan doprinos dala zabrana isplate dividendi koju je Hanfa donijela na samom početku krize (više u okviru 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja u stresnim okolnostima) kojom je nakon dvije godine zaustavljen trend smanjenja kapitala u sustavu. Posljedično je u 2020. omjer SCR-a imao relativno stabilan trend kretanja na razini malo ispod 200 %, što je gotovo dvostruko iznad propisane regulatorne razine.

Iako su očekivanja povezana s pokazateljima solventnosti i dalje negativna posebno zbog visoke razine nezvjesnosti u vezi s daljnjim razvojem pandemije s obzirom na dinamiku cijepjenja i nove sojeve virusa, okruženja niskih kamatnih stopa, mogućnosti smanjenja kreditnog rejtinga s obzirom na eskpanziju državnog duga, povećanih kreditnih raspona na obvezničkim tržištima i volatilnosti na dioničkim, trenutačna visoka razina kapitaliziranosti čini sektor osiguranja relativno otpornim i spremnim za apsorpciju potencijalnih novih šokova.

Sa ciljem osiguravanja još stabilnije kapitalne pozicije te dodatne likvidnosti društava, Hanfa je u ožujku 2020. donijela odluku kojom se

<sup>7</sup> Ako se izuzme udio diversifikacijskog modula, tržišni su rizici na kraju 2019. činili 55 % osnovnog SCR omjera.

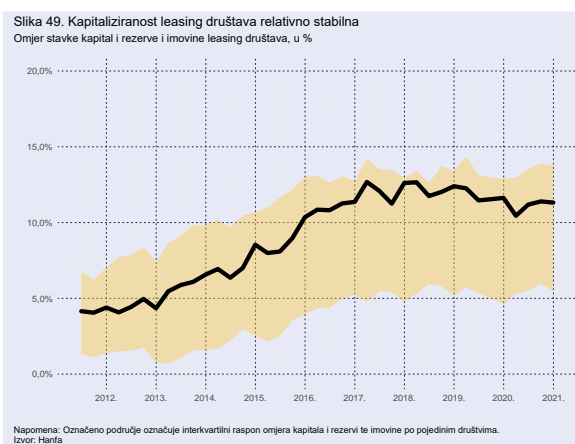
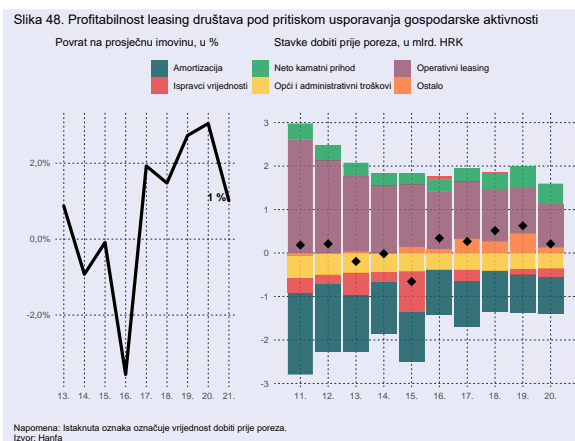
društvima za osiguranje u Hrvatskoj zabranjuje isplata dividendi iz ostvarenih dobiti i to do 30. travnja 2021. godine (više u okviru 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja u stresnim okolnostima).

### Leasing društva

Segment sektora financijskih usluga koji je u 2020. bio najpogođeniji gospodarskom krizom uzrokovanom pandemijom je tržište leasinga. Glavni je razlog tome velika izloženost sektoru turizma, odnosno s njime povezanim djelatnostima trgovine, prijevoza, smještaja te pripreme i usluživanja hrane koje su bile najviše pogođene mjerama zatvaranja i zaustavljanjem gospodarske aktivnosti. Profitabilnost leasing društava značajno je smanjena u odnosu na 2019., ponajprije zbog značajnog pada broja i vrijednosti novosklopljenih ugovora u svim segmentima poslovanja. Kod operativnog leasinga broj novosklopljenih ugovora smanjen je za više od 30 %, dok je vrijednost po istima manja za 16,7 % na godišnjoj razini. Taj je pad bio još izraženiji u segmentu financijskog leasinga s obzirom na to da je broj ugovora manji za više od 40 %, dok je vrijednost novosklopljenih ugovora manja za 37,6 % u odnosu na 2019. godinu. Na kraju 2020. navedeno je rezultiralo padom dobiti nakon poreza za čak 67,9 % na godišnjoj razini.

Može se očekivati da će se ovaj trend pada poslovne aktivnosti leasing društava nastaviti i u 2021., a dodatno opterećenje poslovanju mogla bi biti i izraženija materijalizacija kreditnog rizika koja se očekuje s ukidanjem mjera pomoći gospodarstvu i rastom insolventnosti nefinancijskih poduzeća. Naime, taj je efekt pandemije na poslovanje poduzeća državnim i regulatornim mjerama privremeno odgođen pa je u 2020. porast ispravaka vrijednosti leasing društava bio relativno blag (slika 48.). Može se očekivati kako će s ukidanjem mjera dio poduzeća nakon duljeg razdoblja neaktivnosti imati poteškoća s uspostavljanjem redovnog

poslovanja, a time i vraćanjem ugovora o leasingu u redovnu otplatu nakon isteka odobrenih moratorija.



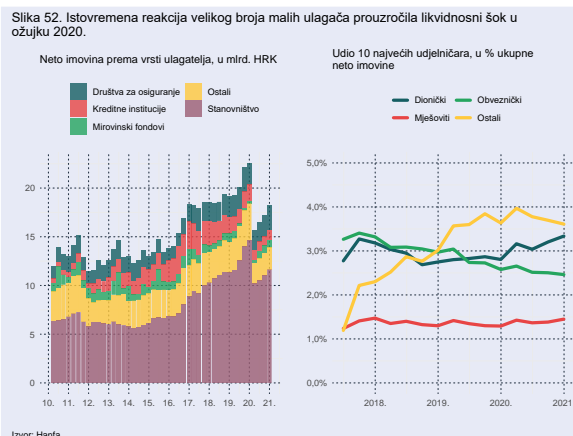
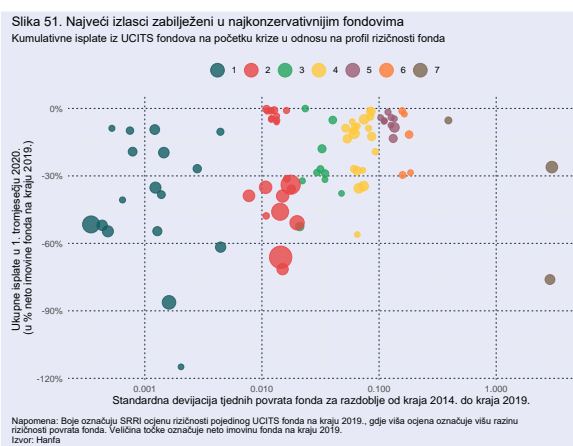
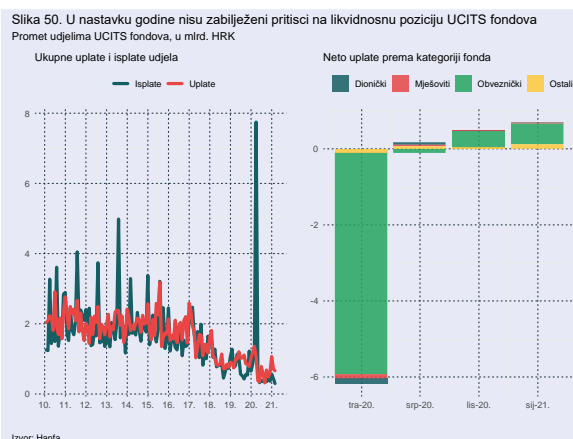
Kapitaliziranost leasing društava očuvana je u 2020. godini na relativno visokoj razini od 11,3 % (slika 49.). Međutim, značajno smanjenje broja i vrijednosti novosklopljenih ugovora u 2020. u kombinaciji s istekom moratorija na otplatu duga u skladu s preporukom Hanfe iz ožujka (više u okviru 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi), kojom je društvima preporučeno ugovaranje moratorija uz privremeno oslobađanje obveze formiranja ispravka vrijednosti za izloženosti prema klijentima čije poslovanje je znatno ugroženo koronakrizom, mogao bi pogoršati pokazatelje kapitaliziranosti leasing društava u 2021. godini. Time bi se pojedina relativno manja društva mogla naći pred izazovom očuvanja kontinuiteta poslovanja, budući da se ipak nalaze na razmjerno nižim razinama kapitaliziranosti.

### 3.5. Rizik likvidnosti

Nakon što su investicijski fondovi u ožujku 2020. bili pod likvidnosnim pritiskom uslijed povećanih zahtjeva za isplatom udjela, stabiliziranjem obvezničkog tržišta taj je pritisak popustio, a likvidnost je dodatno povećana osnivanjem posebnog investicijskog fonda. Međutim, iskustva iz prvog tromjesečja 2020. ukazala su na nepredvidivu prirodu rizika likvidnosti i potencijal prerastanja u sistemski poremećaj, što bi moglo biti posebno važno za neka društva za osiguranje.

Neizvjesnosti u okružju iznenadne zdravstvene i ekonomske krize rezultirale su snažnim odljevima sredstava iz UCITS fondova u ožujku (slika 50.). Najznačajniji su bili odljevi malih, tzv. *retail* investitora, koji su ujedno najzastupljeniji ulagatelji u investicijske fondove (na kraju 2020. činili su 64 % neto imovine, slika 52.). S obzirom na to da su domaći mali ulagatelji uglavnom neskloni preuzimanju rizika, najveći su odljevi sredstava zabilježeni u manje rizičnim fondovima sa stabilnijim cijenama udjela (fondovi s SRRI ocjenama 1 i 2). Riječ je uglavnom o veličinom najzastupljenijim obvezničkim fondovima (slika 51.). Unatoč povećanim pritiscima na isplate sredstava nisu zabilježene poteškoće u isplatama s obzirom na interventne mjere kojima je stabilizirano tržište državnog duga. Uz monetarne mjere Hrvatske narodne banke dodatan razlog stabilizacije svakako je bilo i osnivanje Fonda za stabilnost u travnju 2020. godine. Taj bi investicijski fond trebao srednjoročno doprinijeti stabilizaciji obvezničkog tržišta RH i stvoriti mehanizam za održavanje likvidnosti kroz otkup obveznica i drugih instrumenata tržišta novca od institucionalnih investitora (najviše od mirovinskih fondova) osnovanih na području RH.

Pozitivan signal investitorima došao je i od kreditnih agencija koje su zadržale odnosno povisile kreditni rejting<sup>8</sup> državnih obveznica RH.



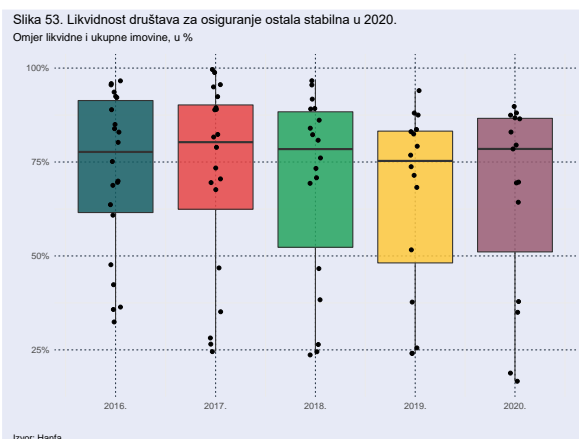
Unatoč i dalje visokoj neizvjesnosti u drugom polugodištu 2020. kretanja na financijskim tržištima bila su uglavnom povoljna te nisu zabilježeni novi veći šokovi, što je doprinijelo nastavku trenda stabilizacije i oporavka

<sup>8</sup> Agencije S&P i Fitch zadržale su ocjenu kreditnog rejtinga u razredu BBB-, dok je Moody's u studenom povisio kreditni rejting na ocjenu Ba1.

investicijskih fondova. Tako je ukupna vrijednost izdanih udjela u drugom polugodištu 2020. iznosila nešto više od 3,7 mlrd. HRK, dok je u istom razdoblju otkupljena vrijednost od približno 2,5 mlrd. HRK. Od ukupne vrijednosti izdanih udjela u drugom polugodištu čak 80,8 % odnosi se na obvezničke fondove, dok je otkupljena vrijednost u njima činila 65,3 % ukupne otkupljene vrijednosti.

Likvidnost sektora osiguranja u 2020. bila je povoljna i stabilna. Medijalni udio likvidne imovine u osigurateljnom sektoru na kraju godine iznosio je 78,5 % uz prisutan trend rasta u odnosu na kraj 2019., kada je iznosio 75,3 %. Međutim, pojedina društva za osiguranje ipak pokazuju potencijal za materijalizaciju likvidnosnih poteškoća, odnosno u kriznoj 2020. njihova se likvidnost dodatno smanjila (slika 53.).

U narednom su razdoblju mogući određeni pritisci na likvidnost cijelog sektora osiguranja s obzirom na pad priljeva sredstava s osnove novougovorene premije osiguranja, mogući rast prijevremenih raskida ugovora, kao i rast isplata šteta. Stoga bi društva koja imaju nizak i neadekvatan udio likvidne imovine koja se može utržiti za pokriće takvih nepovoljnih neto novčanih tokova, posebno u slučaju prolongiranja ili sporog oporavka gospodarstva od krize, mogla biti suočena s likvidnosnim problemima. To bi moglo biti posebno problematično ako dođe do porasta neto novčanih odljeva s obzirom na značajnost pojedinih društava sa slabijom likvidnom pozicijom u pojedinim segmentima tržišta osiguranja.



### 3.6. Operativni rizici

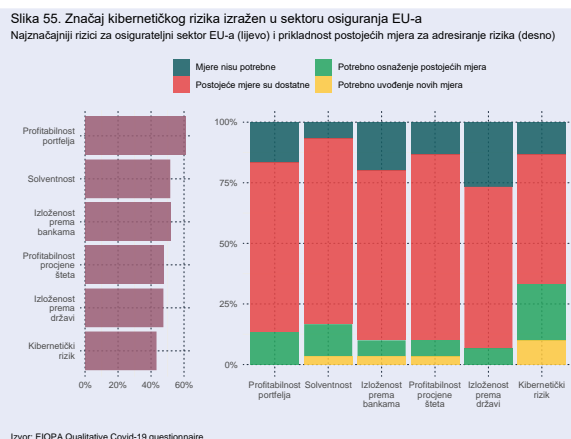
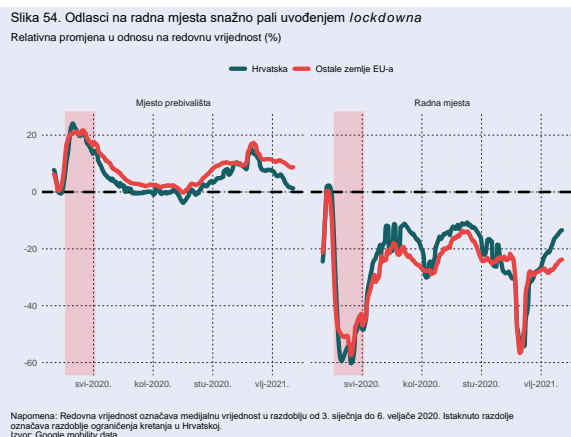
Koronakriza i iznenadna promjena uvjeta poslovanja s kojima su brojni poslodavci tijekom 2020. godine bili suočeni stavila je dodatan naglasak na značaj operativnih rizika u svakodnevnom poslovanju. Premda djelomično ublaženi, operativni rizici i dalje su na povišenim razinama, a koronakrizom katalizirana digitalizacija poslovanja mnogih djelatnosti pojednostavljuje mogućnost materijalizacije pojedinačnog operativnog rizika, kao i njegovog prerastanja u sistemski poremećaj.

Novonastali uvjeti rada na daljinu ukazali su na značajne tehničke i logističke izazove osiguranja kontinuiteta poslovanja tvrtki. Hanfa je stoga u cilju olakšanja i osiguranja kontinuiteta poslovanja sektora financijskih usluga donijela mjere i objavila preporuke kojima podržava kontinuitet poslovanja sektora financijskih usluga, koje je po potrebi tijekom godine proširivala i prilagođavala kako bi osigurala da operativne poteškoće u poslovanju ne rezultiraju pogoršanjem odnosa društava s klijentima.

Ponovno pogoršanje zdravstvene situacije u drugom valu pandemije u mnogim članicama EU-a, pa tako i u Hrvatskoj, opet se odrazilo na pad mobilnosti građana (slika 54.). Time je ujedno stavljen naglasak na ovisnost poslovnih procesa o tehnološkoj stabilnosti i informatičkoj sigurnosti, koji će biti izražen i u razdoblju "nakon koronavirusa" jer će određeni segmenti gospodarstva potaknuti pozitivnim aspektima rada na daljinu nastaviti poslovati u virtualnim uredima. Proces digitalizacije ubrzan je u 2020. i u sektoru financijskih usluga, gdje se rastući broj operativnih procesa obavlja digitalnim putem, kao npr. obrada šteta i distribucija osigurateljnih ugovora.

Time raste izloženost cjelokupnog gospodarstva, a posebno financijskog sektora, kibernetičkim rizicima. U drugoj polovini 2020. nisu zabilježeni značajniji kibernetički napadi koji

bi mogli ugroziti stabilnost domaćeg financijskog sustava, no globalni napadi postaju sve učestaliji. Na važnost adresiranja kibernetičkih rizika ukazuju i odgovori nacionalnih regulatora na anketno ispitivanje EIOPA-e prema kojem je kibernetički rizik jedan od najizraženijih rizika s kojima su suočena društva za osiguranje iz EU-a, pri čemu su kod tog rizika potrebna najveća unapređenja postojećih mjera (slika 55.).



Važni događaji koji su prethodili završetku godine, značajni za razvoj i materijalizaciju operativnih rizika, odnose se na rezultate američkih izbora i konačan dogovor EU-a i Ujedinjenog Kraljevstva, kojim su zaključeni višegodišnji pregovori oko Brexita. Ekonomski izazovnu i vrlo neizvjesnu godinu obilježio je dogovor oko izlaska UK-a iz EU-a, koji je postignut netom prije završetka 2020. ratifikacijom Sporazuma o povlačenju iz EU-a, nakon mjeseci pregovora, a koji je donio smanjenje neizvjesnosti na financijskim tržištima. Društva iz UK-a koja djeluju na području EU-a

morat će prilagoditi svoje poslovanje kako bi se uskladila s europskom regulativom jer se od 1. siječnja UK u pravnom smislu smatra trećom zemljom<sup>9</sup>. Konačan dogovor oko formalno-pravnog statusa financijskih institucija iz UK-a koje posluju na području EU-a u veljači 2021. još

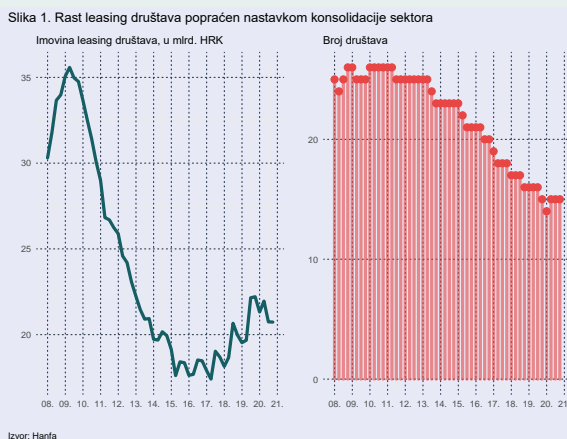
uvijek nije postignut, što operativne rizike i dalje drži povišenima. Eventualnim dogovorom bili bi ublaženi operativni rizici na europskom tržištu financijskih usluga, a Hanfa će ih kontinuirano pratiti i u okviru svoje nadležnosti djelovati.

---

<sup>9</sup> Više informacija dostupno na [stranicama Hanfe](#).

## Okvir 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi

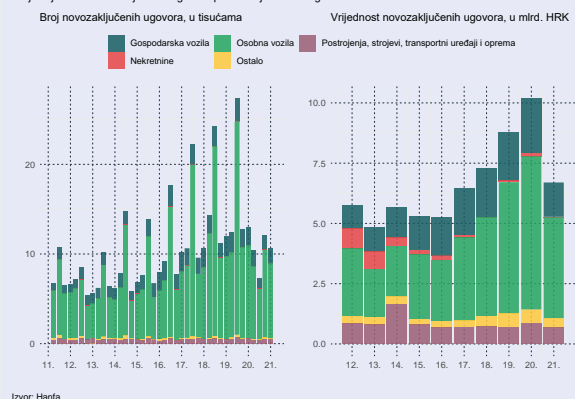
Nakon dugotrajnog oporavka od prošle financijske krize, koji je trajao gotovo šest godina<sup>10</sup>, od 2015. leasing društva ostvarivala su stabilan rast na temelju gospodarskog oporavka. U petogodišnjem razdoblju od 2015. do početka 2020. godine njihova je imovina uvećana za četvrtinu (slika 1.) te je na kraju 2020. iznosila 19,8 mlrd. HRK, odnosno 5,3 % BDP-a te 10 % ukupne imovine sektora financijskih usluga (slika 19.). Istodobno je i profitabilnost bila na zadovoljavajućim razinama (slika 48. u poglavlju 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga) odražavajući relativno konkurentnu operativnu profitabilnost i potisnute troškove ispravaka vrijednosti karakteristične za uzlaznu fazu ekonomskog ciklusa. Unatoč spomenutom rastu značaja sektora nastavljena je njegova konsolidacija u vidu smanjenja broja društava povećavajući tako koncentraciju. Tako je na kraju 2020. aktivno poslovalo 15 leasing društava, što je smanjenje od 40 % u odnosu na kraj 2011. godine.



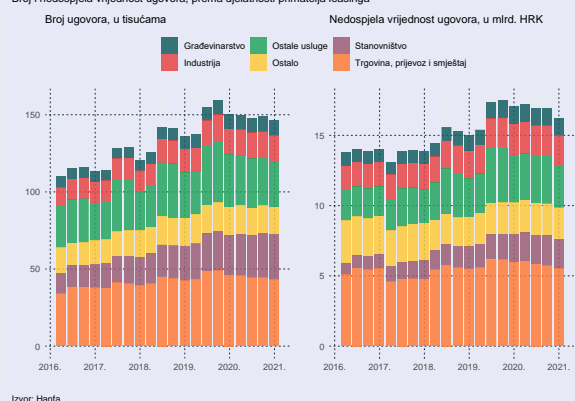
Aktivnije poslovanje i s njime povezan rast sektora ponajprije je potaknuto intenzivnijim financiranjem osobnih i gospodarskih vozila

zbog rastućeg obujma turističkih aktivnosti, ali i sveobuhvatnog gospodarskog oporavka. Potražnja za leasing uslugama u djelatnosti prijevoza rasla je, posebice u segmentu *rent-a-car* vozila pa se najveći broj (i vrijednost) novozaključenih ugovora odnosio na osobna vozila uz izraženu sezonalnost, odnosno varijacije koje su osobito primjetne tijekom drugog tromjesečja, u mjesecima koji prethode ljetnoj turističkoj sezoni (slika 2.).

Slika 2. Glavnina novih ugovora odnosi se na osobna i gospodarska vozila  
Broj i vrijednost novozaključenih ugovora prema objektu leasinga



Slika 3. Većina aktivnih ugovora vezana je uz djelatnosti povezane s turizmom  
Broj i nedospjela vrijednost ugovora, prema djelatnosti primaljela leasinga



Pojačana aktivnost leasing društava izostala je u 2020. s obzirom na direktne i indirektno posljedice krize: potpuno zaustavljanje gotovo svih gospodarskih aktivnosti tijekom ožujka i travnja uz prisutne povećane neizvjesnosti i otežano poslovanje velikog broja poduzeća u ostatku godine, koje se izravno odrazilo na poslovanje leasing društava.

<sup>10</sup> U razdoblju od početka 2009. do početka 2015. godine imovina leasing društava je prepolovljena.

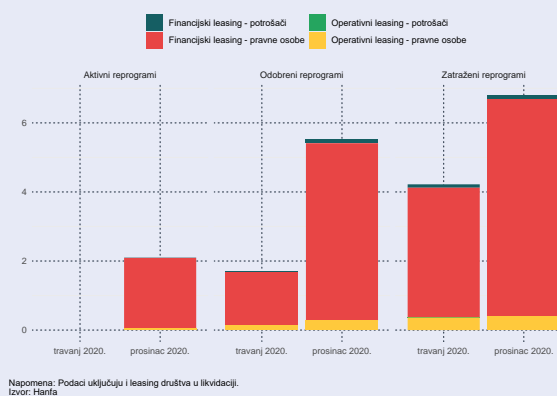
Struktura izloženosti leasing društava prema djelatnostima primatelja leasinga dodatno potvrđuje značajnu povezanost poslovanja leasing društava u Hrvatskoj s turističkim sektorom. Naime, najveći je dio nedospjelih potraživanja leasing društava povezan s djelatnostima trgovine, prijevoza i pružanja smještaja (djelatnosti G, H, I), a na kraju 2020. činio je 34 % nedospjele vrijednosti aktivnih ugovora (slika 3.). Iako je spomenuta povezanost u uzlaznoj fazi ciklusa omogućila snažniji rast i kratkoročno bolje poslovne rezultate, takva koncentracija izloženosti povećava cikličnost poslovanja leasing društava čineći ih osjetljivima na iznenadne poremećaje u segmentu turizma.

S nepovoljnim uvjetima koji su nastupili početkom godine, kada je brzo i iznenadno širenje koronavirusa u vrlo kratkom razdoblju usporilo globalno gospodarstvo, značajno je porasla vjerojatnost materijalizacije sistemskih rizika s potencijalom narušavanja financijske stabilnosti. Unatoč relativno uspješnoj borbi s epidemijom u prvom valu zdravstvene krize<sup>11</sup> od samog početka bilo je izvjesno da će posljedice za gospodarstvo biti značajne. Od regulatora se zahtijevala brza reakcija i donošenje mjera s ciljem ublažavanja ekonomskih posljedica krize.

Poučena iskustvom prošle financijske krize, koja je značajno pogodila poslovanje leasing društava, ali i korisnike tih usluga, Hanfa je već u ožujku 2020. donijela prve mjere za leasing društva<sup>12</sup>. One su se odnosile na odgodu plaćanja glavnice od tri mjeseca za one klijente čiji je bonitet ozbiljno narušen zbog gubitka ili smanjenja izvora prihoda, kao i za one čije je prihodu značajno umanjeno u odnosu na ukupan prihod u prethodnom razdoblju. Inicijalni šok ubrzo je poprimio sistemske karakteristike, pa je Hanfa u drugoj iteraciji izmijenila i dopunila

postojeće preporuke za leasing društva. Dodatne preporuke uključivale su mogućnost ugovaranja moratorija na razdoblje duže od tri mjeseca, prestanak naplaćivanja obračunatih kamata u razdoblju moratorija kao i zateznih kamata onim primateljima leasinga kojima je odobrena odgoda plaćanja te obustavu svih postupaka prisilne naplate tijekom ugovorenog razdoblja moratorija za prijašnje uredne korisnike<sup>13</sup>. Uz zaštitu potrošača Hanfa je preporukama nastojala, u okviru svojih zakonskih ovlasti, olakšati poslovanje leasing društvima. Stoga im je omogućeno usvajanje odluke po kojoj nisu obavezni klasificirati spomenuta potraživanja kao neprihodonosne plasmane te za njih formirati ispravke vrijednosti.

Slika 4. Od ukupnog broja zatraženih reprograma njih 81 % je odobreno  
Ukupna vrijednost ugovora, u mlrd. HRK



Društva su spremno reagirala na Hanfine preporuke i već početkom travnja 2020. odobrila čak 30 % svih dotad kumulativno zatraženih reprograma. Analizirajući dinamiku aktivnih reprograma, čija se vrijednost do kraja prosinca prepolovila u odnosu na vrijednost na početku srpnja, može se zaključiti da su reakcije regulatora i leasing društava bile pravovremene i nužne te su korisnicima usluga omogućile da se na individualnoj razini prilagode ispunjavanju svojih obveza u novim, stresnim okolnostima. Na kraju prosinca vrijednost aktivnih reprogramiranih ugovora iznosila je 2,17 mlrd.

<sup>11</sup> Više o epidemiološkim mjerama u prvom valu pandemije i inicijalnim reakcijama regulatora može se naći u Makroprudencijalnom skeneru br. 4.

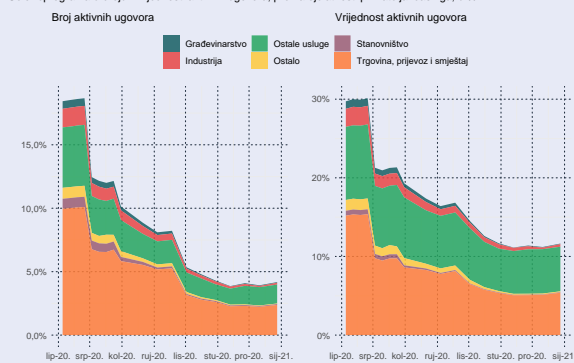
<sup>12</sup> Javna objava dostupna je na [linku](#).

<sup>13</sup> Javna objava dostupna je na [linku](#).

HRK, što čini oko 11 % vrijednosti aktivnih ugovora u tom trenutku (slika 4).

Struktura odobrenih reprograma prema djelatnosti primatelja leasinga slična je strukturi aktivnih ugovora: i prema broju i prema vrijednosti ugovora dominiraju korisnici iz djelatnosti trgovine, prijevoza i smještaja (slika 5.)<sup>14</sup>. Takva raspodjela reprograma uvelike odražava kontrakciju turističkih aktivnosti nakon izbijanja pandemije (slike 4. i 5.) i posljedično manje poslovne prihode primatelja leasinga iz tih djelatnosti. Pritom je kod većine reprograma koji su bili aktivni krajem prosinca 2020. godine (njih čak 84 %) inicijalno ugovoreno razdoblje moratorija od tri mjeseca naknadno produženo odražavajući otežano poslovanje i servisiranje tekućih obveza jednog dijela primatelja leasinga. Stoga je primjetan trend rasta udjela reprograma s dospeljećem dužim od godine dana, a što je posljedica tromjesečnog produljivanja reprograma na naredna tri mjeseca (slika 6).

Slika 5. U strukturi reprograma dominiraju djelatnosti povezane s turističkim sektorom  
Udio reprograma u broju i vrijednosti aktivnih ugovora, prema djelatnosti primatelja leasinga, u %

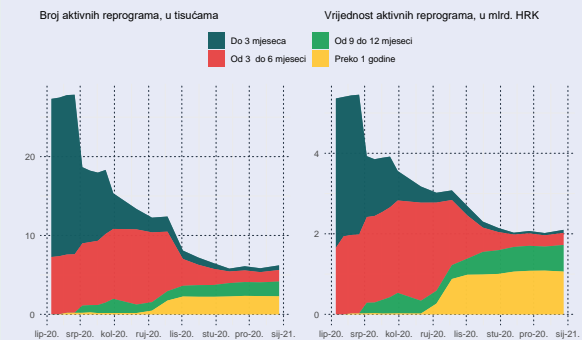


Napomena: Podaci uključuju i leasing društva u likvidaciji.  
Izvor: Hanifa

U narednom kratkoročnom razdoblju očekuje se nastavak ograničenog poslovanja leasing društava, koje će i dalje biti opterećeno nižim prihodima s obzirom na spomenuto produljenje dijela odobrenih reprograma, ali i stagnaciju novih poslova, koja je vrlo izgledna posljedica

(slika 1.) zabilježenih negativnih makroekonomskih trendova.

Slika 6. Najveći je broj aktivnih reprograma dospeljeca dužeg od godine dana  
Broj i vrijednost aktivnih reprograma prema dospeljecu



Napomena: Podaci uključuju i leasing društva u likvidaciji. Reprogramirani ugovori kod kojih se naknadno mijenja (produžilo) inicijalno ugovoreno trajanje moratorija svrstavaju se u razdoblje koje je jednako ukupnom trajanju moratorija. Dospeljeće se definira kao zbroj inicijalnog dospeljeca i svakog dodatnog produženja inicijalnog dospeljeca.  
Izvor: Hanifa

Pored spomenutih kratkoročnih neizvjesnosti u srednjem se roku s istekom reprograma može očekivati povećanje kreditnog rizika leasing društava, a amplituda porasta primarno će ovisiti o daljnjem razvoju makroekonomske situacije. Naime, ukidanje uvedenih mjera pomoći nefinancijskim poduzećima gotovo sigurno će uzrokovati otežan nastavak poslovanja i posljedičnu insolventnost jednog dijela poduzeća, posebno onih koji će se teško prilagoditi novim okolnostima i uvjetima poslovanja, kao i onih čiji su kapitalni amortizeri već iscrpljeni jednogodišnjim izazovnim razdobljem. Opisana kretanja u sektoru nefinancijskih poduzeća odrazit će se na poslovanje leasing društava u vidu otežanog otplaćivanja postojećih obveza kao i manjeg broja novosklopljenih ugovora, što će uzrokovati porast neprihodonosnih plasmana u ukupnim plasmanima (engl. *nonperforming placements ratio*, dalje u tekstu: NPPR). S ciljem određivanja raspona utjecaja koronakrize na kreditni rizik leasing društava napravljena je simulacija kretanja agregatnog udjela NPPR-a. Pritom valja napomenuti da učinak litice (engl. *cliff effect*), odnosno neproporcionalan negativan financijski utjecaj ukidanja mjera pomoći gospodarstvu, na

<sup>14</sup> Na kraju prosinca 57 % ukupnih aktivnih reprograma i 46 % vrijednosti ukupnih aktivnih reprograma odnosilo se na djelatnost

trgovine, prijevoza i skladištenja, smještaja te pripreme i usluživanja hrane (G, H, I djelatnosti).

koji većina međunarodnih regulatora trenutno upozorava<sup>15</sup>, a koji bi se očitovao u naglom pogoršavanju pokazatelja poslovanja financijskih subjekata, zbog prirode poslovanja leasing društava i dinamike knjiženja kreditnog rizika i ispravaka vrijednosti plasmana nije vrlo vjerojatan, već se očekuje postupno pogoršanje kreditnog rizika u vidu porasta neprihodonosnih plasmana i posljedičnog rasta troškova ispravaka vrijednosti.

U simulaciji se pogoršanje kvalitete portfelja leasing društava, a koje se očituje povećanjem NPPR-a, manifestira putem tri kanala: 1. značajno pogoršanje kvalitete postojećih potraživanja, koja su trenutno obuhvaćena mjerama moratorija otplate nakon isteka reprograma, 2. usporen priljev novih ugovora koji su u početnom dijelu otplate prihodonosni, čime poboljšavaju kvalitetu portfelja uz istodobno dospjeće dijela portfelja i 3. nepovoljna makroekonomska situacija, koja negativno djeluje na kvalitetu cjelokupnog portfelja društava. S obzirom na to da zbog velikih neizvjesnosti nije moguće jednoznačno procijeniti kretanje kreditnog rizika nefinancijskih poduzeća, u simulaciji su korištena tri scenarija, kojima se nastojao obuhvatiti raspon mogućih ishoda. U najkonzervativnijem scenariju (scenarij 1), koji pretpostavlja nastavak određenih epidemioloških mjera u drugoj polovini godine, nominalni pad bruto domaćeg proizvoda iznosi -14,9 % na godišnjoj razini. Nešto povoljnija epidemiološka situacija pretpostavljena je u scenarijima 2 i 3 pa je i pad gospodarske aktivnosti blaži te iznosi -12,5 % odnosno -10,4 %<sup>16</sup>. Te su vrijednosti korištene za procjenu trećeg kanala. Značajno pogoršanje kvalitete potraživanja obuhvaćenih moratorijima, odnosno prvi kanal u ovoj simulaciji ima

najizraženiji učinak na kretanje agregatnog NPPR-a. Udio reprograma koji će postati neprihodonosni nakon isteka moratorija ovisi o rizičnosti portfelja svakog pojedinog leasing društva i odabranom makroekonomskom scenariju (slika 7.). S većom rizičnosti društva raste i udio nenaplativih ugovora, tj. udjeli su horizontalno rastući. Društva su, ovisno o procijenjenom stupnju rizičnosti, podijeljena u tri skupine: najmanje rizičnu, srednje rizičnu i najrizičniju skupinu. Pritom je rizičnost svakog pojedinog društva, osim onih koji su u likvidaciji, za potrebe ove simulacije određena na temelju povijesnih razina NPPR omjera i povijesne distribucije udjela G, H, I djelatnosti u ukupnoj strukturi portfelja. Sva društva u likvidaciji *a priori* su ocijenjena kao najrizičnija (skupina 3). Spomenuti korišteni udjeli nenaplativih ugovora rastu i vertikalno, tj. pretpostavlja se da će „kvarenje portfelja“ biti najveće u najkonzervativnijem scenariju, koji pretpostavlja najizraženiji pad gospodarske aktivnosti. Raspon korištenih udjela reprograma koji će postati neprihodonosni nakon isteka moratorija u tom najkonzervativnijem scenariju (scenariju 1) iznosi od 0,75 za najmanje rizična društva do 0,95 za društva koja su ocijenjena kao najrizičnija, dok su pretpostavljeni udjeli zamjetno manji u najoptimističnijem scenariju, u kojem raspon iznosi od 0,25 do 0,75. Bazna vrijednost na koju se primjenjuju tako određeni udjeli jest iznos reprograma s inicijalnim dospjećem većim od jedne godine po svakom pojedinom leasing društvu. Može se pretpostaviti da su upravo to društva koja imaju najakutnije probleme u poslovanju i najlošiju kreditnu sposobnost, zbog čega ni nakon više od godine dana nisu u mogućnosti uredno servisirati svoje obaveze. Drugi kanal odnosi se na procjenu ukupnih

<sup>15</sup> Vidjeti npr. [Financial Stability Report EIOPA-e](#) ili [Financial Stability Review ECB-a](#).

<sup>16</sup> Scenariji načelno odgovaraju onima opisanima u Makroprudencijalnom skeneru rizika br. 4, u okviru 1. [Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga](#).

potraživanja, koja se mijenjaju zbog kombinacije isteka postojećih ugovora o leasingu i priljeva novosklopljenih ugovora. Očekivana vrijednost novih ugovora za svaki od scenarija procijenjena je na temelju povijesno opaženog kretanja novougovorenih plasmana, uzimajući u obzir strukturu portfelja po djelatnostima<sup>17</sup>, pri čemu su korišteni 90-ti, 75-ti i 60-ti percentil distribucije ovisno o promatranom scenariju.

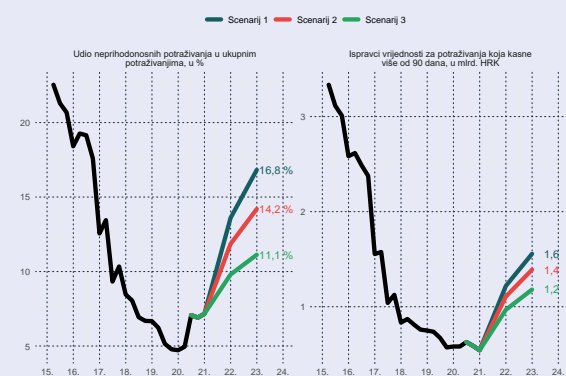
Konačno, trećim kanalom procijenjeno je pogoršanje cjelokupnog postojećeg portfelja ugovora zbog makroekonomskih nestabilnosti koje nisu izravno obuhvaćene prvim kanalom, a pogoršanje je procijenjeno linearnom regresijskom vezom između kvartalne stope promjene NPPR-a i stope rasta realnog BDP-a.

Slika 7. Simulirani udjeli za prvi kanal simulacije  
Pretpostavljeni udio reprograma koji će postati neprihodonosni nakon isteka moratorija ovisno o scenariju



Napomena: Scenarij 1 je najkonzervativniji, a scenarij 3 najoptimističniji. Grupa 1 sastoji se od društava koja su ocijenjena kao manje rizična od grupe 2 i grupe 3.  
Izvor: Hanfa

Slika 8. U narednom dvogodišnjem razdoblju moguća značajnija materijalizacija kreditnog rizika



Izvor: Hanfa

Rezultati opisane simulacije, koje treba interpretirati prvenstveno u okviru navedenih pretpostavki, ukazuju da je do kraja 2022.

godine moguć značajniji porast kreditnog rizika (slika 8.). Procijenjeni raspon porasta NPPR-a iznosi od 4,2 % u najpovoljnijem do 9,9 % u najkonzervativnijem scenariju. Pritom će najjači utjecaj na agregatni NPPR imati prvi kanal, tj. pogoršanje kvalitete postojećih potraživanja obuhvaćenih mjerama moratorija, dok je utjecaj preostalih dvaju opisanih kanala znatno manji. Ipak, s obzirom na to da se simulirani porast neće dogoditi naglo i iznenadno, već je vjerojatniji scenarij postupnog pogoršanja portfelja odražavajući rezultate poslovanja nefinancijskih poduzeća, leasing društva lakše će se prilagoditi novim okolnostima. Porast NPPR-a posredno bi se odrazio i na ispravke vrijednosti. Prema opisanoj simulaciji ispravci vrijednosti u najoptimističnijem bi scenariju iznosili otprilike 0,66 mlrd. HRK, dok je u najkonzervativnijem scenariju taj iznos očekivano veći i iznosi 1,02 mlrd. HRK, što je otprilike na razini operativne dobiti (prije ispravaka vrijednosti) leasing društava u posljednje dvije godine.

Implikacije koronakrize na poslovanje leasing društava pod velikim su znakom neizvjesnosti i prvenstveno će ovisiti o daljnjem kretanju epidemiološke situacije, brzini oporavka gospodarstva te efikasnosti donesenih mjera s ciljem olakšanja pozicije klijenata leasing društava. Stoga je i rezultate navedene simulacije potrebno čitati u tom kontekstu, uvažavajući pritom brojne pretpostavke na kojima se zasniva. Provedena simulacija pruža uvid u raspon mogućih ishoda pogoršanja kvalitete portfelja leasing društava i s njim povezanih gubitaka u vidu porasta ispravaka vrijednosti.

Iako su na prvi dojam značajni, simulirane gubitke leasing društava treba interpretirati u kontekstu opisanih pretpostavki simulacije.

<sup>17</sup> Zasebno su promatrane povijesne distribucije za primatelje leasinga koji pripadaju sektoru stanovništva, kao i oni koji su iz B,

C, D, E djelatnosti, iz G, H, I djelatnosti, iz M, N djelatnosti te iz preostalih djelatnosti.

Pritom valja imati na umu kako će opisani procesi utjecati na poslovanje leasing društava tijekom određenog vremenskog razdoblja ostavljajući im vremena za prilagodbu novim uvjetima. Dodatno, leasing društva dočekala su

krizu uzrokovanu koronavirusom relativno visoko kapitalizirana (više u poglavlju 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga), što će olakšati amortizaciju očekivanog negativnog utjecaja koronakrize.

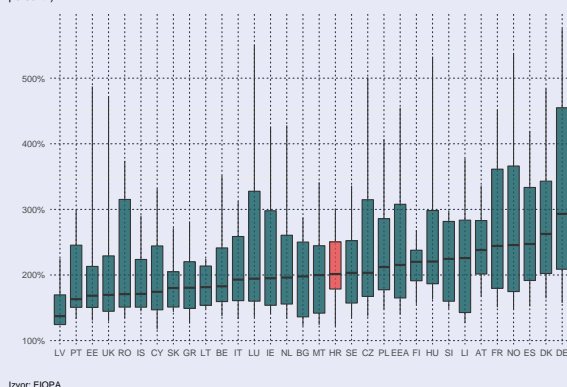
## Okvir 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja u stresnim okolnostima

Poslovanje cjelokupnog sektora financijskih usluga, pa tako i osigurateljnog segmenta, proteklih se godina nalazilo pod povećanim pritiskom uslijed dugotrajnog okruženja povijesno niskih kamatnih stopa. Unatoč izazovnom poslovnom okruženju profitabilnost društava za osiguranje u razdoblju prije izbijanja pandemije bolesti COVID-19 bila je na zadovoljavajućoj razini (slika 44. u poglavlju 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga). Kapitaliziranost sektora također je bila razmjerno stabilna, uz medijalni omjer solventnosti znatno iznad regulatornog minimuma (slika 46. u poglavlju 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga) i u skladu s prosjekom zemalja EU-a (slika 1.). Iako je i likvidnost osigurateljnog sektora tijekom posljednjih godina bila na zadovoljavajućim razinama (slika 53. u poglavlju 3.5. Rizik likvidnosti), visok stupanj rasipanja distribucije pokazatelja likvidnosti po pojedinim društvima sugerira da bi likvidnost pojedinih društava uslijed negativnih kretanja na tržištu u kratkom roku mogla biti ugrožena (više o spomenutim pokazateljima u pretkriznom razdoblju u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika br. 3](#)).

Zdravstvena kriza uzrokovana pandemijom u svega nekoliko tjedana prvog tromjesečja 2020. prerasla je u globalnu gospodarsku krizu dotad nezamislivih razmjera te s neizvjesnim rokom trajanja. Vlade, središnje banke i nadzorna tijela promptno su i odlučno reagirali donijevši čitav niz mjera u svrhu potpore gospodarstvu te očuvanju financijske stabilnosti.

Tako je Hanfa već do kraja ožujka 2020. donijela skup [mjera i preporuka](#) u cilju olakšanja i osiguranja kontinuiteta poslovanja sektora financijskih usluga uz istodobnu zaštitu interesa i prava korisnika usluga, javnog interesa te očuvanja stabilnosti financijskog sustava.

Slika 1. Kapitaliziranost domaćeg tržišta osiguranja blizu prosjeka zemalja EU-a  
Prikazani su SCR omjeri osiguravatelja po državama na 31.12.2019. (medijan, interkvartilni raspon, te 10. i 90. percentil)



Izvor: EIOPA

Jedna od istaknutijih mjera bila je [mjera donesena 26. ožujka 2020.](#), kojom je Hanfa društvima za osiguranje privremeno, do 30. travnja 2021., zabranila isplatu dividendi iz dobiti ostvarenih u 2019., ali i prethodnim godinama. Prethodno donošenju navedene zabrane Hanfa je sredinom ožujka 2020. društvima za osiguranje preporučila da smanje i ograniče sve nepotrebne operativne i investicijske troškove, uključujući isplatu nagrada i bonusa. Navedena odluka donesena je s ciljem stabilizacije poslovanja društava i pružanja dodatne potpore likvidnosti, zaštite interesa korisnika osiguranja te u konačnici održavanja zadovoljavajuće razine kapitaliziranosti sustava. Uzimajući u obzir izvanredne tržišne okolnosti te značaj osigurateljnog sektora za domaći financijski sektor, time je posredno očuvana financijska stabilnost. Naime, društva za osiguranje krajem ožujka 2020. činila su 22 % domaćeg sektora financijskih usluga odnosno 7 % cjelokupnog hrvatskog financijskog sustava. Stoga je stabilnost osigurateljnog sektora od iznimne značajnosti za stabilnost cjelokupnog financijskog sustava Hrvatske, posebno ako se u obzir uzme i značajna indirektna povezanost s

ostalim dijelovima financijskog sustava kroz koncentraciju ulaganja u domaće državne dužničke vrijednosne papire.

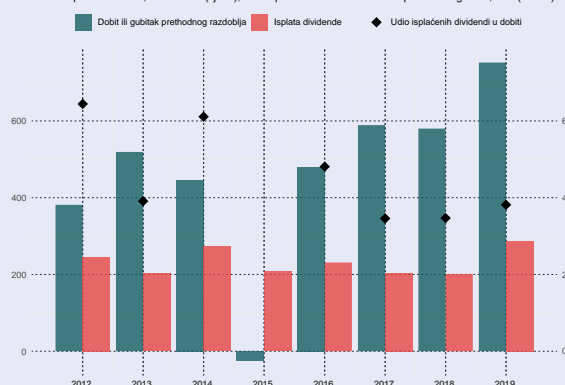
Naglo usporavanje gospodarske aktivnosti, kakvo je nastupilo početkom 2020., neizbježno utječe na poslovanje društava za osiguranje, ponajprije kroz smanjenje priljeva sredstava uslijed pada novougovorene premije, posebno kod životnih osiguranja, te potencijalnog povećanja prijevremenih raskida ugovora i obveza u pojedinim linijama poslovanja. Time raste pritisak na likvidnosnu poziciju i profitabilnost društava, s potencijalno značajnim pogoršanjem kapitaliziranosti. Osim toga, prolongirano razdoblje niskih kamatnih stopa dodatno povećava pritisak na poslovanje društava, posebno onih koja se bave životnim osiguranjima s obzirom na njihove dugoročne obveze po policama s visokim garancijama sklopljenim u prošlosti. Ako uslijed nestabilnih tržišnih uvjeta nastupi značajniji pad vrijednosti ulaganja osiguravatelja, uz potencijalno istodobno smanjenje njihove utrživosti, društva za osiguranje mogla bi pretrpjeti dodatne gubitke ako budu primorana prodavati nelikvidna ulaganja kako bi pravovremeno ispunila svoje obveze prema klijentima.

S obzirom na neizvjesnosti povezane s trajanjem pandemije i jačinu njenih ekonomskih učinaka te visoku osjetljivost financijskog položaja osiguravatelja na tržišna kretanja, i sa strane imovine kao i sa strane obveza (slika 17. u poglavlju 3.1. Ključna kretanja) bilo je neophodno osigurati da društva za osiguranje poduzmu sve moguće mjere kako bi zaštitila svoj kapitalni položaj i ostala u mogućnosti ispunjavati sve svoje obveze prema klijentima. Uz navedene pandemijske okolnosti domaća su društva bila istodobno i pod utjecajem potresa koji je u ožujku pogodio Zagreb i okolice te ih izložio potencijalno značajnim isplatama. Stoga je Hanfa, na temelju proaktivnog pristupa zasnovanog na rizicima kojima su društva za

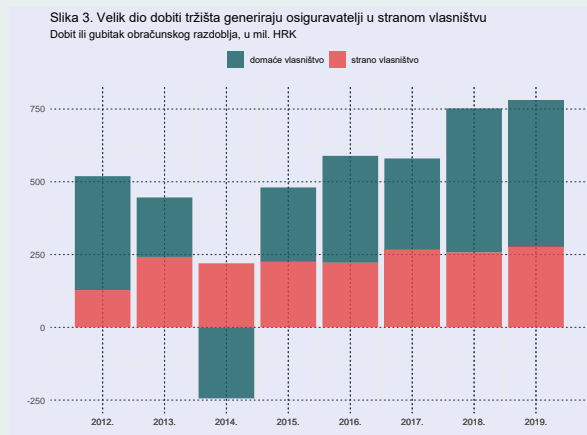
osiguranje u tom trenutku bila izložena, donijela navedenu odluku o uvođenju privremene zabrane isplate dividende. Mjera je donesena imajući u vidu i činjenicu da je u razdoblju sistemskih kriza u slučaju potrebe za dodatnim kapitalom tržišna dokapitalizacija vrlo neizvjesna i ograničena, zbog čega je neophodno očuvati interne zalihe kapitala.

Odluka se odnosila ne samo na dobit ostvarenu u 2019., već i na dobit prethodnih godina s obzirom na izvjesni srednjoročni pritisak na profitabilnost društava za osiguranje te dinamičnu povijest isplate dividendi društava u prijašnjim godinama, gdje je kroz dividende u promatranom razdoblju u prosjeku isplaćivano otprilike 50 % ostvarene dobiti u prethodnoj godini (slika 2.).

Slika 2. Društva za osiguranje isplaćivala oko 50 % ostvarene dobiti kroz dividende  
Dobit i isplata dividendi, u mil. HRK (lijevo), udio isplaćenih dividendi u dobiti prethodne godine, u % (desno)



U okolnostima globalnog šoka, kakav je onaj uzrokovan pandemijom, svi su nacionalni financijski i gospodarski sustavi pod jednakim ili sličnim pritiscima i problemima, što potencira rizik povlačenja inozemnog kapitala u cilju stabilizacije mogućih problema matičnog društva odnosno nemogućnosti pružanja potpore i pomoći društvima kćerima ako se ona nađu u problemima sa solventnošću. Više od polovine osiguravatelja na domaćem tržištu u stranom je vlasništvu (55,5 % imovine tržišta na 31.3.2020.), a oni generiraju velik dio dobiti tržišta (slika 3.), zbog čega je dodatno naglašena važnost očuvanja kapitaliziranosti domaćeg tržišta.



Potreba očuvanja kapitaliziranosti financijskih institucija s ciljem ublažavanja sistemskog rizika apostrofirana je i na europskom nivou. Tako je EIOPA početkom travnja 2020. objavila [Priopćenje za javnost](#) o raspodjeli dividendi i varijabilnim politikama nagrađivanja u kontekstu COVID-19, kojim se osiguravatelji potiču da privremeno obustave sve diskrecijske raspodjele dividendi i otkupe dionica s ciljem nagrađivanja dioničara, uključujući i varijabilne politike nagrađivanja. Također, ESRB je krajem svibnja 2020. donio Preporuku o ograničenju raspodjela tijekom pandemije COVID-19 ([ESRB/2020/7](#)), kojom se nacionalnim makroprudencijalnim tijelima preporučilo da u okviru svojih ovlasti destimuliraju društva za osiguranje i reosiguranje, investicijska društva, kreditne institucije i središnje druge ugovorne strane od raspodjela dobiti barem do početka 2021. godine. Spomenuta ESRB-ova preporuka u Hrvatskoj je obvezivala Hrvatsku narodnu banku i Hanfu da se u okviru svojih ovlasti i zakonskih mogućnosti s njom usklade.

Hanfa je tijekom 2020. redovno i pomno pratila kretanja na tržištu kako bi procijenila utjecaj negativnih kretanja uzrokovanih koronakrizom i potresom na solventnost i likvidnost društava, posebno u kontekstu doprinosa koje je zabrana isplate dividendi imala za njihovu apsorpciju. Analize su pokazale da su pozicije solventnosti i likvidnosti osiguravatelja ostale relativno stabilne usprkos negativnim kretanjima, i to zahvaljujući

visokim razinama kapitaliziranosti i zadovoljavajućoj likvidnosti sektora prije početka krize, ali čemu je pozitivno doprinijela i apsorpcijska sposobnost privremene zabrane isplate dividende.

Iako su se financijska tržišta stabilizirala nakon inicijalnog šoka, nova zatvaranja gospodarstava pred kraj 2020. potaknuta drugim valom pandemije uzrokuju daljnje neizvjesnosti i povećanje rizika za gospodarski oporavak. Također, još uvijek su u velikoj mjeri na snazi mjere javne politike koje podupiru realno gospodarstvo i financijski sustav, čije bi ukidanje moglo dovesti do materijalizacije kreditnog i drugih rizika u financijskom sektoru. Stoga je ESRB u prosincu 2020. ([ESRB/2020/15](#)) produljio preporuku o suzdržavanju od raspodjela dobiti određenih financijskih institucija koje dovode do smanjenja iznosa ili kvalitete vlastitih sredstava do 30. rujna 2021. Pritom je naglašeno kako su isplate ipak moguće, no uz krajnji oprez u provođenju raspodjele, pri čemu rezultirajuće smanjenje ne smije utjecati na pad solventnosti društava ispod konzervativnog praga koji je postavilo njihovo nadležno tijelo. Isto je učinila i [EIOPA](#) preporučivši društvima za osiguranje da zadrže krajnju opreznost i razboritost u okviru upravljanja kapitalom.

U Hrvatskoj je Hrvatska narodna banka sredinom siječnja 2021. donijela [Odluku o privremenom ograničenju raspodjela](#), kojom se kreditnim institucijama do 31. prosinca 2021. ograničava provođenje raspodjela, što uključuje isplatu dividendi, stvaranje obveze isplate dividendi, otkup vlastitih dionica, dodjelu varijabilnih primitaka i druge oblike raspodjela.

Iako se domaći osigurateljni sektor dosad pokazao relativno stabilnim tijekom krize uzrokovane pandemijom COVID-19, izvjesno je kako će učinak krize na društva za osiguranje nastupiti s određenim vremenskim odmakom, ponajprije u ovisnosti o financijskoj poziciji

poduzeća i kućanstava koja će tek biti pod utjecajem krize s ukidanjem mjera pomoći. Uz ekonomske učinke pandemije poslovanje društava za osiguranje u narednom će razdoblju biti i dalje izloženo izazovima povezanim s ostvarivanjem primjerenih povrata od ulaganja, kao i vjerojatno povećanim isplatama odštetnih zahtjeva uzrokovanih razornim potresom koji je krajem prosinca 2020. pogodio Sisačko-moslavačku županiju. U takvim okolnostima i dalje je nužan oprez prilikom donošenja odluka koje bi mogle utjecati na kapitalnu poziciju društava. Stoga će Hanfa, u skladu s očekivanim EIOPA-inim smjericama u cilju harmoniziranja pristupa tom pitanju na razini EU-a, najkasnije do kraja travnja 2021. utvrditi kriterije za raspodjelu dobiti uzimajući u obzir sve

relevantne aspekte poslovanja društava – solventnost, likvidnost, profitabilnost i modele poslovanja, trenutne rizike kojima su izloženi, ali i potencijalne rizike koji bi se mogli manifestirati u narednom razdoblju uslijed prevladavajućih nesigurnosti te provodeći testiranja na otpornost u stresnim okolnostima. Dodatno, i u narednom će razdoblju kretanja na tržištu osiguranja biti pomno praćena kako bi se pravovremeno procijenio utjecaj navedenih negativnih kretanja na poslovanje društava, uključujući i utjecaj potencijalnih isplati dividendi i drugih raspodjela.

## Popis kratica

BDP – bruto domaći proizvod  
 BDV – bruto dodana vrijednost  
 DZS – Državni zavod za statistiku  
 EEA – europski gospodarski prostor  
 EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)  
 EK – Europska komisija  
 ESB – Europska središnja banka  
 ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)  
 ETF – (engl. *Exchange-Traded Fund*)  
 EU – Europska unija  
 EUR – euro  
 HAMAG-BICRO – Hrvatska agencija za malo gospodarstvo, inovacije i investicije  
 Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga  
 HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak  
 HNB – Hrvatska narodna banka  
 HR – Republika Hrvatska  
 HRK – hrvatska kuna  
 HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje  
 MCR – minimalni potrebni kapital (engl. *Minimum Capital Requirement*)

MMF – Međunarodni monetarni fond  
 mil. – milijun  
 mlrd. – milijarda  
 OECD - Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*)  
 p.b. – postotni bod  
 SCR – potrebni solventni kapital (engl. *Solvency Capital Requirement*)  
 SIE – Srednja i Istočna Europa  
 SRRI – sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti (engl. *Synthetic Risk and Reward Indicator*)  
 UCITS – otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)  
 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