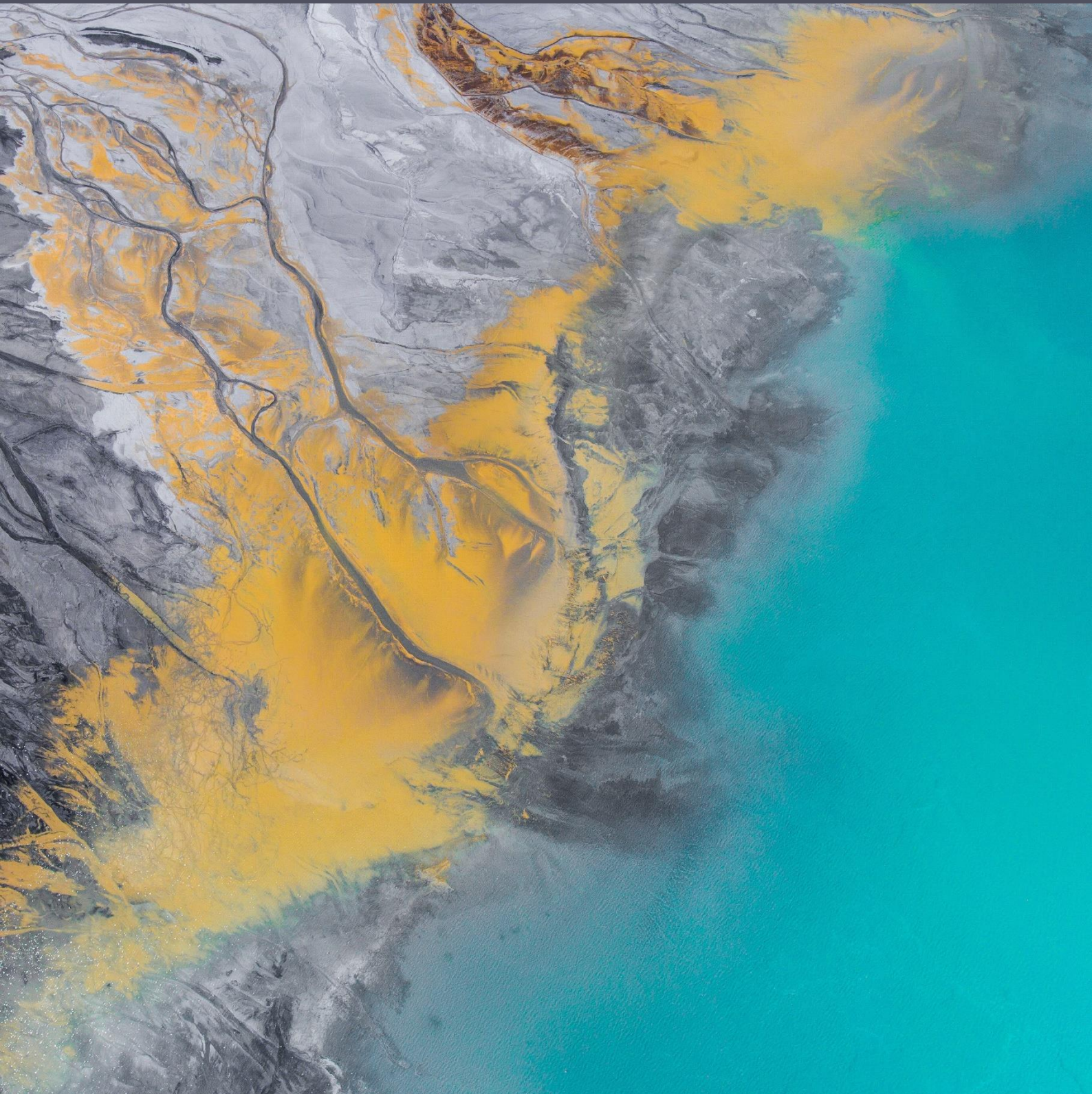


MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Treće tromjesečje 2021.

Broj VI, siječanj 2022.



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.....	8
3. Rizici sektora financijskih usluga.....	10
3.1. Kratkoročni rizici.....	10
3.2. Dugoročni rizici	12
Okvir 1. Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala.....	15
Okvir 2. Što donosi novi MSFI 17 - Ugovori o osiguranju	22
Popis kratica.....	25

1. Uvodno

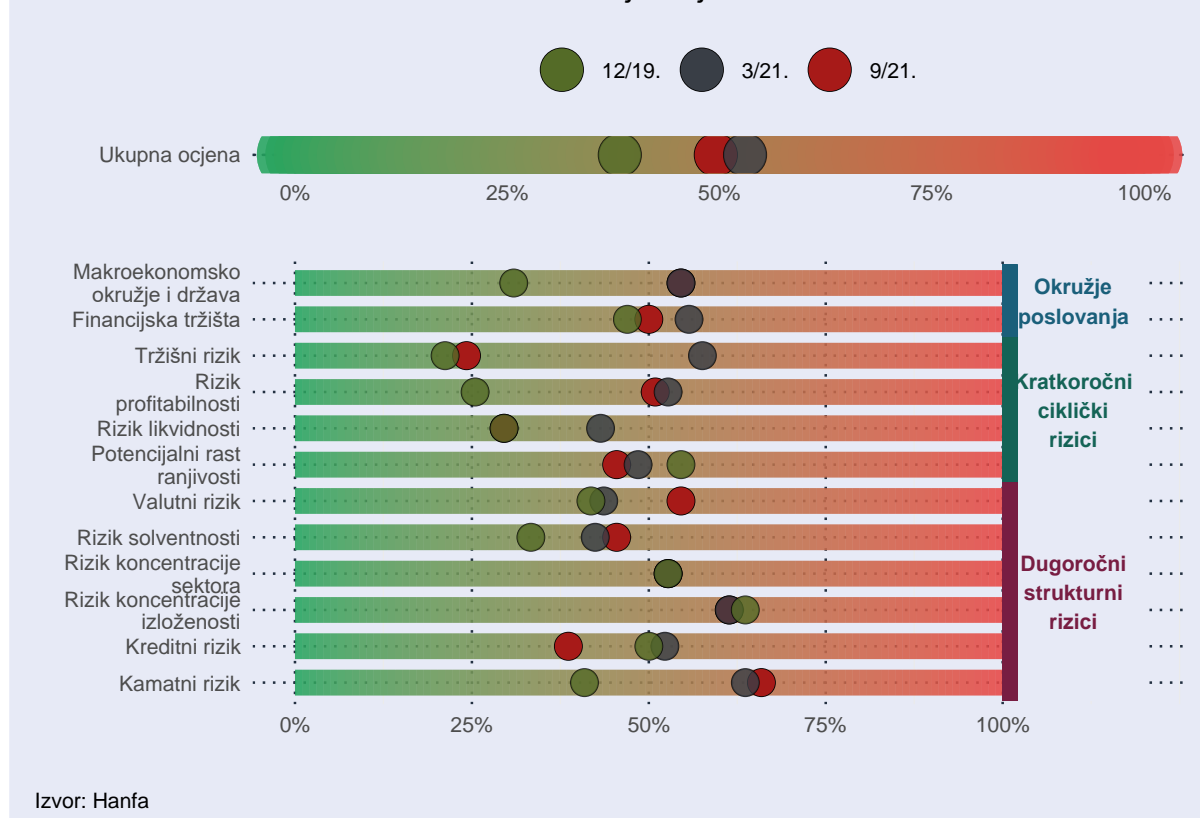
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih 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, 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 3. tromjesečje 2021.



Ukupna ocjena izloženosti sektora finansijskih usluga sistemskim rizicima u trećem tromjesečju 2021. zadržala se na umjerenj razini uz blago smanjenje u odnosu na prvo tromjesečje 2021. Unatoč gospodarskom oporavku koji je bio snažniji od inicijalnih očekivanja, i dalje su najizraženiji rizici vezani uz kretanja u makroekonomskom okruženju s obzirom na pogoršanje fiskalne pozicije povezane s fiskalnim odgovorom na pandemijske zdravstvene i ekonomske posljedice. Sve naglašeniji rizik čini i rast neizvjesnosti vezan uz karakter i trajanje inflacijskih pritisaka te posljedične reakcije nositelja ekonomskih politika. Iako smanjeni u odnosu na 2020. godinu, rizici koji proizlaze iz kretanja i uvjeta na finansijskim tržištima u okolnostima inflacijom povišene neizvjesnosti mogu narušiti i usporiti ekonomski oporavak, a što će značajno ovisiti o dinamici i intenzitetu normalizacije monetarnih politika, posebno u odnosu na tržišna očekivanja. Vjerojatna normalizacija monetarnih politika bi tako, s obzirom na visoku razinu kamatnog rizika koji su finansijske institucije preuzimale u potrazi za prinosima tijekom višegodišnjeg razdoblja niskih kamatnih stopa, mogla ujedno negativno djelovati i na vrijednost njihovih ulaganja u dužničke vrijednosne papire. Upravo je kamatni rizik u kombinaciji s visokom razinom koncentracije ulaganja u državne obveznice najizraženiji dugoročni strukturni rizik kojem je domaći sektor finansijskih usluga izložen. Istodobno, općenita vrednovanja na globalnim dioničkim tržištima nastavljaju biti odvojena od poslovnih pokazatelja pa rizik iznenadne snažnije globalne korekcije cijena ostaje povišen. Stoga trenutno smanjenje kratkoročnih, cikličkih rizika koji proizlaze iz poslovanja domaćeg sektora finansijskih usluga u slučaju poremećaja i korekcija na globalnim tržištima kroz prelijevanje na plitko i slabo likvidno domaće tržište kapitala lako može biti preokrenuto materijalizacijom tržišnog rizika s negativnim posljedicama na profitabilnost, odnosno prinose sektora finansijskih usluga.

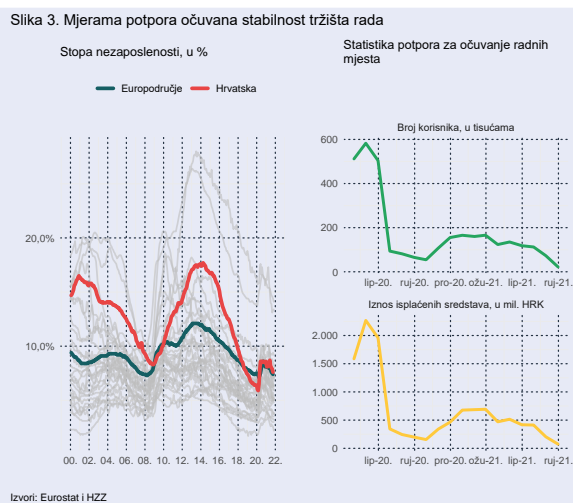
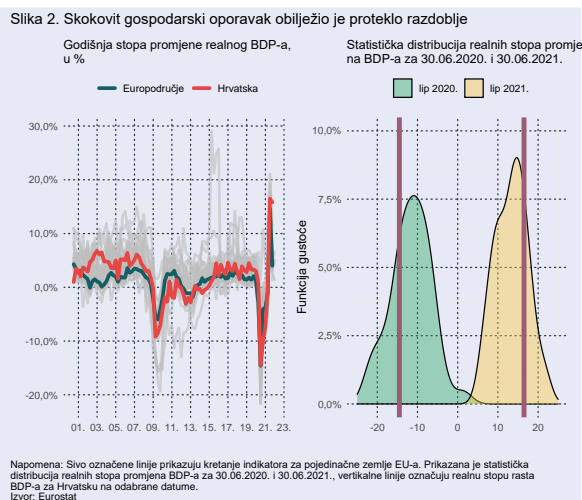
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okruženja

2.1. Makroekonomsko okruženje

Ocijenjeni sistemski rizici koji proizlaze iz kretanja u makroekonomskom okruženju tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2021. zadržali su se na blago povišenoj razini unatoč snažnom rastu gospodarske aktivnosti i to ponajprije zbog pogoršanih fiskalnih pokazatelja kao posljedice fiskalnog odgovora na pandemijske okolnosti (slika 1.). Realna godišnja stopa ekonomskog rasta u drugom je tromjesečju iznosila visokih 16,5 %, a tek je malo niža bila u trećem tromjesečju kada je zabilježen godišnji rast od 15,8 % (slika 2.). Primarni razlog ovih povijesno visokih stopa rasta je bazni učinak s obzirom na to da je u istom razdoblju prethodne godine zbog zatvaranja gospodarstva zabilježeno najveće smanjenje ekonomske aktivnosti (-14,5 %) koje je Hrvatsku pozicioniralo u donji dio distribucije realnog ekonomskog rasta europskih zemalja. Povoljna epidemiološka situacija tijekom ljetnih mjeseci 2021. i posljedični izostanak strogih epidemioloških mjera omogućili su dobre turističke rezultate¹ koji su podržali nastavak gospodarskog oporavka i u trećem tromjesečju 2021., pri čemu su osobna potrošnja te izvoz roba i usluga bili glavni pokretači snažnog ekonomskog oporavka. Nastavak trenda relativno visokih stopa ekonomskog rasta očekuje se i u 2022., stimuliran provedbom Nacionalnog plana za oporavak i otpornost što potvrđuju i trenutno dostupni visokofrekventni pokazatelji ekonomske aktivnosti².

¹ Prema podacima DZS-a u prvih devet mjeseci zabilježeno je 11,6 mil. dolazaka i nešto više od 66 mil. noćenja, što je 75,2% više dolazaka i 68,4% više noćenja u odnosu na isto razdoblje krize 2020. godine.

² Prosječna godišnja stopa promjene sezonski prilagođenog indeksa industrijske proizvodnje je u razdoblju od prosinca 2020.



Tržište rada dobro je apsorbiralo utjecaj koronakrize u 2021. godini (slika 3.). Značajniji porast stope nezaposlenosti nije se dogodio prije svega zbog izdašnih fiskalnih potpora kojima su se nastojala očuvati radna mjesta. Dodatno su dobri turistički rezultati i intenzivnije sezonsko zapošljavanje doprinijeli zadržavanju stopa registrirane nezaposlenosti na relativno niskoj razini³. Tijekom ljetnih mjeseci značajno je smanjen broj korisnika mjera za očuvanje radnih

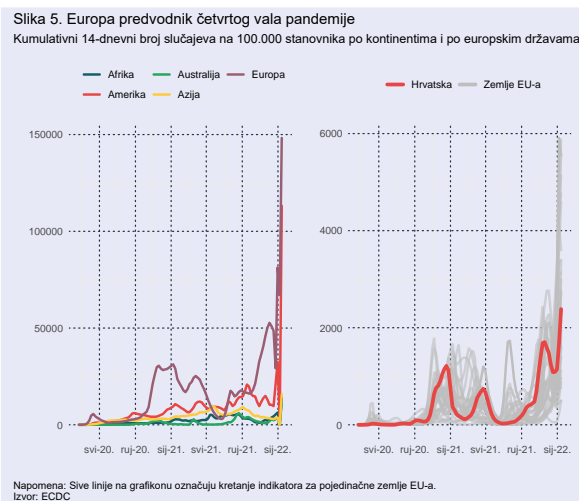
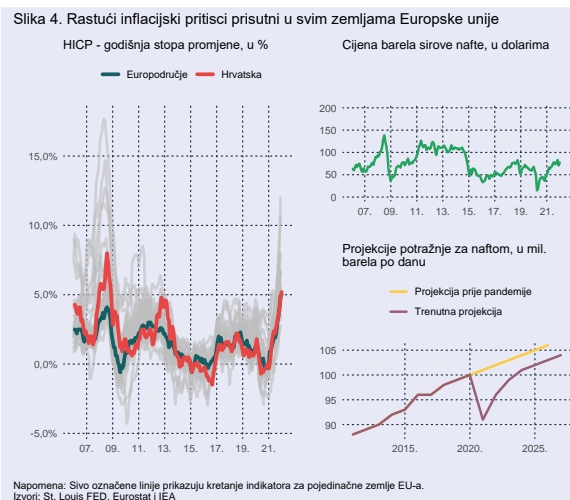
do rujna 2021., tj. otkada su te vrijednosti kontinuirano u pozitivnom području, iznosila 7 %.

³ Tako je krajem rujna ona iznosila 7 % i bila je za 1,7 p.b. manja nego krajem rujna 2020., odnosno 0,4 p.b. veća u odnosu na isto razdoblje pretkrizne 2019. godine.

mjesta⁴ (slika 3.), kako zbog povoljnije epidemiološke situacije i činjenice da su poslodavci u proteklom razdoblju poslovanje uspješno prilagodili pandemijskim uvjetima rada, tako i zbog vezivanja pristupa odobravanju potpora uz COVID-potvrde⁵.

Uz skokovit gospodarski oporavak, drugo i treće tromjesečje 2021. obilježilo je i ubrzanje stope inflacije iznad očekivane razine. Tako je krajem studenoga stopa inflacije⁶ iznosila 4,8 %, što je njezina najviša razina još od početka 2013. godine. Rast cijena na godišnjoj razini u najvećem je dijelu posljedica poskupljenja prijevoza s obzirom na globalni rast cijena energenata⁷. Stoga inflacijski trendovi u Hrvatskoj nisu iznimka, već odraz globalnih kretanja u vidu prelijevanja cijena sa svjetskih robnih tržišta, posebice cijena nafte (slika 4.), te sve izraženijih inflacijskih očekivanja. Premda se dio tog povećanja može objasniti baznim učinkom uslijed smanjene potrošnje naftnih derivata povezane sa zaključavanjem gospodarstava i smanjene mobilnosti u prvom valu pandemije, cijena barela nafte krajem listopada 2021. nadmašila je čak i pretkrizne vrijednosti iz prosinca 2019. godine. Trenutačno dostupne projekcije ocjenjuju kako je rast cijena privremene prirode i karakteriziraju tekuće inflacijske pritiske kao kratkoročne uz naglasak kako se vrhunac tek očekuje u 2022. godini⁸. Međutim, u slučaju produbljivanja poremećaja na strani ponude te osnaživanja inflacijskih očekivanja, obuzdavanje rastuće inflacije u kratkom roku bit će nužno. Stoga su negativni rizici projekcija makroekonomskih kretanja i dalje naglašeni, posebice uzimajući u obzir zadnje dostupne podatke o pogoršanju epidemiološke

situacije u većini europskih zemalja koju dodatno komplicira pojava novih visoko zaraznih sojeva koronavirusa (slika 5.).



Cijena zadržavanja povoljne situacije na tržištu rada i brzog ekonomskog oporavka u izvanrednim okolnostima uzrokovanim pandemijom odrazila se u pogoršanim fiskalnim pokazateljima (slika 6.). Značajna fiskalna ekspanzija potaknuta aktualnom pandemijom koronavirusa vidljiva je na kraju 2021. u povišenoj razini javnog duga te deficitu proračunskog salda u odnosu na 2019., unatoč poboljšanju

⁴ Krajem kolovoza ove godine mjere potpora za očuvanje radnih mjesta koristilo je čak 80 % korisnika manje nego krajem lipnja.

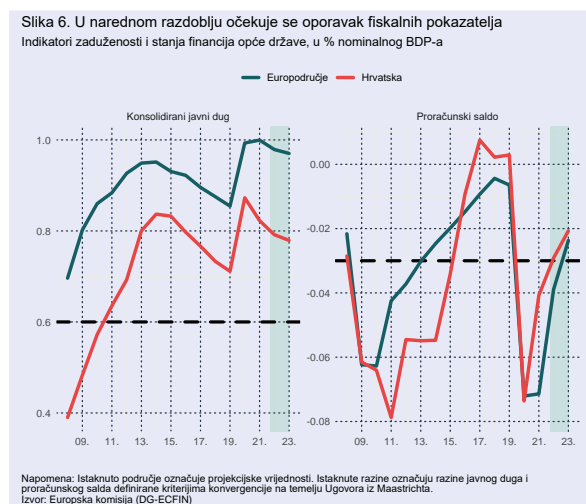
⁵ Ukupan iznos potpora mogu dobiti poslodavci čijih najmanje 70 % zaposlenika posjeduje COVID potvrdu, dok je u ostalim slučajevima iznos potpore proporcionalan udjelu COVID potvrda.

⁶ Mjerena godišnjom stopom promjene indeksa potrošačkih cijena.

⁷ Krajem rujna cijene iz kategorije prijevoza porasle su za 10,8 % u odnosu na rujan 2020. godine.

⁸ Prema zadnjoj dostupnoj [projekciji Europske komisije](#) (iz studenoga) godišnja stopa inflacije za čitavu će Uniju 2021. iznositi 2,6 %, dok će u 2022. i 2023. usporiti na 2,5 % i 1,6 %. Prema istoj projekciji, godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj će 2021. iznositi 2,2 %, u 2022. će se smanjiti na 2,0 %, a u 2023. će se dodatno smanjiti na 1,5 %.

relativnih pokazatelja s obzirom na rast ekonomske osnovice⁹. Prema projekciji Europske komisije, u narednom bi se razdoblju fiskalna konsolidacija trebala odvijati umjerenom, ali postojanom dinamikom. Stoga se sistemski rizici ovog dijela sustava, barem u kratkom roku i uz pretpostavku izostanka novih epidemioloških i/ili ekonomskih šokova, ne bi trebali dodatno produbljivati. Tome će zasigurno doprinijeti i očekivana fiskalna disciplina stimulirana procesom uvođenja eura, kao i [poboljšanje kreditnog rejtinga na BBB uz pozitivne izgled od strane agencije Fitch](#) sredinom studenoga 2021. godine. Djelomično rasterećenje javnih financija omogućila je i isplata prvog dijela potpore (6,14 mlrd. HRK) iz Mehanizma oporavka i otpornosti krajem rujna¹⁰, nakon što je početkom srpnja Europska komisija odobrila Nacionalni plan za oporavak i otpornost.



2.2. Financijsko okruženje

Razina izloženosti globalnih financijskih tržišta sistemskim rizicima blago je smanjena tijekom trećeg tromjesečja 2021. u odnosu na prethodno, ponajprije zahvaljujući poboljšanju kratkoročnih pokazatelja sistemskog stresa na financijskim

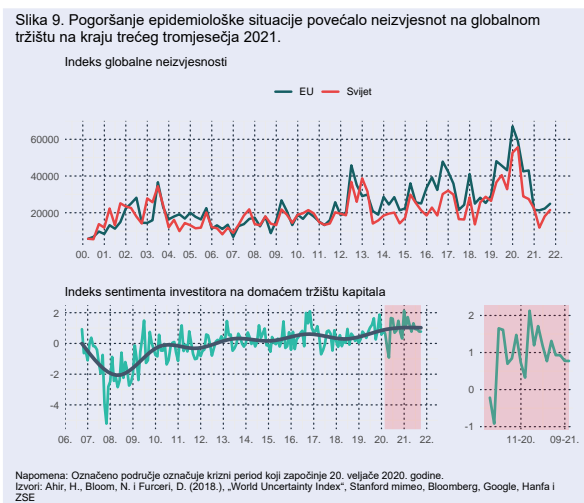
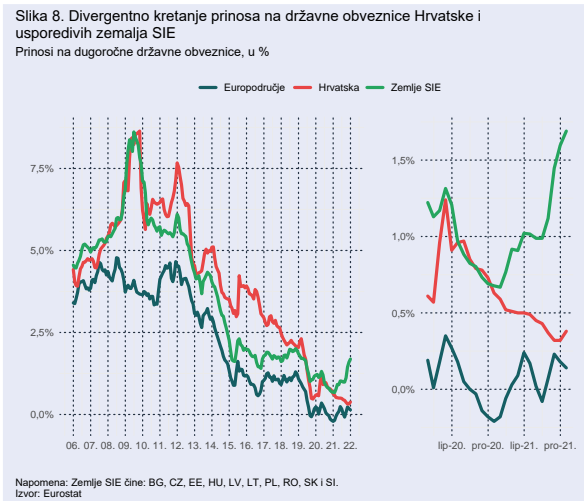
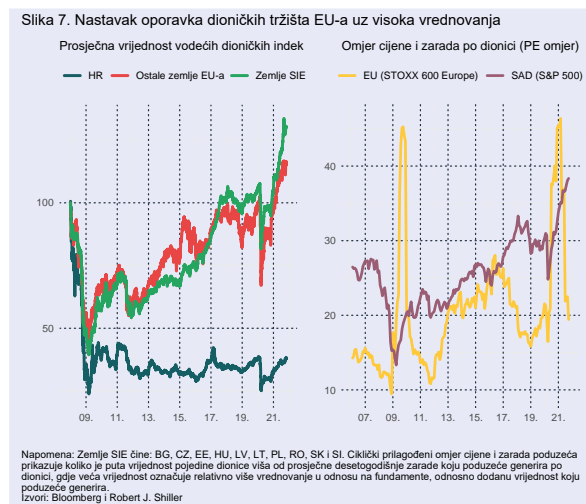
tržištima. Međutim, i dalje je izražen rizik moguće iznenadne značajne korekcije cijena, čija materijalizacija u bitnome ovisi o inflacijskim kretanjima i očekivanjima investitora. Nakon prošlogodišnjeg pronalaska cjepiva protiv bolesti COVID-19 i posljedičnog snažnog oporavka tržišnog sentimenta, fokus sudionika na financijskim tržištima više nije primarno vezan uz način borbe s pandemijom, već uz njene posljedice, koje se trenutačno ponajviše odražavaju u vidu globalno povišenih stopa inflacije (slika 4.) i stopama globalnog ekonomskog oporavka blago nižim od očekivanih. Recentna kretanja cjenovnih pokazatelja podupiru trenutno rastuću zabrinutost investitora (slika 9.) kako će razdoblje povišene inflacije trajati dulje od očekivanog. U očekivanju reakcije monetarne politike Fed i ESB-a, rast cijena na europskim i američkim dioničkim tržištima usporen je u drugom polugodištu 2021., dok su cijene dionica na tržištima u nastajanju smanjene, poglavito zbog korekcija na kineskom tržištu potaknutih pooštavanjem regulative za tehnološki sektor i krizom likvidnosti jednog od vodećih kineskih nekretninskih poduzeća Evergrande. Unatoč tome, vrednovanja su i dalje na vrlo visokim razinama koje potencijalno ne odražavaju poslovne rezultate kompanija (slika 7.), što otvara prostor za moguću iznenadnu i snažnu korekciju u narednom razdoblju te potencira rizik kratkoročnih tržišnih volatilnosti. U takvim bi se okolnostima globalna kretanja prelila i na domaće dioničko tržište koje se tek krajem listopada vratilo na pretkriznu razinu iz siječnja 2020. godine¹¹. Navedeni rizici dodatno naglašavaju strukturne slabosti domaćeg tržišta. Niska likvidnost i visoka koncentracija, unatoč određenim poboljšanjima (više u okviru [1](#)

⁹ U relativnom je izrazu udio javnog duga u BDP-u krajem drugog tromjesečja smanjen u odnosu na prethodno (za 4 p.b.), ponajprije kao posljedica spomenutog snažnog tromjesečnog rasta gospodarske aktivnosti, koji je rezultirao rastom prihoda, i manjim potrebama za fiskalnim poticajima, a koji je povoljno djelovao i na ostale fiskalne pokazatelje, kao što je primjerice manjak opće države koji je u istom razdoblju smanjen za 1,9 p.b. na razinu 5,6 % BDP-a.

¹⁰ Više informacija može se naći na [poveznici](#).

¹¹ Krajem lipnja ove godine vrijednost CROBEX-a prvi je puta od početka krize prešla granicu od 2000 bodova, nakon čega je uslijedilo smanjenje pa ponovni oporavak iznad granice od 2000 bodova u listopadu 2021. godine.

Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala), i dalje su izražene. Naime, gotovo polovinom uvrštenih dionica na Zagrebačkoj burzi trguje se manje od 10 dana u mjesecu, dok je promet prvih pet dionica činio čak 55 % ukupnog prometa na burzi u studenome 2021. godine. Unatoč blagom rastu prinosa na globalnim obvezničkim tržištima povezanih s inflacijskim kretanjima i očekivanjima, realne su kamatne stope i dalje niske ili negativne (slika 8.). Očekivano zaoštavanje monetarnih uvjeta naglašava kamatni rizik kojem je izložen financijski sektor s obzirom na to da je tijekom posljednjih godina značajno produljena ročnost ulaganja financijskih institucija u nastojanju da se ostvare viši povrati. Taj je trend prisutan i u domaćem sektoru financijskih usluga. Međutim, za razliku od prinosa usporedivih zemalja SIE koji su značajno porasli tijekom 2021., prinosi na hrvatske državne obveznice nastavili su trend pada i krajem studenoga pali na dosad najnižu zabilježenu razinu od 0,32 % (0,17 p.b. manje u odnosu na kraj lipnja).



3. Rizici sektora financijskih usluga

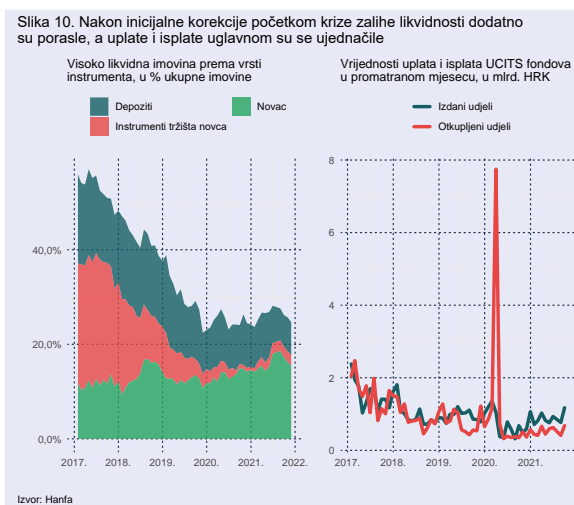
Izloženost sektora financijskih usluga sistemskim rizicima koji proizlaze iz njegova poslovanja nije se značajno promijenila u trećem tromjesečju 2021. u odnosu na prethodno razdoblje te je zadržana na blago povišenoj razini. Pri tome je blago smanjena izloženost kratkoročnim sistemskim rizicima s obzirom na relativnu stabilizaciju financijskih tržišta nakon volatilne 2020. i rast cijena, dok se istodobno strukturne ranjivosti ovog dijela financijskog sustava nisu značajnije promijenile (slika 1.).

3.1. Kratkoročni rizici

U segmentu kratkoročnih rizika koji odražavaju ciklička kretanja, u trećem tromjesečju 2021., gledajući na razini cjelokupnog sektora financijskih usluga, najznačajnije se smanjio tržišni rizik s obzirom na smirivanje volatilnosti na globalnim dioničkim tržištima uz snažan oporavak cijena. Međutim, unatoč smanjenju percepcije tržišnog rizika on je još uvijek latentan, posebno u dijelu fondovske industrije za koju se izloženost tržišnom riziku stoga ocjenjuje i dalje umjerenom. Navedeno djelomično odražava i dalje povišene neizvjesnosti uslijed globalnog rasta inflacije i mogućeg zaoštavanja monetarnih politika koje bi moglo potaknuti realokaciju ulaganja investitora i cjenovne korekcije, što pak upućuje kako u narednom razdoblju ovaj oblik rizika vjerojatno ipak neće biti prigušen.

Likvidnost sektora financijskih usluga poboljšana je u odnosu na početak 2021. godine. Nakon prošlogodišnje epizode značajnih izlazaka ulagača iz investicijskih fondova u prvom valu pandemije i uspješnog odgovora investicijskih fondova na postavljene zahtjeve, likvidnosni pritisci su prigušeni, a fondovska industrija u potpunosti se oporavila od sistemskog događaja uz posljedično povećanje zaliha likvidnosti. Tako

je krajem rujna 2021. visokokvalitetna likvidna imovina¹² bila više nego trostruko veća od mjesečnih bruto odljeva te je iznosila 26 % ukupne imovine investicijskih fondova, dok su uplate i povlačenja iz fondova bili uravnoteženi (slika 10.). Prosječna likvidnost društava za osiguranje također se zadržala na razmjerno visokoj razini¹³ iako je prisutna značajna heterogenost među pojedinim društvima.



S obzirom na veliki utjecaj koji rizik likvidnosti može imati na financijsku stabilnost sustava, posebno u kontekstu narušenog povjerenja korisnika financijskih usluga i reputacije institucija, ali i mogućih značajnih intervencija regulatora i nositelja ekonomske politike u slučaju njegove materijalizacije, likvidnosni rizik sektora financijskih usluga recentno je dospio u fokus europskih regulatora. Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) je 2017. izdao prvu, a 2020. i drugu preporuku povezanu s tom temom: [Preporuku o likvidnosnim rizicima u investicijskim fondovima \(ESRB/2020/4\)](#). U okviru Preporuke iz 2020. ESRB je identificirao dva segmenta sektora investicijskih fondova kao prioriteta područja za poboljšani nadzor iz perspektive financijske stabilnosti: investicijske fondove sa značajnom izloženosti

¹² U visokokvalitetnu imovinu uključeni su novac, depoziti i instrumenti tržišta novca.

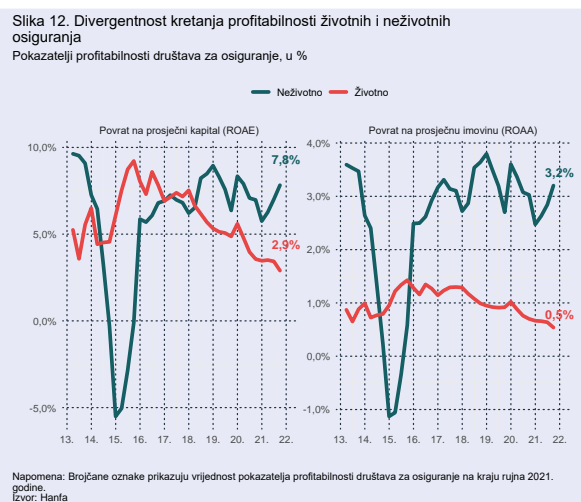
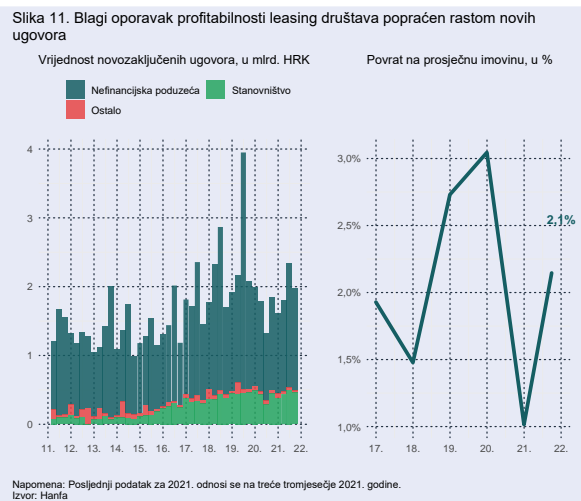
¹³ Udio likvidne u ukupnoj imovini društava za osiguranje do kraja rujna 2021. blago je porastao u odnosu na prvo tromjesečje, pri čemu se medijan povećao sa 75,4 % na 76,3 %.

korporativnom dugu i investicijske fondove sa značajnom izloženosti nekretninama i preporučio Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) da u suradnji s nacionalnim regulatorima procijeni spremnost tih dvaju segmenata sektora investicijskih fondova za apsorpciju budućih nepovoljnih šokova¹⁴. EIOPA je početkom godine objavila [metodološka načela](#) ispitivanja otpornosti tržišta osiguranja na stres s naglaskom na likvidnosnu komponentu osiguravatelja. U tom su dokumentu detaljno opisani pokazatelji za praćenje rizika likvidnosti kod društava za osiguranje, kao i načela za procjenu pozicija likvidnosti u simuliranim stresnim scenarijima.

Gospodarski oporavak snažniji od očekivanog odrazio se u rastu profitabilnosti leasing društava i društava za osiguranje u dijelu neživotnih osiguranja, dok su realni prinosi fondovske industrije s obzirom na inflacijske pritiske potisnuti. U pandemijskim okvirima odlična turistička sezona potpomogla je rast novozaključenih leasing ugovora što je, uz postupan istek moratorija, doprinijelo djelomičnom oporavku i stabilizaciji poslovanja leasing društava te rastu povrata na imovinu koji je krajem rujna 2021. iznosio 2,1 % (slika 11.). U prvih devet mjeseci 2021. broj novozaključenih ugovora bio je 31,3 % veći u odnosu na isto razdoblje 2020., dok se vrijednost po njima povećala 23,3 % na godišnjoj razini (slika 11.). No taj je porast samo djelomično anulirao utjecaj koronakrize jer su broj i vrijednost novih ugovora još uvijek za četvrtinu niži u odnosu na pretpandemijske razine.

Istodobno se tijekom 2021. značajno oporavila i profitabilnost društava za osiguranje u dijelu neživotnih osiguranja pa je tako krajem rujna 2021. povrat na prosječnu imovinu neživotnog osiguranja iznosio 3,2 % što odgovara trogodišnjem prosječnom povratu u

pretkriznom razdoblju. Za razliku od neživotnih osiguranja, profitabilnost u segmentu osiguranja života i dalje je u padu pod naglašenim utjecajem produljenog okruženja niskih kamatnih stopa (slika 12.). Ipak, bojazni oko intenziviranja broja prijevremenih raskida i otkupa polica osiguranja života zasad nisu ostvarene prvenstveno zbog nastavka relativno povoljnih uvjeta na tržištu rada i nakon ukidanja velikog dijela mjera potpore gospodarstvu.



Istodobno, iako investicijski fondovi i dalje bilježe pozitivne prosječne realne prinose koji su s obzirom na rastuću inflaciju usidreni na razinama manjim od 1 %, heterogenost realiziranih prinosa znatno se povećava ovisno o profilu rizičnosti fonda. Tako fondovi s većom alokacijom imovine u dionice ostvaruju i bitno

¹⁴ Domaći sektor investicijskih fondova ne posjeduje sistemski materijalne izloženosti prema segmentima apostrofiranim navedenom preporukom.

više prinose, dok konzervativne strategije ulaganja ne ostvaruju zadovoljavajuće povrate, nastavak čega je izvjestan barem do normalizacije monetarne politike i rasta kamatnih stopa. Stoga niži prinosi i dalje motiviraju društva za upravljanje fondovima da se pri alokaciji ulaganja postupno više okreću inozemnim tržištima i rizičnijim klasama imovine. I kod mirovinskih fondova ostvareni prinos bio je proporcionalan stupanju rizičnosti ulaganja pa su krajem rujna 2021. obvezni mirovinski fondovi kategorije A ostvarili godišnji prinos od 13,7 %, dok su kategorije B i C ostvarile prinose od 7,06 % odnosno 1,26 % na godišnjoj razini.

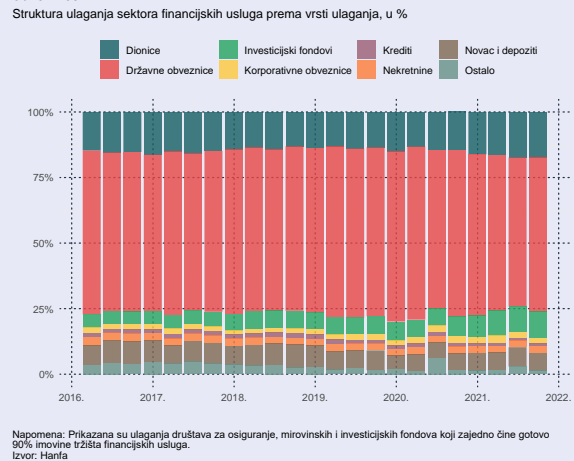
3.2. Dugoročni rizici

Kamatni rizik najistaknutiji je strukturni rizik kojem je domaći sektor financijskih usluga izložen, a njegova povišena razina u trećem je tromjesečju 2021. blago povećana. Naime, kroz višegodišnje razdoblje niskih kamatnih stopa fondovi, posebno investicijski, značajno su produljili ročnost obvezničkih ulaganja kako bi ostvarili više komparativne prinose koje takva ulaganja nose u odnosu na ona kraće ročnosti¹⁵ (slika 14.). Normalizacija monetarne politike te posljedični rast referentnih kamatnih stopa, a čija je vjerojatnost u sljedećoj godini s obzirom na inflacijska kretanja i najave središnjih banaka vrlo visoka, izlaže imatelje dužničkih vrijednosnih papira riziku smanjena vrijednosti njihovih obvezničkih ulaganja. Stoga je izloženost kamatnom riziku domaćih fondova, ali i društava za osiguranje relativno visoka.

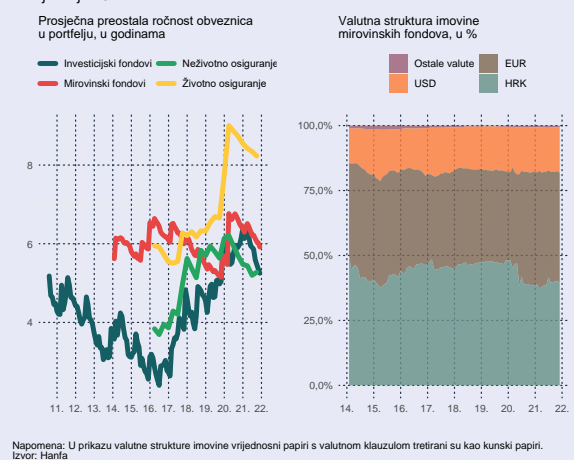
Kamatni rizik dodatno je potenciran visokom razinom koncentracije izloženosti sektora financijskih usluga, koja se u recentnom periodu ipak postupno smanjila kroz veću klasnu i geografsku diversifikaciju ulaganja. Tako su krajem rujna 2021. (domaće) državne obveznice činile 58,8 % svih ulaganja sektora¹⁶ (slika 13.). No kod nekih pružatelja usluga (prvenstveno fondova) primjetan je trend smanjenja ove vrste

imovine te rast izloženosti rizičnijim klasama, poput dionica, i to posebno onima na inozemnim tržištima. Očekivani nastavak ovog trenda koji bitno ovisi o daljnjem kretanju realnih kamatnih stopa na dužnička izdanja smanjit će izloženost sektora strukturnom riziku koncentracije, ali istodobno u ovisnosti o tržišnim kretanjima i povećati njihovu izloženost cikličkom tržišnom riziku.

Slika 13. Izražena koncentracija ulaganja sektora financijskih usluga u državne obveznice



Slika 14. Blago pogoršanje kamatnog i valutnog rizika tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2021.



Istodobno je nastavak trenda rasta inozemnih ulaganja povećao izloženost sektora financijskih usluga valutnom riziku (slika 14.). Prosječna otvorena neto valutna pozicija mirovinskih fondova krajem rujna iznosila je 34,5 %, što je tek neznatno niže od zakonski definiranog limita koji iznosi 35 %. Ipak, valja naglasiti kako će se u narednom razdoblju uvođenjem eura kao

¹⁵ Prosječni ponderirani broj godina do dospjeća obvezničkog portfelja UCITS fondova višestruko se povećao tijekom posljednje četiri godine te je dosegao razinu od 5,3 godine u zadnjem tromjesečju 2020. godine.

¹⁶ Više o rizicima koji proizlaze iz takve strukture ulaganja može se naći u Okviru 2. *Rizici koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora* u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 3.](#)

službene valute valutni rizik uvelike smanjiti, a u međuvremenu je vjerojatnost njegove materijalizacije vrlo niska s obzirom na obvezujuću relativnu stabilnost tečaja kune tijekom razdoblja boravka Hrvatske u tečajnom mehanizmu ERM II, ali i vrlo visoke devizne rezerve Hrvatske narodne banke.

Od dugoročnih strukturnih rizika tijekom trećeg tromjesečja 2021. značajnije je smanjena izloženost sektora financijskih usluga kreditnom riziku. Posljedica je to stabilizacije leasing poslovanja pravovremenim donošenjem i postupnim ukidanjem makrobonitetnih mjera, što je ostavilo društvima dovoljno vremena da prilagode svoje poslovanje novonastalim okolnostima¹⁷, ali prije svega zbog iznimno dobre turističke sezone i općenitog ekonomskog oporavka. Tako je krajem rujna udio neprihodonosnih plasmana u ukupnim plasmanima iznosio 2,7 %, što je razina na kojoj je posljednji put bio početkom 2015. godine (slika 15.). Slični trendovi, suprotni očekivanim, vidljivi su i u korporativnom sektoru. Naime, u Hrvatskoj, kao i u Europi, još uvijek se ne zamjećuje znatniji porast broja poduzeća koja prestaju s poslovanjem koji inače karakterizira krizna razdoblja (slika 15.). Prema podacima Fine krajem rujna 2021. broj insolventnih subjekata bio je gotovo 20 % manji nego krajem 2019., a njihov dug gotovo 30 % manji. S obzirom na značajnu povezanost poslovanja leasing društava sa sektorom nefinancijskih poduzeća¹⁸, izgledno je kako će na daljnje poslovanje obaju sektora dominantno utjecati razvoj epidemiološke situacije te makroekonomska kretanja, ali i potencijalno poskupljenje troška financiranja u kontekstu povišenih inflacijskih pritisaka.

Premda je i tijekom 2021. poslovno okruženje sektora financijskih usluga bilo vrlo izazovno, kapitaliziranost je zadržana na primjerenim razinama. Krizne okolnosti zasad nisu značajnije

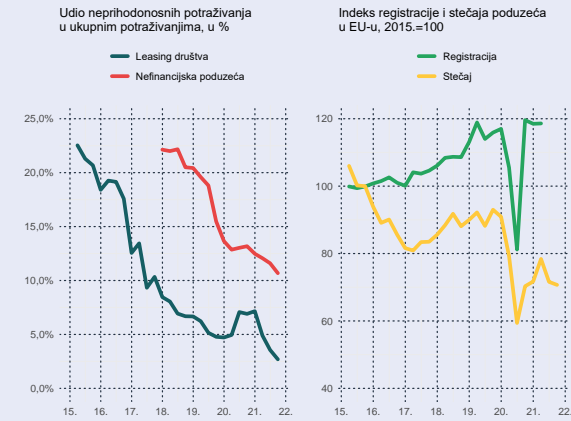
narušile pokazatelje kapitaliziranosti društava za osiguranje koji su u promatranom razdoblju zadržani za razinama gotovo dva puta većim od regulatorno propisanih minimuma, djelomično i zbog pravovremenog donošenja makrobonitetne odluke o privremenom ograničenju raspodjele dobiti¹⁹. Medijski omjer solventnosti društava za osiguranje krajem rujna 2021. iznosio je 184,3 % (slika 16.), pa je rizik insolventnosti bio na niskoj razini, a sektor osiguranja relativno spreman za apsorpciju potencijalnih novih šokova. Ipak, primjetan je visok stupanj heterogenosti stupnja kapitaliziranosti među pojedinim društvima (više od polovine društava zabilježilo je smanjenje SCR omjera od ožujka do rujna) što je prvenstveno rezultat povećanja ukupnog kapitalnog zahtjeva uslijed povišenih tržišnih neizvjesnosti, što jasno potvrđuje nužnost koordinacije mikrobonitetnog i makrobonitetnog pogleda u ocjeni rizičnosti. Na pokazatelje solventnosti i profitabilnosti društava za osiguranje u narednom će razdoblju uvelike utjecati očekivano uvođenje novog međunarodnog računovodstvenog standarda koje se očekuje početkom 2023. godine (više u [Okviru 2. Što donosi novi MSFI 17 - Ugovori o osiguranju](#)), kao i uvođenje eura zbog primjene niže eurske krivulje bezrizičnih kamatnih stopa pri određivanju vrijednosti obaveza. Istodobno je kod leasing društava primjetan nastavak trenda poboljšanja kapitalnih pozicija i zadržavanja kapitaliziranosti na stabilnim razinama kao posljedica bržeg rasta kapitala i rezervi u odnosu na imovinu.

¹⁷ Između ostalog, društvima je omogućeno da za odgode plaćanja ne formiraju ispravke vrijednosti.

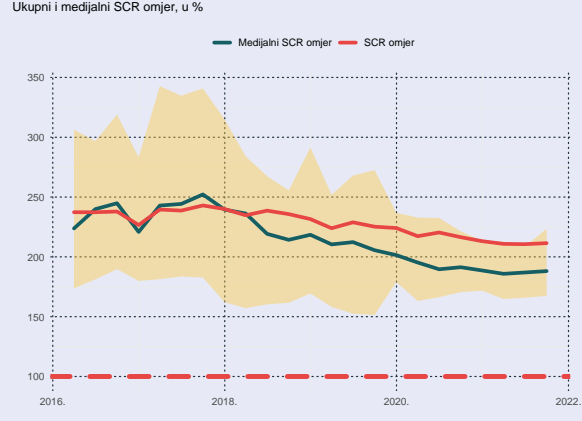
¹⁸ Krajem rujna 68,9 % aktivnih ugovora leasing društava bilo je sklopljeno sa sektorom nefinancijskih poduzeća.

¹⁹ Više informacija može se naći u više u [Okviru 2. Makrobonitetno očuvanje kapitalnih amortizera osiguratelja](#) u stresnim okolnostima u publikaciji [Makroprudencijalni skener rizika, br. 5.](#)

Slika 15. Mjerama pomoći spriječen rast kreditnog rizika leasing društava i nefinancijskih poduzeća



Slika 16. Solventnost društava za osiguranje značajno iznad regulatornog minimuma



Okvir 1. Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala

Domaće dioničko tržište karakterizira relativno visoka kapitalizacija koju istovremeno ne prati zadovoljavajuća razina aktivnosti. U takvim okolnostima strukturalni pokazatelji tržišta kapitala posebno su važni za ulagače, ali i regulatore jer upućuju na snagu tržišta da podnese iznenadne sistemske šokove. Iako je pojam likvidnosti tržišta kapitala u teoriji intuitivan i lako razumljiv, u praksi se ispod krovnog pojma tržišne likvidnosti krije nekoliko različitih koncepata, odnosno karakteristika tržišta. Konstruirani kompozitni tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA) na domaćem tržištu kapitala pokazuje da se likvidnost, uz određene oscilacije, oporavlja od 2015. te nije značajnije ni dugoročnije smanjena ni u razdoblju koronakrize. Međutim, izvjesno je kako je sama razina likvidnosti i nadalje razmjerno niska, posebno u usporedbi s drugim sličnim tržištima.

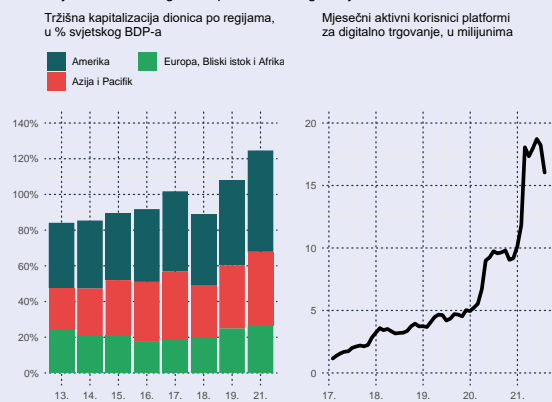
1. O važnosti likvidnosti tržišta kapitala

Financijski sustav centralni je sektor gospodarstva čija uloga financijskog posredništva od štediša (institucija i pojedinaca s neto viškom financijskih sredstava) prema dužnicima (novčano deficitarni ekonomski agenti) potpomaže gospodarski rast i razvoj kroz (manje ili više) efikasnu alokaciju kapitala prema aktivnostima koje stvaraju dodatnu vrijednost. Iako se pod financijskim sustavom primarno podrazumijevaju kreditne institucije, mirovinski fondovi ili društva za osiguranje, tržište kapitala najbolji je primjer osnovne alokacijske funkcije financijskog sustava.

Prema Wurgleru (2001.) razvijena tržišta kapitala aktivno potpomažu alokaciju investicija prema rastućim industrijama na račun industrija s usporavajućim trendom poslovanja. Osim stvaranja dodane vrijednosti kroz unapređenje procesa alokacije internog kapitala, tržišta kapitala potpomažu i kumulaciju stranog kapitala. Alfaro et al. (2004.) pokazali su da zemlje s razvijenim tržištem kapitala uspješnije

privlače strane investicije (engl. *foreign direct investment*) što pak stimulatивно djeluje na rast gospodarstva.

Slika 1. Snažan porast tržišta kapitala u proteklom godinama potenciran je sve većim brojem korisnika digitalnih platformi za trgovanje



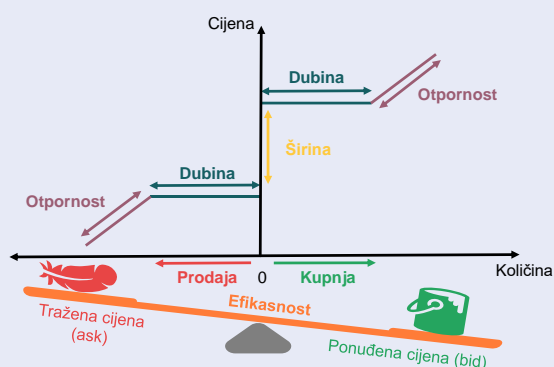
Napomena: Za izračun udjela tržišne kapitalizacije dionica za 2021. korišten je podatak o svjetskom BDP-u za 2020. godinu.
Izvor: Statista, Svjetska banka, WFE i Airnow

Važnost nesmetanog funkcioniranja tržišta kapitala očituje se, osim u pozitivnim učincima koje stvara za gospodarstvo, i u potencijalnim negativnim implikacijama za financijsku stabilnost u epizodama sistemskog stresa. Utjecaj tržišta kapitala na ekonomske agente direktno je proporcionalan s njegovom veličinom i prisutnošću u ekonomskim odlukama investitora, pri čemu su oba navedena aspekta višestruko porasla u proteklom desetljeću. Kontinuirani rast tržišne kapitalizacije gotovo svih regionalnih tržišta upućuje na sve značajniju ulogu tržišta kapitala, a u prilog tome ide i snažan porast broja aktivnih korisnika digitalnih platformi za trgovanje. Tehnološki napredak kroz digitalizaciju financijskog posredovanja značajno je smanjio barijeru za sudjelovanje na financijskim tržištima, a koronakriza i s njom povezani dublji zalazak u digitalnu sferu dodatno su katalizirali već prisutne promjene. Tako se broj aktivnih korisnika platformi za digitalno trgovanje gotovo učetverostručio u 2021. u odnosu na pretkrizno razdoblje (slika 1.). Dodatno potpomognuta ekspanzivnim monetarnim politikama, dionička tržišta kapitala u nepune su dvije godine ostvarila značajan rast te su u terminima tržišne kapitalizacije dosegla razinu od 125 % globalnog bruto domaćeg proizvoda (slika 1.). Dominacija američkog tržišta kapitala dodatno je pojačana

u ovom razdoblju, te je ono na kraju 2021. činilo čak 45 % ukupne globalne tržišne kapitalizacije.

Dok primarno tržište kapitala kroz izdanja vrijednosnih papira omogućuje privatnim i javnim poduzećima prikupljanje sredstava za financiranje rasta, sekundarno tržište kapitala investitorima (institucionalnim i fizičkim) omogućuje svakodnevno sudjelovanje i ulaganje u održive projekte i kompanije. Zbog svoje transparentnosti i izravne prirode, kretanja na tržištima kapitala kontinuirano pružaju uvid u opće uvjete financiranja, realne fundamente gospodarstva, ali i očekivanja, odnosno sentiment investitora. Drugim riječima, tržišta kapitala kroz pružanje pravovremenih informacija služe kao barometar općih financijskih i gospodarskih kretanja. Kvaliteta tih informacija uvelike ovisi o strukturnim karakteristikama tržišta, koje se nerijetko kriju iza pojma likvidnosti tržišta kapitala.

Slika 2. Mnogobrojna lica tržišne likvidnosti
Shematski prikaz 4 dimenzije tržišne likvidnosti



Izvori: Bervas (2006.) i Hanfa

Na značaj likvidnosti tržišta kapitala za gospodarstvo ukazuju Levine i Zervos (1998.) koji su pokazali da, uz razvijen bankovni sustav, likvidnost dioničkog tržišta potpomaže rast gospodarstva i akumulaciju kapitala te stimulira poboljšanje produktivnosti gospodarstva u dugom roku. Prema Lybeku i Sarru (2002.) likvidno tržište kapitala pomaže funkcioniranju ostatka financijskog sustava kroz: a) unapređenje transmisijskog mehanizma za provođenje monetarne politike te b) omogućavanje preuzimanja većih valutnih i kamatnih neusklađenosti od strane financijskih institucija,

što je posebice važno u kontekstu kriznog upravljanja.

Važnost likvidnosti tržišta kapitala višestruko je naglašenija u epizodama sistemskog stresa. Naime, ako se pokaže da je likvidnost tržišta nedostatna, to može proizvesti ili pak pojačati sistemski šok s potencijalnim izrazito negativnim posljedicama za stabilnost financijskog sustava. Naime, cijene pojedinih financijskih instrumenata koji se nalaze na tržištu s niskom razinom likvidnosti u kriznim situacijama često bilježe disproporcionalno snažnije kontrakcije u odnosu na papire koji se nalaze na likvidnijim tržištima. Posljedica je to nedostatnog broja i vrijednosti naloga koji bi apsorbirali povećanu prodaju pa se financijski instrumenti nerijetko prodaju po cijenama ispod tržišne vrijednosti (engl. *fire sale*). Dodatan razlog za izraženiju kontrakciju je i neizvjesnost oko stvarne vrijednosti koja je dodatno naglašena u kriznim razdobljima. Navedena se kretanja negativno odražavaju na financijsku poziciju investitora, ali i poduzeća kojima je upravo u kriznim razdobljima dostupnost tržišnog financiranja od posebnog značaja. Kvantifikacija i redovno praćenje pokazatelja likvidnosti tržišta kapitala stoga su nužni alati za analizu strukturnih uzročnika tržišnih kretanja, ali i za pravovremenu reakciju regulatora s ciljem zaštite stabilnosti ne samo tržišta, nego i financijskog sustava općenito.

2. Definiranje likvidnosti tržišta kapitala

Iako je pojam likvidnosti tržišta kapitala u teoriji intuitivan i lako razumljiv, u praksi se ispod krovnog pojma tržišne likvidnosti krije nekoliko različitih koncepata, odnosno karakteristika tržišta. Prema Lybeku i Sarru (2002.) likvidna tržišta pokazuju karakteristike efikasnosti, dubine, širine i otpornosti (slika 3.).

Efikasnost tržišta prvenstveno se očituje u niskim transakcijskim troškovima, koji se najčešće reflektiraju u uskom rasponu između kupovne i prodajne cijene pojedinog instrumenta. Ti troškovi odražavaju nekoliko karakteristika mikrostrukture tržišta, kao što su npr. troškovi

povezani s provođenjem transakcije od strane sudionika tržišta, razinu asimetričnosti tržišnih informacija, inventarne troškove pružatelja tržišne likvidnosti (engl. *market makers*), ali i potencijalnu oligopolističku strukturu tržišta.

Dubina tržišta podrazumijeva prisutnost relativno visokog broja naloga, ali i obrtaj značajnog dijela uvrštene vrijednosti na tržištu. Duboko tržište investitorima pruža aktualne cijene, ali i mogućnost relativno brze prodaje vrijednosnih papira u slučaju takve potrebe. S druge strane duboko tržište izdavateljima osigurava širu dostupnost i stabilnost tržišnog financiranja.

Širina je karakteristika tržišta na kojem su prisutni brojni manji nalozi s ograničenim utjecajem na kretanje cijena. Drugim riječima, cijene vrijednosnih papira na tržištu ne pokazuju diskontinuitet i investitori imaju redovan uvid u usklađenost cijena s fundamentima.

Otpornost je sposobnost brze korekcije cijena na tržištu natrag prema fundamentima nakon pojave cjenovnog poremećaja. Konkretnije, tržišta koja se smatraju otpornima karakterizira brzo kreiranje brojnih naloga koji djeluju u suprotnom smjeru od prethodno kreiranog odstupanja cijene od fundamentima opravdane vrijednosti. Porast volatilnosti na ovakvim tržištima kratkoga je vijeka i relativno brzo iščezava, odnosno vrednovanja su robusna u odnosu na kratkotrajne šokove.

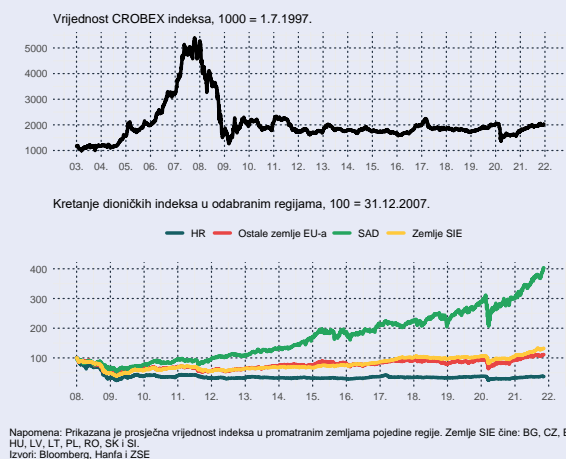
Iako navedeni pojmovi odražavaju različite dimenzije tržišne likvidnosti, važno je istaknuti da se oni u određenoj mjeri ipak preklapaju te nije moguće povući jasnu distinkciju između različitih dimenzija likvidnosti. Primjerice, indikatori koji mjere efikasnost, odnosno troškove povezane sa sudjelovanjem na tržištu implicitno ukazuju i na razinu dubine, širine i robusnosti tržišta. Štoviše, karakteristike likvidnosti tržišta nerijetko se međusobno nadopunjuju gdje relativno plitka tržišta s malim obrtajem uvrštene vrijednosti ujedno karakterizira i nedostatak širine u kontekstu skromnog broja aktivnih investitora.

To pak vrednovanja čini ranjivim na iznenadne distorzije s prolongiranim razdobljem povratka prema fundamentima. U konačnici su takva tržišta i manje efikasna, odnosno podrazumijevaju više troškove sudjelovanja. Shodno tome, dublje razumijevanje strukture tržišta kapitala i ključnih uzročnika promjene likvidnosti važno je kako za regulatora tako i za (potencijalne) investitore koje, osim fizičkih osoba, čine i druge financijske institucije, od kreditnih institucija do mirovinskih i investicijskih fondova.

3. Karakteristike domaćeg tržišta kapitala

Zbog njegove važnosti za financiranje poduzeća, ali i investicijskog značaja za investitore, u ovoj će analizi naglasak biti stavljen na domaće dioničko tržište koje je u proteklih 20 godina prošlo kroz više faza. Od faze izuzetne dinamičnosti u godinama prije globalne financijske krize, zatim višegodišnje uspavanosti u razdoblju koje je uslijedilo te dugoočekivane revitalizacije koja se vremenski uskladila s pojavom nove krize potaknute pandemijom koronavirusa početkom 2020. godine.

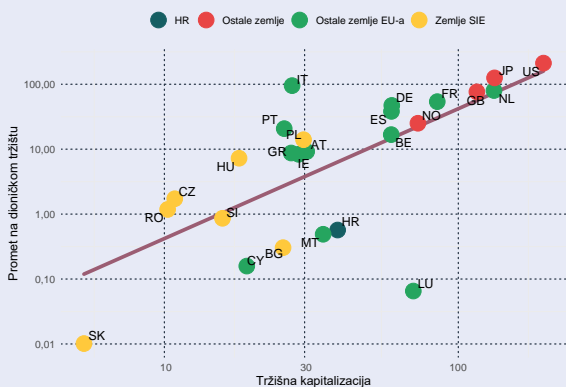
Slika 3. Heterogeni oporavak dioničkih tržišta nakon globalne financijske krize i koronakrize



Razdoblje stagnacije nakon financijske krize 2008. nije karakteristika isključivo domaćeg dioničkog tržišta. Međutim, ono je ipak bilo nešto izraženije i prolongiranije u Hrvatskoj u odnosu na usporedive zemlje srednje i istočne Europe (slika 3.). Kretanja dioničkih indeksa upućuju na to da je od krize 2008. do danas

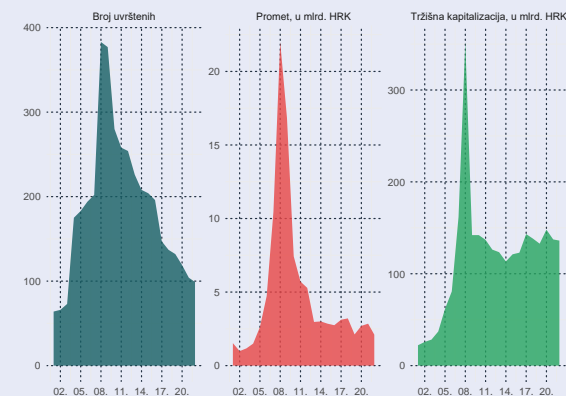
američko tržište naraslo četiri puta, dok su tržišta zemalja SIE u znatnom zaostatku, bilježeći porast od samo 31,66 % u istom razdoblju. Vrijednost vodećeg domaćeg dioničkog indeksa CROBEX se krajem 2021. nalazila na 63 % nižoj razini u odnosu na pretkriznu 2008. godinu. Izostanak brzog oporavka dioničkog tržišta nakon financijske krize 2008. djelomično je povezan s realnim kretanjima, odnosno višegodišnjom recesijom, no dio je neosporno idiosinkratske naravi. Na to ukazuju i relativno niske razine prometa na tržištu, ali i sve skromniji broj aktivnih dionica na tržištu²⁰ (slika 5.).

Slika 4. Relativno niska aktivnost jedna od ključnih strukturnih ranjivosti domaćeg tržišta kapitala
Pokazatelji veličine i aktivnosti dioničkog tržišta, u % BDP-a



Napomena: Prikazane su posljednje dostupne vrijednosti indikatora u razdoblju od 2014. do 2020. godine. Vrijednosti na horizontalnoj i vertikalnoj osi prikazane su u logaritamskoj skali.
Izvor: Svjetska banka

Slika 5. Potisnuto trgovanje i opadajući broj uvrštenih dionica sugeriraju na nisku likvidnost domaćeg tržišta kapitala
Pokazatelji domaćeg dioničkog tržišta



Izvor: Hanfa i ZSE

Iako zaostaje u pogledu aktivnosti (slika 4.), domaće je tržište u usporedbi sa zemljama SIE

bolje kapitalizirano. Tako je krajem 2020. kapitalizacija dionica iznosila 38,9 % BDP-a, dok je prosječna kapitalizacija ostalih zemalja SIE iznosila 16,45 % BDP-a. Na temelju jednostavne univarijantne linearne relacije između veličine i aktivnosti tržišta, procijenjene na uzorku zemalja EU-a, za tržište takve veličine očekivani godišnji promet iznosio bi 7-9 % nacionalnog BDP-a, no on je tijekom prvih 11 mjeseci 2021. iznosio svega 0,63 % BDP-a. Dodatna strukturna slabost domaćeg dioničkog tržišta proizlazi iz toga što je ovako skromno trgovanje ujedno i visoko koncentrirano (više od 50 % ukupnog prosječnog trgovanja čini svega 5 dionica; više u poglavlju [2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja](#)).

Razlozi za ovako nisku aktivnost djelomično leže u potražnji domaćih investitora, a dijelom i u ponudi vlasničkih papira na domaćem tržištu. Treći faktor koji utječe na nisku aktivnost, a koji je istovremeno i posljedica niske aktivnosti, zasigurno je i komparativno niska tržišna likvidnost.

4. Konstrukcija kompozitnog indikatora likvidnosti tržišta kapitala

S obzirom na višedimenzionalnu narav tržišne likvidnosti u konstrukciji indeksa korišteno je devet indikatora, koji pokazuju različite aspekte tržišne likvidnosti (tablica 1.) i koji se mogu grupirati u:

- 1) indikatore implicitnih i eksplicitnih transakcijskih troškova – efikasnost
- 2) indikatore koji mjere utjecaj volumena transakcija na stabilnost cijena – širina
- 3) indikatore koji mjere aktivnost trgovanja – dubina
- 4) indikatore koji procjenjuju robusnost cijena na iznenadne poremećaje – otpornost.

Izračun agregatnog indikatora likvidnosti dioničkog tržišta proveden je u tri koraka. U

²⁰ Promet dionicama tako već nekoliko godina stagnira te se trenutno nalazi na razini od 2,1 mlrd. HRK, što je bitno niža aktivnost nego u ostalim zemljama EU-a. Krajem 2021. na Zagrebačkoj burzi bilo je uvršteno 99 dionica, što je također

zamjetno smanjenje u odnosu na pretkriznu 2007., kada je na tržištu broj uvrštenih dionica bio 383.

prvom su koraku na mjesečnoj frekvenciji procijenjeni navedeni indikatori za svaku pojedinačnu dionicu kojom se redovito trgovalo²¹. Pojedinačne vrijednosti indikatora agregirane su na razinu tržišta korištenjem medijalne vrijednosti indikatora pojedinih vrijednosnih papira (slika 6.). U drugom su

koraku agregirani indikatori standardizirani²² te su, s ciljem maksimalnog očuvanja informacija sadržanih u osnovnim indikatorima, kreirani indikatori pojedinih dimenzija likvidnosti tržišta kapitala korištenjem metode primarnih komponenti (engl. *principal component analysis*)²³ (slika 8.)

Sažet prikaz i opis indikatora korištenih za procjenu likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta

Dimenzija	Naziv indikatora	Izračun indikatora	Pojašnjenje
Efikasnost	Bid-ask raspon	$S_t^i = \frac{Ask_t^i - Bid_t^i}{Ask_t^i + Bid_t^i}$ gdje je <i>Ask</i> najviša tražena kupovna, a <i>Bid</i> najniža prodajna cijena dionice <i>i</i> u danu <i>t</i> .	Zbog svoje jednostavnosti najčešće korištena mjera likvidnosti tržišta kapitala, koja mjeri raspon između strane ponude i potražnje na tržištu, a koja reflektira razne troškove trgovanja na tržištu kao npr. troškove procesuiranja naloga, inventarne troškove, troškove povezane s asimetrijom informacija itd.
	Rollov implicitni raspon	$Roll_t^i = 2 * \sqrt{-Cov(r_t^i, r_{t-1}^i)}$ gdje je <i>Cov</i> funkcija kovarijance, a <i>r</i> dnevni povrat cijene dionice <i>i</i> u danu <i>t</i> u odnosu na prethodni dan.	Izračun eksplicitnog tržišnog raspona ponude i potražnje ponekad nije moguć ako nisu dostupni svi podaci o nalogima na tržištu. Stoga je Roll (1984.) razvio jednostavan model za izračun implicitne mjere tržišnog raspona iz javno dostupnih podataka o kretanju cijena vrijednosnih papira.
Širina	Amihudov indeks nelikvidnosti	$A = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \frac{ r_t^i }{V_t}$ gdje je <i>N</i> broj promatranih dana, <i>r</i> povrat dionice na dan <i>t</i> i <i>V</i> promet na dan <i>t</i> .	Amihud (2002.) je konstruirao indeks koji mjeri utjecaj koji velike transakcije mogu imati na kretanje cijena vrijednosnih papira, a čiji porast može ukazati na relativno usko tržište s malim brojem investitora.
	Hui-Heubel indeks likvidnosti	$H = \frac{(P_H - P_L)/P_L}{V/(M * P_\mu)}$ gdje je <i>P_H</i> najviša cijena, <i>P_L</i> najniža cijena, <i>P_μ</i> prosječna cijena, <i>V</i> ostvaren promet i <i>M</i> tržišna kapitalizacija.	Indeks koji su konstruirali Hui i Huebel (1984.) mjeri utjecaj volumena trgovanja na cijene, gdje više vrijednosti indeksa ukazuju na veću osjetljivost cijena, odnosno nedostatak širine tržišta.
	Martinov indeks likvidnosti	$M = \sum_{t=1}^N \frac{(P_t - P_{t-1})^2}{V_t}$ gdje je <i>P</i> zadnja cijena dionice <i>i</i> na dan <i>t</i> , te <i>V</i> označava ostvaren promet dionice <i>i</i> na dan <i>t</i> .	Indeks likvidnosti koji je predložio Martin (1975.) mjeri osjetljivost cijena na pokazatelje trgovanja pri čemu naglasak stavlja na volumen trgovanja, jer smatra da veličina pojedine transakcije nema značaj prilikom mjerenja likvidnosti na cjelokupno tržište.
Dubina	Koeficijent prometa	$T = \frac{V}{M}$ gdje je <i>V</i> protrogovani promet i <i>M</i> tržišna kapitalizacija.	Koeficijent prometa mjeri obrtaj listane vrijednosti dionica na tržištu, pri čemu više vrijednosti ukazuju na višu tržišnu aktivnost, odnosno višu tržišnu likvidnost.
	Koeficijent naloga	$O = \frac{n}{N}$ gdje je <i>n</i> broj dionica u nalogima i <i>N</i> broj uvrštenih dionica.	Koeficijent naloga, slično kao i koeficijent prometa, mjeri aktivnost tržišta, pri čemu uzima u obzir da izostanak transakcija ne znači nužno nelikvidnost, nego se primarno oslanja na mjerenje dostupnih naloga koji se mogu, ali i ne moraju izvršiti.
Otpornost	Sharpeov omjer	$SR = \frac{r_t}{\sigma(r_t)}$ gdje je <i>r</i> povrat promatrane dionice, a <i>σ</i> standardna devijacija prethodnih 30 dana promatranih povrata.	Omjer koji je definirao Sharpe (1994.), a koji je za potrebe konstrukcije indikatora likvidnosti invertiran (pomnožen s -1), mjeri razinu volatilnosti cijena po jedinici povrata i kao takav mjeri (ne)stabilnost cijena koju investitori preuzimaju za dani očekivani povrat.
	Koeficijent tržišne efikasnosti	$MEC = \frac{Var(R_t)}{T * Var(r_t)}$ gdje je <i>Var(R_t)</i> varijanca povrata u dugoročnom periodu, <i>Var(r_t)</i> varijanca u kratkoročnom periodu i <i>T</i> broj kraćih perioda promatranih u dugom roku.	Koeficijent tržišne efikasnosti predložili su Hasbrouck i Schwartz (1988.) kao mjeru otpornosti cijena na tržištu. Kretanja cijena na likvidnim tržištima su kontinuirana te čak i ako nove informacije značajnije utječu na ravnotežne cijene, one su prolaznog karaktera te se cijene na otpornim tržištima vrlo brzo korigiraju prema fundamentima opravdanim razinama. Dakle, viša razina ovog indikatora ukazuje na višu likvidnost na tržištu.

Izvor: Hanfa

Treći korak podrazumijeva agregaciju indikatora pojedinih dimenzija likvidnosti u kompozitni indeks, za što je korištena metoda koju su

popularizirali Kremer i dr. (2012.). Agregacija u kompozitni indeks vrši se na sljedeći način:

$$MLI_t = \sqrt{(t \circ z_t)^\tau M_t^{kor} (t \circ z_t)},$$

²¹ Redovito trgovanje podrazumijeva da se promatranom dionicom trgovalo barem pet dana u mjesecu.

²² Varijabla *X* standardizirana je korištenjem sljedeće transformacije: $z = (X - \mu)/\sigma$, gdje je μ srednja vrijednost varijable *X*, dok je σ standardna devijacija varijable *X*.

²³ Metoda glavnih komponenti jest metoda multivarijantne statistike koja se koristi za redukciju dimenzionalnosti podataka. Za procjenu indikatora pojedine dimenzije likvidnosti tržišta kapitala korištena je prva osnovna komponenta koja sadržava najveći postotak iz osnovnog informacijskog prostora.

gdje je t vektor težina indikatora koji označuju pojedine dimenzije likvidnosti, z_t vektor vrijednosti normaliziranih indikatora, M_t^{kor} dinamična korelacijska matrica u trenutku t , \circ Hadamardov produkt vektora i τ transponirana verzija matrice. Elementi $\rho_{ij,t}$ dinamične matrice korelacija u trenutku t procjenjuju se rekurzivno na način:

$$\sigma_{ij,t} = \lambda \sigma_{ij,t-1} + (1 - \lambda)(z_{i,t} - \bar{z}_i)(z_{j,t} - \bar{z}_j),$$

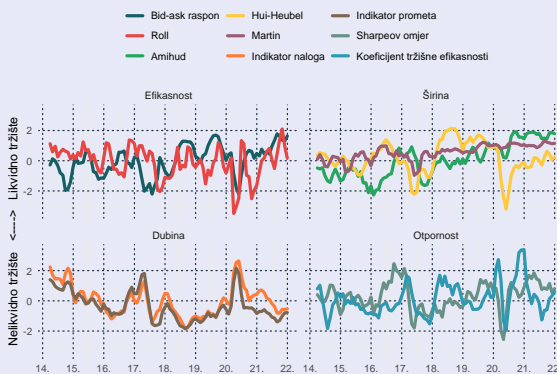
$$\sigma_{i,t}^2 = \lambda \sigma_{i,t-1}^2 + (1 - \lambda)(z_{i,t} - \bar{z}_i)^2,$$

$$\rho_{ij,t} = \frac{\sigma_{ij,t}}{\sigma_{i,t} \sigma_{j,t}},$$

gdje je \bar{z}_i prosječna vrijednost indikatora z_i na cjelokupnom promatranom uzorku, a λ parametar zaglađenja koji je kalibriran na vrijednost 0.94²⁴. Početne vrijednosti elemenata matrice korelacija $\rho_{ij,0}$ postavljene su na vrijednost koeficijenta korelacije između varijabli z_i i z_j na cjelokupnom promatranom uzorku.

Slika 6. Indikatori likvidnosti ukazuju na brz oporavak likvidnosti dioničkog tržišta nakon privremenog pogoršanja na početku koronakrize u ožujku 2021. godine

Standardizirane vrijednosti odabranih indikatora likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta, u %

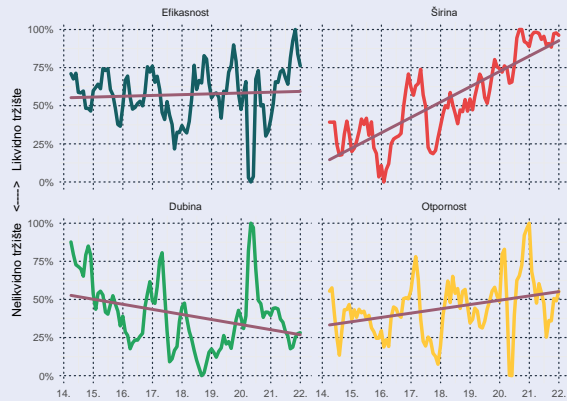


Izvori: Hanfa i ZSE

Korišteni pristup kreiranju kompozitnog indeksa omogućuje dekompoziciju tržišne likvidnosti na pojedinačne dimenzije uz istodobno kvantificiranje efekta sinkroniziranog kretanja različitih dimenzija likvidnosti, odnosno njihove korelacije²⁵. Time se izračunata ukupna likvidnost korigira za moguće preklapanje pojedinih dimenzija likvidnosti (dupliranje

informacija), kao i za porast korelacije koji je posebno izražen tijekom kriznih razdoblja, a koji su obuhvaćeni ovom analizom, što može iskriviti pravu sliku o dostupnoj likvidnosti na tržištu.

Slika 7. Razvoj širine i otpornosti tržišta u okolnostima smanjene dubine Normirani indikatori određenih dimenzija likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta, u %



Napomena: Istaknute linije označuju regresijske pravce promatranih indikatora.
Izvori: Hanfa i ZSE

5. Tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA)

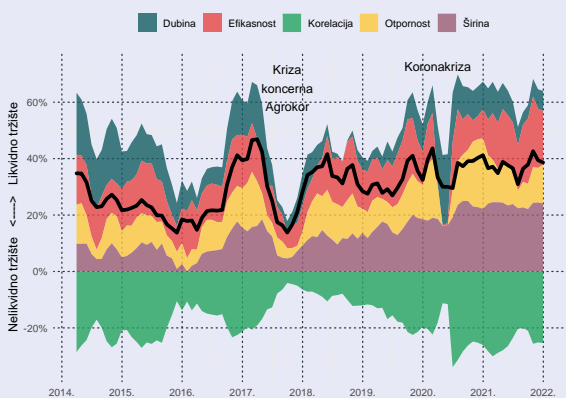
Oporavak likvidnosti tržišta kapitala, koji je započeo krajem 2015. godine (slika 8.), privremeno su usporile dvije krize: kriza koncerna Agrokor iz 2017. godine i koronakriza s početka 2020. godine. Iako je koronakriza uzrokovala pogoršanje pokazatelja likvidnosti tržišta, brze reakcije nositelja ekonomskih politika spriječile su dugotrajnije posljedice. Stoga je tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA) krajem 2021. dosegao najvišu razinu od 2014. godine. Međutim, treba istaknuti kako procijenjene vrijednosti indeksa tržišne likvidnosti treba promatrati u kontekstu razdoblja u kojem je kreiran. Naime, dostupnost podataka onemogućuje kreiranje indeksa na horizontu cjelokupnog financijskog ciklusa. Može se očekivati da bi, kada bi se indeks mogao produžiti i na period prije 2014., a posebno prije 2008. godine, trenutna razina likvidnosti bila znatno ispod povijesnog trenda. Stoga, iako se likvidnost tržišta recentno povećava, izvjesno je kako je sama razina likvidnosti i dalje niska, i u usporedbi s prijašnjim

²⁴ Više informacija o parametru λ može se pronaći u dokumentu [RiskMetrics™](#).

²⁵ Dimenzija korelacije zapravo kvantificira raspon od trenutne do potpune korelacije, odnosno manjak korelacije, zbog čega je i prikazana s negativnim predznakom.

razdobljima, ali i drugim usporedivim tržištima kapitala.

Slika 8. Koronakriza nije ostavila dugotrajnije posljedice na likvidnost domaćeg dioničkog tržišta
Tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA), u %



Izvori: Hanfa i ZSE

Poboljšanju tržišne likvidnosti u promatranom razdoblju ponajviše je doprinijelo kontinuirano povećanje širine tržišta te otpornosti (slika 7). Efikasnost je tržišta pak pokazala višegodišnju stagnaciju, dok se dubina tržišta dodatno smanjila u promatranom razdoblju te čini jedan od ključnih strukturnih izazova domaćeg tržišta kapitala.

Daljnji rast likvidnosti na domaćem dioničkom tržištu bitno će ovisiti o kretanjima na međunarodnim tržištima kapitala u okolnostima sve naglašenijih inflacijskih pritisaka i izglednog preokreta u monetarnim politikama vodećih centralnih banaka. Iako domaće tržište kapitala ne pokazuje znakove pregrijavanja, protekla kriza pokazala je da je ono itekako ranjivo na promjenu sentimenta investitora i prelijevanje šokova s inozemnih tržišta. Time je dodatno potencirana važnost dostatne i robusne tržišne likvidnosti, koja osigurava amortizacijski potencijal tržišta na iznenadne sistemske šokove te ujedno katalizira brz i snažan oporavak.

Reference

Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004.). FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets*. *Journal of International Economics*, 64(1), 89–112.

Amihud, Y. (2002.). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects, *Journal of Financial Markets* 5, 31–56.

Bervas, Arnaud (2006.), "Market Liquidity and Its Incorporation into Risk Management", *Financial Stability Review No.8*, Banque de France, May 2006.

Hasbrouck, J., & Schwartz, R. A. (1988.). Liquidity and execution costs in equity markets. *The Journal of Portfolio Management*, 14(3), 10–16.

Hui, B., and B. Huebel, (1984). Comparative Liquidity Advantages Among Major U.S. Stock Markets. DRI Financial Information Group Study Series.

Kremer, M., Duca, M. L., & Holló, D. (2012.). CISS - a composite indicator of systemic stress in the financial system. *Research Papers in Economics*.

Levine, R., & Zervos, S. (1998.). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–558.

Lybek, T., & Sarr, A. (2002.). Measuring Liquidity in Financial Markets. *Research Papers in Economics*.

Martin, P. (1975.). Analysis if the Impact of Competitive Rates on the Liquidity of NYSE Stocks *Economic Staff Paper*, 75-3, Securities and Exchange Commission.

Roll, R. (1984.). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid - Ask Spread in an Efficient Market. *Journal of Finance*, 39(4), 1127–1139.

Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe Ratio. *The Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49–58.

Wurgler, J. (2001.). Financial Markets And The Allocation Of Capital. *Research Papers in Economics*.

Okvir 2. Što donosi novi MSFI 17 – Ugovori o osiguranju

1. Standardizacija izvještavanja i veća transparentnost

U skladu s odredbama Zakona o računovodstvu²⁶ društva za osiguranje u Republici Hrvatskoj smatraju se subjektima od javnog interesa i kao takva dužna su sastavljati i prezentirati godišnje financijske izvještaje primjenom Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja (dalje u tekstu: MSFI). Proteklih 20-tak godina društva za osiguranje bila su dužna sastavljati financijske izvještaje u dijelu izračuna obaveza po ugovorima o osiguranju primjenom računovodstvenog standarda MSFI 4. Taj standard ne propisuje egzaktni standardizirani način „mjerenja“ ugovora o osiguranju, već je društvima dopušteno korištenje različitih praksi. To je uglavnom značilo da su društva koristila nacionalne računovodstvene standarde, što otežava usporedbu poslovanja društava na međunarodnom nivou. Upravo je različit računovodstveni tretman, koji je investitorima i analitičarima u velikoj mjeri otežavao razumijevanje i usporedbu rezultata poslovanja društava za osiguranje, jedan od glavnih razloga donošenja [računovodstvenog standarda MSFI 17](#), čije se stupanje na snagu očekuje 1. siječnja 2023. godine (slika 1.).

Slika 1. MSFI 17 stupa na snagu početkom 2023. godine

Najvažniji datumi u procesu implementacije računovodstvenog standarda MSFI 17



Izvori: Hanfa i MSFI

Slika 2. Uz željene prednosti, uvođenje novog standarda donosi i određene nedostatke

Shematski prikaz ključnih prednosti i nedostataka računovodstvenog standarda MSFI 17



Izvor: Hanfa

2. Značajne izmjene u vrednovanju obaveza i utvrđivanju rezultata poslovanja

MSFI 17 donosi korjenite promjene u pogledu izvještavanja o ugovorima o osiguranju, i to ne samo za buduće ugovore, već i za postojeće, s obzirom na obvezu retroaktivne primjene. Najveće promjene odnose se na način utvrđivanja obaveza društva za osiguranje po ugovorima o osiguranju te iskazivanje dobiti.

Utvrđivanje obaveza koje društva imaju po ugovorima o osiguranju tako će s primjenom MSFI-ja 17 biti tržišno i utemeljeno na riziku. Većina dugoročnih ugovora o osiguranju bit će vrednovana primjenom tzv. općeg modela (slika 3.). U skladu s tim modelom obaveze društava za osiguranje određuju se na principu sadašnje vrijednosti nepristranih i vjerojatnosno ponderiranih očekivanih budućih novčanih tokova pojedinog ugovora primjenom važećih diskontnih stopa. Tako utvrđena vrijednost obaveza društva za osiguranje po ugovorima prilagođava se za nefinancijske rizike koje preuzimaju društva kao što su rizik osiguranja ili rizik odustajanja od ugovora (engl. *Risk*

²⁶ NN br. 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20

Adjustment, RA)²⁷. Konačna vrijednost obaveza utvrđuje se dodavanjem marže za ugovorenu uslugu (engl. *Contractual Service Margin, CSM*), koja predstavlja buduću očekivanu dobit.

Slika 3. Primjena općeg modela sastoji se od četiri ključna koraka
Shematski prikaz ključnih sastavnica utvrđivanja obaveza prema općem modelu



Osim općeg modela, društva će za vrednovanje svojih obaveza moći koristiti i dva dodatna pristupa, i to:

1. pristup alocirane premije kao jednostavnije modifikacije općeg modela za većinu kratkoročnih ugovora te
2. pristup varijabilne naknade, koji će biti korišten za ugovore sa značajkama izravnog sudjelovanja koji imaju investicijsku komponentu (ugovori kod kojih osiguranik snosi rizik investiranja poput ugovora vezanih za kretanje indeksa ili cijena udjela, *index-linked* tj. *unit-linked* ugovori).

Druga značajna izmjena koju donosi MSFI 17 odnosi se na priznavanje dobiti odnosno gubitaka te zahtjeve u pogledu kvalitete podataka. Društva će tako biti u obvezi odvojeno pružiti podatke o ostvarenoj dobiti/gubitku iz ugovora o osiguranju te o ukupnom financijskom rezultatu, koji uključuje i prihode od ulaganja imovine. Novi standard zahtijeva izvještavanje o iznosu prihoda u trenutku kada je on zarađen, a ne u trenutku naplate, odnosno kada je društvu plaćena

premija, kako je definirano postojećim standardom. Na temelju toga društva će ukupni portfelj ugovora o osiguranju morati grupirati u zasebne skupine ovisno o njihovoj izloženosti sličnim rizicima te njima upravljati kao jednim jedinstvenim portfeljem. Ugovori se mogu grupirati u jednu od tri skupine ugovora²⁸:

- (i) ugovori za koje se gotovo sigurno može pretpostaviti da će biti profitabilni
- (ii) ugovori za koje se gotovo sigurno može pretpostaviti da će biti neprofitabilni (štetni ugovori)
- (iii) ostali ugovori.

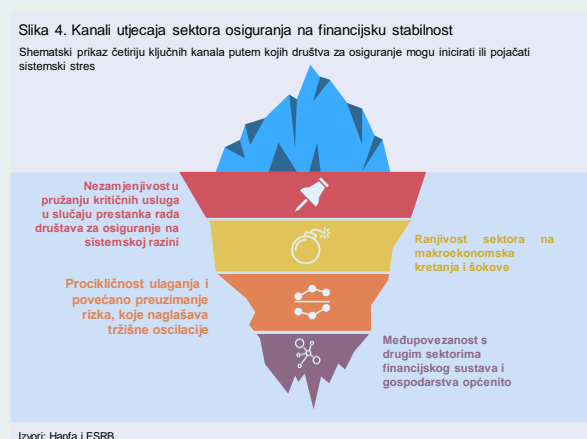
Kako bi se osiguralo priznavanje dobiti za razdoblje u kojem je ona i ostvarena, za profitabilne ugovore koji se nalaze u kategoriji (i) utvrđuje se marža za ugovorene usluge, a dobit je pri početnom priznavanju jednaka nuli. Ugovorna marža zatim se povećava tijekom trajanja ugovora u skladu s njegovom naplatom, a isto se tako priznaje i dobit tijekom trajanja ugovora. Kako bi se osiguralo pravovremeno priznavanje gubitaka po ugovorima koji se nalaze u kategoriji (ii), marža za ugovorene usluge ne utvrđuje se, nego se očekivani gubitak priznaje odmah. Za ugovore u kategoriji (iii) ugovorna marža uspostavlja se tijekom trajanja ugovora za sve vrijeme za koje se očekuje da će ugovor biti profitabilan. Međutim, ako takav ugovor postane neprofitabilan, očekivani budući gubici trebaju se priznati u tom trenutku. Navedeno će doprinijeti povećanju transparentnosti i usporedivosti financijskih izvještaja društava za osiguranje u cijelom EU-u, ali i pružiti točne i vjerodostojne informacije korisnicima tih informacija u procesu donošenja poslovnih odluka.

²⁷ Sama procjena prilagodbe za rizik nije propisana MSFI-jem, već je njezin izračun prepušten samim društvima.

²⁸ Daljnja je raščlamba navedenih skupina dopuštena, pri čemu se grupirati smiju samo ugovori izdani unutar godine dana ili nekog kraćeg razdoblja.

3. Utjecaj na financijsku stabilnost

Nakon globalne financijske krize europski regulatori (EIOPA i ESRB) identificirali su četiri najznačajnija kanala putem kojih društva za osiguranje mogu stvoriti ili pojačati postojeći sistemski rizik, a koji može imati negativan utjecaj na financijsku stabilnost (slika 4.). To su prije svega nezamjenjivost društava za osiguranje i reosiguranje u pružanju kritičnih usluga za gospodarstvo, a koja bi došla do izražaja u slučaju sistemskog događaja prestanka rada većine sektora. Društva za osiguranje mogu pojačati postojeće sistemske rizike i kroz prociklično ponašanje i potencijalno pretjerano preuzimanje rizika, koje može pojačati amplitudu na financijskim tržištima, te visoku međusobnu povezanost s drugim financijskim posrednicima, koja može pojačati efekte prelijevanja šokova na druge sektore financijskog sustava. Uvijek prisutne ranjivosti na makroekonomske čimbenike dodatno su došle do izražaja u recentnom okruženju niskih kamatnih stopa s negativnim implikacijama na profitabilnost društava, posebice u segmentu životnih osiguranja (više u prethodnim brojevima publikacija [Financijska stabilnost](#) i [Makroprudencijalni skener rizika](#)).



Iako računovodstveni standardi nisu zamišljeni kao alat za očuvanje financijske stabilnosti, oni na nju mogu imati određen utjecaj. Konkretno utjecaj MSFI-ja 17 na predmetne kanale u ovom

je trenutku teško procijeniti, međutim očekuje se pozitivan doprinos financijskoj stabilnosti promicanjem međunarodno usporedivih računovodstvenih praksi i povećanjem transparentnosti putem pružanja točnijih i pravodobnijih informacija korisnicima financijskih izvještaja, koje mogu koristiti za donošenje utemeljenih ekonomskih odluka. S druge strane, malo je vjerojatno da će MSFI 17 potaknuti društva za osiguranje na to da se upuste u određene rizične aktivnosti ili da prestanu s aktivnostima koje se smatraju društveno poželjnim. Naprotiv, očekuje se da bi novi standard mogao doprinijeti disciplini društava za osiguranje i odvratiti ih od pretjerano rizičnog ponašanja i transakcija te dovesti do manjeg broja situacija u kojima se gubici ne priznaju odmah ili ostaju „skriveni“. Također, trenutno ne postoje razlozi koji bi mogli dovesti do značajnih promjena u preuzimanju rizika, procikličkom ponašanju ili koncentraciji imovine. Unatoč izglednim pozitivnim efektima na transparentnost poslovanja i operativnu disciplinu društava, moguće povećanje volatilnosti profitabilnosti kod određenog segmenta društava za osiguranje (potaknuto obvezom godišnjeg grupiranja ugovora o osiguranju) ipak može povećati procikličnost sektora s mogućim određenim negativnim efektima za financijsku stabilnost.

Reference

Deloitte (2017.), Sedam razloga zbog kojih bi MSFI 17 „Ugovori o osiguranju“ trebao potaknuti vaš interes.

ESRB (2021.), Financial stability implications of IFRS 17 Insurance Contracts.

IFRS (2021.), IFRS 17 Insurance Contracts.

Katarina Mikić (2020.), Vrednovanje obveza iz ugovora o osiguranju prema MSFI 17.

Munich RE (2021.), Introduction to IFRS 17

Popis kratica

BDP – bruto domaći proizvod
DZS – Državni zavod za statistiku
EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)
EK – Europska komisija
ESB – Europska središnja banka
ESMA – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. *European Securities and Market Authority*)
ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)
EU – Europska unija
EUR – euro
Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena
HRK – hrvatska kuna
mil. – milijun
mlrd. – milijarda
MSFI – Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
p.b. – postotni bod
SCR – potrebni solventni kapital (engl. *Solvency Capital Requirement*)
SIE – Srednja i Istočna Europa
UCITS – otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)
ZSE – Zagrebačka burza
Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CH – Švicarska; CZ – Češka; DE – Njemačka; DK – Danska; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FR – Francuska; GB – Velika Britanija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; 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

