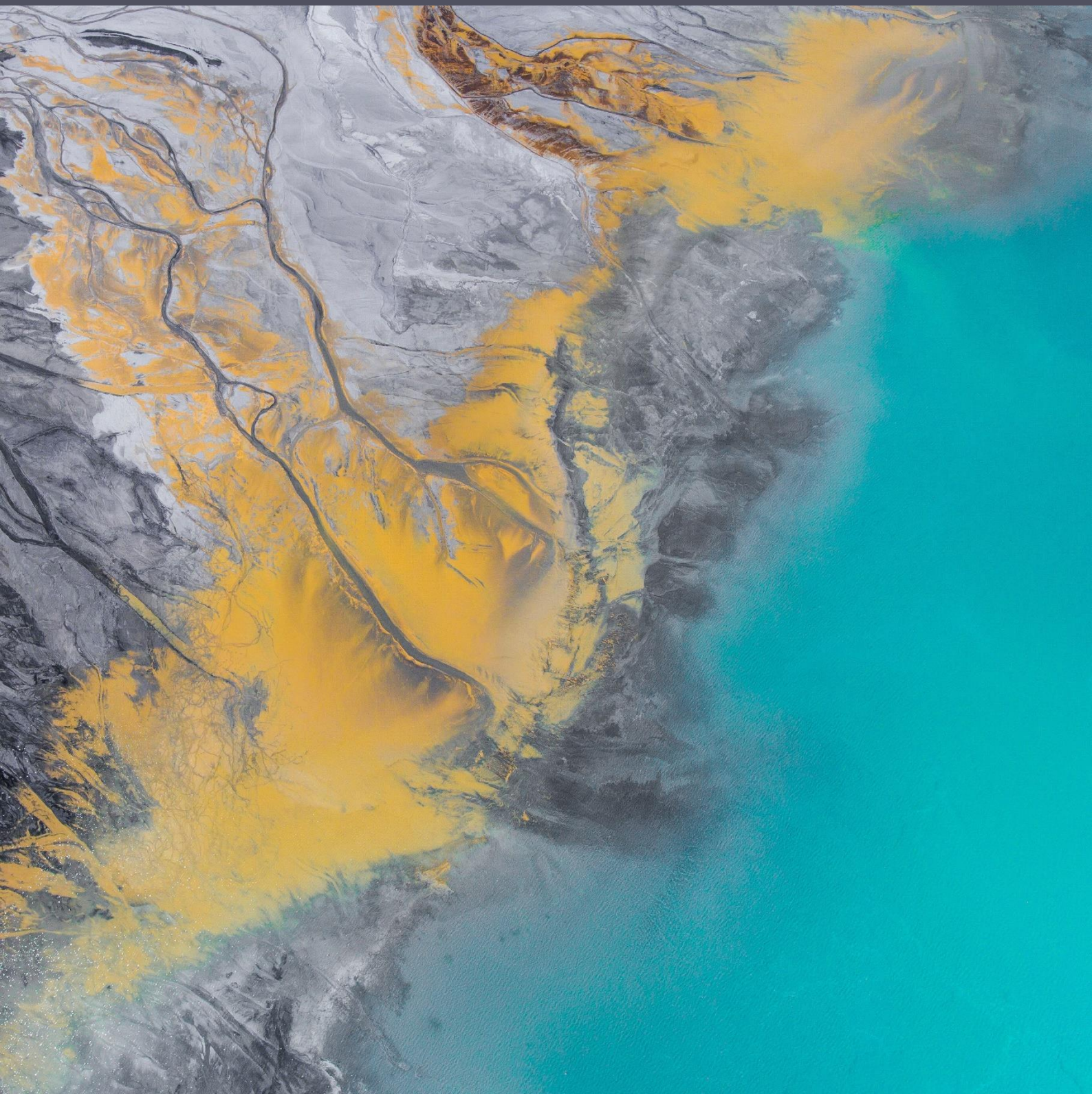


MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Četvrto tromjesečje 2022.

Broj VIII, ožujak 2023.



Izdavač:

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Franje Račkoga 6

10000 Zagreb

www.hanfa.hr

Telefon: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

ISSN 2671-2067

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

Sadržaj

Sadržaj.....	3
1. Uvodno.....	4
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja	6
2.1. Makroekonomsko okružje.....	6
2.2. Financijsko okružje.....	10
3. Rizici sektora financijskih usluga.....	15
3.1. Kratkoročni rizici.....	15
3.2. Dugoročni rizici	18
Okvir 1. Utjecaj uvođenja eura na tržište kapitala i sektor financijskih usluga	22
Popis kratica.....	29

1. Uvodno

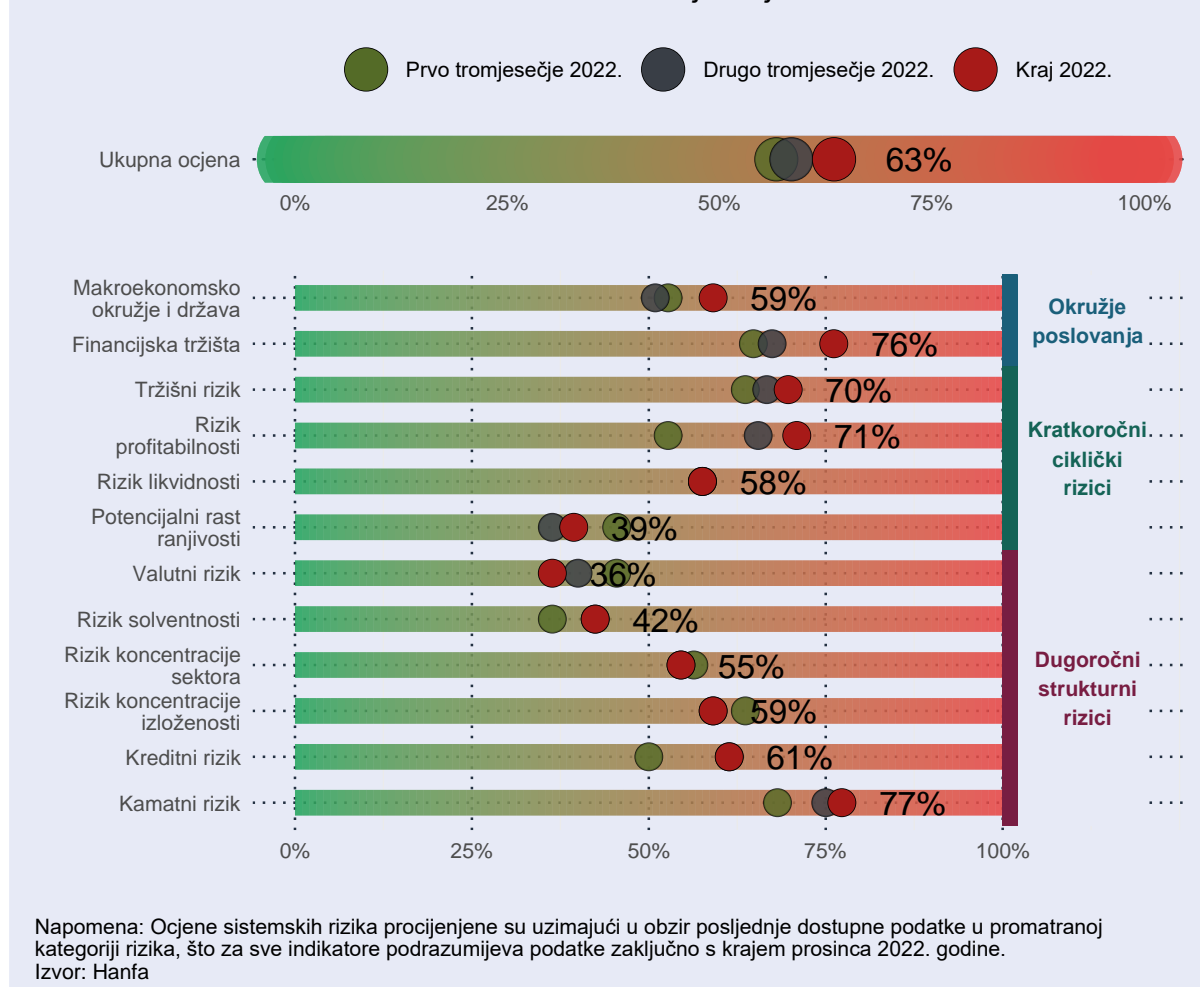
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih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

Financijsku stabilnost mogu narušiti procesi koji nastaju i razvijaju se unutar samog sustava stvarajući ranjivosti koje se u slučaju javljanja određenih šokova mogu materijalizirati u vidu narušenih likvidnosnih i kapitalnih pozicija financijskih institucija onemogućavajući nesmetano funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava. Pritom šokovi mogu biti vanjski i poteći iz međunarodnog okruženja ili idiosinkratski – generirani domaćim makroekonomskim i financijskim kretanjima, ekonomskom politikom ili promjenama u institucionalnom okruženju. Stoga svaki rizik kojem je sustav izložen, a koji može imati negativne posljedice za funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava uzrokujući pritom i ozbiljan negativan utjecaj na realno gospodarstvo, predstavlja *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, potrebno je razviti i odgovarajući skup instrumenata i alata, odnosno politika usmjerenih na očuvanje stabilnosti sustava u cjelini, koje se zajednički nazivaju *makrobonitetne politike*. Stoga su u Europskoj uniji (EU) na nacionalnoj i internacionalnoj razini nakon globalne financijske krize uspostavljena tijela s makrobonitetnim ovlastima i mandatima, a uz makrobonitetne alate razvijeni su i okviri za međunarodnu suradnju. Premda je u inicijalnoj fazi razvoja makrobonitetnih kapaciteta fokus primarno bio usmjeren na bankarski sektor, rastući udio i značaj nebankarskog dijela financijskog sustava stvara strukturne promjene i zahtijeva daljnji razvoj makrobonitetnog okvira i proširenje na sektor financijskih usluga kako bi se adekvatno adresirao sistemski rizik i spriječila regulatorna arbitraža. Usto, financijska se integracija kontinuirano produbljuje, što stvara potrebu za holističkim pristupom, koji sustav promatra kao nerazdvojivu cjelinu, čiji ključni dio čini praćenje i adresiranje ranjivosti u međusektorskom, ali i prekograničnom kontekstu.

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

Slika 1. Matrica sistemskih rizika za četvrto tromjesečje 2022.



Ukupna ocjena izloženosti sektora financijskih usluga sistemskim rizicima blago se pogoršala u četvrtom tromjesečju 2022. te se izloženost na kraju 2022. nalazila na povišenim razinama prvenstveno pod utjecajem pogoršanih makroekonomskih i tržišnih okolnosti. Unatoč solidnom rastu hrvatskog gospodarstva od 6,3 % u 2022. rastući inflacijski pritisci i povišene geopolitičke tenzije dovele su do pogoršanja makroekonomskih indikatora rizika, pri čemu se u kratkom roku očekuje daljnje usporavanje gospodarskog rasta uzimajući u obzir globalna kretanja. Zamjetno pogoršanje zabilježeno je i na financijskim tržištima, što se uglavnom pripisuje zaoštavanju uvjeta financiranja od strane središnjih banaka te pogoršanom sentimentu investitora, a što je rezultiralo korekcijom vrednovanja financijskih instrumenata u okružju povišene volatilnosti. Stoga je razina izloženosti sektora financijskih usluga tržišnom riziku blago povišena. Unatoč blagom smanjenju izloženosti kamatnom riziku kroz smanjenje preostale ročnosti obvezničkog portfelja, kamatni rizik ostaje najistaknutiji strukturni rizik sektora financijskih usluga zbog očekivanog daljnjeg povećanja kamatnih stopa u 2023. godini. Navedene okolnosti mogu imati nepovoljan utjecaj i na relativno koncentrirano i slabo likvidno domaće tržište kapitala, čime je pojačan rizik smanjene profitabilnosti uz potencijalne likvidnosne pritiske u narednom razdoblju kod dijela institucionalnih investitora. Ulaskom u europodručje početkom 2023. domaći sektor financijskih usluga u velikoj će mjeri eliminirati izloženost valutnom riziku uz pristup određenim instrumentima zaštite od sistemskih šokova, što može doprinijeti njegovoj stabilnosti u narednom neizvjesnom razdoblju s naglašenim cikličkim sistemskim rizicima.

2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja

2.1. Makroekonomsko okružje

Snažan rast domaćeg gospodarstva iz prve polovice 2022. u drugom je dijelu godine ograničen izraženim inflatornim pritiscima koji smanjuju kupovnu moć domaćih potrošača uz potencijalno posustajanje inozemne potražnje uvjetovano padom gospodarske aktivnosti glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Rast kamatnih stopa zbog snažnog odvajanja inflacije od dugoročnog cilja još nije značajnije prenesen u troškove financiranja na domaćem tržištu, dijelom i zbog vrlo visoke likvidnosti domaćeg sustava, dodatno povećane zbog ulaska u europodručje. No dinamika i intenzitet rasta troškova otplate dugova u narednom bi razdoblju mogli dodatno kočiti potrošnju, posebno kućanstava s nižim dohodcima, koja su značajnije pogođena i rastom cijena. Iako su s razmjerno toplom zimom i ograničenjem cijena energenata očekivanja ekonomskog usporavanja u 2023. ublažena, negativni rizici i dalje su naglašeni s obzirom na nastavak ratnih sukoba na istoku Europe, zaoštavanje odnosa između SAD-a i Kine, izvjesno otvaranje kineskog gospodarstva kao potencijalni okidač za rast inflacijskih očekivanja te upitnu održivost javnog i privatnog duga u okružju povišenih kamatnih stopa.

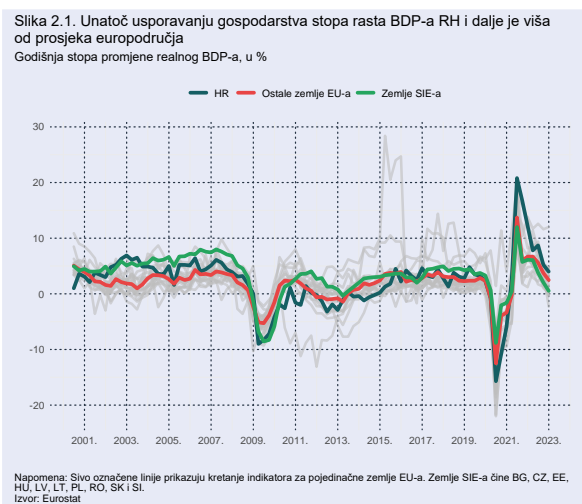
Usprkos invaziji Rusije na Ukrajinu na početku godine i snažnim posljedicama na gospodarstvo Europe dinamičan rast domaćeg gospodarstva s kraja 2021. nastavljen je i u prvoj polovici 2022., pri čemu je godišnja stopa rasta realnog BDP-a u drugom tromjesečju iznosila 8,7 % zahvaljujući rastu potrošnje kućanstava, izvoza te u manjoj mjeri investicija. Unatoč snažnom rastu investicija u privatnom sektoru kroz povećanje obujma građevinskih radova i uvozu kapitalnih proizvoda te generiranju prihoda u djelatnostima povezanim s turizmom, u

četvrtom tromjesečju 2022. godišnja stopa rasta gospodarstva usporila je na 4 % označavajući usporavanje rasta u drugoj polovici godine (slika 2.1.). Realna stopa ekonomskog rasta zemalja članica europodručja¹ i usporedivih zemalja SIE-a bila je relativno niža u odnosu na domaće gospodarstvo, s primjetnim usporavanjem sredinom godine, što se može objasniti većim stopama inflacije među pojedinim zemljama te padom realnog raspoloživog dohotka i općenito potrošnje. Indeks ekonomskog sentimenta i njegove sastavnice ukazivali su tijekom trećeg tromjesečja na znatniji pad optimizma u različitim segmentima gospodarstva EU-a. Postupna stabilizacija cijena energenata i održavanje niske nezaposlenosti pridonijeli su krajem godine preokretu trenda i djelomičnom oporavku ekonomskog sentimenta, posebice u potrošačkom i maloprodajnom segmentu, implicirajući relativno blaže usporavanje gospodarstva od prethodno očekivanog. U četvrtom tromjesečju zabilježen je blag oporavak ekonomskog sentimenta u RH zahvaljujući optimizmu u uslužnom sektoru na krilima snažne turističke sezone, no blag pad obujma industrijske i građevinske proizvodnje krajem godine pridonosi smanjenju ukupnog tržišnog sentimenta u RH, uz i dalje naglašen rizik pogoršanja ostalih sastavnica ekonomskog sentimenta u narednom razdoblju (slika 2.3.).

Glavne komponente domaće agregatne potražnje koje su predvodile rast u prva tri tromjesečja 2022. jesu osobna potrošnja, bruto investicije i izvoz usluga, što je odraz snažnog tržišta rada i postojane inozemne potražnje, ali i akumulirane štednje tijekom pandemije koja je očuvala potrošnju kućanstava. Rast prihoda u turizmu i povezanim djelatnostima održao je realnu stopu BDP-a na relativno visokim

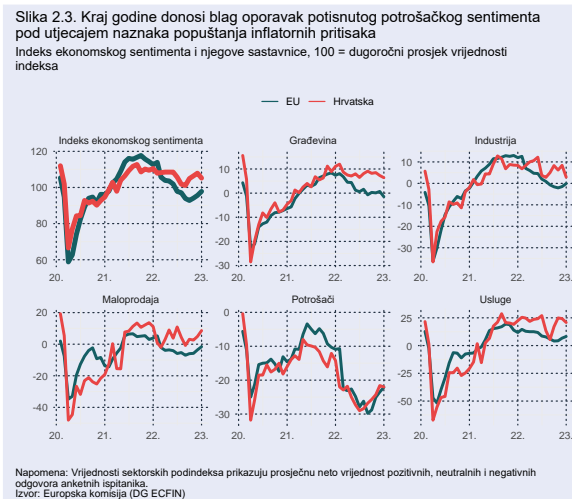
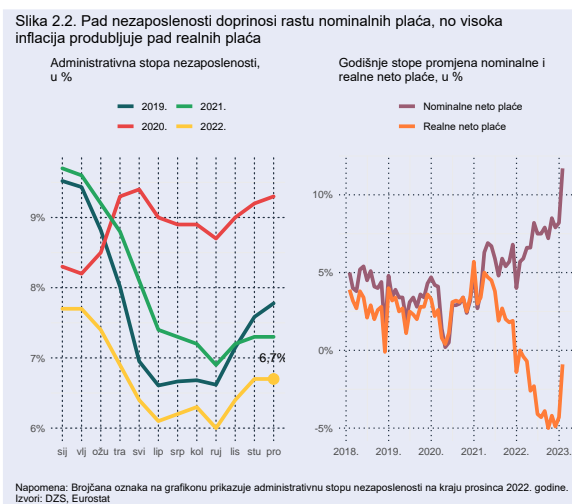
¹ Prema podacima s [Eurostata](#) realni BDP europodručja ostao je u četvrtom tromjesečju 2022. nepromijenjen u odnosu na prethodno tromjesečje.

razinama u drugom i trećem tromjesečju, no u posljednjem dijelu godine naglašeni su negativni rizici te se očekuje iščezavanje utjecaja povoljnih rezultata iz turističke sezone uz moguće pogoršanje uvjeta na tržištu rada i posljedično usporavanje gospodarske aktivnosti u sljedećoj godini. Takvo usporavanje domaćeg gospodarstva i gospodarstava zemalja u okruženju povećava vjerojatnost porasta premije za rizik investitora, a time i materijalizacije tržišnog i kreditnog rizika u financijskom sektoru, uz potencijalne nepovoljne učinke na profitabilnost sektora financijskih usluga.



U skladu s gospodarskim kretanjima tijekom 2022. godine uvjeti na tržištu rada ostali su povoljni uz rastuću potražnju za radnicima u određenim djelatnostima. Unatoč rastu nominalnih plaća realni raspoloživi dohodak smanjuje se s obzirom na inflatorne pritiske (slika 2.2.) te uvelike pridonosi očekivanom slabljenju gospodarske aktivnosti krajem godine. Stopa nezaposlenosti krajem 2022. iznosila je 6,7 %, što je za 1 postotni bod manje u odnosu na kraj pretkrizne 2019. godine. Godišnjem rastu zaposlenosti od 1,2 % u prosincu najviše su doprinijeli radno intenzivni IT sektor te djelatnosti povezane s turizmom i trgovinom. Porast potražnje za radnom snagom i nedostatak radnika u pojedinim industrijama

djelomično je nadoknađen uvozom radnika iz trećih zemalja², a zategnuti uvjeti na tržištu rada odrazili su se i u rastu nominalnih neto plaća, koje su na godišnjoj razini narasle za 8,2 %. Unatoč tome, realna pozicija radnika dodatno je oslabljena uslijed pada realnih plaća zbog ustrajnih visokih stopa inflacije³. S obzirom na to da prerađivački sektor i djelatnosti povezane s trgovinom na veliko i malo zapošljavaju više od 30 % ukupne radne snage, recentni godišnji pad industrijske proizvodnje i trgovine na malo od 2,4 % i 0,8 % u prosincu ukazuje na mogućnost usporavanja rasta zaposlenosti, a posljedično i gospodarske aktivnosti.



Glavno su ishodište rizika u makroekonomskom okruženju na kraju 2022. povišeni inflatorni pritisaci koji pridonose mogućem ukorjenjivanju

² Pojam „treće zemlje” odnosi se na zemlje izvan Europske unije.

³ Pad realnih neto plaća krajem prosinca na godišnjoj je razini iznosio 4,3 %.

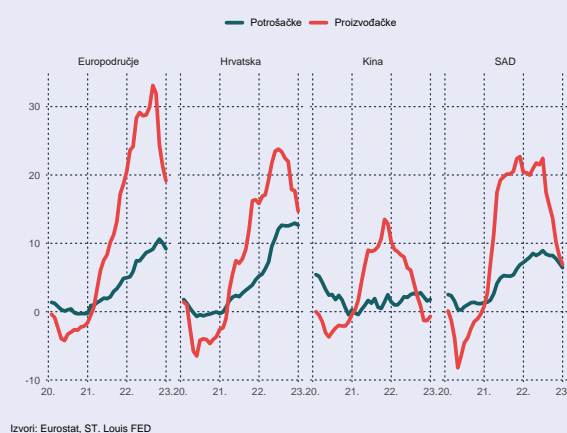
inflacijskih očekivanja na višim razinama. Inflatorni pritisci dosegli su vrhunac u studenom, kada je godišnja stopa inflacije iznosila 13,5 %, nakon čega je zabilježen pad od 0,4 postotna boda u prosincu 2022. Na mjesečnoj razini inflacija pokazuje tendenciju usporavanja u posljednjim mjesecima, čemu je značajno doprinijela stabilizacija cijena energenata i prijevoza.⁴ Važan je čimbenik snažnog rasta cijena u 2022. ruska invazija na Ukrajinu, zbog koje je značajno ograničen izvoz dobara iz te dvije zemlje, koje su vodeći svjetski izvoznici energenata, žitarica, mineralnih gnojiva i obojenih metala, a dodatno je rast cijena potenciran ekonomskim sankcijama Rusiji. U drugoj polovici 2022. vidljiv je pad globalnih cijena ulaznih dobara, što se s određenim vremenskim odmakom reflektira i na proizvođačke cijene, čime su u recentnom razdoblju djelomično sniženi pritisci na potrošačke cijene u europodručju⁵ (slika 2.4.).

Stabilizaciji opće razine cijena doprinijela je kombinacija ograničavanja cijena nafte od strane zemalja EU-a i normalizacija cijena ostalih energenata, posebice prirodnog plina zbog popunjavanja europskih skladišta plina te niža potražnja od očekivane tijekom sezone grijanja (slika 2.6.). Pritisak na strani svjetskih dobavnih lanaca olakšan je popuštanjem strogih epidemioloških mjera u Kini u prosincu i usporavanjem potražnje u vodećim gospodarstvima, no neizvjesnosti u pogledu normalizacije opskrbnih lanaca i dalje su povišene. Naime, započeti deglobalizacijski procesi koji podrazumijevaju reorganizaciju globalnih lanaca dobave (tzv. *nearshoring*) i *de facto* viši trošak rada srednjoročno učvršćuju inflacijska kretanja na razinama iznad ciljanih stopa⁶ (slika 2.7.).

Čimbenici na strani ponude poput zategnutih opskrbnih lanaca i visoke razine proizvođačkih

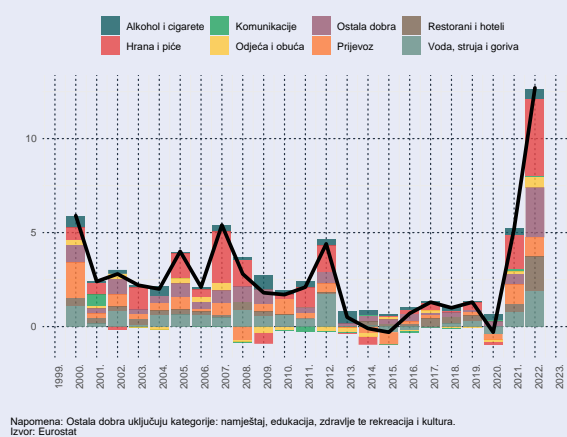
cijena i dalje su primarni uzroci inflatornih pritisaka, s time da su rastuća potražnja i očekivano uvođenje eura dodatno doprinijeli višoj stopi inflacije u drugoj polovici 2022. godine. Najznačajniji doprinos u stvaranju inflatornih pritisaka vidljiv je u komponentama cijene energije te hrane i pića, ali i ostalih dobara, reflektirajući prelijevanje inozemnog rasta cijena na domaće tržište, jačanje potražnje koja je posebno bila naglašena tijekom turističke sezone te podizanje cijena uslijed najavljenog uvođenja eura (slika 2.5).

Slika 2.4. Značajan pad cijena energenata doprinio globalnom smanjenju cijena proizvodnje, a posredno i inflacijskih pritisaka
Stope rasta proizvođačkih i potrošačkih cijena, u %



Slika 2.5. Snažan skok inflacije u 2022. uzrokovan je rastom cijena većine komponenti potrošačke košarice

Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima



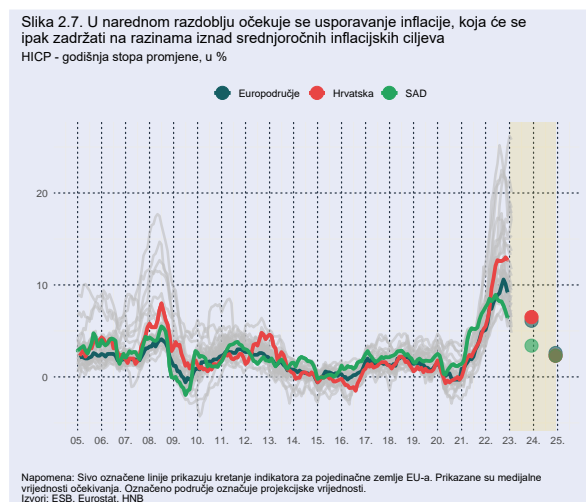
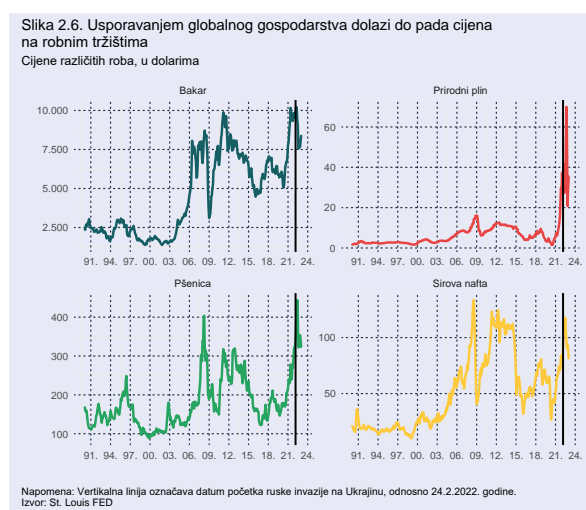
S ciljem zaštite najugroženijih skupina društva i obuzdavanja rasta potrošačkih cijena Vlada RH predstavila je početkom rujna 2022. novi [paket](#)

⁴ Mjesečna stopa inflacije u prosincu je iznosila -0,3 %, što je relativno smanjenje od 1,2 postotna boda u odnosu na studeni.

⁵ U Njemačkoj je, nakon više od dvije godine, tijekom listopada zabilježen mjesečni pad proizvođačkih cijena industrijskih dobara od 4,2 %, prvenstveno zbog pada cijena struje i prirodnog plina.

⁶ Prema Europskoj komisiji, procijenjena stopa inflacije u Hrvatskoj za 2023. i 2024. iznosi 6,5 % odnosno 2,3 %.

mjera u procijenjenom iznosu od 21 mlrd. HRK, kojim se ograničavaju cijene struje, plina i dijela osnovnih prehrambenih namirnica te se povećavaju neoporezivi primici radnicima i studentima, kao i jednokratna novčana primanja nezaposlenima i umirovljenicima. Iako su navedene mjere kratkoročno smanjile inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća, dugoročniji utjecaj na inflacijska očekivanja uvelike ovisi o mogućim dopunskim fiskalnim intervencijama u slučaju novog rasta cijena i dodatnih cjenovnih šokova koji bi mogli staviti dodatni pritisak na rast javnih rashoda u 2023. godini.



Unatoč rastu proračunskih prihoda pod utjecajem povoljnih gospodarskih rezultata u 2022. i cjenovnog efekta na rast poreznih primanja, fiskalna pozicija države izložena je

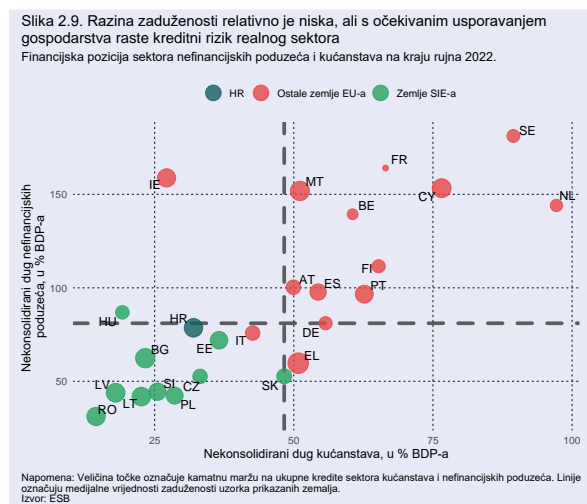
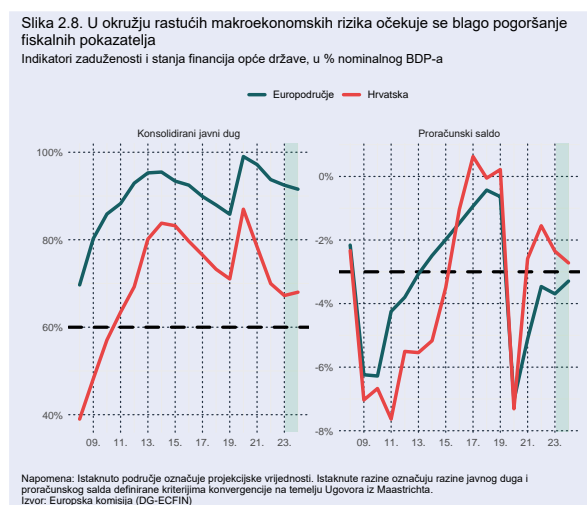
negativnim rizicima zbog rastućih proračunskih potreba i pogoršanja uvjeta financiranja (slika 2.8). Izražen rast cijena dobara i usluga te uspješna turistička sezona potpomognuta snažnom domaćom i inozemnom potražnjom ističu se kao glavni čimbenici koji su pogodovali godišnjem rastu prihoda državnog proračuna od 7 % tijekom prve polovice 2022. Uz izražen ciklički uvjetovan rast poreznih prihoda od 19,2 %⁷, prvenstveno od poreza na potrošnju i dobit poduzeća, dodatan poticaj poboljšanju kretanja proračunskog salda središnje države dalo je i smanjenje ukupnih rashoda od 1,4 %. U tome je najviše sudjelovao prekid potpora za očuvanje radnih mjesta djelatnostima pogođenima pandemijom radi stvaranja prostora za daljnje fiskalne intervencije u smjeru očuvanja kupovne moći stanovništva. Navedene promjene pridonijele su smanjenju proračunskog manjka u prvoj polovici 2022. na razinu od 3,5 mlrd. HRK, odnosno 0,7 % BDP-a, što je smanjenje deficita od 1,7 postotnih bodova u odnosu na isto razdoblje 2021. Istodobno je poboljšani pokazatelj zaduženosti opće države zbog godišnjeg pada iznosa javnog duga krajem rujna 2022. od 0,4 % te snažnog rasta nominalnog BDP-a. Stoga je krajem rujna udio javnog duga u BDP-u iznosio 70,4 %, što je smanjenje od 2,7 postotnih bodova u odnosu na prethodno tromjesečje.

Iako opći rast cijena u kratkom roku pozitivno djeluje na prihode opće države, poduzete protuinflacijske mjere uz jačanje sindikalnih zahtjeva vrše pritisak na rashodovnu stranu javnih financija uz naglašenu vjerojatnost ubrzanja rasta javnog duga opće države u mogućem stagflacijskom scenariju u 2023. godini. U svrhu adresiranja gospodarskih šokova Europska komisija produžila je rok odgode fiskalnih pravila iz Pakta o stabilnosti i rastu (engl. *general escape clause*) do kraja 2023., čime je osiguran prostor u provedbi ekspanzivnije fiskalne politike usmjerene na

⁷ Tijekom prve polovice 2022. prihodi od PDV-a iznosili su 28,9 mlrd. HRK, što je povećanje od 17,9 % u odnosu na isto razdoblje

2021., dok je vrijednost prikupljenih poreza na dobit bila 6,8 mlrd. HRK uz godišnji rast od 37,7 %.

najranjivije segmente gospodarstva i ublažavanje posljedica univerzalne restriktivne monetarne politike. Također, ulaskom u europodručje početkom 2023. Hrvatska podiže stupanj integriranosti s razvijenim članicama europodručja, koja je u prethodnom razdoblju već ugrađena u nižu cijenu zaduživanja i koja potencijalno može ublažiti pogoršanje troška financiranja u scenariju povećanja sistemskog stresa na financijskim tržištima (više u okviru [1. Utjecaj uvođenja eura na tržište kapitala i sektor financijskih usluga](#)).



Okružje rastućih kamatnih stopa povećava opasnost materijalizacije kreditnog rizika te može, uz očekivano usporavanje gospodarskih trendova, biti okidač za prelijevanje šokova između financijskih institucija i nefinancijskog sektora. Iako su trenutačni pokazatelji zaduženosti domaćih kućanstava i nefinancijskih poduzeća na umjerenim razinama u odnosu na

ostale europske zemlje (slika 2.9.), potencijalan rast kreditnog rizika kroz pad dohotka i pogoršanje uvjeta financiranja može pogoršati financijsku poziciju realnog sektora, a posljedično dovesti i do usporavanja poslovanja sektora nefinancijskih institucija.

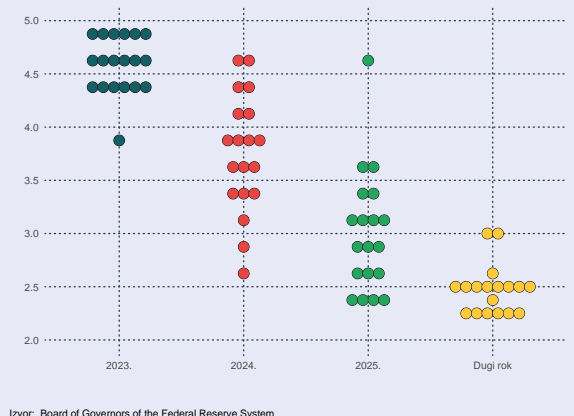
2.2. Financijsko okružje

Povišena tržišna volatilnost, rast averzije investitora prema riziku te pogoršani uvjeti financiranja obilježili su globalna financijska tržišta u drugoj polovici 2022. godine. Nedostatak tržišne likvidnosti na određenim segmentima globalnog tržišta te opći pad investicijskog optimizma, posebice na tržištima dionica i kriptovaluta, dodatno su pridonijeli rastu premije rizika i korekciji vrednovanja gotovo svih klasa financijske imovine. Takva kretanja odrazila su se i na domaće financijsko tržište i institucionalne investitore, koji su u 2022. zabilježili negativne financijske povrate.

Inflatorni pritisci inicirali su nastavak zaoštavanja monetarne politike središnjih banaka u drugoj polovici 2022. godine stavljajući dodatan pritisak na tržišna vrednovanja financijske imovine. Raspon Fedovih referentnih kamatnih stopa krajem 2022. godine iznosio je od 4,25 % do 4,50 %, dok je ESB-ova ključna kamatna stopa na operacije refinanciranja iznosila 2,50 % s naglaskom na daljnje povećanje u slučaju jačanja inflacijskih očekivanja. Recentne najave sugeriraju kako će monetarne vlasti ostati dosljedne u ispunjavanju inflacijskog cilja od 2 % u srednjem roku s naglaskom na sprječavanje ukorjenjivanja inflacijskih očekivanja, a sama dinamika „mekog prizemljenja“ (slika 2.10.) prilagođavat će se makroekonomskim kretanjima. U posljednjim izjavama početkom veljače 2023. čelnici Feda ostavili su mogućnost manjih povećanja ili prestanka podizanja kamatnih stopa uslijed započetih „dezinflacijskih procesa“, dok je ESB odlučno najavio daljnje podizanje kamatnih stopa ističući da će intenzitet ovisiti o makroekonomskim indikatorima. Stupanj buduće restriktivnosti monetarne politike izdvaja se tako kao ključan čimbenik kretanja na financijskim tržištima, s

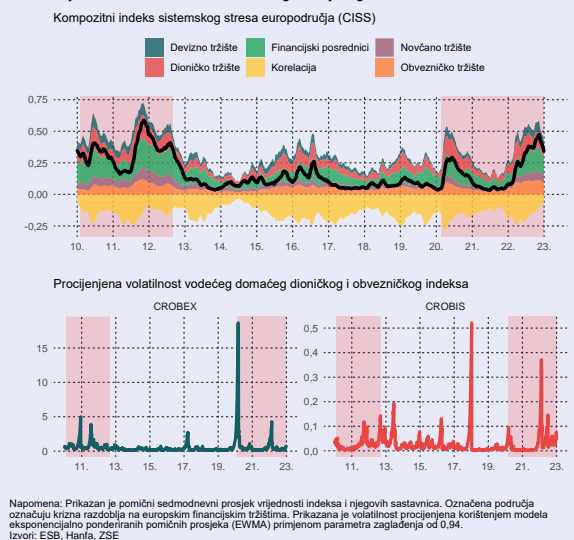
time da svaka promjena referentnih kamatnih stopa koja nije u skladu s tržišnim očekivanjima snažno utječe na sentiment investitora.

Slika 2.10. Vrhunac rasta kamatnih stopa očekuje se tijekom 2023., nakon čega bi recesija potencijalno mogla zahtijevati ekspanzivnu monetarnu politiku
Medijalna vrijednost raspona očekivanih kamatnih stopa članova FOMC-a na temelju sastanka održanog krajem rujna 2022. godine, u %



Izvor: Board of Governors of the Federal Reserve System

Slika 2.11. Šokovi na određenim segmentima europskih financijskih tržišta nisu se znatnije odrazili na volatilitet domaćeg financijskog tržišta



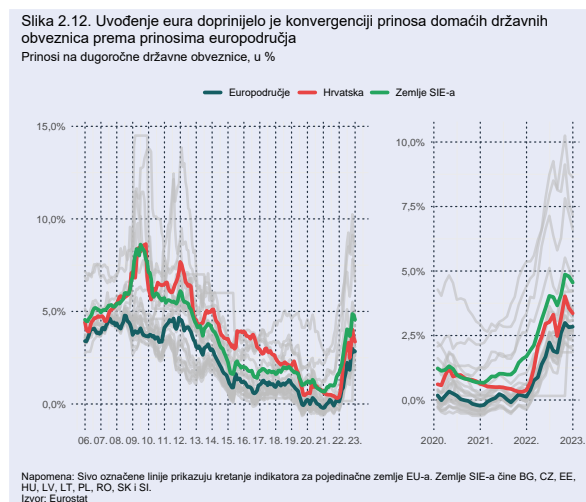
Napomena: Prikazan je pomični sedmodnevni prosjek vrijednosti indeksa i njegovih sastavnica. Označena područja označuju krizna razdoblja na europskim financijskim tržištima. Prikazana je volatilitet procijenjena korištenjem modela eksponencijalno ponderiranih pomičnih prosjeka (EWMA) primjenom parametra zaglađenja od 0,94.
Izvor: ESB, Harifa, ZSE

Međuodnos monetarnog zaoštavanja, fiskalnih pokazatelja te geopolitičkih tenzija glavna je odrednica percepcije rizičnosti državnih obveznica od strane investitora. Heterogene fiskalne pozicije, stupanj energetske ovisnosti te razine inflacije među europskim zemljama diferenciraju i njihovu osjetljivost na recentno zaoštavanje uvjeta financiranja, koja se reflektira u tržišnim prinosima na državne obveznice, koje su se na kraju 2022. nalazile u rasponu od 1,85 % do čak 8,98 %. Intenzivnija volatilitet europskog obvezničkog tržišta ublažena je ESB-ovom

najavom korištenja novog instrumenta zaštite transmisijskog mehanizma (engl. *Transmission Protection Instrument*), čiji je cilj olakšati transmisiju monetarne politike u europodručju kupovanjem obveznica onih zemalja čiji prinosi adekvatno ne reflektiraju makroekonomske fundamente zbog određenih tržišnih poremećaja. No obveznička tržišta u Europi u drugoj polovici 2022. godine obilježili su specifični šokovi. Uslijed najava ekspanzivne fiskalne politike krajem rujna 2022. i time upitne održivosti javnog duga tržište britanskih obveznica zabilježilo je epizodu značajnog rasta premije za rizik. S obzirom na korištenje obveznica kao kolaterala u trgovanju financijskim izvedenicama i visoku međupovezanost financijskih institucija u EU-u inicijalni je šok kroz likvidnosne pritiske prerastao u značajnije korekcije vrednovanja povećavajući ukupnu izloženost europskog financijskog sustava sistemskim rizicima (slika 2.11.).

Slična razina volatiliteta nije zabilježena na domaćem financijskom tržištu, što je dijelom posljedica relativno ograničene međupovezanosti, ali i niske aktivnosti trgovanja na domaćem obvezničkom tržištu. Prinosi domaćih državnih obveznica krajem 2022. iznosili su 3,37 %, što je pad od 84 bazna boda od vrhunca iz sredine listopada. U drugoj polovici 2022. uz fragmentaciju prinosa zemalja EU-a zamjetna je i konvergencija prinosa državnih obveznica RH prema zemljama europodručja kao posljedica planiranog uvođenja eura i svrstavanja u investicijski razred od strane vodećih agencija za kreditni rejting⁸ (slika 2.12.). Unatoč poboljšanju investicijskih okolnosti koje su premiju za rizik državnih obveznica RH zadržale na umjerenim razinama, kratkoročno su ipak naglašeni negativni rizici u kontekstu makroekonomskih i geopolitičkih neizvjesnosti, što bi moglo rezultirati porastom premije rizika.

⁸ Sve tri vodeće agencije za kreditni rejting poboljšale su kreditni rejting RH tijekom srpnja 2022. za jednu razinu, pri čemu on trenutačno iznosi BBB+ odnosno Baa2.



Tijekom 2022. većina klasa financijske imovine na velikom broju svjetskih tržišta zabilježila je pad vrijednosti pa je investitorima bilo vrlo izazovno očuvati vrijednost uloženoga (slika 2.13.). Relativno pouzdana strategija diversifikacije portfelja, koja je percipirana kao najsigurnija metoda upravljanja rizicima, u 2022. nije pružila zaklon investitorima od negativnih prinosa, što svjedoči o intenzitetu recentnih šokova i razmjerima pogoršanja tržišnog sentimenta. Razlog je tome tržišna anomalija zabilježena u 2022., odnosno intenziviranje istosmjerne promjene prinosa dionica i obveznica, koja je u prijašnjim godinama bila negativna ili tek blago pozitivna te je investitorima nudila mogućnost zaklona od snažnih gubitaka.

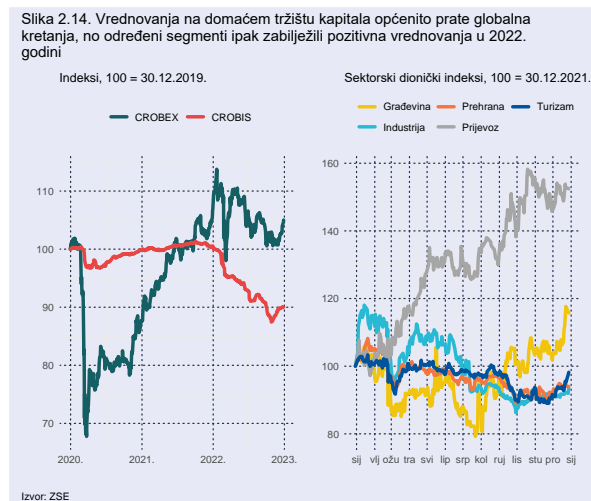
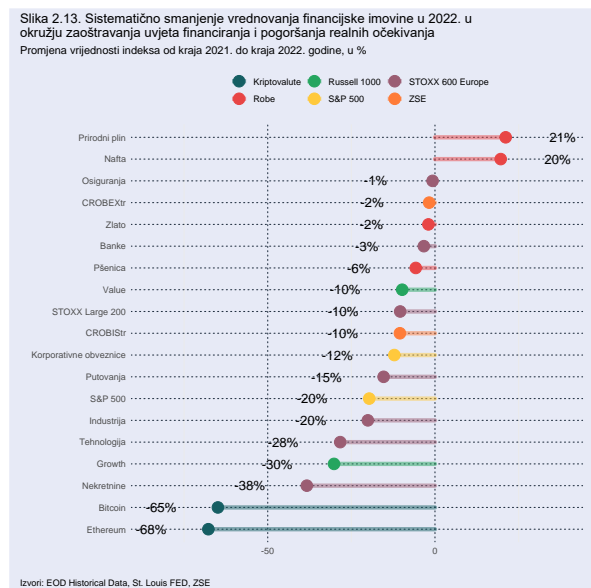
Takva dinamika može se objasniti posljedicama inflacijskih kretanja koja su utjecala na obezvrjeđivanje kuponskih isplata i očekivanih isplata dividendi u realnim terminima, čime su potom korigirana vrednovanja dionica i obveznica. Tako je većina sektorskih dioničkih indeksa zabilježila pad vrednovanja, posebice cikličke dionice, pri čemu se ističu nekretninski, tehnološki te industrijski sektor. Od vrijednosnica financijskih institucija potrebno je izdvojiti banke i društva za osiguranje kao sektore koji su u određenoj mjeri zaštitili ulaganja investitora od opće korekcije vrednovanja, prvenstveno zbog

pozitivne korelacije rezultata poslovanja s rastom kamatnih stopa. Špekulativnija imovina poput kriptovaluta, koja se našla pod pritiskom niza idiosinkratskih događaja poput kolapsa važne tržišne platforme⁹, zabilježila je najznačajniji pad od 65 % u prvih jedanaest mjeseci 2022. Istovremeno su vrednovanja energenata na robnim tržištima blago korigirana u odnosu na sredinu godine zbog usporavanja globalne agregatne potražnje, no i dalje se nalaze na znatno višim razinama u odnosu na kraj 2021. godine.

Globalna tržišna kretanja i rast kamatnog rizika nastavljaju se prelijevati na domaće tržište, pri čemu je primjetan trend pada obvezničkog indeksa CROBIS od 12,6 postotnih bodova u 2022. godini (slika 2.14.). S obzirom na visoku zastupljenost državnih obveznica u portfeljima institucionalnih investitora takva kretanja narušavaju njihovu profitabilnost i umanjuju prinose, ali ne ugrožavaju stabilnost sustava s obzirom na njegovu visoku kapitaliziranost (više u poglavlju [3. Rizici sektora financijskih usluga](#)). Dionički indeks CROBEX zabilježio je u 2022. godini pad od 4,8 % reflektirajući neizvjesna gospodarska kretanja. Unatoč blagom padu u studenom zbog normalizacije cijena vozarina sektor prijevoza i dalje je najistaknutija sastavnica indeksa CROBEX u 2022., koja je godinu zaključila na 55,2 % višoj razini u odnosu na kraj 2021. Pozitivan doprinos bilježi i sektor građevinarstva zahvaljujući rastu obujma građevinskih radova, stabilnoj potražnji za stambenim nekretninama te očekivanim investicijama u infrastrukturne projekte. Sektori industrije, turizma i prehrane zabilježili su prosječan pad od 4,8 % reflektirajući negativan potrošački sentiment krajem godine te učinke rasta cijena uvoznih dobara koji stvaraju pritisak na marže i korporativne zarade. Pored toga, uvođenje [dodatnog poreza na dobit](#) još više reducira sposobnost prilagodbe poslovanja

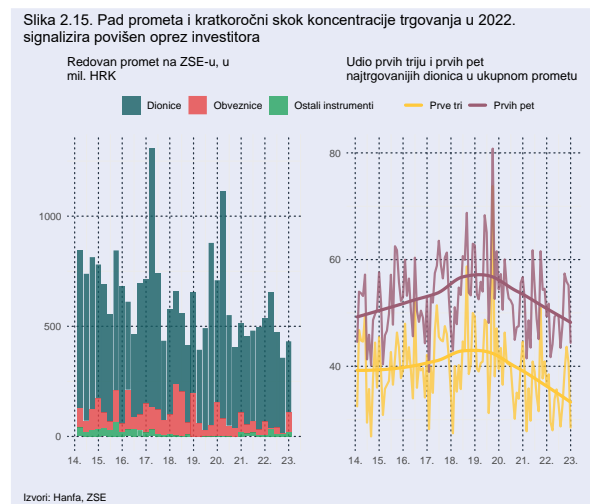
⁹ U studenom je jedna od najvećih kriptomenjačnica FTX potvrdila nemogućnost podmirivanja obveza prema investitorima, zbog čega je nastupio znatan pad vrednovanja na tržištu kriptovaluta.

poduzeća u nadolazećem razdoblju uspoređujući gospodarske aktivnosti i makroekonomskih neizvjesnosti stvarajući dodatni pritisak na tržišna vrednovanja.



Pogoršanje sentimenta investitora vidljivo je u padu prometa u trećem i četvrtom tromjesečju i u rastu koncentracije trgovanja čime su naglašeni strukturni nedostaci domaćeg tržišta kapitala. Visoka inflacija, pogoršanje uvjeta financiranja te potencijalno smanjena sposobnost prilagodbe pojedinih poduzeća u uvjetima rastućih neizvjesnosti pridonijeli su u drugoj polovici 2022. smanjenju prometa, koji je i dalje visoko koncentriran u nekolicini izdanja. Navedena kretanja s obzirom na špekulativni karakter dijela tržišnih transakcija čine domaće tržište kapitala ranjivijim i relativno plitkim. Krajem prosinca udio prvih pet i prvih triju dionica u ukupnom

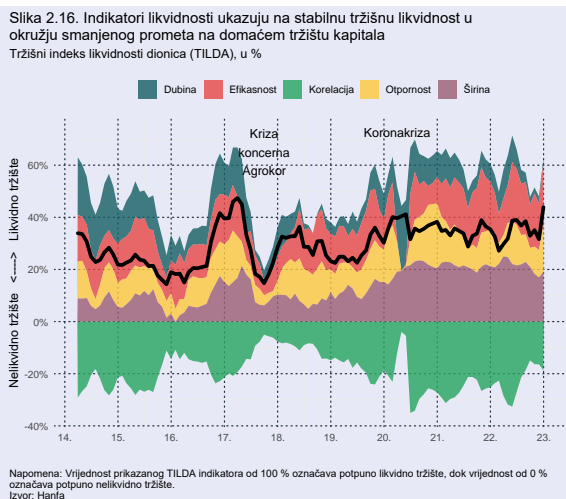
trgovanju iznosio je 44 % odnosno 29 % smanjujući se u odnosu na prethodne mjesec obilježene relativno visokom koncentracijom (slika 2.15.). Korekcija vrednovanja odrazila se i na tržišnu kapitalizaciju, koja je krajem 2022. iznosila 258,9 mlrd. HRK, što je smanjenje od 5,5 % u odnosu na kraj 2021. godine.



Uvjeti likvidnosti na domaćem tržištu kapitala na relativno su stabilnim razinama unatoč visokoj koncentraciji trgovanja i smanjenju prometa. Indikatori dubine i efikasnosti ukazuju na smanjenu aktivnost trgovanja te povećanje implicitnih i eksplicitnih transakcijskih troškova u drugoj polovici 2022. Niska likvidnost i povećana tržišna volatilnost temeljna su obilježja domaćeg tržišta, što latentno potencira rizik smanjene profitabilnosti institucionalnih investitora u slučaju bilo idiosinkratskih bilo sistemskih poremećaja (slika 2.16.).

Uvođenje eura uz smanjenje rizika i transakcijskih troškova potencijal je za dublju integriranost domaćeg tržišta kapitala s europskim financijskim tržištima. Iako ciklički indikatori ne ukazuju na precijenjenost domaćeg tržišta kapitala, prepoznate strukturne slabosti čine ga ranjivim na potencijalne sistemske šokove, čije je prelijevanje pozitivno korelirano sa stupnjem tržišne integracije u međunarodne kapitalne tokove. Prema iskustvima relativno novijih članica europodručja, uvođenjem eura otvara se potencijal za poboljšanje strukturnih obilježja u dugom roku, posebice u određenim

segmentima likvidnosti (više u okviru [1. Utjecaj uvođenja eura na tržište kapitala i sektor financijskih usluga](#)).



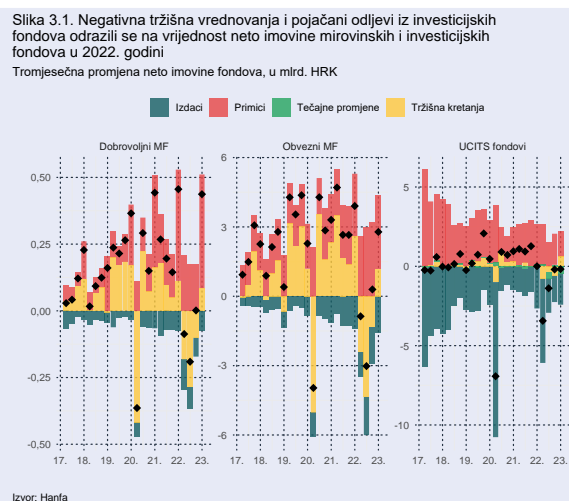
3. Rizici sektora financijskih usluga

3.1. Kratkoročni rizici

Kratkoročne ranjivosti sektora financijskih usluga povećane su tijekom 2022. zbog materijalizacije tržišnog i kamatnog rizika u vidu značajnog pada cijena dionica i obveznica kao glavnih investicijskih klasa te porasta volatilnosti na tim tržištima. Očekuje se da će financijska tržišta biti razmjerno volatilna i tijekom 2023. te vrlo osjetljiva na vijesti koje će dolaziti u vezi s makroekonomskim, ali i geopolitičkim zbivanjima. Istodobni pad dioničkih i obvezničkih vrednovanja značajno je umanjio u 2022. profitabilnost i prinose gotovo cijelog sektora financijskih usluga, pri čemu su posljedično pojačani i likvidnosni pritisci na fondovsku industriju.

Neto imovina mirovinskih fondova je pod utjecajem nepovoljnih tržišnih kretanja (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)) smanjena za 3,9 mlrd. HRK u prva tri tromjesečja 2022., pri čemu su tek u trećem tromjesečju ukupne uplate u mirovinske fondove uspjele nadvladati utjecaj negativnih tržišnih kretanja na njihovu imovinu (slika 3.1.). Uslijed pozitivnih tržišnih kretanja u zadnjem tromjesečju 2022. pad imovine gotovo je u cijelosti nadoknađen, čime je neto imovina mirovinskih fondova na kraju 2022. dosegla 140,1 mlrd. HRK. Pad ukupne imovine obveznih mirovinskih fondova tijekom 2022. posljedica je smanjenja imovine fondova kategorije B za 3,2 mlrd. HRK (2,6 %) zbog negativnih tržišnih kretanja, ali i povećanih odljeva uzrokovanih zakonski uvjetovanim prelaskom članova u fondove kategorije C. Istodobno je priljev tih sredstava neutralizirao negativni tržišni efekt na imovinu fondova kategorije C, koja se tijekom 2022. povećala za 1,9 mlrd. HRK (rast od 21,1 % u odnosu na kraj 2021.). Kod fondova kategorije A, s obzirom na relativno malu imovinu pod upravljanjem u usporedbi s ostalim kategorijama, pozitivni neto priljevi također su neutralizirali negativan utjecaj tržišnih kretanja.

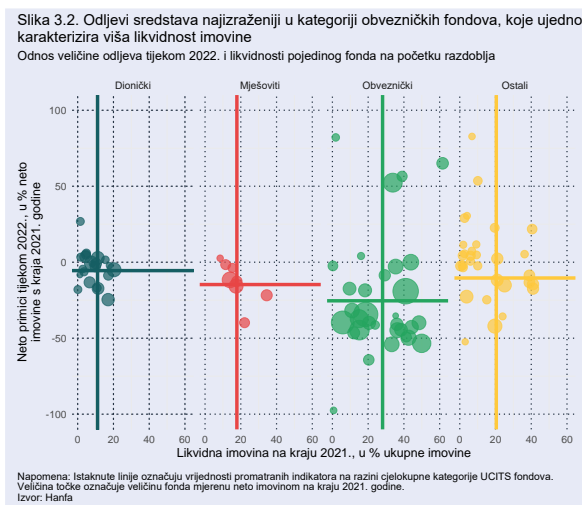
Tako se do kraja godine neto imovina mirovinskih fondova kategorije A povećala za 0,5 mlrd. HRK (33,8 %) u odnosu na kraj 2021. godine.



Istodobno je neto imovina UCITS fondova na kraju 2022. bila za 5,2 mlrd. HRK (24,1 %) niža u odnosu na kraj 2021. godine. Uz tržišne pritiske, dodatni negativan utjecaj na imovinu investicijskih fondova stavio je i poljuljani domaći investicijski sentiment te je tako tijekom 2022. iz UCITS fondova u neto iznosu povučeno 3,4 mlrd. HRK, odnosno 16,0 % neto imovine s kraja 2021. godine. Pri tome su najsnažniji pritisci na isplate sredstava zabilježeni u prvom tromjesečju, sa zaoštavanjem geopolitičkih odnosa i s početkom okupacije Ukrajine, dok su u ostatku godine ti pritisci bili prigušeni, ali još uvijek na povišenim razinama.

Unatoč navedenom naletu (prvenstveno malih, engl. *retail*) ulagatelja na UCITS fondove, likvidnost sektora financijskih usluga zadržana je tijekom 2022. na visokim razinama. Likvidnosni pritisci na investicijske fondove izazvani povećanim zahtjevima za otkup uspješno su amortizirani zahvaljujući prije svega vrlo visokim zalihama likvidnosti domaćih UCITS fondova (slika 3.2.). Pod najvećim su pritiskom, kao i u prethodnom valu otkupa izazvanom izbijanjem epidemije početkom 2020., bili obveznički

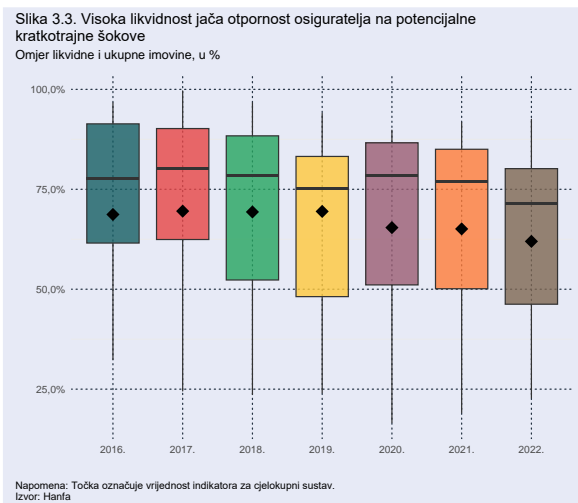
fondovi jer su oni najzanimljiviji domaćim malim ulagateljima, koji čine najzastupljeniju kategoriju ulagatelja i koje karakterizira naglašena averzija prema riziku i potreba za likvidnošću u kriznim epizodama. Stoga je reakcija na iznenadne poremećaje i porast neizvjesnosti tradicionalno snažnija kod obvezničkih fondova, zbog čega oni imaju komparativno više razine likvidne imovine (slika 3.2.), što omogućava nesmetane isplate kod hipotetske pojave likvidnosnih šokova u značajno većem opsegu od recentno opaženih.



Likvidnost domaćeg sektora osiguranja tijekom godina kontinuirano je smanjivana (slika 3.3.) kao posljedica diverzifikacije portfelja uslijed intenziviranja potrage za prinosima. Društva za osiguranje smanjivala su svoju izloženost domaćim dužničkim instrumentima uz rast ulaganja u manje likvidne, ali i profitabilnije instrumente. Isti trend smanjenja likvidnosti nastavljen je i tijekom 2022., dijelom i zbog pada vrijednosti obvezničkog dijela portfelja, čime je udio likvidne imovine u ukupnoj na kraju 2022. dosegnuo 62,0 %. Unatoč tome, likvidnost sustava ostala je na vrlo visokim razinama, ali uz zamjetno raslojavanje po pojedinim društvima. Stoga je dio sektora ipak ranjiv na potencijalna iznenadna negativna kretanja na tržištu, koja bi u ekstremnim okolnostima mogla njihovu likvidnost u kratkom roku dovesti u pitanje.

Iako zasad nije zapaženo značajnije smanjenje premije novih ugovora, kao ni povećanje zahtjeva za prijevremene raskide ugovora,

nastavak pojačanih nestabilnosti uz rastuće inflatorne pritiske te posljedično daljnje smanjenje kupovne moći ugovaratelja osiguranja, može u kratkom roku dovesti do povećanih pritisaka na likvidnost osiguratelja.

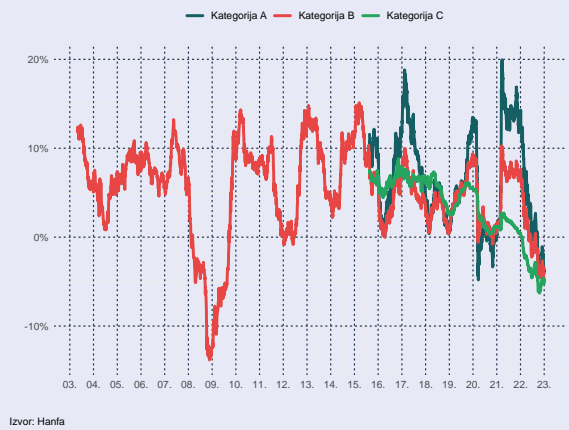


Nepovoljne makroekonomske i tržišne okolnosti u 2022. negativno su se odrazile i na profitabilnost sektora financijskih usluga, posebice na profitabilnost fondovske industrije i industrije osiguranja, s obzirom na njihovu veću osjetljivost na tržišne i kamatne rizike. Stoga je razina rizika profitabilnosti sektora financijskih usluga i u četvrtom tromjesečju 2022. ocijenjena kao blago povišena.

Nepovoljna tržišta kretanja odrazila su se tijekom 2022. na gotovo sve klase financijske imovine kroz rast volatilnosti i rekordne korekcije cijena u višegodišnjem razdoblju, što se negativno odrazilo na prinose domaćih mirovinskih fondova (slika 3.4). Zbog atipičnih ostvarenja na domaćem tržištu kapitala u 2022., a koje karakterizira osjetno veća kontrakcija vrijednosti domaćeg obvezničkog CROBIS indeksa od pada vrijednosti dioničkog CROBEX indeksa (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)), najizraženiji pad prinosa zabilježili su riziku neskloni fondovi kategorije C, s relativno konzervativnim portfeljem alociranim gotovo isključivo u domaća obveznička ulaganja. Tako su do kraja 2022. obvezni mirovinski fondovi kategorije C zabilježili prinos od -5,3 %, dok su fondovi kategorija A i B, zahvaljujući relativno

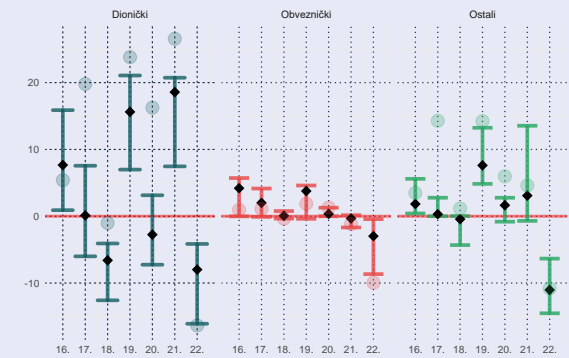
diversificiranim portfeljima i većoj izloženosti domaćem dioničkom tržištu, zabilježili blaži pad prinosa od -4,1 %, odnosno od -5,0 %. Istodobno su dobrovoljni mirovinski fondovi ostvarili prinos od -6,0 %.

Slika 3.4. Nakon snažnog oporavka u 2021., 2022. obilježio pad profitabilnosti svih kategorija obveznih mirovinskih fondova
Godišnji prinosi MIREX indeksa, u %



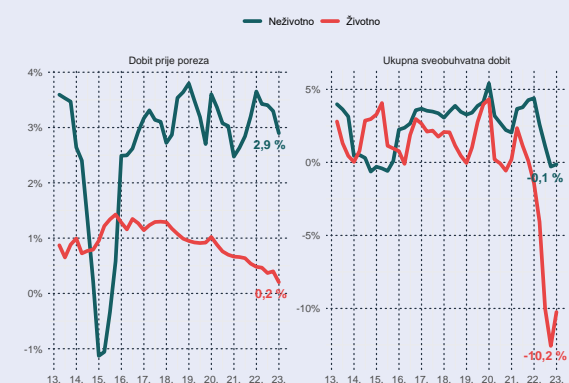
Izvor: Hanfa

Slika 3.5. Prinosi domaćih UCITS fondova odražavaju globalna nepovoljna kretanja
Medijalne vrijednosti nominalnih godišnjih prinosa po kategorijama UCITS fondova te prinosi referentnih vrijednosti, u postotnim bodovima



Napomena: Linijske oznake prikazuju interkvartilni raspon prinosa pojedinačnih fondova u uzorku. Krugovi su referentne vrijednosti. Referentni prinos za dioničke fondove je indeks S&P500, referentni prinos za obvezničke fondove je vrijednost indeksa Bloomberg Euro Aggregate Treasury 3-5 Year, a referentni prinos za mješovite fondove je vrijednost indeksa Bloomberg US Dynamic Balance Indeks II.
Izvor: Bloomberg, Hanfa

Slika 3.6. Nepovoljna tržišna kretanja snažno su se odrazila na ukupnu sveobuhvatnu dobit, posebice u segmentu životnih osiguranja
Povrat na prosječnu imovinu, u %



Napomena: Brojčane oznake prikazuju vrijednost pokazatelja profitabilnosti društava za osiguranje na kraju 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Profitabilnost UCITS fondova također je značajno narušena u 2022., te su tako sve kategorije fondova zabilježile negativne prinose

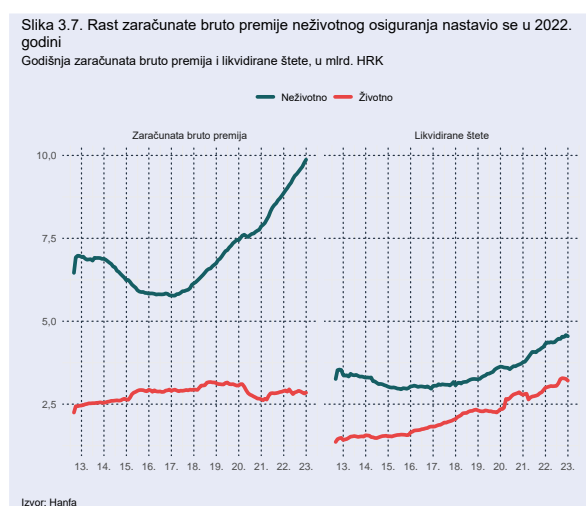
u odnosu na kraj prethodne godine (prosječni prinos UCITS fondova iznosio je -10,2 %), pri čemu su ostvareni prinosi odražavali stupanj rizičnosti (slika 3.5.). Nastavak pojačanih geopolitičkih i makroekonomskih neizvjesnosti, uz mogućnost daljnjih korekcija cijena na financijskim tržištima, i dalje će vršiti pritisak na prinose fondova, koji će u 2023. uvelike ovisiti o usklađenosti očekivanja investitora s gospodarskim ostvarenjima.

Nepovoljna tržišna kretanja i inflatorni pritisci za sada nisu pokazali značajniji efekt na operativnu profitabilnost društava za osiguranje. Profitabilnost sektora osiguranja, promatrana kroz dobit prije poreza na godišnjoj razini, na kraju 2022. tek je blago smanjena u odnosu na kraj prethodne godine (slika 3.6). Pri tome je profitabilnost neživotnog osiguranja i dalje zadržana na relativno visokoj razini, zahvaljujući prije svega nastavku višegodišnjeg rasta prihoda od premija. Rastu premije neživotnih osiguranja od 11,5 % u 2022. tradicionalno su najviše doprinijela osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila, osiguranja cestovnih vozila te osiguranja imovine. Porast premije *unit-linked* ugovora od čak 46,0 % u odnosu na prethodnu godinu ublažio je pad premije životnih osiguranja, stoga je ukupna premija osiguranja života na kraju 2022. zabilježila pad od 1,8 % u odnosu na 2021. godinu. Ukupna zaračunata bruto premija na kraju 2022. iznosila je 12,7 mlrd. HRK, što predstavlja rast od 8,2 % u odnosu na 2021. godinu (slika 3.7).

Iste vrste osiguranja koje su generirale porast premije (*unit-linked* osiguranja, osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila te osiguranja cestovnih vozila) najviše su doprinijele i porastu likvidiranih šteta od 5,7 % u odnosu na 2021., čime su likvidirane štete na kraju 2022. iznosile 7,7 mlrd. HRK.

Korekcije vrednovanja na financijskim tržištima imale su značajan negativan utjecaj na sveobuhvatnu dobit društava za osiguranje, posebice u segmentu životnih osiguranja (slika 3.6). Gubici proizašli iz revalorizacije financijske imovine raspoložive za prodaju iznosili su u

2022. 3,2 mlrd. HRK, od čega se 76,8 % odnosi na rezultat životnih osiguranja, koja su zbog prirode poslovanja i potrebe usklađivanja ročnosti ulaganja i obveza po dugotrajnim ugovorima značajan dio imovine pod upravljanjem alocirala u dugoročne obveznice, čija je vrijednost značajno smanjena u okružju rastućih kamatnih stopa tijekom 2022. godine (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)). Stoga, imajući u vidu potencijalno daljnje zaoštavanje uvjeta financiranja, rizik profitabilnosti društava za osiguranje, posebno segmenta životnog osiguranja, ostat će i u narednom razdoblju povišen.



Uvođenje novog međunarodnog računovodstvenog standarda MSFI 17¹⁰ početkom 2023. uvelike će utjecati na izračun pokazatelja profitabilnosti društava za osiguranje, a potencijalno i na rezultate poslovanja pojedinih društava. Navedeni će rezultati osim o karakteristikama osiguravateljeva portfelja ovisiti i o odabranoj metodologiji primjene standarda pojedinog društva (odabiru metode vrednovanja, određivanju diskontne krivulje i drugim relevantnim pretpostavkama).

Ukupna vrijednost novozaključenih ugovora leasing društava u 2022. prešla je 10,5 mlrd.

HRK, što predstavlja rast od 29,4 % u odnosu na prethodnu godinu, dok je vrijednost aktivnih ugovora na kraju 2022. bila za 12,1 % viša u odnosu na kraj 2021. godine. Profitabilnost leasing društava na kraju 2022. mjerena povratom na prosječnu imovinu smanjena je za 0,45 p.b. u odnosu na prethodnu godinu, te je iznosila 1,6 %. Unatoč još uvijek relativno povoljnim kretanjima u realnom sektoru, koja se reflektiraju u rastu novozaključenih ugovora, navedeno smanjenje profitabilnosti leasing društava prvenstveno je rezultat povećanja operativnih troškova poslovanja. Unatoč vrlo visokim stopama inflacije i rastu kamatnih stopa, koje stvaraju pritisak na neto kamatnu maržu jer je najveći dio leasing ugovora (71,8 %) odobren uz nepromjenjivu kamatnu stopu, poslovanje leasing društava u 2022. nije značajnije ugroženo. No izgledno usporevanje gospodarstva u 2023. (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)) moglo bi se negativno odraziti i na poslovanje leasing društava kroz moguće smanjenje opsega novog poslovanja i povećanje kreditnog rizika postojećeg portfelja ugovora društava.

3.2. Dugoročni rizici

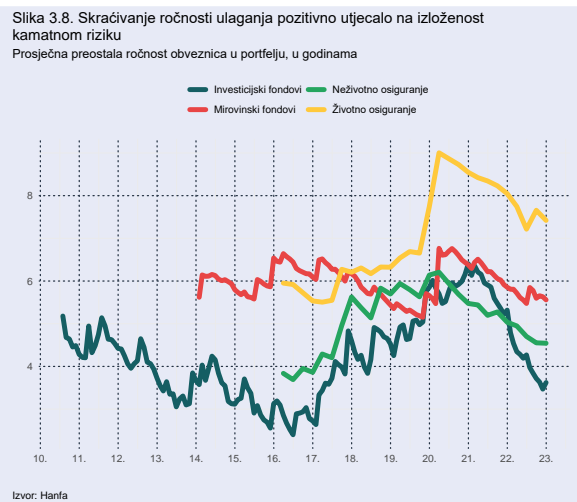
Izloženost sektora financijskih usluga dugoročnim sistemskim rizicima nalazila se na povišenoj razini na kraju četvrtog tromjesečja 2022. godine. Najizraženiji dugoročni strukturni rizik kojem je domaći sektor financijskih usluga izložen i dalje je kamatni rizik, unatoč njegovoj djelomičnoj materijalizaciji u 2022. godini. S obzirom na izgledno daljnje povećanje referentnih kamatnih stopa u 2023. te visoku zastupljenost ulaganja s fiksnim prihodom u portfeljima institucionalnih investitora, može se očekivati da će se vrijednost obvezničkih ulaganja nastaviti smanjivati. Međutim, zbog skraćivanja ročnosti obvezničkih ulaganja i mogućeg

¹⁰ Više o uvođenju novog međunarodnog računovodstvenog standarda može se naći u Okviru 2. Što donosi novi MSFI 17 - Ugovori o Osiguranju u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 6.](#)

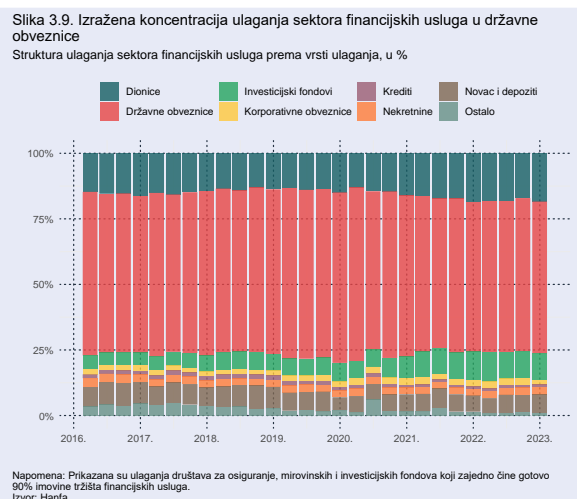
ublažavanja intenziteta monetarnog zaoštavanja ta bi materijalizacija kamatnog rizika trebala biti blaža nego 2022. godine. Kapitalne zalihe sektora i dalje su na zadovoljavajućim razinama, što omogućuje sektoru financijskih usluga apsorpciju potencijalnih dodatnih gubitaka.

Zaokret u monetarnoj politici središnjih banaka u 2022. kroz podizanje referentnih kamatnih stopa doveo je do materijalizacije kamatnog rizika sektora financijskih usluga. Povećanje prinosa na visoko zastupljena obveznička ulaganja (59,5 % ulaganja na kraju 2022.) dovelo je do znatnog umanjenja vrijednosti portfelja s fiksnim prihodima cjelokupnog sektora. Obveznička ulaganja sektora na kraju 2022. bila su tako za 6,0 mlrd. HRK (4,8 %) manja u odnosu na kraj prethodne godine. Taj bi efekt bio i veći da institucionalni investitori nisu tijekom 2021. i 2022. skraćivali ročnosti svojih obvezničkih ulaganja (slika 3.8.) i tako umanjili diskontni efekt viših kamatnih stopa. Kod društava za osiguranje neto utjecaj viših kamatnih stopa na bilancu društava ovisi o ročnoj usklađenosti imovine i obveza. S obzirom na dulju ročnost imovine od obveza, portfelji neživotnih osiguranja pod bitno su većim kratkoročnim pritiskom od životnih čija ročnost obveza premašuje ročnost imovine. Navedeno umanjenje vrijednosti imovine i obveza, koje je nastalo pod utjecajem rasta kamatnih stopa djelomično će ublažiti uvođenje eura i s njime povezan prelazak na relativno nižu eursku nerizičnu krivulju na početku 2023. godine.

Izgledno daljnje povećanje referentnih kamatnih stopa će, unatoč daljnjem kratkoročnom negativnom djelovanju na vrijednost obvezničkih ulaganja, u srednjem roku ipak povećati kuponske povrate novih obvezničkih ulaganja koji postaju ponovno prinosima zanimljiva i konkurentna investicijska klasa.



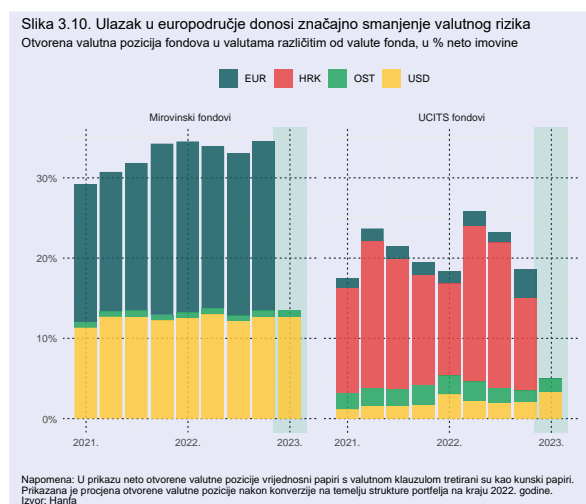
Sektor financijskih usluga i dalje je razmjerno visoko koncentriran. Visoka koncentracija izloženosti pojedinim klasama ulaganja i pojedinim izdavateljima dodatno je potencirana visokom koncentracijom imovine sektora financijskih usluga (mirovinski fondovi upravljaju s gotovo 60 % ukupne imovine sektora). Unatoč višegodišnjem trendu diversifikacije ulaganja kroz povećanje dioničkih ulaganja¹¹, usmjerenih uglavnom prema dionicama europskih kompanija, obveznice (najvećim dijelom domaće državne) i dalje čine glavninu ukupnih ulaganja sektora (slika 3.9.), čime je sektor i dalje značajno izložen potencijalnim idiosinkratskim šokovima, koji proizlaze iz navedene strukture ulaganja.



Rast inozemnih ulaganja primjetan posljednjih nekoliko godina s obzirom na traženje viših

¹¹ Udio dioničkih ulaganja u ukupnoj imovini narastao je za 3,9 p.b. u zadnjih pet godina.

povrata zadržavao je izloženost sektora financijskih usluga valutnom riziku na umjerenim razinama. Međutim, ulaskom u europodručje početkom 2023. izloženost valutnom riziku značajno će se smanjiti. Prosječna otvorena neto valutna pozicija investicijskih i mirovinskih fondova nije se znatnije mijenjala tijekom 2022. te je tako na kraju rujna 2022. iznosila 18,6 % za investicijske, odnosno 34,6 % za mirovinske fondove. Ulaskom u europodručje valutni rizik cjelokupnog sektora financijskih usluga uvelike će se smanjiti te bi tako i neto otvorena pozicija fondova, uz pretpostavku nepromijenjene strukture portfelja s kraja 2022., mogla biti svega 5,0 % neto imovine UCITS fondova, odnosno 13,5 % neto imovine mirovinskih fondova (slika 3.10.). Glavninu preostale neto otvorene pozicije čini izloženost prema američkom dolaru, koja postaje dominantan nositelj valutnog rizika cjelokupnog sektora financijskih usluga.



Kreditni rizik sektora financijskih usluga zadržao se u četvrtom tromjesečju 2022. na blago povišenoj razini, unatoč tome što se kreditni rejting domaćeg fiskusa, kao najzastupljenijeg izdavatelja u investicijskim portfeljima, nalazi na najvišoj razini u posljednjih 20 godina¹². Iako smanjena uslijed makroekonomskih i tržišnih neizvjesnosti tijekom godine, vrednovanja domaćih državnih obveznica pokazala su se relativno otpornijima na kamatne šokove u

odnosu na one usporedivih zemalja srednje i istočne Europe. Tome su doprinijeli povoljni gospodarski rezultati u 2022. (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)), ali i ulazak Hrvatske u europodručje, što su tržišta ugradila u niže prinose na državne obveznice u usporedbi sa sličnim zemljama (više u [okviru 1. Utjecaj uvođenja EUR-a na tržište kapitala i sektor financijskih usluga](#)).

Izloženost leasing društava kreditnom riziku zadržana je na vrlo niskim razinama 2022. jer je udio neprihodonosnih potraživanja u ukupnima na kraju 2022. iznosio 1,7 %, što je za 1,0 p.b. niže nego na kraju 2021., dok je pokrivenost neprihodonosnih plasmana zadržana na visokoj razini od 78,0 %.

Unatoč razmjerno povoljnim makroekonomskim kretanjima u 2022., nastavak povišenih geopolitičkih tenzija, uz izvjesno pogoršanje uvjeta financiranja, zadržava izloženost sektora financijskih usluga kreditnom riziku na blago povišenoj razini.

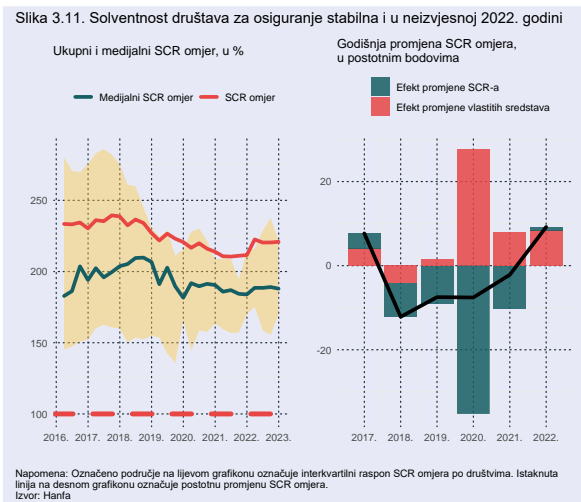
Kapitaliziranost sektora financijskih usluga ostala je i tijekom krizne 2022. na zadovoljavajućim razinama. Pokazatelji solventnosti sektora osiguranja i dalje su bili razmjerno stabilni na kraju 2022., pri čemu je medijalni SCR omjer porastao za 4,1 p.b. u odnosu na kraj prethodne godine te na razini od 188,0 % i dalje znatno nadilazi regulatorni minimum (slika 3.11.). Utjecaj porasta kamatnih stopa na smanjenje vrijednosti ulaganja osiguratelja neutraliziran je usporedivim učinkom na njihove obveze, što je doprinijelo porastu vlastitih sredstava osiguratelja tijekom 2022. godine. Istodobno je smanjen kapitalni zahtjev na agregatnoj razini, prvenstveno pod utjecajem smanjenja kapitalnih zahtjeva za rizik vlasničkih vrijednosnih papira i zahtjeva za rizik raspona (zbog pada simetrične prilagodbe za izračun kapitalnog zahtjeva vlasničkih vrijednosnih papira i zbog pada vrijednosti imovine)¹³. Kapitalni amortizeri

¹² Kreditni rejting Republike Hrvatske ocijenjen je kao investicijski od strane svih triju velikih rejting agencija (od agencija Fitch Ratings i Standard & Poor's s BBB+ i agencije Moody's s Baa2).

¹³ Simetrična prilagodba za izračun kapitalnog zahtjeva vlasničkih vrijednosnih papira služi da bi se izbjegla procikličnost efekata regulatornih zahtjeva (povećava kapitalni zahtjev kad tržišta rastu, odnosno smanjuje ga kad su tržišta u padu).

osiguratelja dovoljno su visoki da osiguraju stabilnost poslovanja sektora osiguranja na agregatnoj razini imajući u vidu i očekivano smanjenje kapitaliziranosti uslijed uvođenja eura početkom 2023. godine.

Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, iznosila je 11,4 % na kraju 2022. (smanjenje za 1,2 p.b. u odnosu na kraj 2021.). Unatoč smanjenju, to i dalje predstavlja relativno visoke zalihe kapitala koje jačaju otpornost sektora leasing društava u nadolazećem razdoblju povišenih sistemskih rizika.



Okvir 1. Utjecaj uvođenja eura na tržište kapitala i sektor financijskih usluga

Uvođenjem eura kao službene valute početkom 2023. Hrvatska sudjeluje u dovršavanju posljednje faze¹⁴ pristupanja ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU). Čineći jednu od najznačajnijih ekonomskih promjena, usvajanje eura i ulazak u monetarnu uniju utječe na cjelokupni financijski sustav. Njegov potencijalni utjecaj na kratkoročna kretanja, kao i dugoročne, strukturne karakteristike domaćeg tržišta kapitala, ali i cijelog sektora financijskih usluga, ocijenjeni su istraživanjem na primjeru država članica EU-a koje su prethodno pristupile europodručju. Rezultati provedene kvantitativne analize ne otkrivaju statistički značajne kratkoročne efekte pristupanja monetarnoj uniji na tržište kapitala. Istodobno, procijenjeni dugoročni utjecaj na strukturne pokazatelje tržišta nije egzaktan te uvelike ovisi o idiosinkratskim kretanjima i poduzimanju konkretnih mjera za unaprjeđenje poslovanja tržišta kapitala.

1. Proces i okolnosti uvođenja eura u Hrvatskoj

Prema teoriji optimalnog valutnog područja (engl. *optimum currency area - OCA*), određene zemljopisne regije mogle bi maksimizirati ekonomsku učinkovitost korištenjem zajedničke valute i monetarne politike. Države se pridružuju zajedničkom valutnom području ako procijenjene koristi monetarne integracije nadilaze njegove nedostatke.

Za ispitivanje optimalnosti valutnog područja, odnosno pogodnosti od sudjelovanja pojedine države u monetarnoj uniji razvijeni su kriteriji optimalnosti koji se mogu podijeliti u dvije općenite skupine. Prva je skupina koncentrirana na *smanjenje izloženosti zemalja članica asimetričnim šokovima* (mobilnost radne snage i

kapitala, fleksibilnost cijena i plaća, usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova, stupanj otvorenosti gospodarstva, diversifikacija gospodarstva), dok druga skupina u fokusu ima *olakšavanje prilagodbe asimetričnim šokovima* (učinkovitost monetarne politike, mobilnost radne snage i kapitala, financijska i fiskalna integracija)¹⁵.

Europska ekonomska i monetarna unija formirana je 1. siječnja 1999. sa zajedničkom valutom eurom, koji je u optjecaj uveden 1. siječnja 2002. godine. Razmatrajući primjerenost pristupanja Hrvatske europodručju, u kontekstu OCA teorije, kriteriji koji idu u prilog su trgovinska, financijska, politička integracija i usklađenost poslovnih ciklusa, dok u prilog ne bi išla relativno skromna diversificiranost hrvatskog gospodarstva, koja bi prema Kenen (1969.) potkrijepila zadržavanje fluktuirajućeg tečaja i korištenje deviznih mjera s ciljem apsorpcije vanjskih šokova potražnje za domaćim dobrima¹⁶. Opsežna literatura na temu uvođenja eura u Hrvatskoj upućuje na konsenzus autora po pitanju koristi, koje nadmašuju troškove uvođenja eura. Kao glavne prednosti ističu se eliminiranje velikog dijela valutnog rizika, smanjenje transakcijskih troškova otklanjanjem troškova konverzije, koja iz perspektive potrošača povećava konkurentnost i transparentnost ponude dobara i usluga kroz olakšanu prekograničnu usporedivost cijena, te smanjenje troškova zaduživanja svih domaćih sektora kroz smanjenje premije rizika zemlje. Od nedostataka se pritom ističu gubitak monetarne

¹⁴ Ugovorom o Europskoj uniji iz 1992. sve države članice Europske unije izuzev Danske i Ujedinjenog Kraljevstva obvezale su se da će nakon što ispune konvergencijske kriterije ili kriterije kojima dokazuju spremnost za uvođenje eura uvesti euro kao nacionalnu valutu.

¹⁵ Za više informacija o kriterijima optimalnog područja i samoj teoriji pogledati Bilas (2005.) i Broz (2005.).

¹⁶ Kenen, P. (1969.) The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View

neovisnosti te učinak na rast potrošačkih cijena, odnosno potencijalno ubrzanje inflacije¹⁷.

Značajna integriranost Hrvatske u kapitalne i robne tokove europodručja, zatim relativna otvorenost gospodarstva koje karakterizira visok stupanj valutne supstitucije domaće valute s eurom (euroizacije) naglašavaju prednosti uvođenja eura za Hrvatsku¹⁸. Smanjenje valutnog rizika posredno smanjuje i kreditni rizik kroz povećanje rejtinga od strane kreditnih agencija. Takvo smanjenje premije rizika potencijalno dovodi do pojeftinjenja zaduživanja, ne samo za državu, nego i za gospodarstvo općenito što u konačnici može stimulirati potrošnju i gospodarski rast (slika 1.).

Slika 1. Koristi i troškovi od uvođenja eura

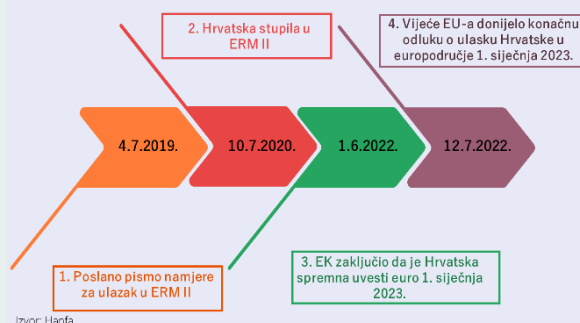
+	Koristi	-	Troškovi
+	smanjenje transakcijskih troškova u međunarodnoj trgovini -> poticaj izvozu	-	smanjenje prihoda banaka od valutnih poslova
+	povećanje konkurentnosti i transparentnosti ponude dobara i usluga iz perspektive potrošača	-	gubitak monetarnog suvereniteta
+	značajno smanjenje valutnog rizika	-	potencijalni utjecaj na potrošačke cijene -> smanjenje kupovne moći građana
+	potencijalno smanjenje kreditnog rizika	-	tehničko-administrativni troškovi uvođenja nove valute
+	pozitivan utjecaj na kreditni rejting -> povoljniji uvjeti zaduživanja	-	troškovi „članstva“ u financijskoj arhitekturi eurozone
+	povećana likvidnost imovine	-	centralizacija odluka na razini Unije
+	integrirano tržište obveznica -> euroobveznice		
+	produbljenje tržišta dužničkih i vlasničkih instrumenata		
+	mogućnost korištenja mehanizama financijske stabilnosti eurozone (ESM) i korištenja programa financiranja ESB-a		

Izvor: Hanfa

S aspekta nedostataka uvođenja eura u Hrvatskoj, ističu se gubitak suverene monetarne politike te kratkoročni učinci na potrošačke cijene. U slučaju Hrvatske rizici od navedenih nedostataka mogu se smatrati ograničenima uzimajući u obzir ograničenu slobodu monetarne politike koju je HNB do sada, zbog visoke euroizacije gospodarstva i financijskog sustava, vodio. Što se tiče negativnog utjecaja na porast potrošačkih cijena, nalazi dosadašnjih istraživanja ukazuju na to da je on relativno

malen i heterogeno raspoređen po kategorijama proizvoda i usluga¹⁹. U ostale negativne učinke uvođenja eura ubrajaju se još: jednokratni administrativni troškovi uvođenja eura, gubitak prihoda banaka od valutnih poslova i troškovi „članarine“ za europodručje. Uvođenje eura višegodišnji je proces koji je Hrvatska službeno započela u srpnju 2019. upućivanjem Pisma namjere o ulasku u europski tečajni mehanizam (dalje u tekstu: ERM II), kojim je iskazala spremnost na provedbu reformi s ciljem dodatne pripreme za sudjelovanje u ERM II²⁰. Za vrijeme boravka u tečajnom mehanizmu država kandidatkinja za euro mora ispuniti kriterij stabilnosti tečaja, držeći ga stabilnim uz dozvoljene fluktuacije od 15 % od određenog središnjeg pariteta²¹. Minimalno vrijeme od dvije godine koje država mora provesti u ERM II prije uvođenja eura propisano je Ugovorom iz Maastrichta (dalje u tekstu: Ugovor). Ugovor definira i preduvjete, odnosno konvergencijske kriterije, koje država kandidatkinja treba zadovoljiti, a čije bi zadovoljavanje trebalo potvrditi njezinu spremnost za stabilno funkcioniranje unutar europodručja²².

Slika 2. Proces uvođenja eura u Hrvatskoj



Izvor: Hanfa

¹⁷ Za više informacija o utjecaju uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije pogledati Pufnik (2017.).

¹⁸ Za više informacija o perzistentnosti euroizacije u Hrvatskoj pogledati Dumičić, Ljubaj i Martinis (2017.).

¹⁹ Procjene Eurostata pokazuju da je učinak uvođenja eura na cijene u zemljama koje su uvele euro otprilike 0,2 postotnih bodova na godišnjoj razini. Za Hrvatsku procjena rasta potrošačkih cijena iznosi nešto više od 3,0 % u razdoblju od šest mjeseci prije i poslije uvođenja eura. Prema prvoj procjeni DZS-a indeksi potrošačkih cijena su u siječnju 2023., u odnosu na prosinac 2022.,

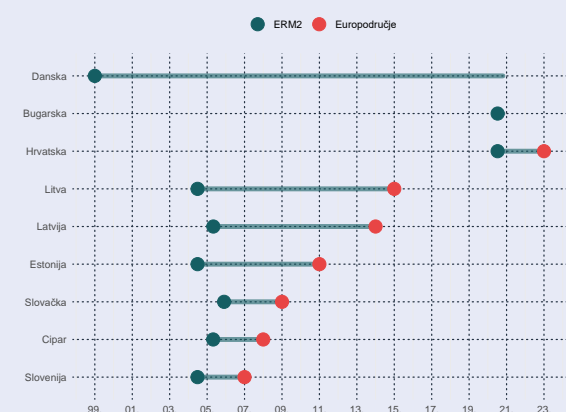
stagnirali. Međutim, oni su isto tako porasli za 12,7 % na godišnjoj razini te je za očekivati da se dio efekta ugradio tad.

²⁰ Za više informacija o područjima reforme pogledati [Pismo namjere](#).

²¹ Za više informacija o važnosti određivanja ravnotežnog tečaja i ERM II pogledati Deskar-Škrbić, Kotarac, Kunovac, Jelić (2021.).

²² Ti kriteriji obuhvaćaju: stabilnost cijena, razinu dugoročnih kamatnih stopa, stabilnost tečaja i održivost javnih financija.

Slika 3. Boravak u tečajnoj čekaonici značajno varira
Datumi ulaska pojedinih zemalja u ERM2 i europodručje



Izvor: Harifa

O razini njihove ispunjenosti najmanje svake dvije godine u svojim Izvješćima o konvergenciji izvještavaju EK i ESB. Ako država ispunjava kriterije na dostatnoj razini²³, kao u slučaju Hrvatske 1. lipnja 2022., EK joj u obliku objave prijedloga odluke Vijeća EU-a i prijedloga uredbe o ulasku u europodručje omogućuje prelazak na posljednje korake u procesu uvođenja eura. Naposljetku, po završetku rasprave na sastancima euroskupine, Vijeća Europske unije za ekonomske i financijske poslove (dalje u tekstu: ECOFIN), Europskog vijeća te mišljenja Europskog parlamenta i ESB-a, ECOFIN donosi tri konačna pravna akta potrebna za uvođenje eura, kojima se i formalno dovršava proces pripreme za uvođenje eura (slika 2.).

2. Utjecaj na trošak financiranja

Među efektima uvođenja eura na tržište kapitala uglavnom se ističu pozitivni učinci nižih transakcijskih troškova i eliminacije valutnog rizika, što dovodi do rasta stranih ulaganja, veće konkurencije i jeftinijeg financiranja. Koliko su spomenuta teorijska opažanja potkrijepljena ostvarenjima, moguće je provjeriti usporedbom zemalja koje su članice i onih koje to nisu. Naime, uključenjem binarne *dummy* varijable članstva u europodručju u modelsku procjenu očekivanog prinosa do dospijea na

desetogodišnje državne obveznice, kontroliranu za fundamentalne gospodarske i fiskalne pokazatelje, moguće je izolirati snagu tog efekta na trošak zaduživanja države. U tu svrhu korišten je panel-model s fiksnim efektima na uzorku 26 zemalja članica EU-a, u razdoblju od 1999. do 2022. na mjesečnoj frekvenciji. Osnovanost korištenja ove metode, odnosno stacionarnost varijabli korištenih u modelu testirana je pomoću proširenog Dickey-Fuller testa prilagođenog za panel podatke prema prijedlogu Maddala i Wu (1999.)²⁴, koji je robustan na potencijalnu prisutnost serijske autokorelacije i heteroskedastičnosti²⁵.

Za procjenu dugoročnog efekta ulaska u europodručje na trošak zaduživanja države korištena je dugoročna relacija u kojoj je prinos na dugoročne državne obveznice regresiran na kretanje nerizične kamatne stope (prinos na njemačke obveznice), pokazatelje fiskalne održivosti (razina javnog duga i stanje javnih financija), pokazatelj kreditnog rejtinga, odnosno kreditnog rizika zemlje te u konačnici *dummy* varijable članstva u europodručju. Formalni prikaz relacije glasi:

$$\begin{aligned} \text{prinos}_t^k = & \alpha^k + b_1 * \text{prinos}_{DE}_t + b_2 * \text{dug}_t^k \\ & + b_3 * \text{saldo}_t^k + b_4 \\ & * \text{investicijski}_t^k + b_5 \\ & * \text{europodručje}_t^k + \varepsilon_t^k \end{aligned}$$

Procijenjeni rezultati (tablica 1.) potvrđuju prethodno istaknute dugoročne koristi od uvođenja eura za trošak zaduživanja zemlje. Drugim riječima, dugoročni utjecaj uvođenja eura statistički je značajan, pri čemu članstvo u europodručju spušta dugoročne troškove zaduživanja zemlje za 0,46 p.b., kondicionalno na sve ostale fundamentalne pokazatelje. Pri tome je navedeni efekt ipak relativno skromniji od utjecaja koji postizanje investicijskog kreditnog rejtinga ima na razinu kamatnih stopa,

²³ Dostatne razine ili referentne razine za ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije definirane su Ugovorom o Europskoj uniji.

²⁴ Maddala G.S., Wu S. (1999.) A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61, 631-52.

²⁵ Provedeni testovi odbacili su nultu hipotezu koja pretpostavlja nestacionarnost testirane varijable.

a čiji dugoročni efekt iznosi 2,3 p.b. Rezultati također potvrđuju kretanje prinosa pojedinih zemalja „jedan za jedan“ u ovisnosti o kretanju nerizične kamatne stope, kao i važnost kvalitete javnih financija za razinu troška financiranja države, a posljedično i ostalih rezidenata.

Tablica 1. Dugoročne odrednice prinosa do dospijea na desetogodišnje državne obveznice

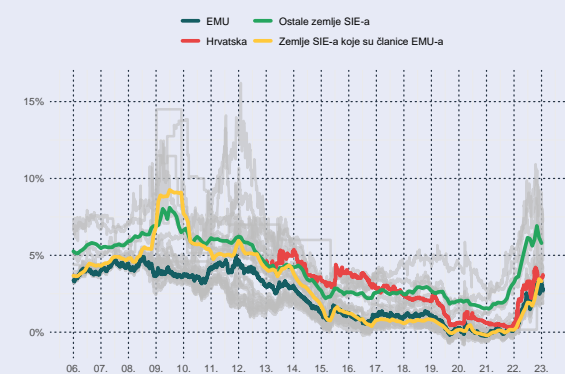
	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost
Zavisna varijabla - prinos na dugoročne državne obveznice		
Prinos na njemačke obveznice	1.010	0(***)
Razina javnog duga (u % BDP-a)	0.009	0(***)
Saldo opće države (u % BDP-a)	-0.161	0(***)
Investicijski rejting (<i>dummy</i> var.)	-2.319	0(***)
Članica europodručja (<i>dummy</i> var.)	-0.457	0,0005(***)
Opće karakteristike modela		
Broj opservacija	6509	
R ²	63.100%	
Prilagođeni R ²	62.930%	
F statistika	2215.6300	
P-vrijednost F-statistike	0.00000	

Napomena: . p < 0,1; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Izvor: Hanfa

Slika 4. Prinosi hrvatskih obveznica konvergiraju prema prinosima članica europodručja

Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: Sivo označene linije prikazuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EU-a. Zemlje SIE-a čine: BG, CZ, EE, HU, LV, LT, PL, RO, SK i SI. EMU označava europodručje, a zemlje SIE-a koje su članice EMU-a čine: EE, LT, LV, SI i SK. Izvor: Eurostat

S obzirom na višegodišnji proces pristupanja Hrvatske europodručju, njegov efekt na cijenu obveznica uvelike je već ugrađen u tržišna vrednovanja, odnosno prinose. Tako su se prinosi na dugoročne državne obveznice RH u razdoblju od 2019. do kraja 2022. u potpunosti odvojili od prinosa usporedivih zemalja srednje i istočne Europe te konvergirali prema prinosima zemalja članica europodručja (slika 4.). Stoga je prinos na državne obveznice RH na kraju 2022. iznosio 3,4 %, dok su istovremeno prinosi

zemalja SIE-a koje nisu uvele euro u prosjeku iznosili 5,8 %.

3. Utjecaj na dioničko tržište

I dok je utjecaj pristupanja zajedničkom valutnom području na tržište obveznica i trošak zaduživanja ekstenzivno dokumentiran i nedvojen, utjecaj na tržište dionica uvelike je neodređen. Stoga se putem empirijske analize u nastavku analiziraju potencijalni kratkoročni i dugoročni efekti pristupanja europodručju na tržišta dionica zemalja koje su spomenuti proces zaključile u protekla dva desetljeća.

Kratkoročni efekti u razdoblju od 12 mjeseci prije i poslije službenog pristupanja europodručju procijenjeni su pomoću metode studija slučaja (engl. *event study methodology*) na uzorku od 547 dionica koje kotiraju na lokalnim tržištima 7 zemalja članica EMU-a²⁶.

Za kvantitativnu procjenu učinka pristupanja europodručju na vrednovanja na lokalnim dioničkim tržištima, najprije je potrebno procijeniti atipične stope tržišnih povrata na razini pojedinačne dionice, a koje definiramo kao razliku između ostvarenih i "normalnih" mjesečnih stopa povrata, odnosno:

$$AR_t^k = R_t^k - NR_t^k, \text{ gdje je}$$

AR_t^k atipični povrat,

R_t^k opaženi tržišni povrat, a

NR_t^k procijenjeni normalni povrat.

Za procjenu normalnih povrata odabran je tržišni model koji pretpostavlja određenu relaciju između promatrane dionice i kretanja cjelokupnog tržišta, a koja je u ovoj analizi procijenjena korištenjem jednostruke linearne regresije, gdje su povrati promatrane dionice regresirani u odnosu na slobodni član i reprezentativni tržišni indeks²⁷, odnosno:

$$NR_t^k = \alpha^k + \beta^k * r_t^{S\&P500} + \varepsilon_t^k.$$

Naposljetku, statistička značajnost promatranog događaja u trenutku $\tau \in \{-12, 12\}$ procjenjuje

²⁶ To su sljedeće zemlje: Cipar, Litva, Latvija, Malta, Slovačka, Slovenija i Estonija.

²⁷ Za potrebe ove analize korišten je tržišni indeks S&P500.

se na statističkom indikatoru pod nazivom kumulativna prosječna abnormalna stopa rasta (engl. *cumulative average abnormal return* - CAAR), koja je definirana na sljedeći način:

$$CAAR_{\tau} = \frac{1}{N_{\tau}} \sum_{k=1}^{N_{\tau}} CAAR_t^k$$

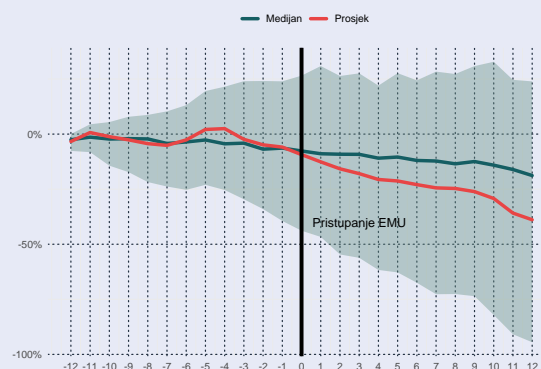
$$= \frac{1}{N_{\tau}} \sum_{k=1}^{N_{\tau}} \left[\sum_{t=-12}^{\tau} (R_t^k - NR_t^k) \right],$$

gdje je N_{τ} broj aktivnih dionica u razdoblju τ . Za testiranje prisutnosti kratkoročnog efekta ulaska u europodručje na dioničke povrate koristi se dvostrani t-test statističke značajnosti, koji testira prisutnost statistički značajnog odstupanja povrata od normalnih vrijednosti na promatranom razdoblju od 12 mjeseci prije i poslije uvođenja eura.

Procijenjeni rezultati upućuju na to da ulazak u europodručje nema statistički značajan kratkoročni utjecaj na prinose dionica (slika 5. i tablica 2.). Jedan razlog tome može se pripisati prijašnjim ulaskom u Europsku uniju, što je pridonijelo većoj integraciji tržišta na europskom području, dok se ulaskom u europodručje ona dodatno produbljuje. Dodatan razlog tome je i dugi period čekanja i pripreme za uvođenje nove valute, tijekom kojeg su dionici na tržištima dionica imali vremena za pripremu za zajedničku valutu. Nadalje, moguće je da je izostanak kratkoročnog učinka posljedica bržeg preusmjerenja dijela potražnje domaćih investitora na inozemna tržišta, s obzirom na to da uvođenje eura eliminira pojedine prepreke takvim ulaganjima (tečajni rizik i općenito niži transakcijski troškovi, eliminiranje regulatornih

valutnih ograničenja i slično). Istodobno, inozemna potražnja, odnosno inozemna ulaganja za koja se očekuje da će se uvođenjem jedinstvene valute povećati, u kratkom roku ipak to ne kompenziraju. Važno je istaknuti i tehnička ograničenja korištene metode, koja je ipak prikladnija za ispitivanje izrazito kratkoročnog utjecaja događaja koji se učestalo i iznenadno pojavljuju, što promatrani procesi pristupanja europodručju nisu. Stoga prikazani rezultati potencijalno podcjenjuju prisutnost kratkoročnog utjecaja uvođenja eura na tržišna dionička vrednovanja.

Slika 5. Ulazak u europodručje nema statistički značajan kratkoročni utjecaj na dionička vrednovanja
Kumulativna promjena prinosa na dioničkim tržištima godinu dana prije i nakon uvođenja eura, u %



Napomena: Prikazana je studija događaja za zemlje koje su naknadno pristupile europodručju, odnosno za sljedeće zemlje: CY, LT, LV, MT, SK, SI, EE.
Izvori: Bloomberg, EOD Historical Data, Hanfa

Ključni efekti ulaska u europodručje mogu se, međutim, naći u dugom roku, odnosno u potencijalnom povoljnom utjecaju uvođenja eura na likvidnost tržišta kroz povećani angažman inozemnih investitora. S obzirom na to da je u osam promatranih zemalja u prosjeku proteklo 5,6 godina od uvođenja eura, na njihovom je primjeru moguće procijeniti dugoročne koristi ulaska u europodručje za likvidnost tržišta.

Tablica 2. Statistička značajnost kumulativnih abnormalnih dioničkih povrata u kratkom roku

Relativno razdoblje do/nakon događaja (u mjesecima)																								
-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
-3.64	1.88	1.16	-1.69	-1.61	-0.45	0.37	0.27	-0.48	-2.93	-0.41	0.44	-1.64	-0.98	-0.92	-1.50	-2.04	-1.11	-1.96	-1.43	-1.72	-2.89	-4.14	-5.04	-2.33
(0***)	(0.06)	(0.25)	(0.1)	(0.11)	(0.66)	(0.71)	(0.79)	(0.63)	(0**)	(0.69)	(0.66)	(0.1)	(0.33)	(0.36)	(0.14)	(0.05*)	(0.27)	(0.05)	(0.16)	(0.09)	(0.01**)	(0***)	(0***)	(0.02*)

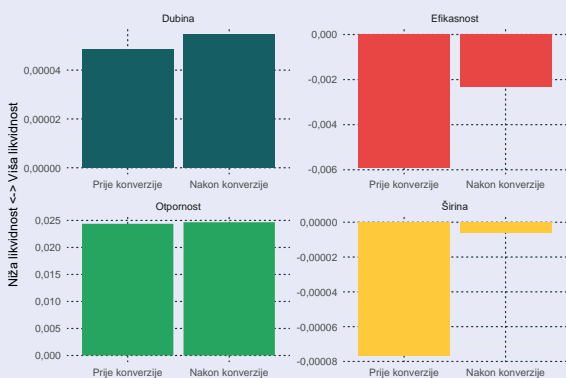
Napomena: P-vrijednost dvostranog t-testa značajnosti CAAR statistike prikazana je u zagradama. Nulta hipoteza pretpostavlja da je CAAR statistika jednaka 0.

p < 0,1; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Izvor: Hanfa

Za izračun likvidnosti tržišta kapitala korištena je metodologija koja procjenjuje različite dimenzije tržišne likvidnosti: dubinu, širinu, efikasnost i otpornost (detaljan opis metodologije nalazi se u [Okviru 1. Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala](#) u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika 6)²⁸.

Slika 6. Dionička tržišta zabilježila određena strukturalna poboljšanja nakon ulaska u zajedničko valutno područje
Pokazatelji likvidnosti dioničkog tržišta odabranih zemalja



Napomena: Prikazane su prosječne vrijednosti pokazatelja u razdoblju prije i nakon ulaska u europodručje za sljedeće zemlje: CY, EE, EL, LT, LV, MT, SI i SK.
Izvori: Bloomberg i Hanfa

Analiza pokazuje da su se nakon uvođenja eura svi promatrani indikatori likvidnosti u određenoj mjeri poboljšali (slika 6.). Poboljšanje tih indikatora ukazuje na smanjenje implicitnih i eksplicitnih transakcijskih troškova te na povećanje volumena i aktivnosti trgovanja. Pri tome se povećanje tržišne aktivnosti nije negativno odrazilo na indikator tržišne otpornosti, štoviše ona je blago poboljšana u razdoblju nakon uvođenja eura.

Stoga se na primjeru promatranih zemalja u dugom roku može očekivati pozitivan utjecaj ulaska Hrvatske u europodručje na likvidnost samog dioničkog tržišta, a posredno i na stvaranje dodane vrijednosti kroz unapređenje procesa alokacije internog kapitala te privlačenja novog inozemnog kapitala. Osim toga, može se očekivati i povećana otpornost tržišta na

iznenadne sistemske šokove. Iako dobrodošli, ovi potencijalni efekti sami nisu dostatni za značajniji razvoj domaćeg tržišta kapitala strukturalno obilježenog niskom likvidnosti i izraženom koncentracijom (više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)), a što posredno predstavlja i izvor sistemskog rizika za cjelokupni sektor financijskih usluga.

4. Neposredni utjecaj uvođenja eura na sektor financijskih usluga

Prethodno prikazani rezultati sugeriraju da članstvo u europodručju donosi dugoročne koristi za dioničko i obvezničko tržište kapitala. Smanjenjem valutnog i kreditnog rizika tržišta kapitala postaju atraktivnija stranim ulagateljima, što dovodi do veće integracije i produbljivanja tržišta. Posredno se smanjuje i rizičnost portfelja domaćih institucionalnih investitora, uz istovremeno povećanje likvidnosti postojećih ulaganja. Drugim riječima, smanjuje se izloženost sistemskim rizicima uz povećanje otpornosti na kratkotrajne šokove.

Negativna strana ulaska u europodručje može biti povećanje integriranosti domaćeg tržišta kapitala s europskim tržištem, odnosno potencijalno naglašeniji ciklički rizici kroz veću osjetljivost domaćeg tržišta na iznenadne inozemne šokove.

I dok su posredne koristi i troškovi uvođenja eura u kratkom i dugom roku za domaći sektor financijskih usluga još uvijek dvojbeni, određeni neposredni efekti prilično su konkretni i mjerljivi. Hanfa je u 2021. provela anketno istraživanje subjekata nadzora s ciljem utvrđivanja mogućih koristi od uvođenja eura, te je provedena procjena²⁹ troškova konverzije³⁰. (slika 7).

²⁸ Predmetna metodologija za potrebe ove analize pojednostavljena je zbog nepotpune dostupnosti podataka.

²⁹ Procjena je obuhvatila: sve točke Nacrta Akcijskog plana za prilagodbu financijskog sustava uvođenju eura koje se odnose na provedbu konverzije, dvojno iskazivanje cijena, obavještanje korisnika te prilagodbu uvođenju eura, sve razumno očekivane prihode i troškove koji će nastati prije i nakon uvođenja eura kao službene valute, a izravno su povezani s tim procesom, sve predvidive troškove prilagodbe povezane s promjenama u radu

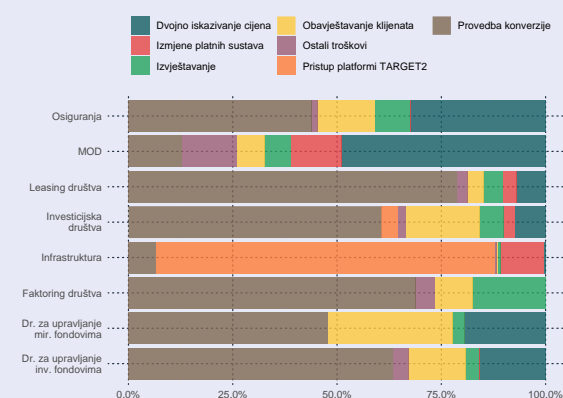
platnih sustava, a na temelju dosad poznatih informacija kojima raspolažu.

³⁰ Troškovi povezani s provedbom konverzije, primjerice troškovi izmjene i usklađivanja internih evidencija u vezi s konverzijom vrijednosnih papira, obveza i potraživanja, za SKDD: trošak konverzije nominalne vrijednosti nematerijaliziranih vrijednosnih papira po službenoj dužnosti, te za sve subjekte: prilagodba dokumentacije i evidencije za koje ne postoji obveza dvojnog

Kod većine subjekata nadzora najveći trošak predstavlja sama provedba konverzije, a zatim i dvojno iskazivanje cijena te obavještanje klijenata. U relativnom iznosu najveći trošak imaju investicijska društva. Međutim, to je primarno zbog njihove veličine³¹. U apsolutnom iznosu najveći trošak snose osiguranja u iznosu od 8,9 mil. HRK, koji čini tek 1,35 % dobiti prije poreza iz 2021. godine.

Slika 7. Sama provedba konverzije najistaknutiji trošak za sektor financijskih usluga

Struktura očekivanih troškova konverzije, u % ukupnih troškova

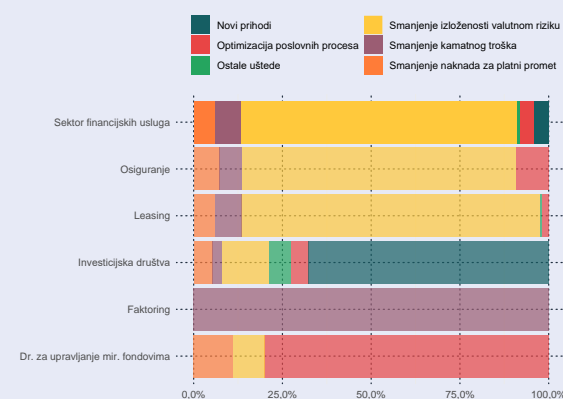


Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

Subjekti nadzora Hanfe kao najveće potencijalne koristi od uvođenja eura³² percipiraju smanjenje valutnog rizika, a posljedično i smanjenje kamatnog troška, pa čak i optimizaciju poslovanja. U svojim konzervativnim kvantitativnim procjenama najveće koristi ponovno imaju investicijska društva (slika 8).

Slika 8. Najveće potencijalne koristi dolaze od smanjenja izloženosti valutnom riziku

Kvantificirane potencijalne koristi od uvođenja eura, u % ukupnih procijenjenih koristi



Izvor: Hanfa, subjekti nadzora

iskazivanja i koje ne predstavljaju regulatorno-izvještajnu dokumentaciju i slični troškovi.

³¹ Radi se o trošku od svega 8,2 % prihoda iz 2021. godine.

5. Zaključno

Članstvo u europodručju i uvođenje jedinstvene valute sa sobom donosi brojne koristi za financijski sustav, ali moguće i neke nedostatke. Rezultati provedene analize sugeriraju da uvođenje eura i članstvo u europodručju mogu potencirati određene dugoročne koristi za tržište kapitala u pogledu povećane tržišne likvidnosti te veće otpornosti na kratkotrajne šokove. Brojna istraživanja ukazuju da bi ulazak u EMU trebao donijeti povoljni utjecaj na gospodarski rast, što bi se s vremenskim odmakom moglo posredno pozitivno odraziti i na domaće tržište kapitala.

Rezultati provedenog anketnog istraživanja također jasno komuniciraju afirmativan stav sektora financijskih usluga u pogledu neposrednog utjecaja uvođenja eura. Tu se uglavnom radi o kratkotrajnim i jednokratnim troškovima (provedba konverzije, dvojno iskazivanje cijena i obavještanje klijenata), dok su koristi od pristupanja europodručju daleko mnogobrojnije i odražavaju se u dugom roku. Smanjenje valutnog rizika, transakcijskih troškova financijskih usluga i troškova zaduživanja zemlje, veća integracija te produbljivanje tržišta dugoročno mogu pridonijeti razvoju dioničkog i obvezničkog tržišta. Samim time smanjuje se izloženost dugoročnim sistemskim rizicima, no istovremeno se povećavaju sistemski rizici kratkoročne prirode jer raste osjetljivost domaćeg tržišta kapitala na iznenadne inozemne šokove, koja proizlazi iz povećane integriranosti s inozemnim tržištima.

³² Ponuđene kategorije odgovora obuhvatile su odgovore: da, ne i ne znamo, a gdje je bilo moguće procijeniti, od subjekata je zatražena i kvantitativna procjena.

Popis kratica

BDP – bruto domaći proizvod	HRK – hrvatska kuna
CISS – kompozitni indikator sistemskog stresa (engl. <i>composite indicator of systemic stress</i>)	MF – mirovinski fondovi
DG ECFIN – Glavna uprava za ekonomske i financijske poslove (engl. <i>Directorate-General for Economic and Financial Affairs</i>)	mil. – milijun
DZS – Državni zavod za statistiku	mlrd. – milijarda
ECOFIN - Vijeće za ekonomske i financijske poslove (engl. <i>Economic and Financial Affairs Council</i>)	MSFI – Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
EK – Europska komisija	OCA – optimalno valutno područje (engl. <i>optimum currency area</i>)
EMU – Europska i monetarna unija	OST – ostalo
ERM II – Europski tečajni mehanizam (engl. <i>exchange rate mechanism II</i>)	p.b. – postotni bod
ESB – Europska središnja banka	PDV – porez na dodanu vrijednost
ESM – Europski stabilizacijski mehanizam (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)	SCR – potrebni solventni kapital (engl. <i>Solvency Capital Requirement</i>)
EU – Europska unija	SIE – Srednja i Istočna Europa
EUR – euro	TILDA - tržišni indeks likvidnosti dionica
EWMA – eksponencijalno ponderirani pomični prosjek (eng. <i>Exponentially Weighted Moving Average</i>)	UCITS – otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (engl. <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>)
FED – Federalne rezerve	USD – američki dolar
FOMC – Federalni odbor za otvoreno tržište (eng. <i>Federal Open Market Committee</i>)	ZSE – Zagrebačka burza
Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CZ – Češka; DE – Njemačka; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FI – Finska; FR – Francuska; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; LT – Litva; LV – Latvija; MT – Malta; NL – Nizozemska; PT – Portugal; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SAD – Sjedinjene Američke Države; SE – Švedska; SI – Slovenija; SK – Slovačka
HICP – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (eng. <i>Harmonised Index of Consumer Prices</i>)	
HNB – Hrvatska narodna banka	

