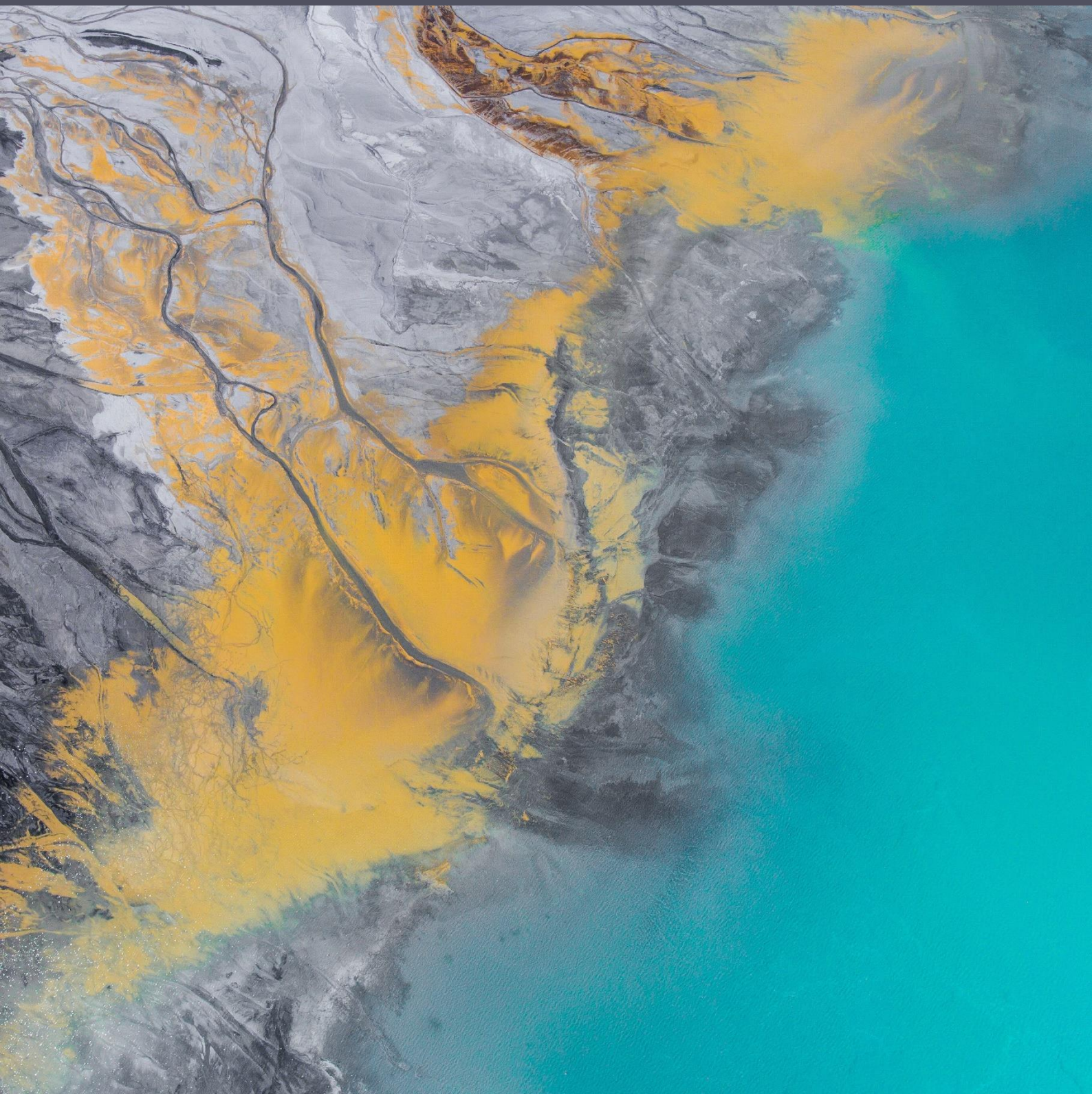


MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Prvo polugodište 2020.

Broj IV, kolovoz 2020.



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. Makroekonomski pregled..... | 5 |
| Prerastanje (lokalnog) zdravstvenog problema u globalnu ekonomsku krizu..... | 5 |
| Utjecaj koronakrize na gospodarsku aktivnost u nastavku godine..... | 8 |
| Umjesto zaključka - strukturne promjene na horizontu | 11 |
| 3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga..... | 14 |
| 3.1. Ključna kretanja..... | 14 |
| 3.2. Strukturna obilježja i rizici | 16 |
| 3.3. Tržišni rizici | 19 |
| 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga..... | 23 |
| 3.5. Rizik likvidnosti..... | 27 |
| 3.6. Operativni rizici..... | 29 |
| 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti..... | 30 |
| Okvir 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga..... | 33 |
| Testiranje otpornosti na stres kao makroprudencijalni alat regulatora | 33 |
| Testiranje otpornosti na stres u okolnostima koronakrize | 33 |
| Metodološki pristup i opis scenarija..... | 34 |
| Rezultati simulacije..... | 37 |
| Zaključno | 39 |
| Popis kratica | 40 |

1. Uvodno

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

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

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

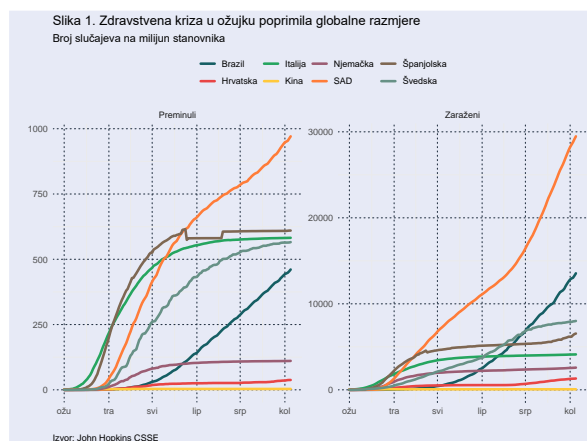
Publikacija **Makroprudencijalni skener rizika** stoga pruža uvid u proces identifikacije, procjene i praćenja evolucije sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga, koji je pod nadzorom Hanfe, kako bi se pravovremeno poduzele odgovarajuće mjere u cilju sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja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

2. Makroekonomski pregled

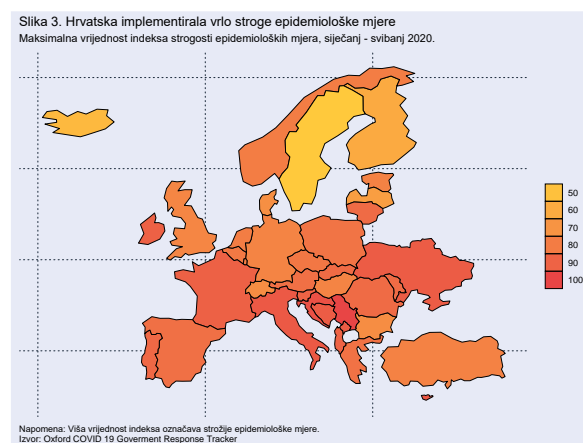
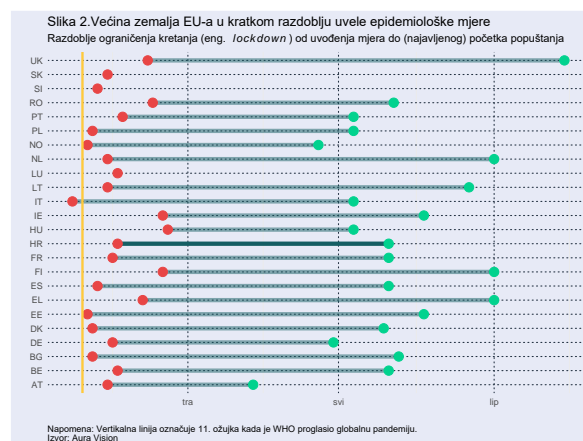
Prerastanje (lokalnog) zdravstvenog problema u globalnu ekonomsku krizu

Krajem 2019. u medijskom i stručnom prostoru prevladavale su bojazni i projekcije o usporavanju globalne gospodarske aktivnosti potaknute prvenstveno negativnim sekularnim trendovima, rastućim geopolitičkim tenzijama i nastavkom zaoštavanja trgovinskih odnosa između vodećih ekonomija. U takvom ekonomskom okruženju u Europskoj uniji izazov klimatskih promjena bio je u fokusu nositelja ekonomskih politika koji su ujedno usmjerili napore na privođenje Brexita sporazumnoj završetku. Te su okolnosti obilježile hrvatsko preuzimanje predsjedanjem Vijećem EU-a početkom 2020. godine. Istodobno je u Kini rastuća pozornost bila usmjerena prema zdravstvenom problemu, širenju koronavirusa koji uzrokuje bolest COVID-19.

U narednim tjednima virus je detektiran u sve većem broju zemalja, većinom azijskih, te nije u većoj mjeri privlačio pozornost globalnih nositelja ekonomskih i zdravstvenih politika. To se djelomično promijenilo krajem veljače kada su detektirani prvi smrtni slučajevi na području sjeverne Italije. U kratkom razdoblju od svega nekoliko tjedana, širenje koronavirusa poprimilo je globalne razmjere gdje je rastući broj zemalja bilježio eksponencijalni rast novih slučajeva zaraze (slika 1.) te je 11. ožujka Svjetska zdravstvena organizacija proglasila globalnu pandemiju, a koronavirus je iz potencijalne prijetnje prerastao u krizu do tada nezamislivih razmjera.



Nakon eskalacije epidemiološke situacije u sjevernoj Italiji i posljedičnog uvođenja epidemioloških mjera u vidu ograničenja kretanja, vrlo brzo su reagirale i ostale zemlje EU-a. Tako se do kraja ožujka većina zemalja nalazila u stanju djelomičnog ili potpunog ograničenja kretanja (engl. *lockdown*), s obzirom na to da je zbog brzog razvoja situacije i eksponencijalne prirode širenja virusa prijetio kolaps cjelokupnog zdravstvenog sustava zbog ograničenosti resursa (slika 2.). Ove mjere imale su jak horizontalni učinak te su proizvele dvostrani ekonomski šok - ponude i potražnje - što je rezultiralo potpunim ili djelomičnim ograničenjem poslovanja pojedinih djelatnosti.



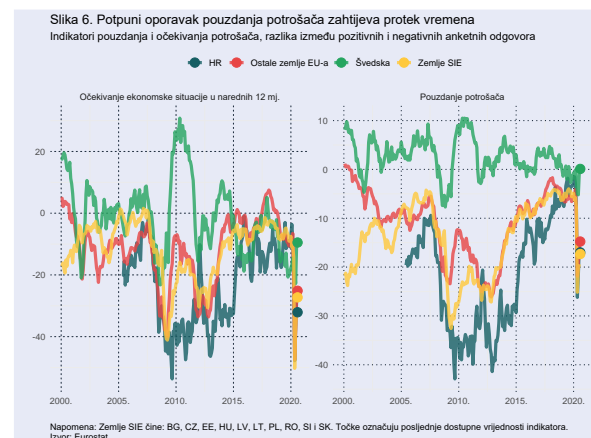
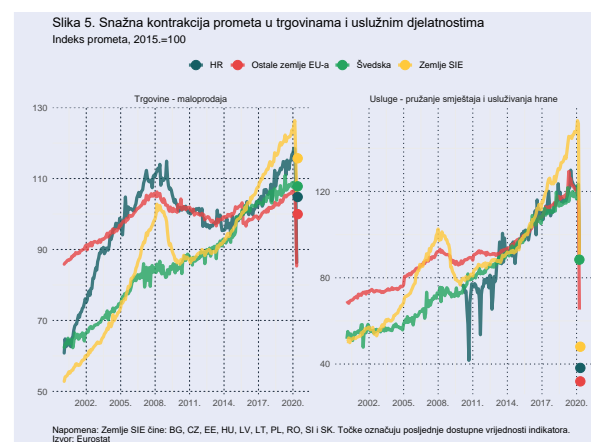
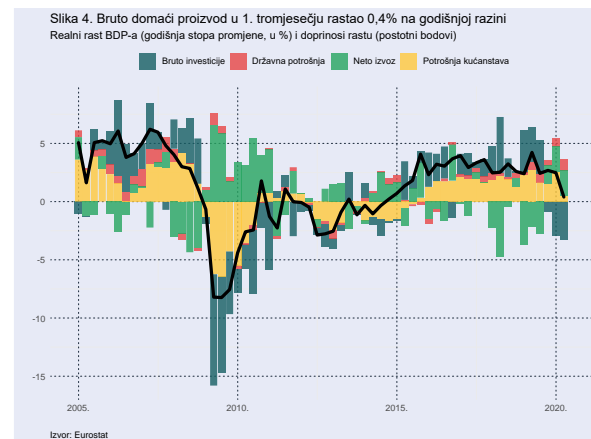
Hrvatska je među zemljama EU-a koje su implementirale vrlo stroge epidemiološke mjere (slika 3.). Relativno brza nacionalna reakcija te jačina i sveobuhvatnost mjera ograničenja kretanja spriječili su eksponencijalnu progresiju epidemije te time doprinijeli uspješnijem daljnjem razvoju zdravstvene situacije. Tako je na kraju svibnja 2020. u Hrvatskoj zabilježeno 2246

slučaja zaraze, što čini 0,06 % ukupne populacije čime je Hrvatska bila relativno uspješna po pitanju kontrole virusa u tom trenutku. To je omogućilo relativno ranije fazno popuštanje mjera i postupno otvaranje gospodarstva koje je započelo 4. svibnja 2020.

Iako je kontroliranje prvog vala epidemije u Hrvatskoj bilo razmjerno uspješno, mnoge nepoznanice u vezi s virusom, uz njegov globalni utjecaj koji ne jenjava, imat će dalekosežne ekonomske posljedice. Stoga je za očekivati da će nadolazeća globalna ekonomska kriza uzrokovana koronavirusom izrazito negativno utjecati na sve ekonomske agente (više o utjecaju krize na stabilnost sektora financijskih usluga u *Okviru 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga*).

Iako je formalni *lockdown* u Hrvatskoj nastupio tek 18. ožujka, usporevanje gospodarstva vidljivo je već u podacima za prvo tromjesečje 2020. godine. Tako je godišnji rast realnog bruto domaćeg proizvoda u prva tri mjeseca 2020. iznosio tek 0,4 %, što je usporevanje od 2 postotna boda u odnosu na četvrto tromjesečje 2019. kada je gospodarstvo poraslo za 2,4 % na godišnjoj razini (slika 4.). Stagnacija gospodarske aktivnosti najvećim je dijelom posljedica usporevanja potrošnje kućanstava, čiji se doprinos ukupnom rastu smanjio za spomenuta dva postotna boda u odnosu na kraj 2019. godine. Zbog zatvaranja granica u ožujku razmjena roba i usluga s inozemstvom snažno je pala u prvom tromjesečju 2020., za 10,6 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom je izraženija bila kontrakcija razmjene usluga, s time da je pad uvoza bio gotovo dvostruko veći od pada izvoza.¹ Doprinosi neto izvoza roba također je bio pozitivan u prvom tromjesečju jer je otežana razmjena dobara u novonastalim okolnostima rezultirala smanjenjem uvoza roba za 1,6 %, dok se istovremeno izvoz smanjio za 0,3 %. Unatoč rastu od 3,1 % na godišnjoj razini, bruto investicije u fiksni kapital početkom 2020. zabilježile su četvrto uzastopno tromjesečje usporevanja te je u okruženju krajnje visokih neizvjesnosti izvjesno njihovo daljnje usporevanje u ostatku godine. Pozitivan doprinos investicijama, ali i potrošnji, može proizaći iz protucikličnog djelovanja javnog sektora u vidu ubrzanja javne potrošnje i

investicija. Porast javne potrošnje zabilježen je u prvom tromjesečju 2020. kada je ona rasla 4,8 %, a njezin se rast očekuje i u nastavku godine.



Visokofrekventni podaci ukazuju na to da su razmjeri koronakrize usporedivi s prethodnom velikom financijskom krizom, s izraženim potencijalom da budu i znatno veći, barem u kratkom roku. Tako na primjer, kratkoročni indikatori poslovnog okruženja ukazuju na snažnu

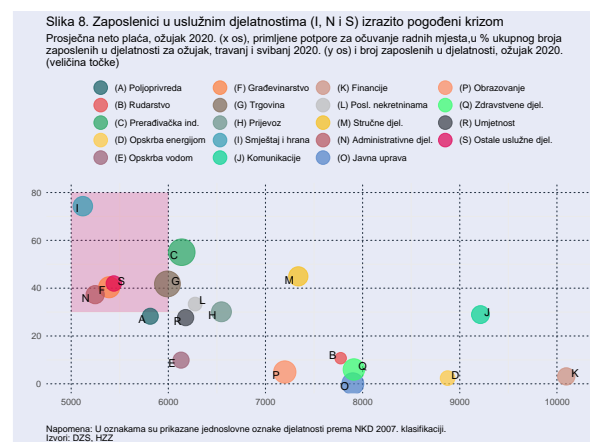
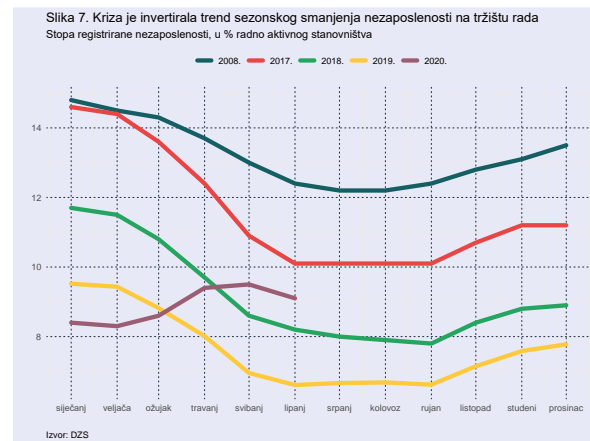
¹ Izvoz usluga bio je za tri postotna boda niži u odnosu na prvo tromjesečje 2019., dok je uvoz istodobno bio niži za 5,8 postotnih bodova.

kontrakciju prometa u trgovinama i uslužnim djelatnostima, pri čemu je kontrakcija u slučaju Hrvatske relativno izraženija u odnosu na usporedive zemlje zbog strogih epidemioloških mjera (slika 5.). Međutim snažan pad prometa zabilježen je i u zemljama koje su imale znatno relaksiraniji pristup pandemiji, poput Švedske. Iako ponašanje građana u različitim europskim zemljama nije u potpunosti usporedivo, posebice na relaciji sjever-jug, navedeno implicira kako će brzi oporavak gospodarstva nakon krize (tzv. V oporavak) biti malo vjerojatan te će prvenstveno ovisiti o raspoložuju, očekivanjima i navikama potrošača. S obzirom na povijesno kretanje tih indikatora koji pokazuju da je oporavak spor, a često i višegodišnji proces, može se očekivati da će, nakon inicijalne kontrakcije raspoloživanja potrošača (slika 6.), povratak na pretkrizne razine biti dugotrajan proces.

Znatno više od bihevioralnih karakteristika potrošača na njihovu sklonost potrošnji u nadolazećem razdoblju utjecat će razina raspoloživog dohotka, koja će prvenstveno biti determinirana kretanjima na tržištu rada. Koronakriza preokrenula je trend sezonskog smanjenja stope nezaposlenosti pa je na kraju lipnja stopa registrirane nezaposlenosti u Hrvatskoj iznosila 9,1 % (slika 7.). Time je broj nezaposlenih osoba na kraju lipnja bio za gotovo 19 tisuća viši u odnosu na kraj 2019. te je iznosio 150,6 tisuća. S obzirom da je u istom periodu prethodnih godina na domaćem tržištu rada broj nezaposlenih u prosjeku bio smanjen za 48 tisuća, efekt koronakrize na domaće tržište rada u prvom polugodištu 2020. reflektira se u gubitku oko 66 tisuća radnih mjesta.

Učinak na tržište rada bio bi još izraženiji da Vlada nije donijela mjere za očuvanje radnih mjesta kojima se poslodavcima koji zadovoljavaju definirane uvjete uplaćuje potpora² za zaposlene. U travnju je broj korisnika mjere iznosio 577 tisuća, što čini otprilike 38 % ukupnog broja zaposlenih osoba, dok se u svibnju broj korisnika smanjio za gotovo 92 tisuće kao posljedica popuštanja epidemioloških mjera. Ova mjera je pomogla stabilizirati tržište rada u kratkom roku osiguravajući određenu razinu prihoda za više od pola milijuna zaposlenika u razdoblju *lockdowna*, no stvarne posljedice krize za tržište rada bit će

sagledive tek s ukidanjem potpora za očuvanje radnih mjesta.



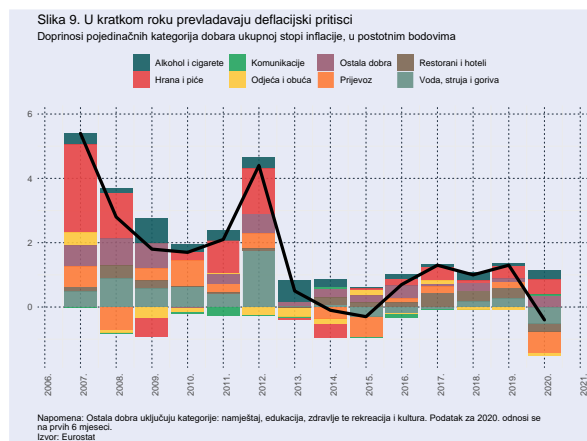
Izvjesno je međutim da će porast nezaposlenosti snažnije zahvatiti mlađu populaciju koja u pravilu ima relativno veći udio ugovora na određeno vrijeme i sezonske radnike, posebice one koji rade u uslužnim i turističkim djelatnostima. Gledano prema udjelu u ukupnim potporama za očuvanje radnih mjesta, posebno su ugrožene prerađivačka industrija i trgovina (slika 8.) s obzirom na to da se uvelike oslanjaju na prekograničnu robnu razmjenu, koja se smanjila zbog zatvaranja granica. U iznimno teškoj situaciji nalaze se i zaposlenici u djelatnostima pružanja smještaja i pripreme hrane (I), građevinarstva (F) te administrativnih (N) i ostalih uslužnih (S) djelatnosti, posebno ako se u obzir uzme niska razina plaća u tim djelatnostima zbog čega je apsorpcijski potencijal za očuvanje životnog standarda u eventualnom dužem periodu potisnute poslovne aktivnosti zaposlenika u tim djelatnostima limitiran.

² Potpora je u ožujku iznosila 3.250 kn, dok za travanj, svibanj i lipanj iznosi 4.000 kn, pri čemu su uvjeti prijave za lipanj pooštreni (više informacija na web stranici HZZ-a:

<https://mjera-orm.hzz.hr/korisnicka-pitanja/nova-mjera-ocuvanje-radnih-mjesta-lipanj-2020-pitanja-i-smjernice/>).

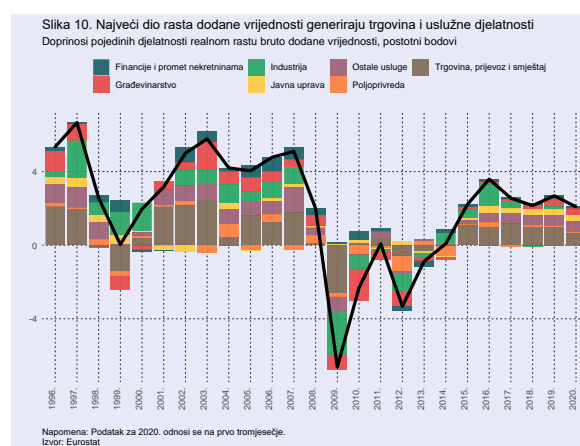
Razdoblje nakon velike financijske krize obilježila je potisnuta inflacija unatoč relaksaciji monetarnih politika vodećih centralnih banaka i kvantitativnim popuštanjima kojima su velike količine novčanih sredstava plasirane u ekonomiju. Razlozi za to su bili dvojaki. S jedne je strane opću razinu cijena niskom držao proces globalizacije i optimizacije proizvodnih procesa poduzeća. Istodobno je s druge strane izostanak izraženijeg rasta cijena u vidu inflacije posljedica alokacije novca ne u potrošnju, već u na financijska tržišta i to prvenstveno u dionice i nekretnine, što je potencijalno dovelo do stvaranja cjenovnih balona na tim tržištima. Nova kriza uzrokovana koronavirusom sa sobom je donijela novi ciklus monetarnog i kvantitativnog popuštanja s ciljem stabilizacije financijskih tržišta i zadržavanja troškova financiranja na niskim razinama (više u poglavlju 3.3. Tržišni rizici).

U srednjem roku opća razina cijena mogla bi porasti s obzirom da se može očekivati poskupljenje proizvodnih procesa zbog većih administrativnih troškova kao posljedica mjera zdravstvene i ekološke zaštite. Dodatno će novi dobavni lanci, koji su se u dobrim vremenima pokazali troškovno efikasnim, no vrlo ranjivima u kriznom razdoblju, sadržavati više implicitne troškove. Međutim u kratkom roku prevladavaju deflatorski pritisci, prvenstveno zbog pada gospodarske aktivnosti i rasta nezaposlenosti, ali i smanjenja cijena energenata u uvjetima globalno limitiranih proizvodnih aktivnosti. Tako je već u lipnju stopa promjene razine cijena bila negativna te je iznosila -0,4 % na godišnjoj razini (slika 9.). Iako su cijene prehrambenih dobara porasle zbog povećane potražnje i otežanog prekograničnog prijevoza, pad cijena energenata i prijevoza više su nego nadoknadile taj porast.



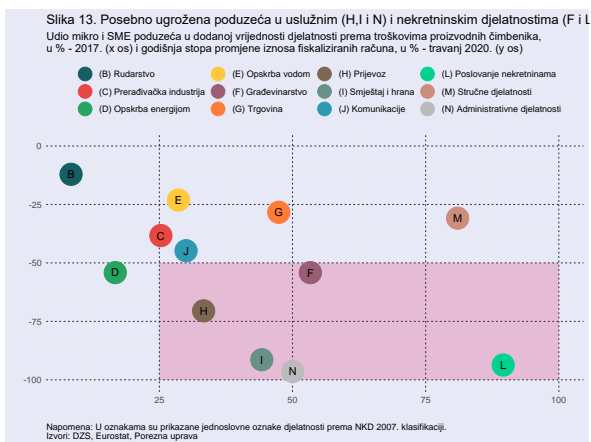
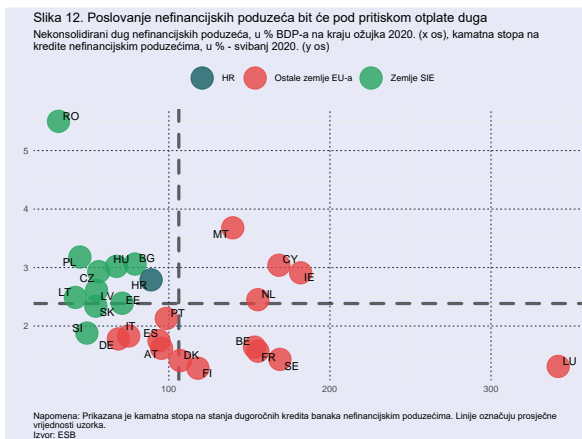
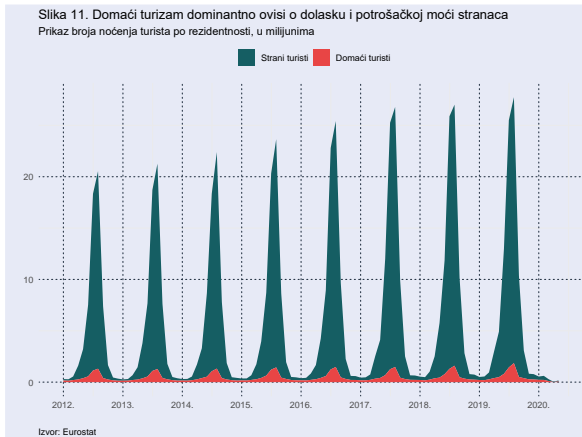
Utjecaj koronakrize na gospodarsku aktivnost u nastavku godine

Tri su ključna čimbenika koji će odrediti dubinu krize i brzinu oporavka cjelokupnog gospodarstva: (i) *struktura gospodarstva* o kojoj ovisi mogućnost obavljanja poslova na daljinu i uz socijalnu distancu, pri čemu će posebno biti pogođeni radno intenzivni sektori kao što su turizam i uslužne djelatnosti; (ii) *struktura korporativnog sektora* s obzirom na značajnu ranjivost visoko zaduženih poduzeća te malih i srednje velikih poduzeća koja imaju ograničen pristup izvorima financiranja; (iii) *efikasnost fiskalnog stimulansa* u očuvanju zaposlenosti.



Struktura bruto dodane vrijednosti domaće privrede pokazuje kako gospodarski rast najvećim dijelom generiraju uslužne djelatnosti uglavnom povezane s turističkom aktivnošću, a koje su u trenutnim okolnostima najugroženije (slika 10.). Oslanjanje na monokulturni rast značajna je strukturalna slabost s obzirom na epidemiološko ograničavanje fizičkog kontakta što će umanjiti apsorpcijske kapacitete turističkih destinacija. Drugi važan ograničavajući čimbenik turizma je psihološki učinak epidemije s obzirom na to da se može očekivati kako će određeni dio gostiju odustati od putovanja zbog straha od potencijalne zaraze ili obveze odlaska u samoizolaciju pri povratku s ljetovanja. Na smanjenje obujma putovanja utjecat će i pogoršanje ekonomske situacije potrošača u vidu porasta nezaposlenosti i smanjenja dohotka. Konačno, faktor koji će sigurno značajno utjecati na turističku djelatnost je otvorenost granica i prekogranična sloboda kretanja stanovništva, posebno ako se u obzir uzme udio stranih gostiju u ukupnim noćenjima koji iznosi između 92 % i 93 % ovisno o promatranoj godini (slika 11.). Tome treba dodati i višu kupovnu moć stranih turista pa je izvjesno

kako će turistički rezultat, a posljedično i cjelokupna domaća gospodarska aktivnost u 2020. značajno ovisiti o (ne)dolasku stranih turista.



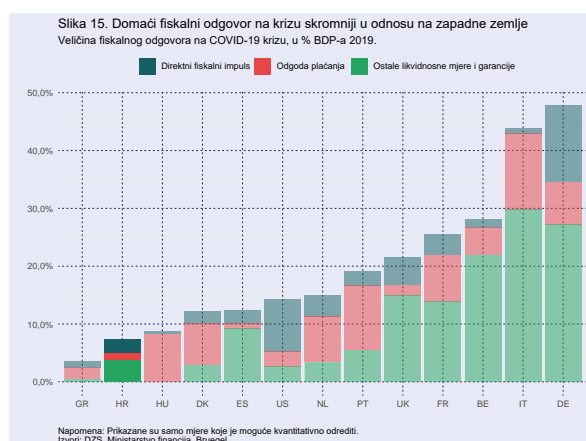
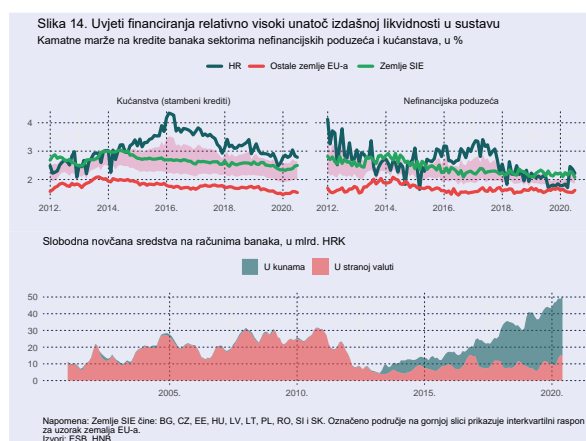
Epidemiološke mjere uvedene u ožujku djelomično su ili u potpunosti zamrznule poslovne aktivnosti i umanjile prihode poduzeća, dok su istodobno financijske obveze nastavile dospijevati. HNB i Hanfa vrlo su brzo reagirale davanjem preporuka kreditnim institucijama i leasing društvima da kroz moratorije i odgode prisilne naplate potraživanja³ olakšaju servisiranje postojećih obveza nefinancijskim poduzećima (više informacija u poglavlju 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti). Uz ove mjere, Ministarstvo financija osiguralo je 15 mlrd. kuna za povoljnije kreditiranje poduzetnika kroz programe HBOR-a i HAMAG BICRO-a⁴. Cilj je ovih mjera osiguranje dostatne likvidnosti poduzeća i olakšavanje servisiranja preuzetih financijskih obaveza, pri čemu treba istaknuti kako su one za sada kratkoročnog karaktera, pri čemu je izvjesno da će posljedice koronakrize imati dugoročniji utjecaj na poslovanje nefinancijskih poduzeća, posebno u pojedinim djelatnostima. U takvim će okolnostima posebno biti ugrožena poduzeća čije se poslovanje već sada nalazi pod pojačanim pritiskom otplate duga iako je na agregatnoj razini sektor poduzeća relativno manje zadužen u odnosu na europski prosjek, no komparativno opterećeniji troškom kamata (slika 12.)⁵. Izgledno je stoga dodatno zaduživanje poduzeća pa će dostupnost i trošak financiranja značajno utjecati na oporavak ovog sektora. Pritom su posebice ranjiva mala i srednje velika poduzeća koja imaju ograničen pristup tržištu kapitala i prekograničnom financiranju, a koja su najzastupljenija upravo u koronakrizom najpogođenijim djelatnostima (slika 13.). Alternativnu mogućnost financiranja srednjih i malih poduzeća tradicionalnim kreditima banaka pruža specijalizirano Progress tržište Zagrebačke burze koje je početkom 2019. registrirano kao multilateralna trgovinska platforma za realizaciju investicijskih planova malih i srednjih poduzeća kroz prikupljanje novog kapitala ili omogućavanje

³ Više informacija o preporukama leasing društvima može se pronaći na internetskim stranicama Hanfe: <https://mjera-orm.hzz.hr/korisnicka-pitanja/nova-mjera-ocuvanje-radnih-mjesta-lipanj-2020-pitanja-i-smjernice/> i <https://www.hanfa.hr/vijesti/hanfa-izdala-dodatne-preporuke-leasing-društvima-u-cilju-olaksanja-otplate-leasinga/>.

⁴ Više informacija na ovoj adresi: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european-semester-convergence-programme-croatia_hr.pdf.

⁵ Na kraju 2019. nekonsolidirani dug domaćih poduzeća iznosio je 87,6 % bruto domaćeg proizvoda, pri čemu se on na kraju ožujka 2020. financirao po prosječnoj kamatnoj stopi od 2,85 %, što je za 0,4 postotna boda više od prosjeka EU-a.

jednostavnijeg transfera vlasništva⁶. Iako su kamatne marže na kredite realnom sektoru prethodnih godina konvergirale stopama opaženima u usporedivim zemljama srednje i istočne Europe, s koronakrizom one su značajno povećane⁷, unatoč povijesno visokim razinama viška likvidnosti u sustavu koji je na kraju travnja 2020. iznosila 49 mlrd. kuna, odnosno 12 % BDP-a (slika 14.). Premda je rast kamatne marže razumljiv u okolnostima povijesno visoke razine nesigurnosti koja otežava procjenu kreditne sposobnosti klijenata, bez pravovremenog dinamiziranja kreditnog tržišta mogu nastupiti značajniji poremećaji u financijskoj poziciji i solventnosti nefinancijskih poduzeća s izvjesnom materijalizacijom kreditnog rizika u financijskom sustavu, što se može negativno odraziti na sposobnost financijske intermedijacije sustava, a u konačnici i prolongirati gospodarski oporavak.



Konačno, na gospodarski oporavak presudan će utjecaj imati efikasnost vladinih mjera za pomoć gospodarstvu.⁸ Donesene domaće fiskalne mjere za potporu gospodarstvu na kraju svibnja iznosile su 30 mlrd. kuna, odnosno 7,5 % BDP-a (slika 15.), od čega se polovica iznosa odnosi na mjere za osiguranje likvidnosti i garancije za povoljnije kreditiranje poduzetnika kroz programe HBOR-a i HAMAG BICRO-a. Trećina ukupnih sredstava odnosi se na direktni fiskalni impuls koji uključuje otpis dijela poreza i doprinosa te mjere potpore za očuvanje radnih mjesta, dok se preostala šestina ukupnog iznosa odnosi na odgodu plaćanja poreza i doprinosa. Iako kvantitativno skromniji u odnosu na zapadne zemlje, na efikasnost fiskalnog impulsa osim same veličine donesenih mjera, jednako će važnu ulogu imati i njegova primjerenost u dijelu sektorske distribucije i vremenske primjene. No neovisno o njihovom dizajnu te će se mjere značajno odraziti na razinu javnog duga. Iako je fiskalna konsolidacija u prethodnim godinama rezultirala njegovim značajnim smanjenjem⁹, domaća fiskalna pozicija komparativno je lošija u odnosu na usporedive zemlje srednje i istočne Europe, ali i u usporedbi s pozicijom javnih financija neposredno prije izbijanja velike financijske krize 08/09 (slika 16.).

Rizik inercije (engl. *snowball risk*) i dalje je izražen budući da je stopa rasta gospodarstva u recentnom razdoblju tek neznatno nadmašivala trošak servisiranja duga¹⁰, što je onemogućilo izraženije smanjenje razine duga na valu cikličnih kretanja bez značajnijih promjena u strukturi javnih financija. Istodobno je prostor za dodatno povećanje prihoda putem većeg poreznog opterećenja, koje je već komparativno na visokoj razini, limitiran (slika 16.). Stoga su izvjesna nova zaduženja kojima bi se financirale tekuće obveze te stimuliralo gospodarstvo što će staviti održivost javnih financija pod značajni pritisak u narednom razdoblju. Olakotna okolnost trebali bi biti i nadalje razmjerno povoljni uvjeti financiranja s obzirom na ekspanzivne programe centralnih banaka putem kojih su u sustav plasirana značajna sredstva s ciljem amortizacije šokova na financijskim tržištima. Olakšanju fiskalnih pozicija

⁶ Više informacija može se pronaći na službenim stranicama tržišta: <https://progress.market/hr/pocetna>.

⁷ Na kraju travnja 2020. kamatne marže na kredite nefinancijskim poduzećima iznosile su 2,5%, što je povećanje od 0,7 postotnih bodova u odnosu na kraj 2019.

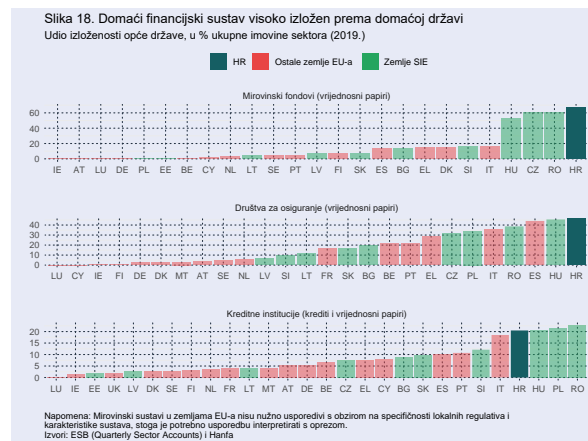
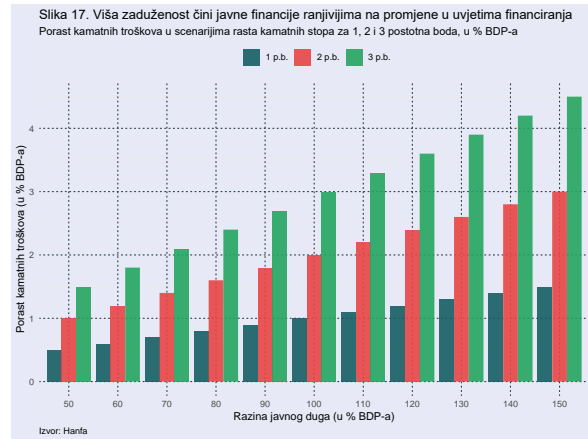
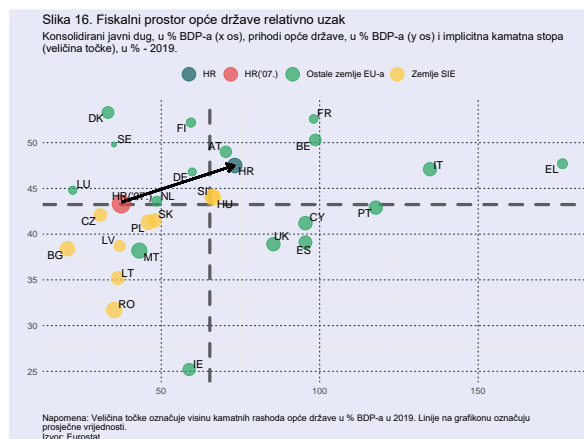
⁸ Više informacija na ovoj adresi: <https://www.koronavirus.hr/>.

⁹ U razdoblju od kraja 2015. javni dug mjeren udjelom u BDP-u smanjen je za 11 postotnih bodova te je na kraju 2019. iznosio 73,2% BDP-a.

¹⁰ Trošak servisiranja duga u 2019. iznosio je 2,2 % BDP-a, a realna stopa gospodarskog rasta 2,9 %.

zemalja članica EU-a uvelike će pridonijeti i postignuti dogovor o planu oporavka i višegodišnjem financijskom okviru za razdoblje 2021. – 2027. U sklopu tog dogovora kreiran je novi instrument za oporavak (Next Generation EU – NGEU) vrijedan 750 mlrd. EUR, koji će sredstvima prikupljenima na financijskim tržištima povećati financijsku moć proračuna EU-a u razdoblju 2021. – 2024. kombinacijom bespovratnih sredstava i zajmova.¹¹

Od presudnog značaja na mogućnosti i uvjete financiranja jest zadržavanje trenutnog investicijskog rejtinga države (više u poglavlju 3.2. Tržišni rizici) kao i percepcija te sklonost riziku ulagatelja na svjetskim financijskim tržištima. Naime, javni će se sektor morati snažnije osloniti na prekogranično financiranje, jer je domaći financijski sektor visoko izložen državi zbog čega je prostor za povećanje te izloženosti i apsorpciju većih iznosa novog zaduženja ograničen (slika 18.). To cijenu zaduživanja države, a posredno i ostalih domaćih sektora, dodatno izlaže riziku nagle promjene premije rizika i sentimenta stranih investitora, koji za razliku od domaćih investitora čija je ulagačka struktura velikim dijelom zakonski propisana, imaju znatno širi raspon investicijskih mogućnosti (slika 17.).



Umjesto zaključka - strukturne promjene na horizontu

Ekstremni događaj globalnih razmjera kao što je koronakriza za posljedicu će imati strukturne promjene u brojnim sferama modernog društva, uključujući gospodarske sustave. Neke od tih promjena već su se počele događati, npr. obrazovanje je preko noći postalo digitalno, uredi su zamijenjeni dnevnim boravcima, a konferencijske dvorane virtualnim zoom-sobama.

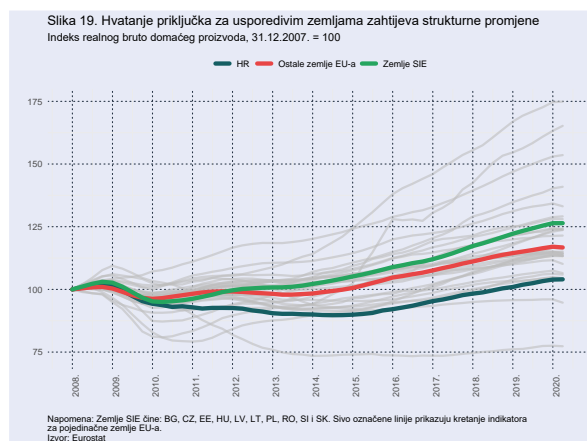
Nikada prije jedan događaj nije tako brzo i jednakomjerno utjecao na sve države svijeta i time pokazao razmjere svjetske međupovezanosti, ali i ranjivosti koje proizlaze iz globalizacije i globalno diversificiranih dostavnih lanaca. Kriza je osnažila već prisutne deglobalizacijske trendove i trgovinske napetosti te vratila ideju o samodostatnosti u *mainstream* raspravu. Iako je uzdrmala geopolitičke odnose i političku stabilnost EU-a, kriza je također pokazala veću

¹¹ Više informacija dostupno je u priopćenju Europskog vijeća dostupnom na adresi:

<https://www.consilium.europa.eu/media/45121/210720-euco-final-conclusions-hr.pdf>.

odlučnost i harmoniziranost nositelja ekonomske politike u djelovanju s ciljem stabilizacije zdravstvene i ekonomske situacije nego što je to bio slučaj kod izbijanja velike financijske krize. No unatoč fiskalnim stimulansima i monetarnim injekcijama bez presedana, s ovom će krizom, kao i svim dosadašnjim, u prvi plan doći postojeće strukturne ranjivosti gospodarstava čije će adresiranje odrediti brzinu oporavka.

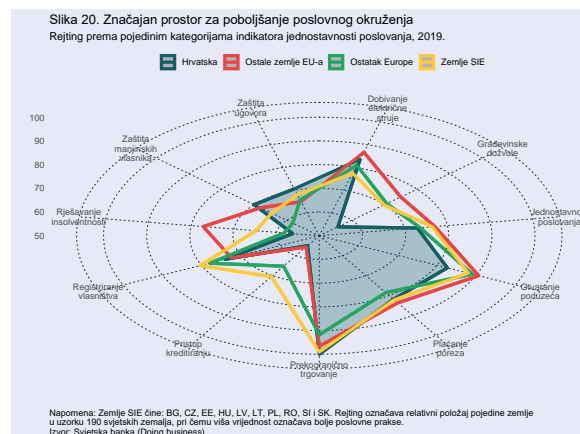
Prema recentnom izvješću Europske komisije¹² u sklopu Europskog semestra 2020., u Hrvatskoj su istaknuti reformski prioriteti na području održivosti javnih financija gdje se apostrofira pokretanje reforme proračunskog okvira, financijska održivost javnog sektora i podizanje transparentnosti tijela lokalne samouprave, ali i veće oslanjanje na izravno oporezivanje. Jedan od istaknutijih izazova jest i pristup financiranju poduzeća posebno u kontekstu komparativno slabo razvijenog domaćeg tržišta kapitala. Financiranje poduzeća putem tržišta kapitala još je u razvoju. Njegovom bi dinamiziranju pozitivno mogle doprinijeti i nedavne izmjene Zakona o obveznim mirovinskim fondovima kojima bi se mogao povećati interes i likvidnost na tom tržištu te uspostava Progress tržišta Zagrebačke burze kroz manje restriktivan pravni okvir ne bi li se tim putem omogućio lakši pristup kapitalu potrebnom za rast i razvoj.



Relaksirani uvjeti financiranja na međunarodnim financijskim tržištima olakšat će teret novog zaduživanja što će uz racionalnu alokaciju sredstava iz europskih fondova namijenjenih oporavku od koronakrize stvoriti određeni prostor

za provođenje strukturnih reformi nužnih za hvatanje priključka s usporedivim zemljama srednje i istočne Europe. Naime, veličina domaćeg gospodarstva tek je u 2019. nadmašila razinu iz 2007. dok su zemlje SIE tu razinu dostigle već u 2012. (slika 19.).

Konvergenciju će pospješiti poboljšanje poslovnog okruženja, posebice u području pristupa kreditiranju, rješavanja insolventnosti i dobivanja građevinskih dozvola (slika 20.), što bi stimuliralo strane investicije i inovacije. Za održavanje konkurentnosti u narednom razdoblju nužno će biti poboljšanje digitalnih kapaciteta koji su trenutno na razinama ispod prosjeka EU-a (slika 21.). Unapređenje i veće oslanjanje na digitalne resurse smanjilo bi barijere za pristup informacijama i znanjima te podiglo digitalni potencijal društva. Izraženije poboljšanje digitalnih kapaciteta koje se može ostvariti u srednjem roku (slika 21.) ima snažan potencijal za poticanje socijalne mobilnosti, geografsku decentralizaciju, inovacija, podizanje konkurentnosti i u konačnici održiviji rast gospodarstva.



Unatoč brojim nepoznanicama u vezi s koronakrizom, izvjesno je da će glavnina ekonomskih agenata iz nje izaći zaduženija. Na opću razinu zaduženosti gospodarstva utjecat će i potres u Zagrebu čiji se trošak obnove preliminarno procjenjuje na otprilike 100 mlrd. kuna¹³, što čini četvrtinu ukupne bruto dodane vrijednosti gospodarstva u 2019. Pritom se čak 42 % ukupnog iznosa odnosi na cjelovitu obnovu bolnica i obrazovnih ustanova, čije će financiranje

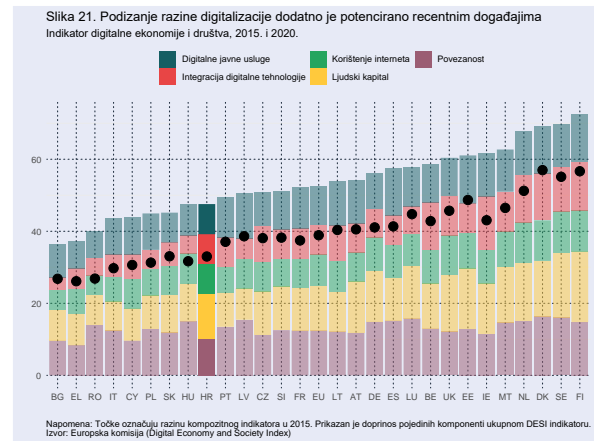
¹² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0510&from=EN>

¹³ Više o detaljima preliminarne procjene troška na stranicama Ministarstva graditeljstva i prostornog uređenja:

<https://mgipu.gov.hr/o-ministarstvu-15/djelokrug/graditeljstvo-98/obnova-zgrada-ostecenih-potresom-na-podrucju-grada-zagreba-i-okolice/10668>

u cijelosti osigurati javni sektor kao i financijsku pomoć obnovi privatnog vlasništva. Visoka zaduženost čini gospodarstvo ranjivim na nagle promjene u uvjetima financiranja koji su posebno izraženi u vremenima visoke neizvjesnosti.

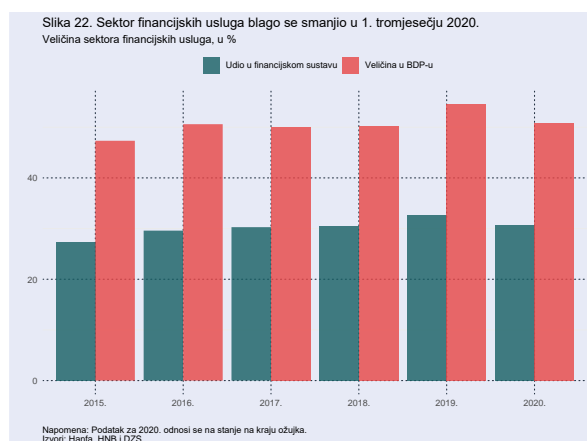
Naredno razdoblje pružit će uvid u spremnost svih segmenata gospodarstava na strukturnu prilagodbu u izvanrednim okolnostima i pružiti test spremnosti za relativno veći i dugoročniji globalni izazov koji čine klimatske promjene.



3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga

3.1. Ključna kretanja

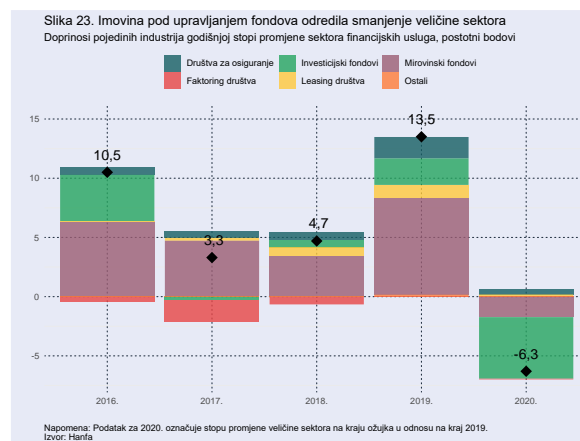
Kontinuirani rast veličine i značaja sektora financijskih usluga u domaćem financijskom sustavu privremeno je zaustavljen početkom 2020. godine. Posljedica je to u manjem dijelu negativnih tržišnih trendova, dok je na smanjenje imovine sektora financijskih usluga bitno značajnije utjecala percepcija i sentiment ulagatelja. Tako se u prvom tromjesečju 2020. veličina sektora financijskih usluga smanjila za 11,5 mlrd. kuna te je na kraju ožujka iznosila 204 mlrd. kuna, odnosno 50,8 % bruto domaćeg proizvoda (slika 22.). To smanjenje je uz istodobni porast kreditiranja kreditnih institucija rezultiralo smanjenjem udjela sektora u financijskom sustavu za 1,8 postotnih bodova koji je na kraju ožujka 2020. iznosio 30,8 %.



Rast sektora financijskih usluga u 2019. (13,5 %) posljedica je pozitivnih trendova na međunarodnim dioničkim tržištima, rasta cijena obveznica Republike Hrvatske zbog ulaska u investicijski kreditni razred, ali i kontinuiranog priljeva sredstava u mirovinske fondove kao i pozitivnih kretanja na tržištu osiguranja i leasinga (više o spomenutim trendovima u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 3¹⁴). Pozitivni makroekonomski i financijski trendovi nastavljani su i početkom 2020. unatoč rastućoj zabrinutosti oko razvoja zdravstvene krize uzrokovane koronavirusom u dalekoistočnim zemljama, prvenstveno Kini. Sentiment investitora blago se

pogoršao krajem siječnja kada je Kina uvela karantenu u pokrajini Wuhan te početkom veljače kada se ubrzalo širenje virusa u druge zemlje.

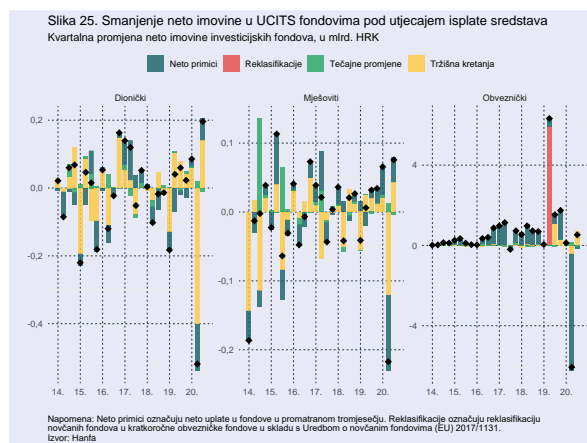
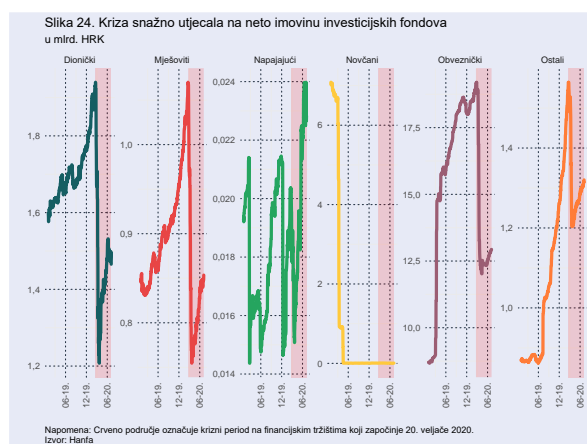
Rast zabrinutosti i pogoršanje sentimenta investitora kulminirali su 20. veljače kada je u Italiji zabilježen nagli skok broja smrtnih slučajeva. Tržišta su promptno reagirala, što se snažno odrazilo na kapitalne tokove, a posljedično i na cijene svih klasa financijske imovine, kako na inozemnim, tako i na domaćim financijskim tržištima (više informacija u poglavlju 3.3. Tržišni rizici). Posljedično je imovina sektora financijskih usluga na kraju ožujka 2020. bila za 6,3 % niža u odnosu na kraj 2019. godine. To je smanjenje najvećim dijelom proizašlo iz pada neto imovine investicijskih fondova, jer su na negativna tržišna kretanja i visoku neizvjesnost povezanu s pandemijom ulagatelji reagirali značajnim odljevom sredstava iz fondova. Istodobno je pad neto imovine mirovinskih fondova bio znatno manji zbog stabilnih i predvidivih neto odljeva (slika 23.).



Dionički, mješoviti i obveznički fondovi koji su na kraju svibnja 2020. činili 92 % ukupne neto imovine UCITS fondova, u prvom su tromjesečju zabilježili usporedive stope smanjenja neto imovine od 29 %, 22 %, odnosno 33 % u odnosu na kraj 2019. (slika 24.). Iako relativnom veličinom usporediva, ta su kretanja posljedica različitih uzroka. Tako je većina smanjenja neto imovine dioničkih fondova rezultat negativnih tržišnih

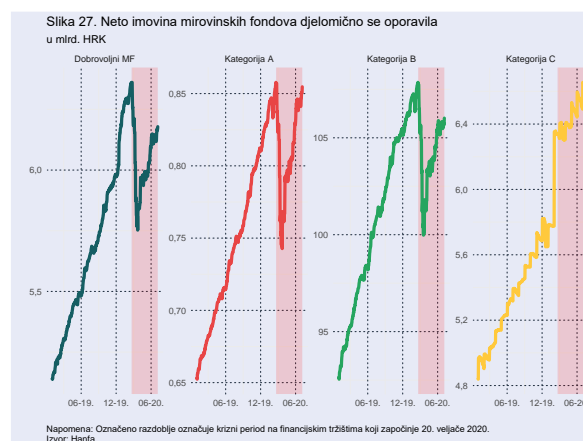
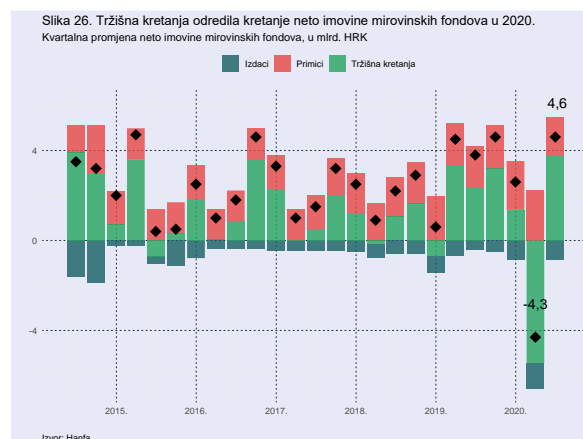
¹⁴ https://www.hanfa.hr/media/4479/makroprudencijalni-skener-rizika-2019_3.pdf

kretanja, odnosno kontrakcije cijena na dioničkim tržištima. Istodobno je pad neto imovine obvezničkih fondova prvenstveno rezultat neto odljeva, što se može povezati s većom konzervativnošću i nesklonosti riziku ulagatelja u te fondove koji su na eskalaciju pandemije „panično“ reagirali povlačenjem sredstava iz fondova te njihovim djelomičnim prelijevanjem u sigurnije bankovne depozite (slika 25.). Na smanjenje neto imovine mješovitih fondova podjednako su utjecala tržišna kretanja i odluke ulagatelja. Oporavak cijena na dioničkim tržištima u travnju i svibnju je uz pozitivne neto uplate s obzirom na niže cijene nadoknadio pad neto imovine dioničkih i mješovitih fondova, dok je neto imovina obvezničkih fondova stagnirala.



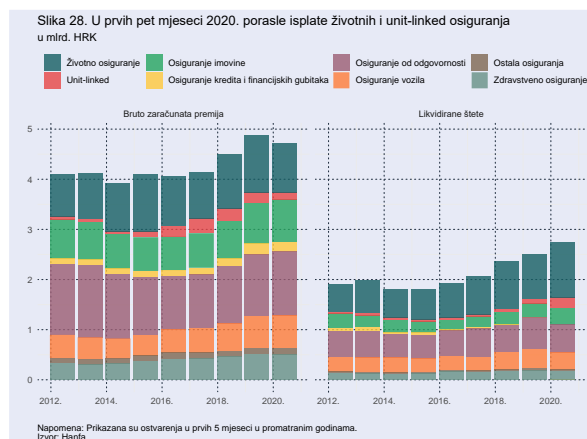
Negativna tržišna kretanja u prvom tromjesečju 2020. smanjila su neto imovinu mirovinskih fondova za 3,6 % u odnosu na kraj 2019. godine. Pozitivni i stabilni neto priljevi amortizirali su dio tržišnih korekcija cijena (Slike 26. i 27.). To je smanjenje najvećim dijelom nadoknađeno već u drugom tromjesečju (rast od 4 % u odnosu na kraj ožujka) pod utjecajem djelomičnog oporavka cijena na dioničkim i obvezničkim tržištima i nastavka neto priljeva sredstava. Profil rizičnosti kategorije mirovinskog fonda odredio je jačinu

reakcije imovine na inicijalni šok na financijskim tržištima. S obzirom na komparativno preuzete veće rizike ulaganja najsnažnije je pala vrijednost imovine A kategorije mirovinskih fondova, dok je imovina fondova C kategorije gotovo ostala nepromijenjena (slika 27.). Ovi su poremećaji jasno pokazali razliku u rizičnosti investicijskih profila A, B i C kategorije obveznih mirovinskih fondova koja se posljedično reflektira u njihovim dugoročnim prinosima, primarno uvjetovima tržišnim kretanjima (više u poglavlju 3.5. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga). Iako je projiciranje kretanja u razdobljima visoke neizvjesnosti iznimno nepouzdan, može se pretpostaviti da su financijska tržišta apsorbirala glavčinu šoka uzrokovanog pandemijom u skladu s čime su korigirane cijene klasa imovine. Stoga je čak i u slučaju daljnjeg pogoršanja zdravstvene situacije, a posljedično i makroekonomskih izgleda, vjerojatna relativno slabija reakcija tržišta u odnosu na onu s početka godine.



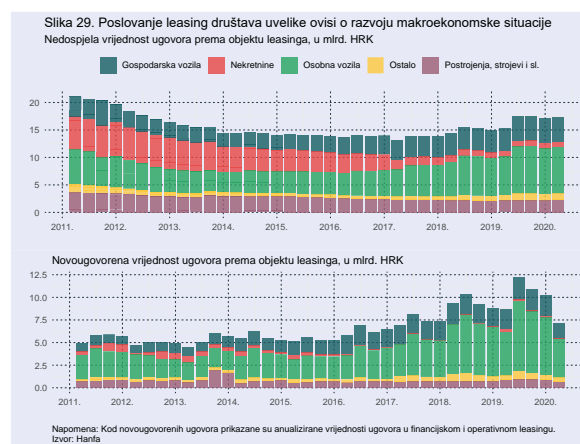
I dok se eskalacija pandemije gotovo bez odgode prelila na financijska tržišta te umanjila vrijednost imovine fondova, segment osiguranja i leasinga može očekivati posljedice koronakrize s određenim vremenskim odmakom pri čemu će one

značajno ovisiti o razvoju makroekonomske situacije. Izvjesno je da će se, barem privremeno, usporiti sklapanje novih ugovora te da će u segmentu osiguranja doći do porasta isplata šteta po pojedinim vrstama osiguranja, posebno s obzirom na nedavni potres, uz potencijalno povećanje broja prijevremenih raskida ugovora životnog osiguranja u okruženju povećanih neizvjesnosti i smanjenih prihoda kućanstava. U prvih pet mjeseci ove godine opaženo je blago ubrzanje rasta likvidiranih šteta životnih i *unit-linked* osiguranja u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, gdje je dio porasta povezan s dospjećem portfelja, a djelomično i s prijevremenim otkupima, dok se istovremeno smanjio iznos bruto zaračunate premije nakon razdoblja kontinuiranog rasta u kojem su ove vrste osiguranja bile relativno konkurentan oblik dugoročne štednje (slika 28.). Dodatno je porasla i isplata šteta u segmentu osiguranja imovine, koja je prvenstveno povezana s likvidiranim štetama osiguranja od potresa, dok su štete ostalih vrsta osiguranja usporile u 2020. što se može povezati sa smanjenom gospodarskom aktivnosti i mobilnosti građana. Međutim, navedena kretanja, uz nepovoljne tržišne efekte na vrijednost imovine, ne bi trebala dovesti u pitanje solventnost društava za osiguranje s obzirom na visoke kapitalne amortizere, posebice na razini cijelog tržišta. Nešto izraženiji mogu biti povremeni likvidnosni pritisci, posebice na pojedina društva. Međutim sistemski se poremećaji ne očekuju s obzirom na razmjerno dobru ročnu usklađenost imovine i obveza kao i likvidnost imovine, posebno s rastom sekundarne likvidnosti državnih obveznica zbog aukcijskih otkupa središnje banke.



Leasing društva su u proteklih nekoliko godina ostvarivala stabilan rast koji se najvećim dijelom oslanjao na financiranje osobnih i gospodarskih vozila, jer je potražnja za tim uslugama rasla u

skladu s gospodarskim oporavkom i porastom turističke djelatnosti, posebice u segmentu *rent-a-car* vozila (slika 29.). Naime, s obzirom na to da je djelatnost prijevoza među najpogođenijima u koronakrizi (više u poglavlju 2. Makroekonomski pregled), sasvim je izvjesna kontrakcija novougovorenih ugovora. Stoga će poslovanje leasing društava biti u kratkom roku pod pritiskom nižih prihoda s obzirom na odobravanje moratorija na leasing ugovore (više u poglavlju 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti) i stagnaciju novih poslova, dok se u srednjem roku može očekivati rast troškova ispravaka vrijednosti zbog porasta neprihodonosnih plasmana.



Ovi utjecaji koronakrize na posrednike sektora financijskih usluga i fondove u nastavku godine ne bi trebali biti sistemski naravi ni istog intenziteta kao inicijalni šok u ožujku s obzirom na to da su od tada donijete brojne mjere fiskalnog, monetarnog i prudencijalnog karaktera kojima je povećana likvidnost sustava, olakšano poslovanje financijskih institucija, ali i servisiranje obveza korisnika financijskih usluga (više informacija u poglavlju 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti).

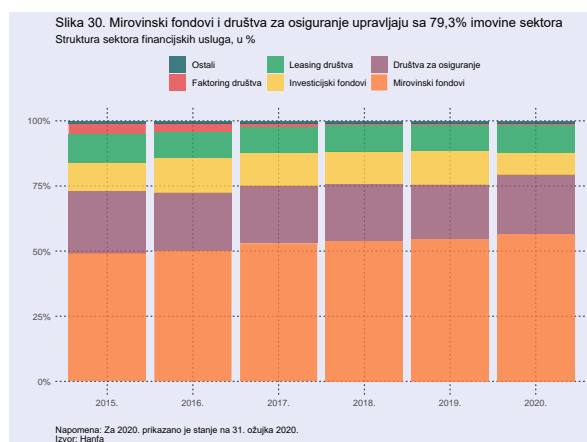
3.2. Strukturna obilježja i rizici

Inicijalni sistemski šok iz sredine ožujka negativno se odrazio na imovinu sektora financijskih usluga, a posljedično i na međusektorsku koncentraciju koja je dodatno porasla u prvom tromjesečju 2020. godine. Tako je udio mirovinskih fondova u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga porastao za dva postotna boda u odnosu na kraj 2019., pa su na kraju ožujka mirovinski fondovi upravljali ukupno 115,7 mlrd. kuna, odnosno 56,6

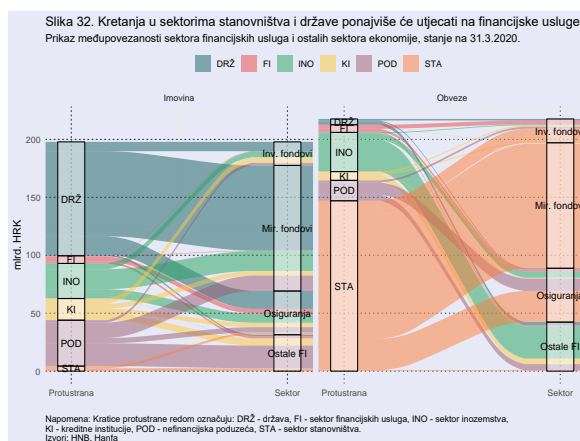
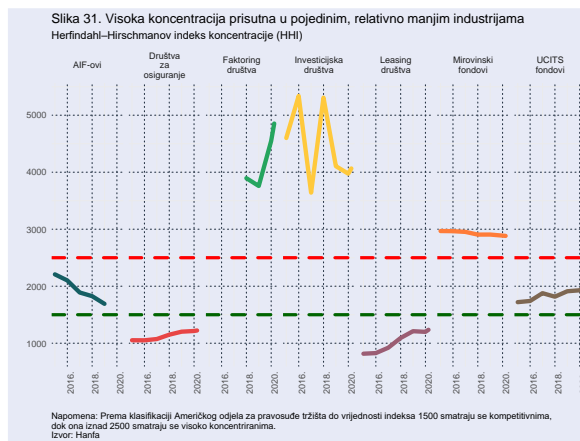
% ukupne imovine sektora.¹⁵ Jednak porast udjela zabilježila su i društva za osiguranje koja su na kraju ožujka činila 22,7 % ukupnog sektora financijskih usluga (slika 30.).

U narednom se razdoblju očekuje nastavak koncentracije sektora, s obzirom na zakonski uvjetovanu stabilnost neto priljeva sredstava mirovinskih fondova čak i u slučaju smanjenja prosječnog iznosa uplate po osiguraniku uslijed pogoršanja uvjeta na tržištu rada. Veličina imovine mirovinskih fondova koja premašuje 100 mlrd. kuna donosi diversifikacijske koristi, posebno s nedavnom zakonskom relaksacijom i širenjem investicijskih mogućnosti, što posljedično smanjuje kolebljivosti njezine vrijednosti. Međutim, visoka koncentracija sustava može putem kanala prelijevanja i zaraze amplificirati rizike koji inicijalno nemaju sistemski učinak te u konačnici rezultirati narušenom stabilnosti financijskog sustava. Iako još uvijek u području visoke koncentracije, unutarsektorska koncentracija mirovinskih fondova nastavila se smanjivati i u prvom tromjesečju 2020. godine (slika 31.).

Osim mirovinskih fondova u zoni visoke koncentracije nalaze se još investicijska i faktoring društva, no riječ je o relativno manjim segmentima sektora financijskih usluga¹⁶ pa je njihov sistemski utjecaj ograničen. S druge strane, UCITS fondovi, leasing društva i društva za osiguranje nalaze se u području umjerene i niske koncentracije, no uz stabilan višegodišnji trend rasta. Vrlo je izvjestan nastavak tih trendova, jer krizna razdoblja koja testiraju poslovne modele pojedinih društava u pravilu dodatno ubrzaju proces konsolidacije tržišta.



¹⁵ 28,8 % BDP-a



Propagacija i amplifikacija poremećaja u financijskom sustavu značajno ovise o međupovezanosti dijelova tog sustava i ekonomije općenito. Na kraju 2019. pojedini segmenti sektora financijskih usluga nisu bili značajno direktno povezani. Međutim, njihova indirektna povezanost bila je visoka kroz visoku razinu izloženosti prema državi s obzirom na to da su ulaganja u državne obveznice dominantna ulagačka klasa sektora financijskih usluga (slike 32. i 33.). U uvjetima snažne kontrakcije gospodarske aktivnosti i dvostrukog udara na državni proračun kroz prihodovnu i rashodovnu stranu, pogoršanje financijske pozicije opće države (više u poglavlju 2. Makroekonomsko okruženje), izlaže sektor financijskih usluga potencijalnim gubicima u slučaju rasta premije rizika.

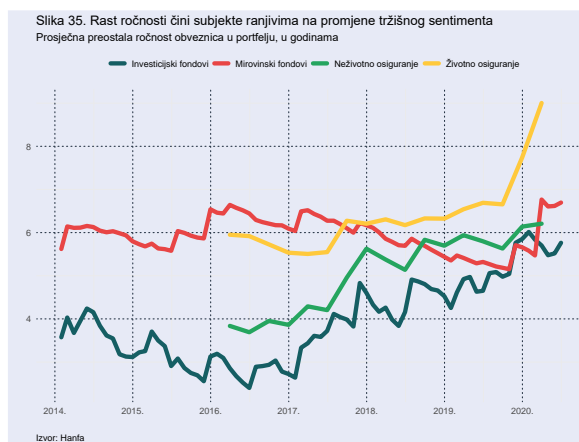
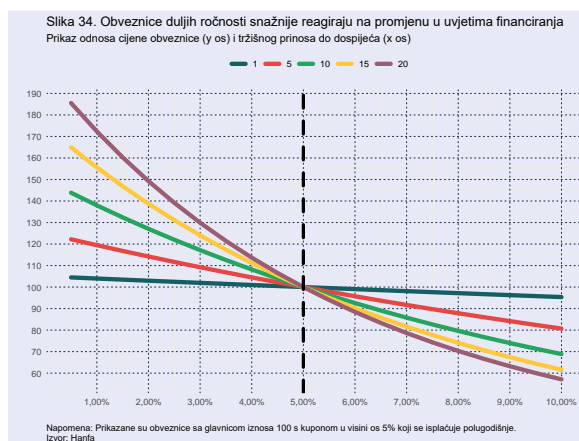
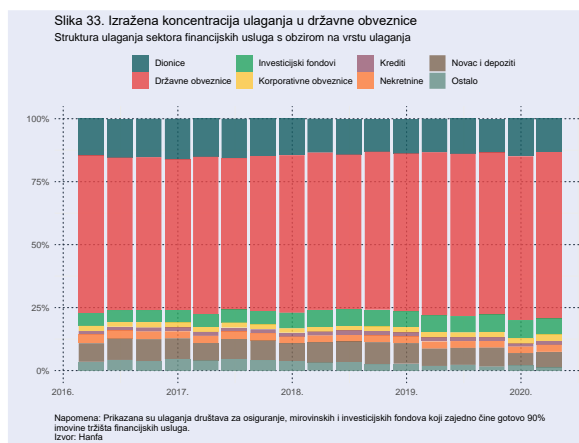
Obveze sektora financijskih usluga koncentrirane su prema kućanstvima koja su, osim što su jedini udjelničari u mirovinskim fondovima, također najveći udjelničari i u investicijskim fondovima te najzastupljeniji korisnici usluga osiguranja (slika 32.). Stoga, gledano na razini cijelog sektora,

¹⁶ Na kraju ožujka 2020. činili su svega 0,6 % ukupnog sektora financijskih usluga.

promjene sentimenta investitora te eventualno iracionalno ponašanje koje može rezultirati naglim povlačenjem sredstava i materijalizacijom rizika likvidnosti, u konačnici mogu dodatno narušiti financijsku poziciju upravo samih korisnika financijskih usluga¹⁷.

Strukturalna slabost sektora financijskih usluga ogleđa se i u koncentraciji ulaganja u (domaće) državne dužničke vrijednosne papire, koji su na kraju ožujka 2020. činili dvije trećine ukupnih ulaganja sektora (slika 33.). Iako percipirano manje rizičan oblik ulaganja od dionica i korporativnih obveznica, koji je povijesno generirao komparativno visoke prinose, visoka koncentracija ulaganja u državne obveznice sektor čini ranjivim na nagle promjene sentimenta investitora na financijskim tržištima i posljedičnu korekciju cijena. Usto je posebno u kriznim razdobljima upitna implicitna sekundarna likvidnost tih ulaganja, što je bilo evidentno i tijekom ožujka kad je centralna banka direktnim otkupom državnih obveznica spriječila njihov značajniji pad cijena i stabilizirala domaće obvezničko tržište. Zbog istog je razloga osnovan i Fond za stabilnost¹⁸ s potencijalom otkupa državnih obveznica u iznosu od 500 mil. kuna, čime je stvoren dodatni likvidnosni amortizer obvezničkog tržišta.

Stresna razdoblja, kao što je i ovo recentno uzrokovano pandemijom koronavirusa, karakterizira visoka razina neizvjesnosti zbog čega promjena percepcije rizika investitora može dovesti do značajnog rasta zahtijevanih prinosa, odnosno pada cijena dužničkih instrumenata. U takvim okolnostima bi proporcionalno više bili pogođeni sektori i društva čije portfelje karakterizira dulja ročnost (slika 34.). Zbog prirode poslovanja i potrebe za usklađivanjem ročnosti imovine i obveza to su prvenstveno društva za osiguranje u segmentu životnih osiguranja te mirovinski fondovi (slika 35.). Međutim, u recentnom razdoblju povećana je izloženost riziku promjene kamatnih stopa i investicijskih fondova te društava za osiguranje u segmentu neživota budući da su ta društva u okruženju niskih prinosa i potrage za adekvatnim povratima značajno povećala ročnost svojih obvezničkih ulaganja.

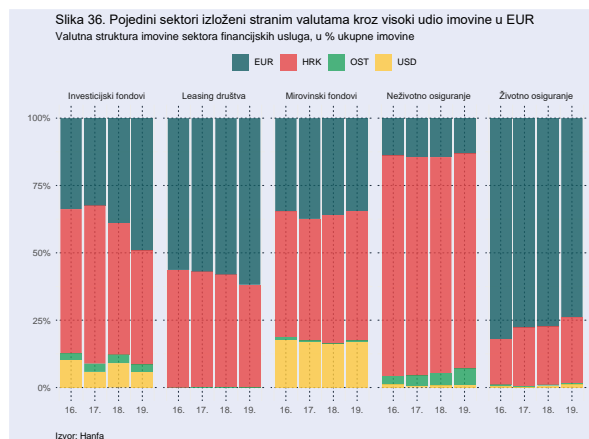


S obzirom na visoku stopu eurizacije domaćeg gospodarstva, izloženost sektora financijskih usluga valutnom riziku koji bi se u slučaju izraženije aprecijacije domaće valute negativno odrazio na profitabilnost društava (slika 36.) također je povišena. Krajem ožujka i početkom travnja na tržištu su prevladavali deprecijacijski pritisci, no deviznim intervencijama centralne banke, ali i ugovaranjem valutnog swap-a s Europskom središnjom bankom, spriječene su

¹⁷ Učinci na mikrorazini pojedinog kućanstva disperzirani su gdje neto učinak na pojedino kućanstvo može biti pozitivan ili negativan.

¹⁸ https://www.hanfa.hr/media/4479/makroprudencijalni-skener-rizika-2019_3.pdf

značajnije oscilacije u tečaju kune prema euru (više u poglavlju 3.3. Tržišni rizici). Posljedično se valutni rizik u proteklom tromjesečju nije materijalizirao, no pojedini segmenti sektora financijskih usluga, posebno fondovi, i dalje imaju relativno visoku, iako u okvirima zakonskih limita, valutnu neusklađenost imovine i obaveza (otvorenu valutnu poziciju). S obzirom na to da je većina imovine u stranoj valuti denominirana u eurima, realizacija procesa uvođenja eura eliminirat će većinu izloženosti valutnom riziku domaćeg sektora financijskih usluga.



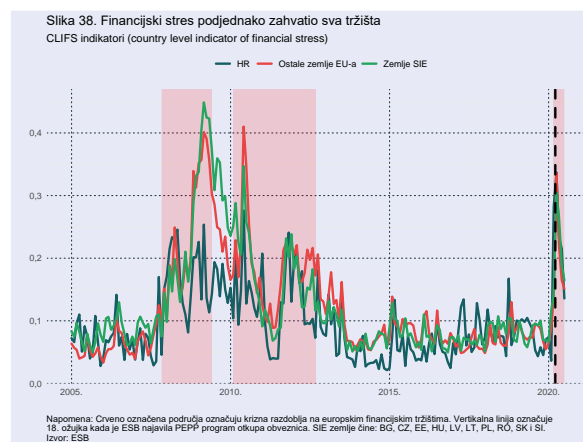
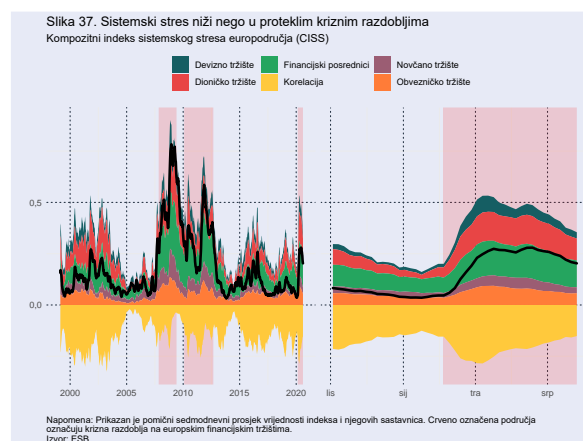
3.3. Tržišni rizici

U prethodnom broju publikacije (Makroprudencijalni skener rizika, br. 3) istaknute su rastuće zabrinutosti u pogledu tržišnih rizika, pri čemu je naglašen porast globalne ekonomske neizvjesnosti povezan s jačanjem protekcionizma i trgovinskih tenzija te rastuća bojazan ulagatelja oko nastavka ekspanzije dioničkih financijskih tržišta koja su uz potporu akomodativnih monetarnih politika vodećih centralnih banaka bilježila povijesno najduže razdoblje ekspanzije i rekordno visoka vrednovanja. Spomenuti trendovi ukazivali su na porast izgleda pojave recesije i eventualne korekcije cijena u srednjem roku. Neka od ovih očekivanja realizirala su se već tijekom prvog polugodišta 2020. s obzirom na zabilježene povijesno snažne korekcije cijena na svjetskim tržištima, zatim donesene monetarne mjere bez presedana s ciljem stabilizacije tržišta, a što je u konačnici rezultiralo i njihovim djelomičnim, a ponegdje i potpunim oporavkom.

Početak 2020. obilježila je rastuća zabrinutost ekonomskih analitičara oko razvoja zdravstvene situacije u Kini, no financijska tržišta bila su razmjerno stabilna te su bilježila povijesno niske

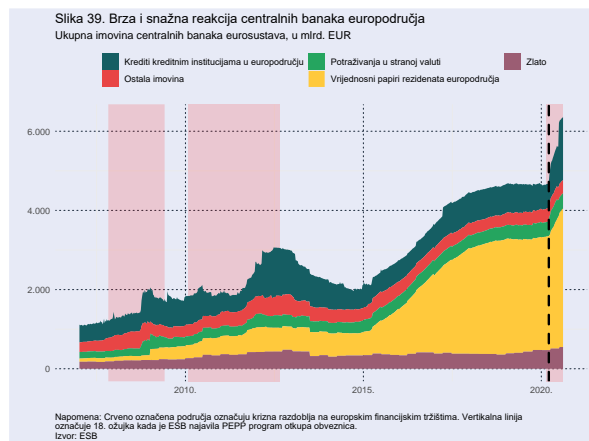
razine stresa (slika 37.). Neočekivano snažno i brzo pogoršanje zdravstvene situacije u Italiji te ostatku Europe bilo je okidač za prerastanje zdravstvene krize u sistemski poremećaj koji se prelio na globalna financijska tržišta.

Unatoč komparativno boljoj zdravstvenoj situaciji u Hrvatskoj u odnosu na ostale zemlje Europe, stres opažen na domaćim financijskim tržištima u ožujku 2020. bio je usporediv sa stresom opaženim u drugim zemljama EU-a, što nije bio slučaj u globalnoj financijskoj krizi 2008. i europskoj dužničkoj krizi 2011. kada su domaće razine stresa ipak bile komparativno niže od ostatka EU-a (slika 38.).

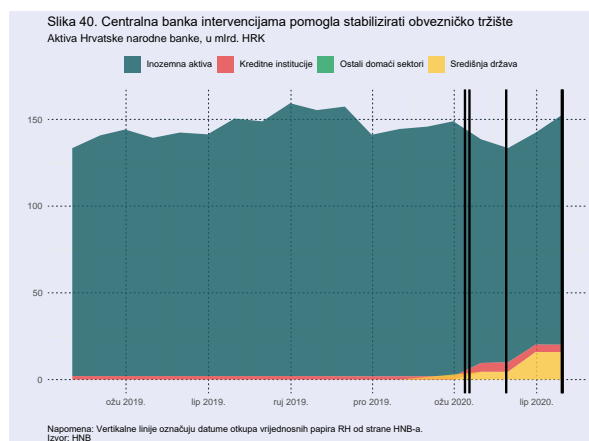


Centralne banke su za razliku od prethodne dvije krize znatno brže prepoznale nužnost pravovremene reakcije te su snažno reagirale kako bi stabilizirale tržišta kapitala, ali i pružile neophodnu likvidnost gospodarstvima koja su bila pogođena najsnažnijim poslijeratnim šokom ponude i potražnje. Europska središnja banka predstavila je 18. ožujka *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* s ciljem očuvanja niskih troškova financiranja u kriznom razdoblju te pospješivanja kreditiranja koje bi omogućilo realnom sektoru pristup financiranju, a u sklopu kojeg je najavljena kupnja državnih i korporativnih

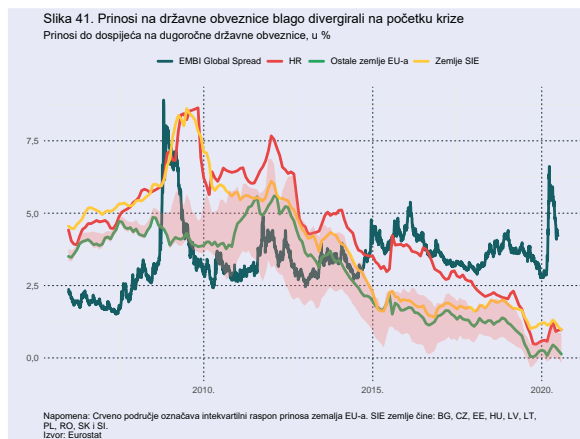
obveznica izdavatelja iz europodručja (slika 39.). Inicijalna je veličina programa iznosila 750 mlrd. EUR (6,3 % BDP-a europodručja) s predviđenim trajanjem do kraja 2020., no on je povećan na 1.350 mlrd. EUR (11,3 % BDP-a europodručja) u lipnju 2020. s predviđenim trajanjem do lipnja 2021.



Potezi centralnih banaka u ožujku stabilizirali su financijska tržišta i zadržali kamatne stope na niskim razinama, što se odrazilo u djelomičnom smanjenju premije rizika za tržišta u razvoju¹⁹ (slika 41.). Uspjeh dugoročnijeg cilja monetarnih vlasti, osiguranje dostupnosti financiranja sektora nefinancijskih poduzeća i kućanstava, uvelike će ovisiti o kreditnim i investicijskim politikama financijskih institucija. O uspjehu ovog cilja uvelike će ovisiti razvoj i dubina gospodarske krize u 2020., jer iako je dogovor o raspodjeli sredstava iz europskog fonda za oporavak u sklopu višegodišnjeg proračuna EU-a postignut, isplata sredstava u sklopu fonda vrlo vjerojatno će krenuti tek početkom sljedeće godine.

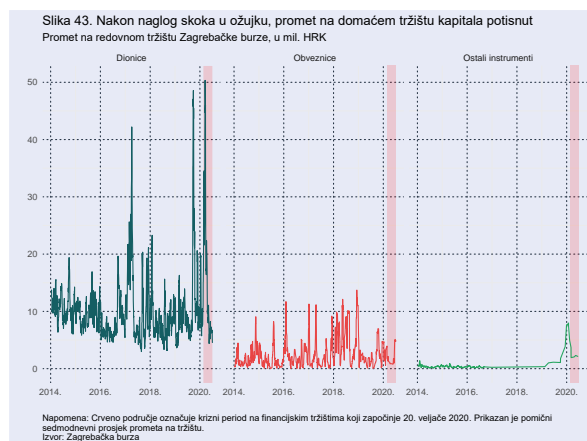
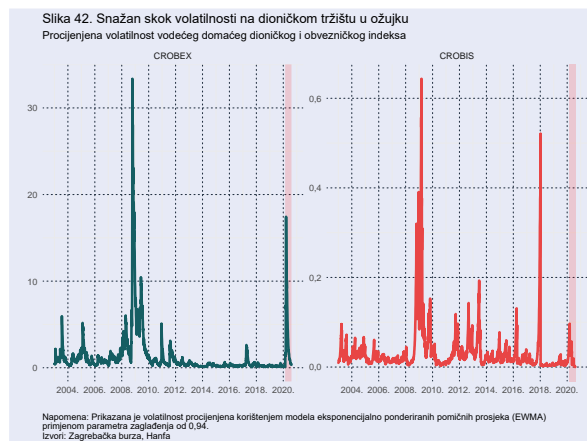


¹⁹ EMBI Global Spread je mjera kretanja povrata na međunarodne državne i korporativne obveznice izdane u zemljama u razvoju.



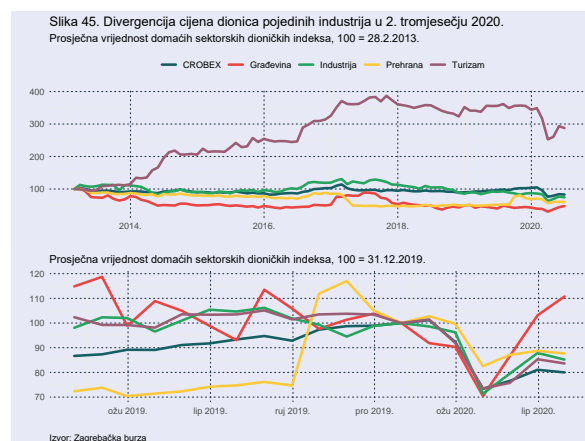
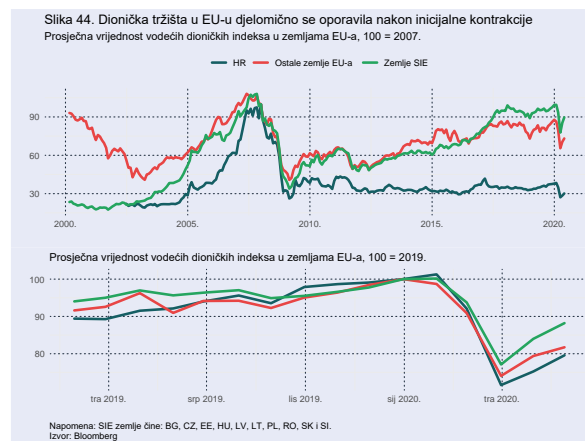
Sredinom ožujka 2020. poremećaj se prelio i na domaće obvezničko tržište čemu je jednim dijelom doprinijelo povlačenje sredstava ulagatelja iz obvezničkih UCITS fondova (više u poglavlju 3.1. Ključna kretanja). Stoga se nakratko reducirana likvidnost na sekundarnom obvezničkom tržištu negativno odrazila na cijene obveznica. Domaće obvezničko tržište stabilizirano je otkupom vrijednosnih papira RH od strane HNB-a. Tako je u pet aukcija otkupljeno ukupno 17,9 mlrd. kuna, odnosno 4,4 % BDP-a (slika 40.). Time je stvorena potražnja za vrijednosnim papirima RH te je zaustavljen rast prinosa na državne obveznice na razini od 0,91 % koliko je iznosio na kraju svibnja 2020., što je na prosječnoj razini prinosa usporedivih zemalja SIE (slika 41.). Kretanje prinosa na državne obveznice u narednom razdoblju uvelike će ovisiti o razvoju makroekonomske situacije i posljedičnoj fiskalnoj poziciji opće države s obzirom na očekivani pad poreznih prihoda zbog smanjene porezne osnovice uz istodobni porast rashoda zbog donošenja mjera potpore gospodarstvu i očuvanju zaposlenosti. Izvjesna su stoga nova zaduženja opće države na financijskim tržištima. Povoljna okolnost pritom su i dalje razmjerno niske razine kamatnih stopa na međunarodnim tržištima, no uz prisutni rizik promjene percepcije rizika zemlje od strane ulagatelja i kreditnih agencija što će ovisiti o makroekonomskim kretanjima i neravnotežama, posebno u segmentu javnih financija, u komparaciji s drugim (usporedivim) zemljama. Eventualni gubitak investicijskog rejtinga, koji je Hrvatskoj dodijeljen u 2019., smanjilo bi skup potencijalnih institucionalnih ulagatelja i posljedično se negativno odrazio na cijene obveznica. S obzirom na strukturnu karakteristiku

domaćeg sektora financijskih usluga koji karakterizira znatna izloženost državnim obveznicama i rizike koji iz te međupovezanosti proizlaze (više u Okviru 2. Rizici koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika br. 3), kretanja na ovom tržištu uvelike će utjecati na poslovanje sektora financijskih usluga.



Snažan skok volatilitnosti i prometa na domaćem dioničkom tržištu dogodio se sredinom ožujka 2020. zbog očekivanog pogoršanja makroekonomske situacije s obzirom na uvedeno izvanredno stanje zatvaranja ekonomije i s time povezanu otežanu procjenu financijske stabilnosti poduzeća u novonastalim okolnostima (slike 42. i 43.). Zbog značajne volatilitnosti cijena na tržištu, a s ciljem zaštite ulagatelja, Hanfa je 12. ožujka donijela rješenje o privremenoj obustavi prometa na Zagrebačkoj burzi.²⁰ Ta je stresna epizoda na domaćem dioničkom tržištu bila relativno blaža u odnosu na kriznu epizodu s kraja 2008. kada je šok uslijedio nakon relativno dugog razdoblja snažnog rasta cijena. Cijene dionica u razdoblju

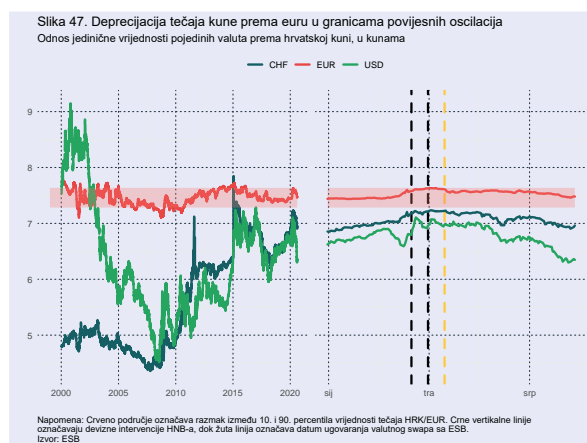
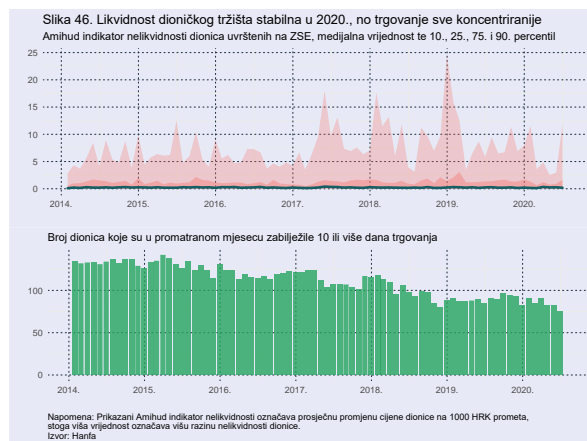
koje je prethodilo koronakrizi tek su u 2019. počele pokazivati znakove robusnijeg rasta. Istodobno su dionička tržišta u ostalim zemljama EU-a, a posebice u usporedivim zemljama SIE bilježila višegodišnji trend rasta koji je započeo netom nakon završetka dužničke krize europodručja 2012. (slika 44.). Unatoč ovim čak i divergentnim kretanjima u prijašnjim godinama, domaće dioničko tržište zabilježilo je razmjerno snažniju korekciju u odnosu na usporediva tržišta u iznosu dvadesetak postotnih bodova u ožujku 2020. Blagi oporavak od osam postotnih bodova ostvaren je u travnju i svibnju. Iako je pala vrijednost većine dionica, na tržištu je došlo do raslojavanja cijena po djelatnostima (slika 45.). Tako su dionice iz djelatnosti prehrane zabilježile relativno blažu korekciju s obzirom na to da je u razdoblju *lockdowna* ova djelatnost zabilježila relativno blaži šok u odnosu na ostale djelatnosti kojima je dionička vrijednost u prosjeku smanjena od 20% do 30%.



Raslojavanje je vidljivo i tijekom oporavka u travnju i svibnju kada su se cijene u djelatnosti građevinarstva u potpunosti oporavile od

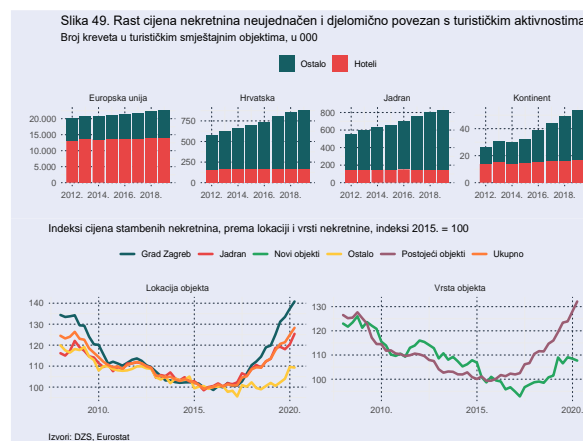
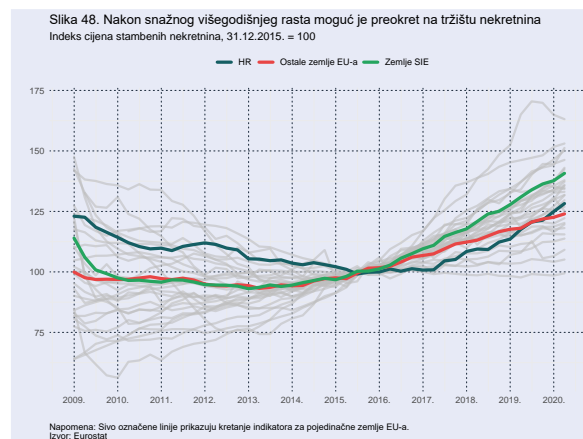
²⁰ <https://www.hanfa.hr/vijesti/hanfa-donijela-rjesenje-o-privremenoj-obustavi-trgovanja-na-zagrebačkoj-burzi/>

inicijalnog šoka (dijelom je to povezano s očekivanim procesom sanacije građevinskih objekata nakon potresa u Zagrebu), dok je s druge strane cjenovni oporavak turističkih dionica bitno sporiji s obzirom na njihovu direktnu pogođenost pandemijom te neizvjesnost rezultata turističke sezone (više u poglavlju 2. Makroekonomski pregled).



Na domaćem su deviznom tržištu u ožujku prevladavali deprecijacijski pritisci. To je prvenstveno posljedica krznog ponašanja djela ulagatelja koji su na inicijalni šok reagirali likvidiranjem pozicija u domaćoj valuti i zamijenili ih za percipirano stabilnija eurska sredstva. Zbog važnosti očuvanja stabilnosti tečaja za očuvanje stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava, HNB je u ožujku 2020. održao dvije devizne intervencije kojima je otpustio 1 mlrd. eurskih deviza. Deprecijacijski pritisci oslabili su nakon 15. travnja kada su HNB i ESB dogovorili valutni swap u iznosu od 2 mlrd. EUR koji bi HNB-u u slučaju potrebe bio na raspolaganju do kraja 2020. godine. Posljedično je tečaj kune prema euru zadržan unutar raspona u kojem se kretao u

protekla dva desetljeća, ali na relativno višoj razini u odnosu na dugoročni prosjek (slika 47.). Ovime su spriječeni značajniji sistemski poremećaji imajući u vidu relativno veliku izloženost financijskog sektora, ali i cjelokupne ekonomije, valutnom riziku. Uz visoku razinu euriziranosti ekonomije te iznos međunarodnih pričuva u visini od 30 % BDP-a, priključivanje Hrvatske Europskom tečajnom mehanizmu II koje podrazumijeva održavanje stabilnosti tečaja daje za očekivati kako će eventualni budući poremećaji na deviznom financijskom tržištu biti amortizirani.



Kretanja na tržištu nekretnina imaju potencijal razviti se u sistemski poremećaj s obzirom na izraženu procikličnost tog tržišta te visoku zastupljenost nekretninskih ulaganja u ukupnim ulaganjima svih domaćih sektora, uključujući i financijski (više u Okviru 1. Tržište financijskih usluga kao izvor sistemskih rizika u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 22¹⁾). Robustan rast cijena u razdoblju od kraja 2016. do kraja 2019. (za 24 postotna boda – slika 48.) bio je podržan gospodarskim oporavkom te državnim programom subvencioniranja stambenih kredita.

²¹ https://www.hanfa.hr/media/4115/makroprudencijalni-skener-rizika-2019_2.pdf

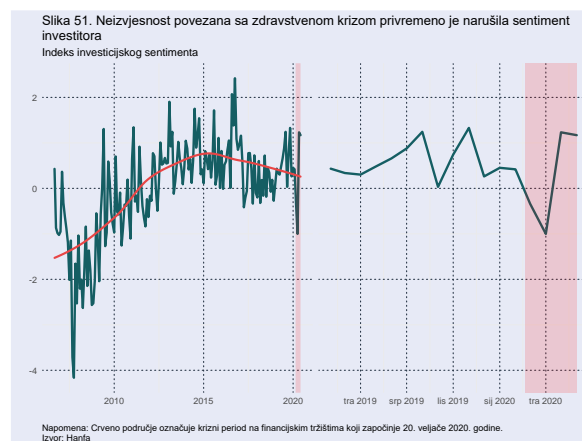
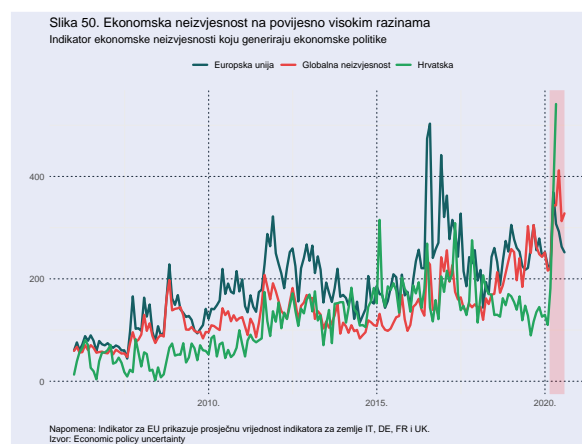
Međutim regionalno je on bio izrazito heterogen (slika 49.) pa je rast bio dominantno koncentriran u pojedinim regijama (Jadran i Zagreb) u kojima je ekspandirala djelatnost pružanja smještaja, posebno onog dnevnog s obzirom na digitalne distributivne mogućnosti (slika 49.). S obzirom na to da je upravo djelatnost pružanja smještaja izrazito negativno pogođena koronakrizom (više u poglavlju 2. Makroekonomski pregled), buduća kretanja na trenutačno umrtvljenom tržištu nekretnina uvelike će ovisiti o razvoju epidemiološke situacije i s njome povezanim turističkim dolascima, a u konačnici i o likvidnosti i zaduženosti vlasnika nekretnina. Na tržište nekretnina u Zagrebu odrazit će se i nedavni potres koji bi mogao utjecati na preferencije kupaca u narednom razdoblju u vidu prebacivanja fokusa sa stanova u centru grada na novogradnju i kuće s okućnicom.

Osim stambenog tržišta, i tržište poslovnih nekretnina moglo bi se naći pod pritiskom s obzirom na izgledan pad prihoda od rente kao posljedice zatvaranja ekonomije i poslovanja dijela poduzeća. Daljnje smanjenje prinosa, posebice u segmentu poslovnih ureda, može se očekivati zbog prilagodbe poslovanja dijela poduzeća radu na daljinu te optimizacije operativnih procesa koji će u konačnici zahtijevati manje radnika i manje uredske prostore, dok će za turističko-hotelijerski segment ključan biti daljnji razvoj epidemiološke situacije u zemlji.

Ulaganje u nekretnine generiralo je komparativno višestruko veće povrate od ulaganja u financijsku imovinu zbog čega je, posebno u višegodišnjem okruženju niskih povrata, dio institucionalnih ulagatelja povećao svoju direktnu ili indirektnu izloženost ovom tržištu. Međutim, čak i u uvjetima snažnijeg pada povrata, sistemski učinak bi trebao izostati, iako su pojedini sektori i subjekti, poglavito pojedina društva za osiguranja, ipak relativno više izloženi kretanjima na tržištu nekretnina.

Nakon inicijalnog poremećaja koji je širenje pandemije uzrokovalo na financijskim tržištima, u drugom su se tromjesečju 2020. tržišta djelomično ili čak potpuno oporavila što odstupa od pesimističnih makroekonomskih prognoza. Ta divergentna kretanja dodano naglašavaju povijesno visoku razinu neizvjesnosti u

trenutačnim okolnostima (slika 50.). Pokazatelj investicijskog sentimenta²² također je pao tijekom ožujka i travnja 2020. odražavajući tako izrazito pogoršanje očekivanja domaćih ulagatelja (slika 51.). Ipak, smanjenje stresa na financijskim tržištima koje je uslijedilo tijekom svibnja i lipnja rezultiralo je stabilizacijom tržišta i posljedičnim oporavkom sentimenta investitora. S obzirom na iznimno visoku razinu neizvjesnosti za očekivati je kako će i u nastavku godine kolebljivost na financijskim tržištima biti povišena jer ulagatelji nisu u mogućnosti kreirati konzistentna očekivanja, već se ona korigiraju sa svakom novom vijesti iz zdravstvene, makroekonomske i geopolitičke sfere.



3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost pružatelja financijskih usluga

Profitabilnost sektora financijskih usluga tijekom posljednjih godina bila je pod utjecajem dugotrajno niskih kamatnih stopa, što je

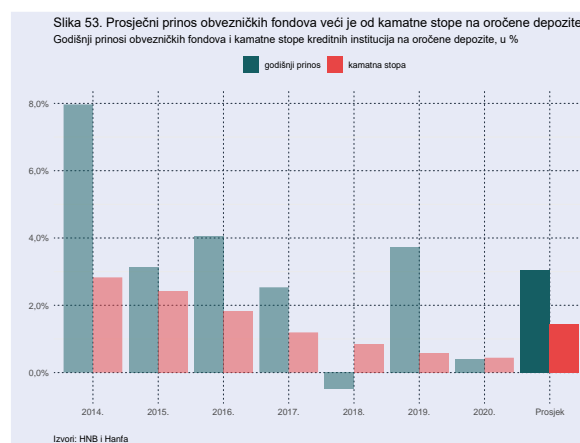
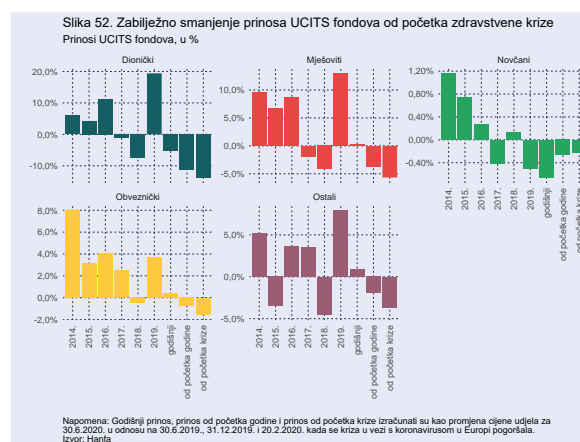
²² Više o metodologiji izračuna Indeksa investicijskog sentimenta i samom indeksu može se pronaći u Okviru 1. Indeks sentimenta za Hrvatsku: jesu li domaći investitori

iracionalni? u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 3.

intenziviralo potragu za prinosima. Eskalacijom globalne zdravstvene krize i posljedičnim korekcijama tržišnih cijena, pažnja je usmjerena na zadržavanje i očuvanje postojećih prinosa. Premda je profitabilnost gotovo svih pružatelja financijskih usluga, osim fondova, tijekom prvog tromjesečja 2020. ostala relativno stabilna, ona će uvelike ovisiti o daljnjem razvoju zdravstvene situacije te o jačini i duljini trajanja koronakrize. Stoga je izgledno da će zadržavanje trenutnih razina pokazatelja profitabilnosti u narednom razdoblju biti izazovno.

Smanjenje cijena udjela i negativni prinosi od početka zdravstvene krize²³ do kraja lipnja 2020. zabilježeni su kod svih kategorija fondova (slika 52.). S obzirom na strukturu ulaganja i materijalizirane tržišne rizike ponajprije u vidu značajnih korekcija cijena dionica, u tom su razdoblju najviše pali prinosi dioničkih fondova (-13,7 %) čime je u cijelosti poništen rast prinosa ostvaren u prošloj godini. Ipak, imajući u vidu i relativno visoke prinose u 2019., analiza prinosa na godišnjoj razini, u usporedbi s lipnjem 2019. otkriva kako su negativne prinose u jednogodišnjem razdoblju ostvarili samo dionički (-5,2 %) i novčani fondovi (-0,7 %), pri čemu je ta jednogodišnja korekcija kod dioničkih fondova još uvijek manja od one zabilježene 2018. koju su uzrokovala negativna kretanja na međunarodnim tržištima kapitala te kriza koncerna Agrokor. Premda su se prinosi i svih ostalih kategorija fondova smanjili i od početka godine i od početka zdravstvene krize, na godišnjoj su razini prinosi mješovitih, obvezničkih i ostalih fondova blago porasli, redom za 0,2 %, 0,4 % i 0,9 %. Stoga profitabilnost investicijskih fondova u trenutnim okolnostima i dalje nije značajnije ugrožena. Na domaćem tržištu ulaganje u investicijske fondove smatra se alternativom štednji pa se višak sredstava u dobrim vremenima u potrazi za višim povratima prelijeva s bankovnih depozita u investicijske fondove, poglavito u obvezničke, s obzirom na izraženu konzervativnost domaćih malih ulagatelja, dok je u kriznim razdobljima smjer obrnut. To je između ostalog doprinijelo značajnom padu neto imovine upravo obvezničkih fondova u ožujku 2020. godine. Međutim, unatoč zabilježenom padu imovine fondova tijekom prvog tromjesečja 2020. prosječan godišnji prinos

obvezničkih fondova u razdoblju od 2014. i dalje je viši od kamatne stope na oročene depozite, što djelomično kompenzira relativno višu volatilnost povrata na uložena sredstva udjelničara (slika 53.).



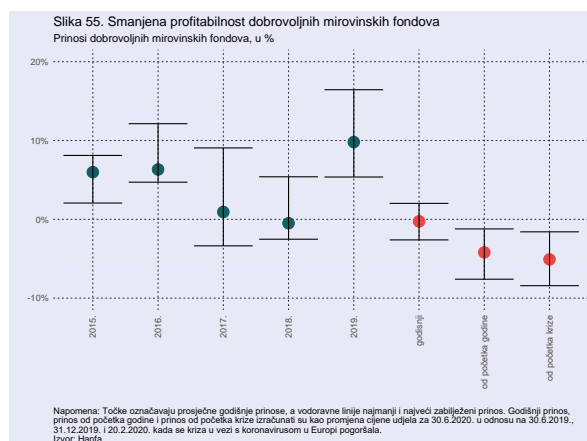
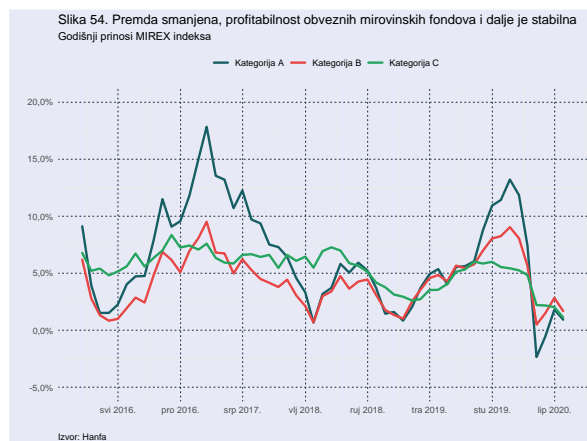
Tržišne nestabilnosti uzrokovane koronakrizom nisu značajnije narušile pokazatelje profitabilnosti mirovinskih fondova s obzirom na to da je njihov primarni cilj sigurnost ulaganja imovine članova uz osiguravanje pozitivnog dugoročnog prinosa. On se reflektira u njihovim strategijama ulaganja te visokoj koncentraciji relativno sigurnih oblika imovine. Turbulencije na dioničkim i obvezničkim tržištima tijekom ožujka, utjecale su na smanjenje cijena udjela svih kategorija obveznih mirovinskih fondova pri čemu je najveća korekcija zabilježena kod Mirex A indeksa²⁴ koji je krajem ožujka smanjen za 10,5 % u odnosu na kraj 2019., dok su u istom tromjesečnom razdoblju Mirex B, i Mirex C indeksi smanjeni za 5,0 % odnosno 1,2 %. Premda je spomenuto smanjenje bilo značajno, tijekom drugog tromjesečja je, zbog djelomičnog

²³ Za početak zdravstvene krize uzima se 20.2.2020. kada se kriza u vezi s koronavirusom u Europi pogoršala.

²⁴ Mirex označava relativnu mjeru uspješnosti poslovanja obveznih mirovinskih fondova, pri čemu se Mirex A odnosi na A

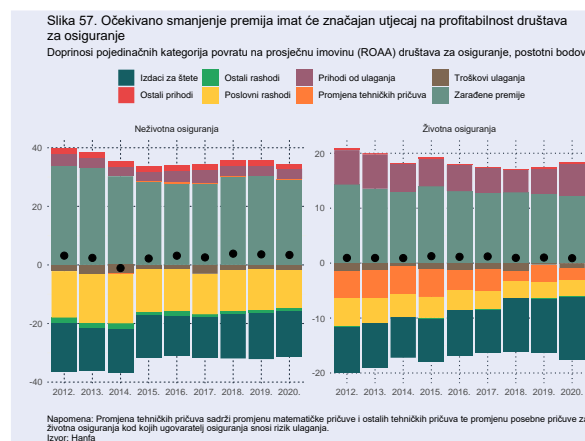
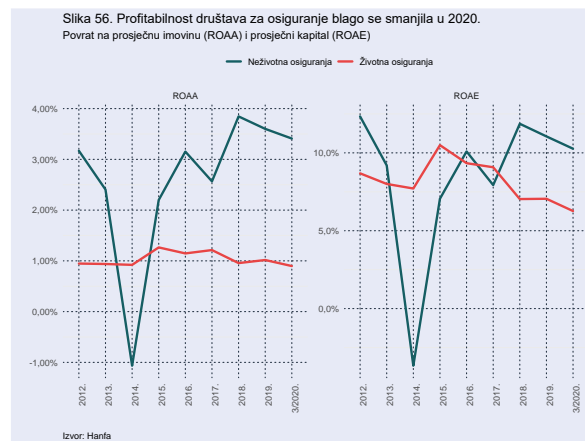
kategoriju fonda. Analogno se Mirex B i C odnose na B i C kategoriju.

oporavka cijena na dioničkim i obvezničkim tržištima, cijena udjela obveznih mirovinskih fondova svih kategorija porasla, pa su na godišnjoj razini na kraju lipnja 2020. ipak zabilježeni pozitivni prinosi od 0,9 %, 1,7 % i 1,1 % za obvezne mirovinske fondove kategorije A, B i C (slika 54.). Za razliku od obveznih, kod dobrovoljnih mirovinskih fondova je na kraju lipnja na godišnjoj razini zabilježen negativan godišnji prinos (-0,3 %), a cijena udjela je za 5,1 % niža u odnosu na razdoblje netom prije krize (Slika 55.).



Profitabilnost sektora osiguranja u prvom tromjesečju 2020. bila je relativno nezahvaćena negativnim tržišnim kretanjima (slika 56.), no utjecaj pandemije će zbog prirode poslovanja društava za osiguranje biti vidljiv s određenim pomakom, ovisno o jačini i duljini trajanja krize. Usporavanje gospodarskih aktivnosti te smanjenje primanja klijenata utjecat će na profitabilnost osiguravatelja ponajprije kroz smanjenje premija, a uslijed potencijalnog povećanja zahtjeva za prijevremeni raskid ugovora te posebice kroz pad novougovorene

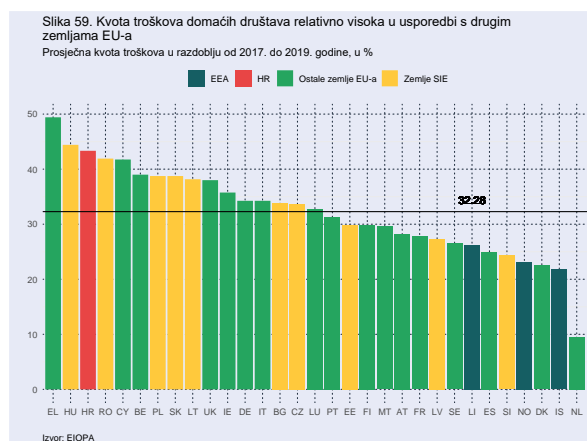
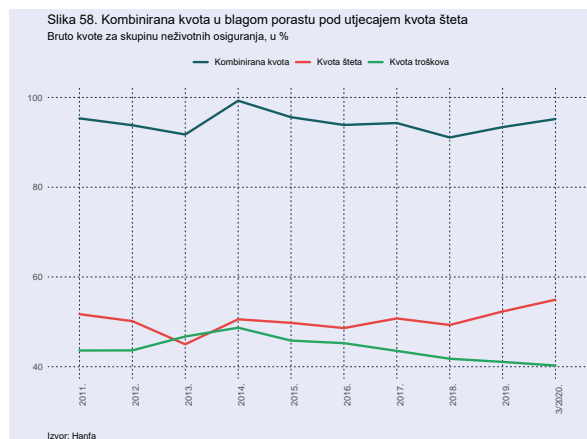
premije životnih osiguranja, što je već vidljivo u podacima za svibanj (slika 37.). Na pad novougovorene premije životnih osiguranja će uz smanjenje primanja klijenata, utjecati i otežano sklapanje predmetnih ugovora u okruženju ograničenog kretanja te smanjenja bankarskih aktivnosti.



Potencijalno povećanje odštetnih zahtjeva uslijed krize uzrokovane koronavirusom u određenim linijama poslovanja neživotnih osiguranja (npr. u kreditnom osiguranju i osiguranju jamstava, osiguranju finansijskih gubitaka) moglo bi jednim dijelom biti kompenzirano smanjenjem odštetnih zahtjeva u osiguranju motornih vozila. Povećanje odštetnih zahtjeva povezanih sa štetom koju je prouzročio potres u Zagrebu u ožujku ove godine ne bi trebalo značajnije ugroziti profitabilnost društava za osiguranje, s obzirom na relativno mali udio premije za osiguranje potresa u portfelju neživotnih osiguravatelja²⁵ te adekvatne reosigurateljne programe društava za osiguranje. Nastavno na kontinuirani pad profitabilnosti osiguravatelja u segmentu neživotnih osiguranja u

²⁵ Zračunata bruto premija osiguranja od potresa i osiguranja finansijskih gubitaka radi prekida rada zbog potresa u svibnju je iznosila 1,5 % ukupne premije neživotnih osiguranja.

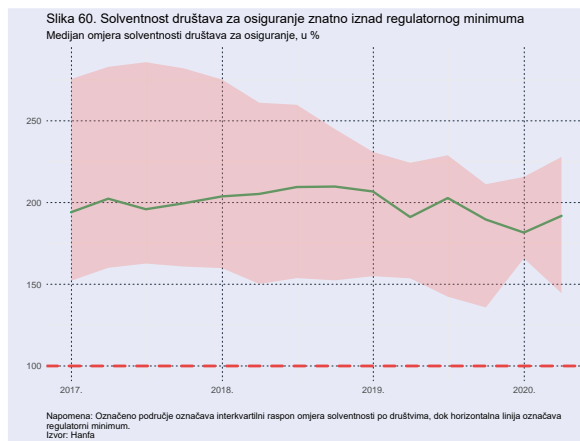
2019. generiran povećanjem izdataka za štete reflektiranim i kroz povećanje kvote šteta (slika 58.)²⁶, profitabilnost navedenog segmenta smanjila se i u prvom tromjesečju 2020. godine. Povećanje efikasnosti poslovanja vidljivo kroz smanjenje kvote troškova djelomično amortizira povećanje izdataka za štete, pri čemu je domaći segment neživotnih osiguranja i nadalje manje troškovno efikasan u usporedbi s tržištima drugih europskih zemalja (slika 59.).



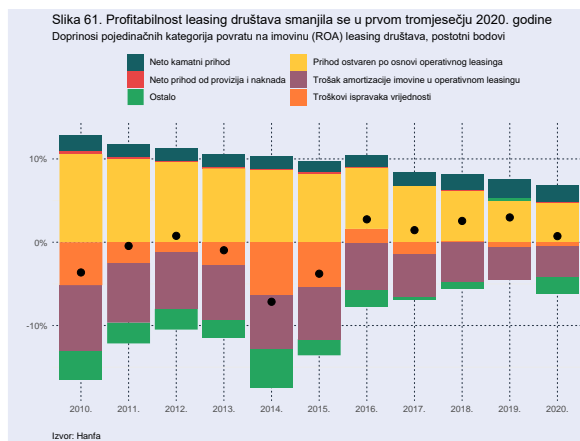
Generiranje adekvatnih prinosa na ulaganja društava za osiguranje, uvelike otežano prolongiranim razdobljem niskih kamatnih stopa, u trenutačnim će okolnostima biti dodatno otežano, posebice u segmentu životnih osiguranja s obzirom na njihove dugoročne obveze po policama s visokim garancijama sklopljenim u prošlosti.

²⁶ Kombinirana kvota je zbroj kvote šteta (omjer rashoda povezanih sa štetama i zarađene premije mjerodavnih za određeno razdoblje) i kvote troškova (omjer svih troškova poslovanja i zarađene premije mjerodavnih za određeno razdoblje).

²⁷ Regulatorni okvir Solventnost II definira dvije razine potrebnog kapitala: minimalni potrebni kapital (MCR) koji predstavlja najnižu dopuštenu razinu kapitala, te potrebni



Negativna kretanja u prvom tromjesečju 2020. nisu značajno utjecala na razinu kapitaliziranosti sektora osiguranja (slika 60.), ponajprije zbog njihove konzervativne ulagačke strukture koju karakterizira dominantno investiranje u domaće dužničke vrijednosne papire. I uz završetak primjene prijelaznih mjera za izračun kapitalnih zahtjeva za koncentracijski rizik te rizik raspona vezan uz državne obveznice izdane u stranoj valuti (povećanje pondera rizika za izračun kapitalnih zahtjeva s 50 % u godišnjem izračunu na 100 % u izračunu kapitalnih zahtjeva za prvo tromjesečje 2020.), razina kapitaliziranosti ostala je relativno stabilna uz medijalni omjer sektora znatno iznad regulatornog minimuma²⁷. Iako je izgledno pogoršanje pozicija solventnosti osiguravatelja u idućim mjesecima, visoka razina kapitaliziranosti sektora dostatna je za amortizaciju budućih negativnih kretanja.



solventni kapital (SCR) koji predstavlja onu razinu kapitala koja omogućuje društvu za osiguranje odnosno društvu za reosiguranje apsorpciju gotovo svih štetnih događaja i solventno poslovanje s obzirom na preuzete rizike. Društvo za osiguranje dužno je imati prihvatljiva vlastita sredstva za pokriće potrebnog solventnog i minimalnog kapitala, odnosno omjere prihvatljivih vlastitih sredstava u odnosu na SCR i MCR održavati iznad 100 %.

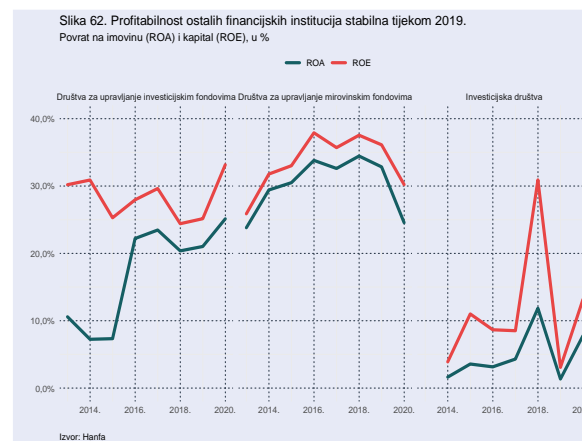
Krajem prvog tromjesečja 2020. zabilježena je niža razina profitabilnosti leasing društava (slika 61.) u odnosu na kraj 2019. godine. Posljedica je to deprecijacije tečaja kune prema euru (slika 47.) i ostvarenih gubitaka od tečajnih razlika s obzirom na komparativno veću izloženost pasive stranoj valuti (koja je uvjetovana relativno visokim udjelom obveza prema inozemnim kreditnim institucijama) od aktive²⁸. Očuvanje pretkrizne profitabilnosti leasing društava bit će veoma izazovno u nastavku godine. Najveći dio dobiti leasing društva ostvaruju po osnovi prihoda od operativnog leasinga, za koji je izgledno da će u ostatku godine biti značajno smanjen s obzirom na usporavanje gospodarstva. Smanjenje broja i vrijednosti novih leasing ugovora vidljivo je već krajem prvog tromjesečja 2020. godine.²⁹ Reducirana turistička aktivnost negativno će se odraziti na poslovanje *rent-a-car* tvrtki, koje financiraju vozila dominantno putem leasinga, a pod značajnim pritiskom su i putnički prijevoznici pa su prihodi od naplate rata/obroka umanjeni. Upravo s ciljem olakšavanja servisiranja obveza primateljima leasinga koji su značajno pogođeni koronakrizom, Hanfa je krajem ožujka i sredinom svibnja izdala preporuke leasing društvima o odobravanju moratorija na otplate rata/obroka. Prema spomenutim preporukama, leasing društva neće poduzimati mjere prisilne naplate prema primateljima leasinga čije je poslovanje već pogođeno ili će biti pogođeno krizom³⁰ (više u poglavlju 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti). Istodobno, leasing društva neće biti obvezna formirati ispravke vrijednosti potraživanja po sklopljenim ugovorima s jednim dijelom primatelja leasinga do kraja ožujka 2021. Profitabilnost leasing društava bi se pored već realiziranih kanala smanjenih novih poslova i otplate postojećih ugovora, mogla naći pod dodatnim pritiskom u slučaju povrata objekata leasinga (dominantno vozila).

Kod ostalih pružatelja financijskih usluga tj. investicijskih društava te društava za upravljanje investicijskim odnosno mirovinskim fondovima, pokazatelji profitabilnosti krajem 2019. bili su stabilni (slika 62.). Tako su tijekom 2019. društva

²⁸ Krajem 2019. 76 % obveza i kapitala bilo je u euru ili vezano uz euro u odnosu na 61 % imovine.

²⁹ Tijekom prvog tromjesečja 2020. sklopljeno je čak 16 % manje novih ugovora vezanih uz financijski i operativni leasing u odnosu na prvo tromjesečje 2019., dok je vrijednost tih

za upravljanje investicijskim fondovima zbog većih prihoda od naknada za upravljanje ostvarila porast dobiti prije poreza (za 15 % u odnosu na 2018.), što je uz zabilježeno smanjenje imovine i kapitala dodatno poboljšalo pokazatelje profitabilnosti. Rast profitabilnosti ostvarila su i investicijska društva, dok su istodobno pokazatelji profitabilnosti društava za upravljanje mirovinskim fondovima, premda nešto smanjeni zbog povećanih ostalih troškova od upravljanja fondovima, na kraju 2019. i dalje bili razmjerno stabilni. S obzirom na dinamično razdoblje u kojem je zabilježeno snažno smanjenje neto imovine UCITS fondova (više u poglavlju 3.1. Ključna kretanja), profitabilnost društava za upravljanje investicijskim fondovima tijekom ove godine primarno će ovisiti o vrijednosti imovine pod upravljanjem, za što će od presudnog značaja biti stabiliziranje makroekonomskih uvjeta i eventualni oporavak sentimenta investitora. Isti će čimbenici, pored već spomenute vrijednosti imovine, determinirati i obujam investicijskih aktivnosti, a time i profitabilnost investicijskih društava (više u poglavlju 3.3. Tržišni rizici).



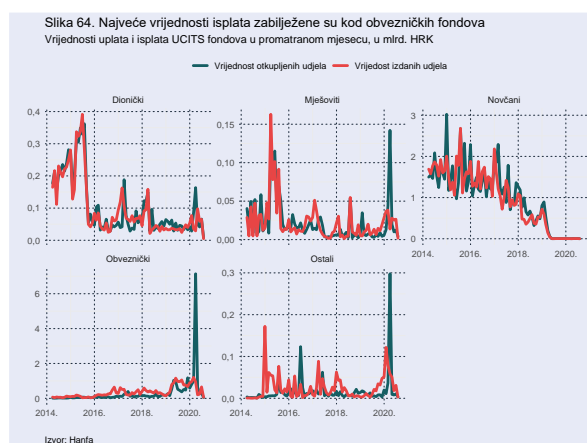
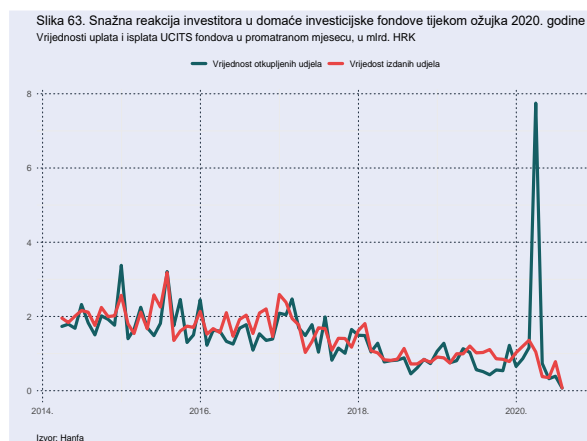
3.5. Rizik likvidnosti

Važnost kontinuiranog praćenja i ocjene rizika likvidnosti investicijskih fondova najbolje je ilustrirana recentnim događajima, kada je rastuća neizvjesnost oko utjecaja koronakrize na cjelokupan ekonomski sustav rezultirala

ugovora bila za 17 % manja u odnosu na one sklopljene u istom razdoblju prethodne godine.

³⁰ Mjere se odnose na klijente koji su uredno podmirivali obveze i kojima je na temelju jasno određenih kriterija utvrđena nemogućnost daljnjeg plaćanja obveza te koji tri mjeseca uzastopno počevši od travnja 2020. ne podmiruju tri rate/obroka.

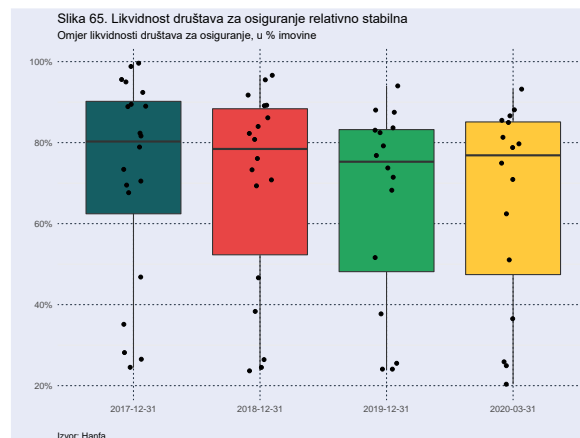
pojačanim oprezom konzervativnih ulagatelja. Tako su domaći investitori u investicijske fondove snažno reagirali na eksterni šok uzrokovan negativnim razvojem epidemiološke situacije te su u razdoblju od 11. ožujka, kada je Svjetska zdravstvena organizacija proglasila globalnu pandemiju do kraja ožujka povukli 7 mlrd. kuna, odnosno 30,5 % neto vrijednosti UCITS fondova na dan 10. ožujka (slike 24., 25. i 63.). Najveći efekt spomenutog izlaska investitora iz UCITS fondova u apsolutnim, ali i u relativnim terminima opažen je u segmentu obvezničkih fondova, a nešto manjim dijelom kod dioničkih i mješovitih fondova (slika 64.). Time su relativno konzervativni investitori u UCITS fondove, koje najvećim dijelom čine fizičke osobe, privremeno stvorili pritisak na domaće obvezničko tržište. Međutim, intervencijama centralne banke spomenuti pritisak je smanjen i tržište je vrlo brzo stabilizirano (više u poglavlju 3.3. Tržišni rizici).



Nakon sistemski značajne epizode otkupa udjela investicijskih fondova u početnoj fazi prvog vala epidemije, tijekom drugog tromjesečja situacija je stabilizirana, pri čemu je tijekom svibnja i lipnja

zabilježen oporavak zbog novih ulazaka, ali i zbog povoljnije situacije na tržištu, koja se pozitivno odrazila na vrijednost imovine u koju fondovi ulažu. Pritom valja naglasiti kako je početna visoka razina likvidnosti uz pravovremenu intervenciju centralne banke bila ključan preduvjet za brzu stabilizaciju i povratak povjerenja investitora. Važnost i značaj praćenja i djelovanja u smjeru ograničavanja rizika likvidnosti i s njime povezane financijske poluge investicijskih fondova posljednjih je godina u fokusu međunarodnih regulatora³¹ kako taj oblik rizika ne bi poprimio sistemski karakter, zbog čega su tijekom 2020. planirana provođenja ispitivanja otpornosti fondovske industrije u EU-u na poremećaje u segmentu korporativnog obvezničkog tržišta te nekretninskog tržišta. Premda domaći investicijski fondovi nisu značajno izloženi spomenutim tržištima, Hanfa kontinuirano prati pokazatelje likvidnosti tog dijela financijskog sustava.

Iako je likvidnost osigurateljnog sektora tijekom posljednjih godina na zadovoljavajućim razinama (slika 65.), pri čemu je medijalni udio likvidne u ukupnoj imovini društava za osiguranje u prvom tromjesečju 2020. čak blago porastao (sa 75,3 % na kraju 2019. na 76,9 % u prvom tromjesečju 2020.), visok stupanj rasipanja distribucije pokazatelja likvidnosti po pojedinim društvima sugerira da bi likvidnost pojedinih društava uslijed negativnih kretanja uzrokovanih koronakrizom mogla biti ugrožena.



Očekivano smanjenje priljeva sredstava kroz pad novougovorene premije i potencijalno povećanje prijevremenih raskida ugovora te obveza u pojedinim linijama poslovanja, povećat će pritisak

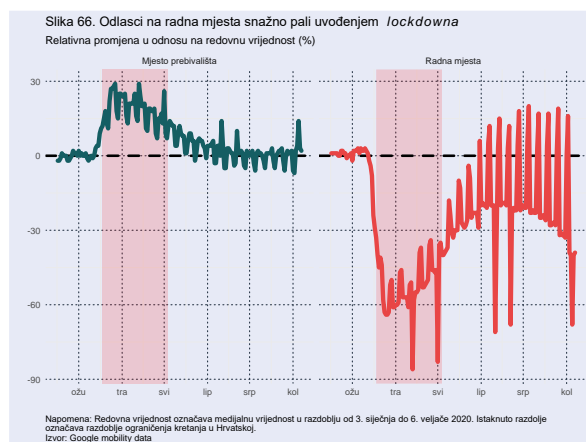
³¹ Vidjeti Preporuku Europskog odbora za sistemske rizike o likvidnosnim rizicima i rizicima financijske poluge u investicijskim fondovima dostupnu na adresi:

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation180214_ESRB_2017_6_hr.pdf

na likvidnost cijelog osigurateljnog sektora. Ako uslijed nestabilnih tržišnih uvjeta dođe do značajnijeg pada vrijednosti ulaganja osiguravatelja, uz potencijalno istodobno smanjenje njihove utrživosti, društva za osiguranje mogla bi pretrpjeti dodatne gubitke ako budu primorana prodavati nelikvidna ulaganja kako bi mogla pravovremeno ispunjavati svoje obveze prema klijentima.

3.6. Operativni rizici

Mjere zaključavanja ekonomije uvedene sredinom ožujka 2020. proizvele su strukturnu promjenu u načinu na koji poduzeća, uključujući financijske institucije, svakodnevno posluju. Djelatnosti čije poslovanje ovisi o interakciji s klijentima prisilno su zatvorene, dok su ostale djelatnosti morale prilagoditi poslovne procese novonastalim okolnostima. S uvođenjem mjera socijalnog distanciranja i limitiranja mobilnosti snažno su smanjeni odlasci zaposlenika na radna mjesta, koji su se tek djelomično oporavili nakon relaksacije epidemioloških mjera u svibnju (slika 66.).



Financijske usluge dio su djelatnosti koje su bile u mogućnosti nastaviti s poslovanjem, uz adekvatne prilagodbe poslovnog procesa. Kako bi se

osigurao kontinuitet poslovanja, financijske institucije morale su u relativno kratkom razdoblju prilagoditi svoje operativne procese i izmijeniti pristup interakciji s klijentima. Hanfa je kao regulator i sama prilagodila svoje poslovanje novonastalim okolnostima te je poduzela brojne radnje kako bi isto omogućila i svim subjektima nadzora (više o poduzetim mjerama u poglavlju 4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti i na internetskim stranicama Hanfe³²). Zahvaljujući kolektivnim naporima regulatora, subjekata nadzora, ali i svih sudionika financijskih tržišta, nesmetano funkcioniranje financijskog sustava nije dovedeno u pitanje.

Zamjena uredskog prostora dnevnim boravkom i prebacivanje poslovanja u digitalnu sferu, pomogli su u sprječavanju širenja koronavirusa, no istovremeno su izložili poslovanje financijskih institucija kibernetičkim virusima i potencijalnim neželjenim napadima. No, unatoč ubrzanju digitalizaciji procesa i porastu izloženosti kibernetičkim rizicima, u protekla dva tromjesečja nisu zabilježeni sistemski događaji ugroze operativnog poslovanja financijskog sustava.

Iako je u svjetlu recentnih kretanja pao u drugi plan, Brexit je i dalje značajan potencijalni izvor operativnog rizika za financijski sustav EU-a, posebice u slučaju izostanka dogovora između Europske unije i Velike Britanije.

Digitalne infrastrukture na razini sustava pokazale su se robusnima na vanjske napade, a istovremeno fleksibilne i sposobne da očuvaju neometanost poslovanja sustava u okolnostima iznenadnih i značajnih poremećaja. To će samo ubrzati daljnji tehnološki napredak i digitalizaciju sustava, prvenstveno u segmentu *fintech* usluga. S kontinuiranim razvojem tehnologije raste i značaj operativnih rizika kroz rastuću izloženost kibernetičkom riziku, gdje je važno osigurati da su koristi tehnološkog napretka veće od preuzetih rizika.

³² <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/covid-19/>

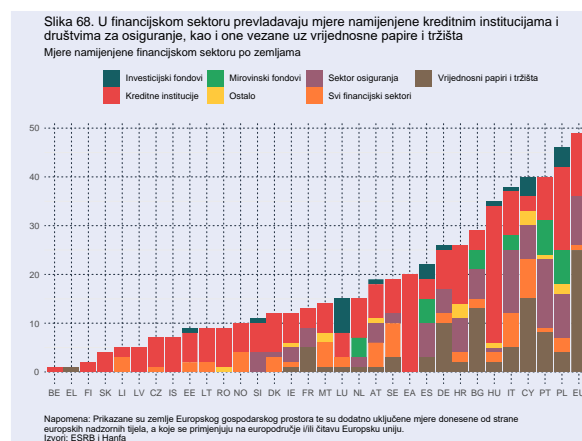
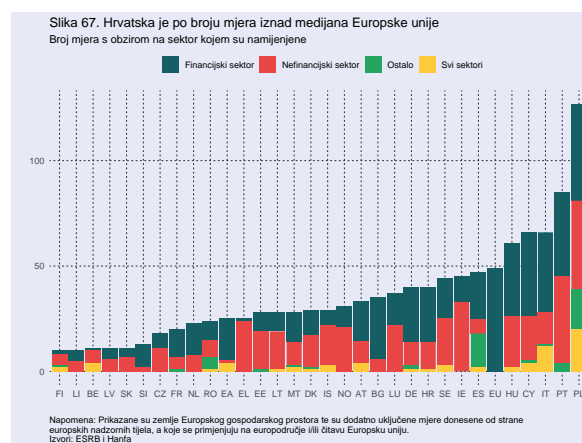
4. Mjere donesene s ciljem očuvanja financijske stabilnosti

Pojava koronavirusa i njegovo ubrzano širenje iz Kine na ostatak azijskog kontinenta, a potom i na ostatak svijeta posebno su naglasili značaj nositelja ekonomske politike i njihova koordiniranog djelovanja, kao i važnost suradnje s međunarodnim tijelima. Naime, eskalacijom pandemije tog virusa u Europi postalo je jasno kako će rezultat epidemioloških mjera vlada i javnih institucija, kojima su potpuno zaustavljeni pojedini segmenti gospodarstva s ciljem obuzdavanja virusa, biti znatno smanjenje ekonomske aktivnosti. Kako bi sustav što bolje apsorbirao spomenute neizvjesnosti te kako bi se prigušili učinci materijaliziranog sistemskog rizika, države i regulatori donijeli su čitav niz mjera. Na razini EU-a, ESRB je već s početkom zdravstvene krize inicirao prikupljanje podataka o poduzetim mjerama koje su donijele zemlje članice EU27, Island, Lihtenštajn i Norveška. Posebno su pridodane i mjere europskih nadzornih tijela, prije svega EIOPA-e, koje se primjenjuju na europodručje i/ili čitavu Europsku uniju.

Analiza svih trenutno objavljenih mjera³³ otkriva kako je polovina svih mjera povezana s financijskim sektorom (slika 67.). S obzirom na veliki potencijal učinka na financijsku stabilnost, oba segmenta tog sektora, i kreditne institucije i sektor financijskih usluga, podjednako su zastupljena u broju donesenih mjera. Detaljnija segmentacija otkriva kako se najveći dio mjera sektora financijskih usluga odnosi na one namijenjene društvima za osiguranje, te mjere povezane s trgovanjem vrijednosnim papirima i regulacijom tržišta³⁴ (slika 68.).

S obzirom na karakter dominiraju odgode plaćanja i fiskalne mjere sa značajem za financijsku stabilnost te mjere mikroprudencijalnog karaktera, koje ukupno čine oko dvije trećine svih mjera (slika 69.). Pored primarnog cilja očuvanja stabilnosti poslovanja, mjerama namijenjenima subjektima nadzora

nastojalo se olakšati njihovo poslovanje u uvjetima potencijalno povišenog operativnog rizika (vidi poglavlje 3.6. Operativni rizici). Stoga je najveći dio mikroprudencijalnih mjera povezan s izmjenama kod izvještajnih zahtjeva (oko 10 % od ukupnog broja svih mjera). U kategoriji odgoda plaćanja i fiskalnih mjera sa značajem za financijsku stabilnost najzastupljenije su mjere izravnih potpora koje također čine oko 10 % ukupnog broja svih mjera.



Diferencijacija mjera po zemljama otkriva kako su najaktivnije zemlje prema broju izglasanih i prijavljenih mjera Poljska i Portugal, dok se na drugom kraju distribucije nalaze Finska i

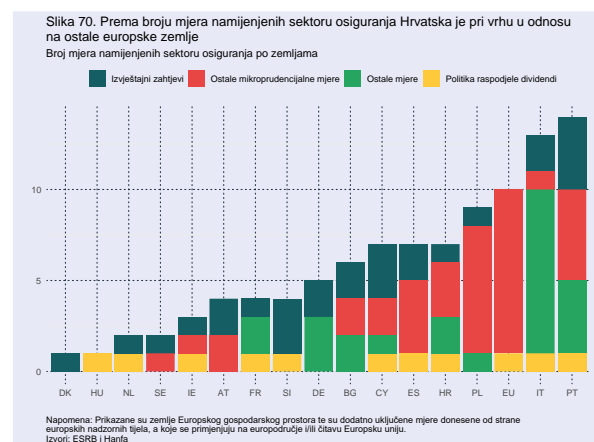
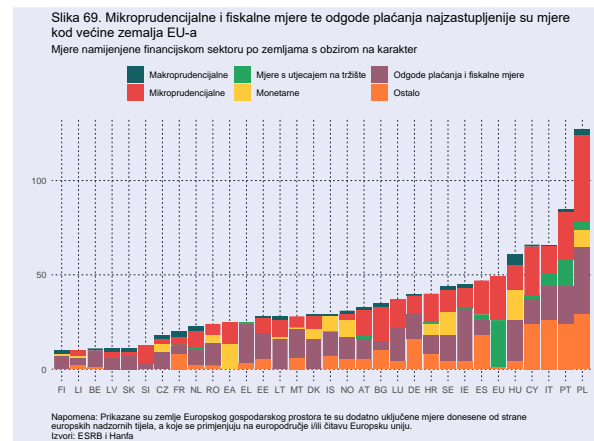
³³ Analizirane su mjere objavljene na dan 30.6.2020. godine. Većina mjera javno je objavljena i dostupna na ovoj adresi: <https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/index.en.html>

³⁴ Na društva za osiguranje odnosi se 17 % od ukupnog broja mjera namijenjenih financijskom sektoru, a na vrijednosne papire i tržišta kapitala 18 %.

Lihtenštajn. Hrvatska se, s četrdeset donesenih mjera, nalazi u gornjem dijelu distribucije i pripada skupini zemalja čiji je broj mjera iznad medijalne i prosječne vrijednosti EU-a.³⁵

Detaljnija analiza mjera za društva za osiguranje pokazuje kako su nacionalni regulatori promptno reagirali odgovarajućim mjerama povezanim sa sektorom osiguranja na krizu uzrokovanu pandemijom COVID-19 jer su prve mjere za društva donesene čak i prije strogih epidemioloških mjera, već u prvoj polovini ožujka. Skup mjera namijenjenih sektoru osiguranja kontinuirano je nadopunjavan. Pored mjera povezanih s izvještajnim zahtjevima i raspodjelom dividendi, za sektor osiguranja donesene su i ostale mjere makroprudencijalnog karaktera, koje su uključivale mjere za likvidnost, određena očekivanja u pogledu nadzora društava, uspostavljanje tjednih telekonferencija s društvima za osiguranje itd. Ipak, nesigurno okružje glavni je razlog što većina mjera nema jasno definiran završetak primjene pa je tek za 16 % od ukupnog broja mjera usmjerenih na sektor osiguranja taj datum jasno definiran. Hrvatska je jedna od devet zemalja EU-a koja je donijela mjere povezane i s relaksacijom izvještajnih zahtjeva i s isplatom dividendi, a prema ukupnom broju mjera za taj sektor pri samom je vrhu (slika 70.). Osim primarnog cilja očuvanja financijske stabilnosti, svrha mjera namijenjenih društvima za osiguranje u Hrvatskoj bila je olakšati i osigurati poslovanje uz istodobnu zaštitu interesa i prava korisnika usluga osiguranja te očuvanje javnog interesa. Od svih mjera posebno valja istaknuti zabranu isplate dividendi društvima za osiguranje³⁶, donesenu s ciljem osiguranja stabilnosti poslovanja društava te pružanja dodatne potpore likvidnosti. Krajem svibnja ESRB je donio Preporuku o ograničenju raspodjele tijekom pandemije COVID-19³⁷, u kojoj se društvima za osiguranje i reosiguranje, investicijskim društvima, kreditnim institucijama i središnjim drugim ugovornim stranama preporučuje suzdržavanje od isplate dividende ili neopozive obveze na isplatu dividende, otkupa redovnih dionica i isplate varijabilnih primitaka

osobama koje preuzimaju značajni rizik barem do početka 2021. godine.



Slično kao i kod društava za osiguranje, najveći broj mjera povezan s investicijskim i mirovinskim fondovima na razini EU-a odnosi se na promjenu izvještajnih zahtjeva, čak 39 % ukupnog broja mjera povezanih s fondovima, a što je relaksirano i u pogledu domaćih fondova. Pored već spomenutih promjena izvještajnih zahtjeva, nacionalni regulatori služili su se i drugim mjerama povezanim s vrijednosnicama, tržištima i infrastrukturom: javnim objavama i kratkim zabranama prodaje na tržištima vrijednosnica kako bi umirili i stabilizirali tržišta. Hrvatska je po broju mjera usmjerenih na vrijednosne papire, tržišta i infrastrukturu na razini prosjeka zemalja EU-a. Uz toleriranje obrazloženog i opravdanog kašnjenja s objavom izvještaja, Hanfa je u svrhu olakšavanja novonastale situacije te smanjenja njihovih troškova poslovanja, donijela odluku

³⁵ Medijan je 29, a prosječan broj mjera u EU-u iznosi 36.

³⁶ <https://www.hanfa.hr/vijesti/upravno-vije%C4%87e-hanfe-zabranilo-isplatu-dividendi-osiguravaju%C4%87im-dru%C5%A1tvima-te-osiguralo-zadr%C5%BEavanje-dobiti-u-hrvatskoj/>

³⁷ Preporuka je dostupna na adresi: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation200608_on_restriction_of_distributions_during_the_COVID-19_pandemic_2-f4cdad4ec1.hr.pdf

kojom se izdavatelji oslobađaju plaćanja naknade za cijelu 2020.³⁸, čime je izdavateljima uštedeno oko 4 mil. kuna.

Među donesenim mjerama i preporukama za poduzimanje aktivnosti radi ublažavanja negativnih posljedica na stabilnost poslovanja i zaštitu korisnika usluga leasinga, valja istaknuti i Hanfinu preporuku leasing društvima o nepoduzimanju mjera prisilne naplate prema do tada urednim korisnicima leasinga te o pružanju mogućnosti ugovaranja moratorija na razdoblje duže od tri mjeseca³⁹. Do 26. lipnja 2020. leasing društva odobrila su reprograme za 78,1% ugovora za koje su oni zatraženi (18,7% aktivnih ugovora), ukupne vrijednosti 5,45 mlrd. kuna.

Razmjena iskustava među državama članicama, kao i donošenje mjera na razini EU-a pokazali su se kao dobra praksa pa je u tijeku produbljivanje i proširenje postojeće suradnje i analize. Naime, ESRB je objavio Preporuku ESRB/2020/8⁴⁰, koja opisuje očekivano postupanje nacionalnih makroprudencijalnih tijela i ostalih institucija u idućem razdoblju u suzbijanju i ublažavanju ekonomskih posljedica zdravstvene krize.

Preporuka je podijeljena u dva dijela: dio A, koji propisuje konceptualni okvir za praćenje utjecaja mjera na stabilnost financijskih sustava od strane nacionalnih makroprudencijalnih tijela, te dio B, u kojem se propisuju detaljni obrasci za izvještavanje ESRB-a o poduzetim mjerama s posebnim naglaskom na međusektorske i prekogranične utjecaje. U posljednjoj fazi planirana je elaboracija analitičkog okvira te analiza utjecaja ukidanja tih mjera na stabilnost financijskih sustava kako bi se te analize integrirale u izvještaje ESRB-a. Hanfa, kao jedan od nositelja makroprudencijalne politike, postupa u skladu sa spomenutom preporukom ESRB-a intenzivno prateći učinke mjera na stabilnost financijskog sustava i surađujući s ostalim regulatornim tijelima u Republici Hrvatskoj.

Osim u okviru međunarodne suradnje s internacionalnim tijelima, Hanfa će i u narednom razdoblju, kao i dosad, nastaviti djelovati s ciljem održavanja kontinuiteta poslovanja institucija na tržištu financijskih usluga, osiguravanja i olakšavanja poslovanja sveukupnog gospodarstva te zaštite interesa korisnika financijskih usluga.

³⁸ <https://www.hanfa.hr/media/4575/1-odluka-o-osloba%C4%91anju-pla%C4%87anja-dijela-naknade-za-izdavatelje.pdf>

³⁹ <https://www.hanfa.hr/vijesti/hanfa-izdala-dodatne-preporuke-leasing-dru%C5%A1tvima-u-cilju-olak%C5%A1anja-otplate-leasinga/>

⁴⁰ Riječ je o Preporuci *Recommendation of the European Systemic Risk Board on monitoring the financial stability implications of debt moratoria, and public guarantee schemes and*

other measures of a fiscal nature taken to protect the real economy in response to the COVID-19 pandemic (ESRB/2020/8) dostupno na adresi: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation200608_on_monitoring_financial_implications_of_fiscal_support_measures_in_response_to_the_COVID_19_pandemic_3-c745d54b59.en.pdf?35a81a46f32f9b8d233f3c3d59812675.

Okvir 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga

Testiranje otpornosti na stres kao makroprudencijalni alat regulatora

Sistemska rizik je 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. Prema svojoj prirodi on se sastoji od ciklične i strukturne dimenzije. Analiza ciklične dimenzije sistemskog rizika postiže se redovitim praćenjem indikatora koji se po potrebi mogu sublimirati u matricu rizika (engl. *risk dashboard*), koji ukazuju na trenutnu fazu makroekonomskog i financijskog ciklusa. Analiza strukturne dimenzije sistemskog rizika fokusira se na pokazatelje strukturnih karakteristika sustava kao što su unutarnja i vanjska međupovezanost s ostalim gospodarskim sektorima ili zalihe likvidnosti, profitabilnosti i solventnosti koje određuju kapacitete sustava za apsorpciju sistemskog događaja. Jedan od alata koji se često koristi za detaljniju analizu strukturne dimenzije sistemskog rizika jest testiranje otpornosti na stres (engl. *stress test*).

Testiranje otpornosti na stres zajednički je naziv širokog skupa analitičkih pristupa, okvira i modela koji regulatoru i široj javnosti pruža *ex ante* uvid u otpornost sustava u okolnostima materijalizacije malo vjerojatnog, ali mogućeg scenarija. Pravovremena detekcija slabosti u sustavu iznimno je važna za učinkovito provođenje makroprudencijalne politike jer omogućuje regulatoru da u okviru svojih ovlasti ojača segmente sustava koji se ocjenjuju ranjivima s ciljem adresiranja rizika prije nego što se manifestiraju, ali i ublažavanja mogućih negativnih posljedica u scenariju materijalizacije sistemskog rizika. Takva je analiza izazovna u realnom vremenu zbog cikličke naravi financijskog ciklusa gdje se u prosperitetnim vremenima većina ekonomskih subjekata doima stabilnijima u odnosu na objektivno stanje stvari. Taj jaz između percepcije i realnog stanja prisutan je i u kriznim razdobljima kada negativna percepcija otežava i prolongira oporavak sustava. Stoga je testiranje

otpornosti na stres iznimno važan komunikacijski alat regulatora, putem kojeg se ukazuje na realno stanje sustava izvan trenutnog konteksta i očekivanja ekonomskih agenata.

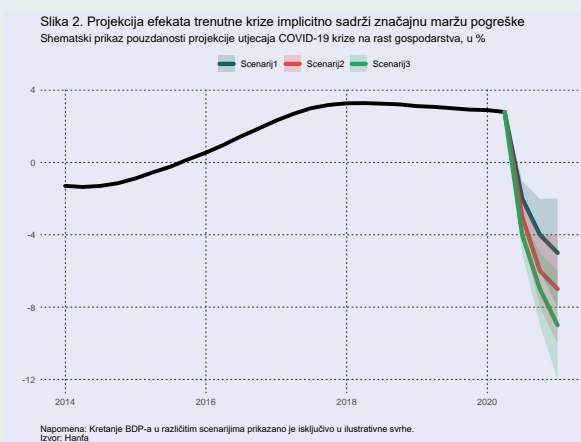
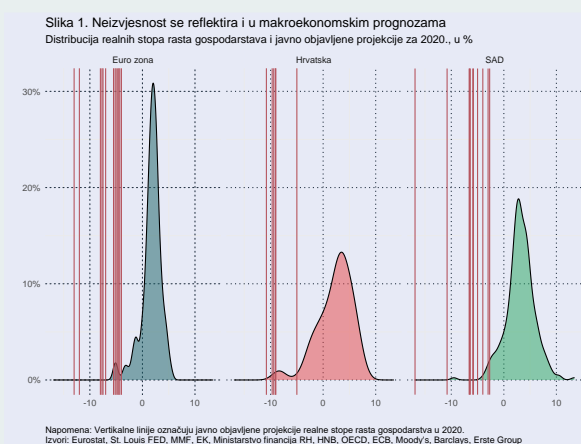
Testiranje otpornosti na stres u okolnostima koronakrize

Epidemija koronavirusa primjer je vanjskog šoka koji se javlja iznenada, ima golem utjecaj na globalno gospodarstvo i dovodi u pitanje određena ekonomska poimanja, tzv. *crnog labuda*⁴¹. Upravo zbog svoje jedinstvenosti i nepredvidljivosti, ali i nezapamćenih reakcija nositelja ekonomskih politika koje su uslijedile, taj šok rezultirao je povijesno visokim razinama neizvjesnosti koje se ogledavaju i u makroekonomskim prognozama gospodarske aktivnosti u narednom razdoblju (slika 1.). Tako se javno dostupne projekcije rasta gospodarstva SAD-a u 2020. kreću u rasponu od -2,7% do -16,9%, dok se u slučaju europodručja projekcije kreću u rasponu od -4% do -19%. Trenutno dostupne projekcije rasta hrvatskog gospodarstva kreću se u rasponu od -5% do -10,8% na razini godine, pri čemu će ostvarenja domaćeg gospodarstva, osim o kretanjima na tržištu rada i u korporativnom sektoru te efikasnosti državnih mjera potpore gospodarstvu (više u poglavlju 2. Makroekonomski pregled), uvelike ovisiti i o ostvarenjima u SAD-u i europodručju.

Dva su ključna razloga za široki raspon makroekonomskih projekcija ostvarenja gospodarske aktivnosti u 2020. godini. Prvi faktor nepouzdanosti prisutnost je zdravstvene ugroze od koronavirusa, s obzirom na to da će razvoj epidemiološke situacije u nastavku godine odrediti brzinu i trajanje gospodarskog oporavka. Zbog toga većina institucija svoje projekcije temelji na nekoliko scenarija (slika 2.). Drugi neizbježan faktor proizlazi iz samog metodološkog pristupa. S obzirom na jedinstvenost koronakrize, u kojoj je veći dio globalnog gospodarstva inicijalno zaustavljen na određeno vrijeme, a potom ekonomskim mjerama

⁴¹ Teoriju crnog labuda nakon globalne financijske krize popularizirao je američki pisac Nassim Nicolas Taleb u knjizi *The Black Swan*.

potpore djelomično ponovno pokrenut, klasični modeli i pristupi projiciranju makroekonomskih trendova dovedeni su u pitanje. Izvjesno je da će se stopa privredne aktivnosti u 2020. kako u Hrvatskoj, tako i u ostalim zemljama, nalaziti na negativnom, lijevom repu distribucije, tj. u području ekstremnih događaja koji se koriste za kalibraciju scenarija u uvjetima stresa. Stoga u trenutnim okolnostima metodološki pristup koji se koristi za testiranje otpornosti na stres može ponuditi uvid u razvoj makroekonomske situacije i posljedične efekte na poslovanje sektora financijskih usluga u nastavku godine.



Sektor kućanstava najznačajniji je udjelničar sektora financijskih usluga (slika 3 u poglavlju 3.2. Strukturni rizici), što dodatno naglašava značaj potrošačkog sentimenta za efektivno funkcioniranje sektora. Stoga je za očuvanje financijske stabilnosti izuzetno važna pravovremena i transparentna komunikacija regulatora povezana s otpornosti sustava kako bi se potencijalno spriječila moguća panična

reakcija u slučaju nastupa dodatnog poremećaja na tržištima.

U nastavku je opisan konceptualno-metodološki okvir i prikazani su rezultati provedene vježbe mogućeg utjecaja koji bi koronakriza mogla imati na sektor financijskih usluga do kraja 2020. godine. Ta simulacija u svom metodološkom dijelu poprima obilježja testiranja otpornosti na stres, dok u dijelu kreiranja scenarija uz stresno-simulacijska ima i određena obilježja makroekonomske projekcije, s obzirom na to da nastoji uz realistične pretpostavke o epidemiološkoj situaciji u ostatku godine procijeniti kretanje makroekonomskih i financijskih indikatora. Konačni scenariji rezultat su međudjelovanja širokog skupa varijabli i institucionalnih sektora, pri čemu su u rasponu potencijalnih ostvarenja nerijetko odabrani relativno nepovoljniji ishodi s obzirom na to da se u trenutnim iznimnim i neizvjesnim uvjetima mogu lako promijeniti iz ekstremno-stresnih u centralno-projekcijske veličine.

Metodološki pristup i opis scenarija

Pristup korišten u simulaciji preslikava metodologiju koja se koristi u makroekonomskom (tzv. *top-down*) testiranju otpornosti na stres u kojoj se makroekonomski scenariji kreiraju i kalibriraju na temelju makroekonomskih modela i relacija što osigurava internu konzistentnost simuliranih scenarija koji se potom direktno ili indirektno prelijevaju na subjekte nadzora. Fokus je vježbe ocjena stabilnosti sustava pa se rezultati simulacije ne mogu direktno transponirati na utvrđivanje stabilnosti pojedinog subjekta s obzirom na to da su pojedine idiosinkratske specifičnosti subjekata tim pristupom ipak zanemarene.

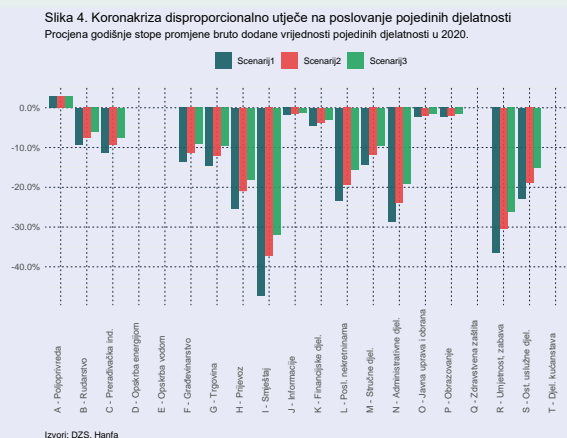
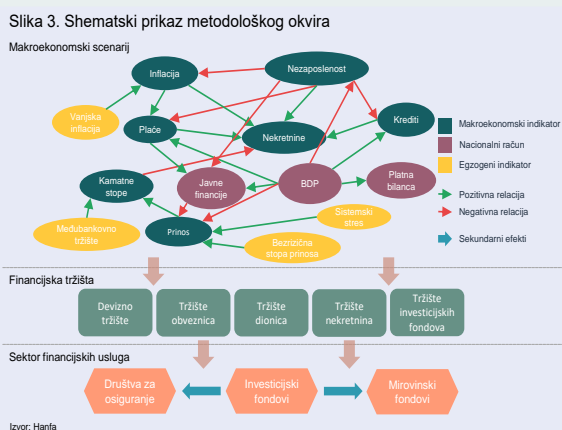
S obzirom na povijesno visoku razinu neizvjesnosti, odabran je relativno kratak šestomjesečni simulacijski horizont (kraj 2020. godine), uz pretpostavku statične bilance (moguće reakcije subjekata nadzora na simulirana makroekonomska i financijska kretanja zanemarene su). U vježbi su korišteni posljednji dostupni podaci o strukturi imovine društava⁴² te informacije o epidemiološkoj i ekonomskoj situaciji koje su dostupne zaključno s krajem

⁴² Posljednji dostupni podaci o strukturi ulaganja društava za osiguranje odnose se na kraj ožujka 2020., dok se u slučaju

mirovinskih i investicijskih fondova radi o podacima na kraju lipnja 2020. godine.

lipnja 2020. godine. Simulirana su tri scenarija, koja se razlikuju ovisno o brzini oporavka gospodarstva u drugoj polovini godine. U simulaciju su uključeni veličinom najistaknutiji sektori mirovinskih i investicijskih fondova⁴³ te društva za osiguranje, koji su na kraju ožujka 2020. zajedno činili 87,7 % ukupnog sektora financijskih usluga.

Metodološki pristup sastoji se od tri ključna koraka: 1) izrade konzistentnog makroekonomskog scenarija, 2) procjene utjecaja scenarija na kretanja na financijskim tržištima i 3) prelijevanja efekata na pojedinačne bilance subjekata u sektoru financijskih usluga korištenjem detaljnih podataka o izloženostima (slika 3.).



Kalibracija makroekonomskog scenarija oslanja se na kombinaciju modelski procijenjenih relacija (procijenjene veze između makroekonomskih varijabli shematski su prikazane na Slici 3.) i

ekspertne procjene kretanja pojedinih indikatora. Najvažnija je makroekonomska varijabla bruto domaći proizvod, o čijem kretanju direktno ili indirektno ovise ostali moduli u simulaciji. Procjeni kretanja domaćeg BDP-a u 2020. pristupilo se korištenjem *bottom-up* pristupa pa su imajući u vidu specifičnosti poslovanja pojedinih djelatnosti i sekundarne efekte na druge djelatnosti, procijenjena ostvarenja bruto dodane vrijednosti po pojedinim djelatnostima. Tako se najizraženije smanjenje dodane vrijednosti procjenjuje u uslužnim djelatnostima pružanja smještaja, umjetnosti i zabave, zatim administrativnim djelatnostima te djelatnosti prijevoza i poslovanja nekretninama (slika 4.). Rast dodane vrijednosti u 2020. u scenarijima ostvaruje jedino poljoprivredna djelatnost, pri čemu se i kod te djelatnosti očekuje usporavanje rasta u odnosu na prethodne godine zbog smanjene potražnje povezane sa skromnijim opsegom turističke djelatnosti.

U najkonzervativnijem scenariju (scenarij 1), koji pretpostavlja nastavak određenih epidemioloških mjera u drugoj polovini godine, nominalni pad bruto domaćeg proizvoda iznosi -14,9 % na godišnjoj razini. Nešto povoljnija epidemiološka situacija pretpostavljena je u scenarijima 2 i 3 pa je i pad gospodarske aktivnosti blaži te redom iznosi -12,5 %, odnosno -10,4 % (Tablica 1.). Usporavanje gospodarstva koje je posljedica određenog stupnja zatvaranja ekonomije i ograničavanja normalnog poslovanja djelatnosti, negativno se odražava na kretanja na tržištu rada kroz porast stope nezaposlenosti i smanjenje prosječne razine bruto plaća. Snažna kontrakcija uvoza roba i izvoza usluga negativno utječe i na međunarodnu poziciju ekonomije koja bilježi deficit tekućih transakcija na računu platne bilance, čime jačaju deprecijacijski pritisci na tečaj. No s obzirom na dosadašnje djelovanje HNB-a u obrani tečaja te činjenicu da je 10. srpnja Hrvatska ušla u Europski tečajni mehanizam II⁴⁴, koji podrazumijeva održavanje stabilnosti tečaja, u sva tri scenarija simulirana je relativno blaga deprecijacija tečaja. Negativni trendovi i pogoršanje uvjeta na tržištu rada dovode do blagog pada cijena u 2020. godini.

⁴³ U simulaciju nisu uključeni alternativni investicijski fondovi (AIF-ovi) s obzirom na relativno slabiju pokrivenost detaljnih podataka o strukturi portfelja.

⁴⁴ Više informacija na službenim stranicama Europske komisije: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr2>

[00710_1-88c0f764e7.en.html?utm_source=ecb_twitter&utm_medium=social&utm_campaign=20200710_PR_ECBCroatia](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr2)

Saldo opće države bilježi dvostruki udar u vidu snažne kontrakcije prihoda zbog smanjenja gospodarske aktivnosti i rasta rashoda povezanih s donesenim mjerama potpore gospodarstvu i očuvanju zaposlenosti. Posljedično, opća država na godišnjoj razini bilježi negativni saldo od -7,6 % (scenarij 3) do -8,9 % BDP-a (scenarij 1), čime javni dug raste na razinu od 89 % do 95 % BDP-a, ovisno o scenariju. Pogoršanje javnih financija negativno se odražava na premiju rizika, koja se očituje u rastu prinosa na dugoročne državne obveznice. Pritom se u scenariju 1 pretpostavlja pogoršanje kreditnog rejtinga i izlazak iz investicijskog razreda, čime se smanjuje krug potencijalnih investitora.

Simulirani porast premije rizika podiže trošak zaduživanja ostalih sektora kroz rast kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa banaka na kredite. Taj je rast kamatnih stopa ublažen zbog povijesno visokih zaliha likvidnosti banaka, koje bankama omogućuju nastavak kreditiranja. Brzina oporavka gospodarstva djelomično će ovisiti i o kretanjima na tržištu kredita u narednom razdoblju i dostupnosti financiranja za sektore kućanstava i nefinancijskih poduzeća. Mogućnosti će (kreditnog) financiranja uz situaciju na tržištu rada determinirati kretanja na tržištu nekretnina, na kojem nekoliko mjeseci nakon izbijanja krize potražnja još uvijek stagnira. Skromna potražnja u gradu Zagrebu posljedica je, između ostalog, i razornog potresa koji ga je pogodio u ožujku. Uz nastavak smanjene potražnje i izglednu segmentaciju tržišta, u narednom razdoblju simulirana je korekcija cijena i preokretanje prethodnih trendova, pri čemu će snaga kontrakcije ovisiti o eventualnoj precijenjenosti cijena prije krize. Detalji o narativu scenarija i očekivanim makroekonomskim kretanjima nalaze se u poglavlju 2. Makroekonomski pregled.

U drugoj fazi simulacije definirani makroekonomski scenariji prelijevaju se u poremećaje na financijskim tržištima (slika 3.). Šok na obvezničkom tržištu u vidu rasta prinosa / pada cijena prelijeva se na pojedinačne izloženosti subjekata sektora financijskih usluga u

tri koraka: 1) za svaku obveznicu koja se vrednuje prema tržišnim uvjetima procjenjuje se implicitni prinos do dospijea uzimajući u obzir njenu cijenu, preostalu ročnost i novčane tokove po promatranoj obveznici, 2) procijenjeni implicitni prinosi linearno se korigiraju za simulirani porast u prinosima prema promatranom scenariju⁴⁵, 3) na temelju simuliranog prinosa, preostale ročnosti i novčanih tokova po promatranoj obveznici procjenjuje se nova cijena. Šok na dioničkom tržištu također se primjenjuje na razini pojedine izloženosti subjekta na način da se iz povijesne distribucije mjesečnih povrata promatrane dionice odabere povrat s negativnog repa distribucije prema *Value-at-Risk* pristupu. Korištenje tog pristupa omogućava konzistentno diferenciranje relativno rizičnijih dioničkih portfelja pojedinih subjekata od konzervativnijih na temelju povijesnih kretanja cijena dionica. Stoga će za jednaku razinu odabranog šoka u promatranom scenariju, komparativno rizičnije dionice ostvariti nepovoljniji rezultat u odnosu na manje rizične dionice. Kalibracija šoka pomoću *Value-at-Risk* pristupa na mjesečne povrate cijena udjela korištena je i kod ulaganja u strane investicijske fondove. Cijene udjela domaćih investicijskih fondova procijenjene su integrirano u sklopu simulacije, gdje se procijenjene vrijednosti udjela investicijskih fondova u drugom koraku prelijevaju na portfelje ostalih društava koji su prema njima izloženi (sekundarni učinci). Vrijednost nekretninskog portfelja društava za osiguranje korigirana je u skladu s makroekonomskim scenarijem, pri čemu su iz simulacije izuzete nekretnine za vlastitu upotrebu na način da je korigirana cijena samo investicijskog dijela izloženosti nekretninama. Vrijednost ostale imovine, koju najvećim dijelom čine novac i novčani supstituti te depoziti, nepromijenjena je u simulacijskom horizontu. Kod mirovinskih fondova koji se nalaze u akumulacijskoj fazi koju karakterizira porast broja osiguranika i neto pozitivni priljev sredstava, procijenjen je i taj efekt, koji je usko povezan s kretanjima na tržištu rada u 2020. godini. U konačnici se sve izloženosti u stranim valutama korigiraju izravno ili posredno preko simuliranog tečaja kune prema euru

⁴⁵ Iz skupa obveznica koje se šokiraju izuzete su državne obveznice Njemačke i SAD-a, budući da se zbog ekspanzivnog djelovanja centralnih banaka i percepcije

nerične klase imovine ne očekuje porast prinosa ovih obveznica.

Tablica 1. Makroekonomski scenarij

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

| Indikator | 2016. | 2017. | 2018. | 2019. | 2020. | | |
|--|--------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | | Scenarij1 | Scenarij2 | Scenarij3 |
| Bruto domaći proizvod (god. st. rasta) | 3.38 | 4.34 | 4.51 | 4.47 | - 14.93 | - 12.48 | - 10.43 |
| Stopa nezaposlenosti | 13.15 | 10.33 | 8.12 | 7.06 | 14.59 | 13.32 | 12.41 |
| Bruto plaće (god. st. rasta) | 2.02 | 5.51 | 1.09 | 8.44 | - 6.56 | - 5.94 | - 4.74 |
| Tekuće transakcije (u % BDP-a) | 2.11 | 3.51 | 1.84 | 2.76 | - 4.54 | - 2.15 | 0.10 |
| Krediti banaka realnom sektoru (god. st. rasta) | - 4.00 | - | 2.00 | 4.00 | 2.41 | 3.14 | 4.16 |
| Inflacija (u %) | 1.39 | 0.92 | 3.21 | 1.13 | - 0.47 | - 0.26 | - 0.08 |
| Nekretnine (st. rasta) | 0.79 | 7.64 | 4.69 | 10.00 | - 11.02 | - 8.77 | - 6.78 |
| Saldo opće države (u % BDP-a) | - 1.11 | 0.80 | 0.26 | 0.34 | - 8.87 | - 8.15 | - 7.56 |
| Razina javnog duga (u % BDP-a) | 80.80 | 77.76 | 74.78 | 73.24 | 94.97 | 91.61 | 88.95 |
| Prinos na državne obveznice (u %) | 3.07 | 2.66 | 2.09 | 0.47 | 2.64 | 1.69 | 1.65 |
| Kratkoročne kamatne stope (u %) | 6.70 | 6.08 | 5.77 | 5.30 | 5.68 | 5.34 | 5.33 |
| Dugoročne kamatne stope (u %) | 5.56 | 4.68 | 4.72 | 3.82 | 4.14 | 4.10 | 4.09 |
| Šok na dioničkom tržištu (razina VaR-a) | | | | | 97.5% | 95.0% | 90.0% |
| Šok na tržištu investicijskih fondova (razina VaR-a) | | | | | 97.5% | 95.0% | 90.0% |
| Relativna deprecijacija tečaja HRK/EUR | | | | | 1.60% | 0.70% | 0% |

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

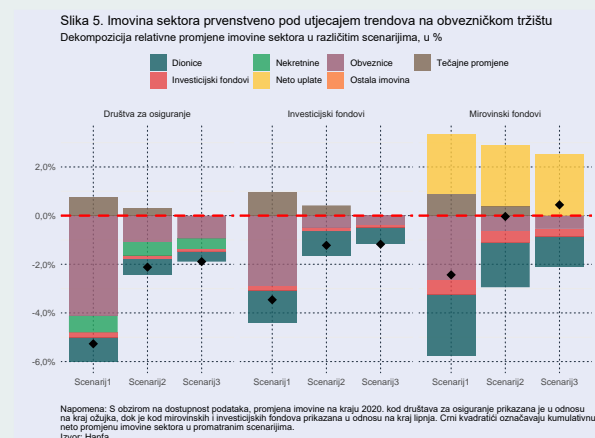
Izvor: Hanfa

Rezultati simulacije

Simulacijski su scenariji preko opisanih financijskih kanala pretočeni na vrijednost ukupne imovine pojedinih segmenata sektora financijskih usluga čiji je pad proporcionalan snazi simuliranog šoka (slika 6.). Tako se imovina društava za osiguranje ovisno o scenariju smanjuje između -5,3 % i -1,9 % u odnosu na kraj ožujka 2020. godine. Neto imovina investicijskih fondova u odnosu na kraj lipnja 2020. u simuliranim uvjetima smanjuje se u rasponu od -3,5 % do -1,2 %. Imovina mirovinskih fondova u scenariju 1 smanjuje se za -2,4 %, dok u scenariju 2 stagnira, a u scenariju 3 čak i raste, prvenstveno pod utjecajem pozitivnih neto priljeva sredstava, koji kompenziraju gubitke u simuliranim stresnim okolnostima na financijskim tržištima.

Imajući u vidu njihovu dominantnu zastupljenost u ulagačkim portfeljima subjekata, očekivano najveći utjecaj na imovinu sektora financijskih usluga imaju kretanja na tržištu obveznica. Taj rezultat dodatno naglašava rizike koji proizlaze iz visoke uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora, posebice u slučaju gubitka investicijskog rejtinga koji je pretpostavljen u scenariju 1 (više u Okviru 2. Rizici koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika br. 3). Relativno manji doprinos smanjenju imovine sektora financijskih usluga, u skladu s razinom izloženosti i snagom šoka, čine kretanja na tržištu dionica i promjene cijene udjela u investicijskim fondovima. Kretanja na tržištu poslovnih nekretnina negativno se odražavaju isključivo na vrijednost imovine

društava za osiguranje. Blaga deprecijacija tečaja kune prema euru u simuliranim uvjetima pozitivno djeluje na vrijednost imovine s obzirom na rast vrijednosti imovine izražene u domaćoj valuti.

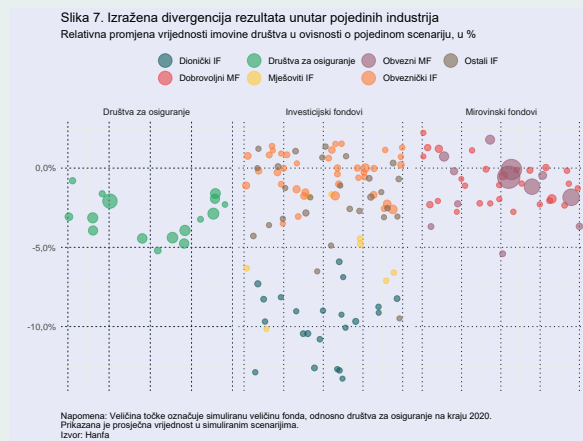
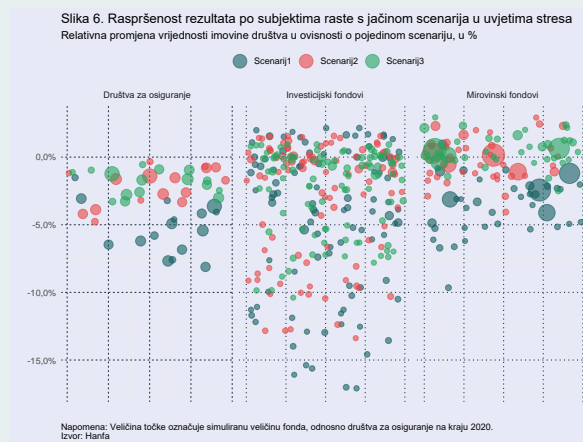


Rezultati na razini pojedinog društva otkrivaju značajnu heterogenost utjecaja simulacija, koja je najizraženija u segmentu investicijskih fondova (slika 6.). To ne iznenađuje s obzirom na to da je na kraju lipnja 2020. bilo aktivno 100 UCITS fondova vrlo različitih investicijskih strategija i profila rizičnosti (od novčanih do dioničkih fondova), što se odražava i na njihove performanse u stresnim uvjetima (slika 7.).

Detaljan prikaz individualnih rezultata pokazuje kako raspršenost utjecaja poremećaja u uvjetima stresa raste s jačinom pretpostavljenog scenarija (slika 6.), čime se jasno diferenciraju poslovni modeli društva prema svojoj stabilnosti. Drugim riječima, u stabilnim (dobrim) razdobljima performanse društava različitih profila rizičnosti međusobno relativno konvergiraju, no s financijskim poremećajima preuzimanje većih

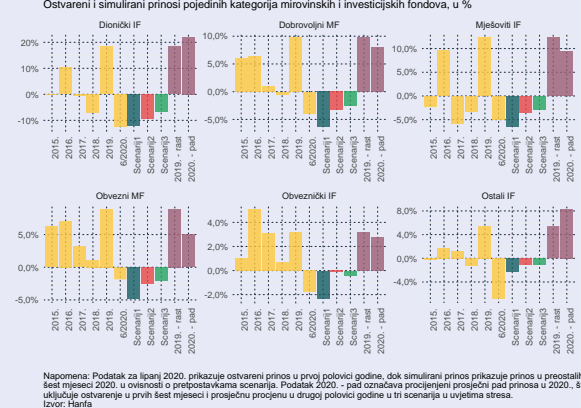
rizika značajnije diferencira rezultate poslovanja pojedinih subjekata. Stoga vježbe testiranja otpornosti na stres olakšavaju detekciju strukturnih nedostataka koje je teško prepoznati u stabilnim okolnostima.

relativno blage stope pada, koje su usporedive s ostvarenim pozitivnim prinosima u prethodnim godinama.

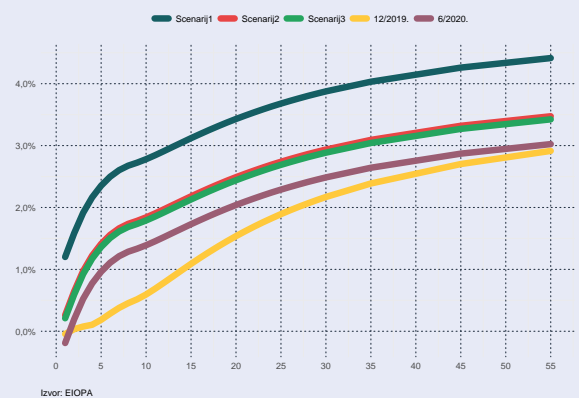


Simulirani prinosi mirovinskih i investicijskih fondova ukazuju na potencijalne gubitke udjelničara fondova u slučaju materijalizacije pretpostavljenih scenarija u uvjetima stresa. Uz iznimku dioničkih fondova sve kategorije investicijskih i mirovinskih fondova u 2020., kada se sumiraju ostvareni gubici u prvih šest mjeseci i procijenjeni prosječni gubici u ostatku godine, bilježe u apsolutnim terminima manji pad prinosa od rasta zabilježenog 2019. godine (slika 8.). Pritom relativno konzervativni obveznički fondovi u 2020. bilježe najmanji prosječni udar na prinose od -1 %, dok su u prvih šest mjeseci zabilježili prinos od -1,8 %. Upravo ta kategorija fondova zabilježila je najveću reakciju ulagatelja (u vidu naglog povlačenja sredstava), koji su u ožujku 2020. povukli 7,1 mlrd. kuna, odnosno 37,8% neto vrijednosti obvezničkih UCITS fondova s kraja veljače (više u poglavlju 3.5. Rizik likvidnosti). Rezultati simulacije ukazuju na to da čak i u znatno nepovoljnijem scenariju od onog opaženog u ožujku prinosi te kategorije fondova bilježe

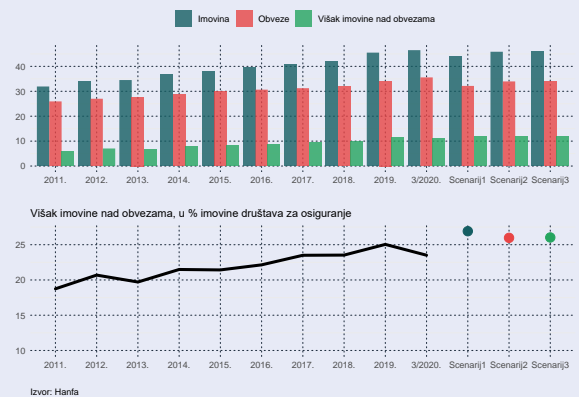
Slika 8. Prinosi fondova u simuliranim scenarijima u uvjetima stresa



Slika 9. U simuliranim scenarijima rastu krivulje prinosa nerizičnih stopa



Slika 10. Višak imovine nad obvezama društava za osiguranje stabilan u simuliranim uvjetima



lako društva za osiguranje u sva tri scenarija bilježe relativno veće smanjenje imovine od mirovinskih i investicijskih fondova, proporcionalno im se smanjuju i obveze, čime pokazatelj viška imovine nad obvezama ostaje stabilan na razini iznad 25% ukupne imovine (slika 10.). Konkretnije, zbog simuliranog linearnog porasta krivulje prinosa tehničke se pričuve društava za osiguranje smanjuju jer se očekivani budući novčani tokovi diskontiraju po većim

stopama (slika 9.). Štoviše, pad vrijednosti obveza čak je izraženiji od smanjenja vrijednosti imovine zbog relativno dulje ročnosti obveza od imovine društava za osiguranje. U 2019. zabilježen je sličan efekt u suprotnom smjeru, kada su uslijed negativnog pomaka krivulje prinosa obveze društava za osiguranje porasle relativno više od imovine, što je blago pogoršalo pokazatelje solventnosti (više u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika br. 3). Ipak, važno je naglasiti da prikazana simulacija uključuje negativne efekte na financijskim tržištima, no ne i specifičnosti poslovanja osigurateljnog sektora, o kojima uvelike ovise obveze društava za osiguranje. U stresnim okolnostima može se očekivati porast iznosa šteta kao i smanjenje premija, koji bi zasigurno pogoršali pokazatelje profitabilnosti i solventnosti društava za osiguranje.

Zaključno

Svrha testiranja otpornosti na stres kao analitičkog i makroprudencijalnog alata u klasičnom smislu jest da u razdobljima odsustva sistemskog stresa kreira stresne uvjete i na taj način testira otpornost sustava na poremećaje i pruža uvid u potencijalne strukturne ranjivosti. U trenutnim okolnostima značajnih neizvjesnosti nakon materijalizacije sistemskog rizika koja se već odrazila na otpornost financijskog sustava raste važnost utvrđivanja dostatnosti likvidnosnih i kapitalnih amortizera sustava da podnesu moguće buduće slične ili iste šokove. Imajući u vidu sve veći značaj sektora financijskih usluga za očuvanje financijske stabilnosti cijelog sustava, iznimno je važno konzervativno procijeniti efekte te krize na stabilnost sektora financijskih usluga u nastavku godine. Kroz opis kanala prelijevanja poremećaja na poslovanje društava podiže se svijest o rizicima kojima je sektor izložen, dok se kroz kvantifikaciju efekata omogućuje usidranje očekivanja sudionika u realističnom rasponu mogućih ishoda, što u potencijalnom scenariju dodatnog šoka u nadolazećem razdoblju može umanjiti vjerojatnost panične reakcije tržišnih sudionika, koja može rezultirati dodatnim troškovima, a u ekstremnim situacijama čak i ugroziti funkcioniranje financijskog sustava.

Rezultate simulacije treba interpretirati prvenstveno u kontekstu polaznih pretpostavki i predočenih scenarija, gdje su kalibracija scenarija i njihovo prelijevanje na poslovanje sektora

postavljeni holistički, (interno konzistentno) pa parcijalno promatranje utjecaja pojedinih modula (odnosno poremećaja na pojedinim tržištima) nije moguće. Pritom su pretpostavljena ostvarenja scenarija moguća, no i dalje relativno konzervativnija od objektivnih očekivanja.

Postavljeni metodološki okvir čini temelj na kojem će se zasnivati makroekonomsko testiranje otpornosti sektora financijskih usluga, koje će se u narednom razdoblju proširivati i unaprjeđivati kao jedan od temeljnih makroprudencijalnih alata. Na tom tragu u metodološki okvir potrebno je uključiti i komponentu likvidnosti, kako pojedinih društava tako i financijskih tržišta, koja u iznenadnim sistemskim epizodama može naglo iščeznuti i dodatno produbiti krizu. S obzirom na to da sektor financijskih usluga čini 31 % imovine domaćeg financijskog sustava i 51 % bruto domaćeg proizvoda, mogući su i sekundarni povratni efekti, gdje kolektivne reakcije društava koje nadzire Hanfa mogu amplificirati inicijalni šok i negativno se odraziti na gospodarstvo. Također, iako je njihovo predviđanje i modeliranje teško izvedivo, upravo bihavioralne reakcije sudionika određuju smjer prelijevanja sistemskog šoka u kriznim situacijama.

Uzimajući u obzir navedena ograničenja i nužnost interpretacije rezultata u kontekstu polaznih pretpostavki scenarija, rezultati simulacije prikazuju veličinu izloženosti sektora financijskih usluga dodatnom sistemskom šoku u drugoj polovini godine. Čak i u najkonzervativnijem scenariju koji pretpostavlja gubitak investicijskog kreditnog rejtinga državnih obveznica te malo vjerojatni intenzitet korekcija na dioničkom tržištu, veličina procijenjenih gubitaka fondova na razini sustava u 2020. manja je od veličine dobitaka ostvarenih u prethodnoj godini. S druge strane, prema rezultatima simulacije, bilance društava za osiguranje apsorbiraju proizvedeni šok na financijskim tržištima s obzirom na to da smanjenje vrijednosti obveza uslijed porasta diskontne stope nadmašuje tržišni pad vrijednosti imovine društava. Taj rezultat dodatno naglašava diversifikacijske prednosti koje omogućuju fondovi, a koje do punog izražaja dolaze u stresnim okolnostima, ali i relativnu stabilnost društava za osiguranje, koja postaju sve zastupljeniji segment financijskog tržišta, a čija je osnovna djelatnost upravo upravljanje rizicima.

Popis kratica

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

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

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

EU – Europska unija

EUR – euro

HAMAG-BICRO – Hrvatska agencija za malo gospodarstvo, inovacije i investicije

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak

HNB – Hrvatska narodna banka

HR – Republika Hrvatska

HRK – hrvatska kuna

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

MCR – minimalni potrebni kapital (engl. *Minimum Capital Requirement*)

MMF – Međunarodni monetarni fond

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*)

p.b. – postotni bod

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

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

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CH – Švicarska; CZ – Češka; DE – Njemačka; DK – Danska; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FR – Francuska; GB – Velika Britanija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; 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