



MAKROPRUDENCIJALNI SKENER RIZIKA

Drugo tromjesečje 2019.

Broj 2, listopad 2019.



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

Grafička priprema:

D.S.M.-grafika d.o.o., Zagreb

ISSN 2671-2067

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

Sadržaj

| | |
|--|-----------|
| 1. Uvodno | 4 |
| 2. Makroekonomski pregled | 5 |
| 3. Pregled rizika u sektoru financijskih usluga | 8 |
| 3.1. Koncentracija | 8 |
| 3.2. Međupovezanost | 10 |
| 3.3. Tržišni rizici | 12 |
| 3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost | 14 |
| 3.5. Rizik likvidnosti | 16 |
| 3.6. Operativni rizici | 17 |
| Tržište financijskih usluga kao izvor sistemskih rizika | 19 |
| Popis kratica | 24 |

1 Uvodno

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje 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 normalno funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava. Pritom se šokovi mogu prenijeti iz međunarodnog okruženja, ali i biti generirani domaćim makroekonomskim i financijskim kretanjima, ekonomskom politikom ili promjenama u institucionalnom okruženju. Stoga svaki rizik kojem je sustav izložen, a koji može imati negativne posljedice za funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava uzrokujući pritom i ozbiljan negativan utjecaj na realno gospodarstvo, predstavlja **sistemska rizik**.

Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih ri-

zika 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, jednom riječju **makroprudencijalnih politika**. U Europskoj uniji (EU) stoga su na nacionalnoj i internacionalnoj razini uspostavljena tijela s makroprudencijalnim ovlastima, a uz makroprudencijalne alate razvijeni su i okviri za međunarodnu suradnju. Premda je fokus makroprudencijalnih politika dosad primarno bio usmjeren na bankarski sektor, rastući udio i značaj nebankarskog dijela financijskog sustava stvara strukturalne promjene i zahtijeva daljnji razvoj makroprudencijalnog okvira. Usto, financijska se integracija produbljuje, što stvara potrebu za praćenjem i adresiranjem ranjivosti u međusektorskom, ali i prekograničnom kontekstu.

Ovom se publikacijom stoga nastoji dati 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 će se pridonijeti i boljem razumijevanju sistemskih rizika, posebno u segmentu identificiranja ranjivosti kao i kanala širenja rizika, potaknuti na planiranje aktivnosti i mjera koje pružaju odgovarajuću zaštitu od posljedica materijalizacije tih rizika i pridonijeti većem povjerenju u financijski sustav te jačanju otpornosti sustava na šokove.

| 2 | Makroekonomski pregled

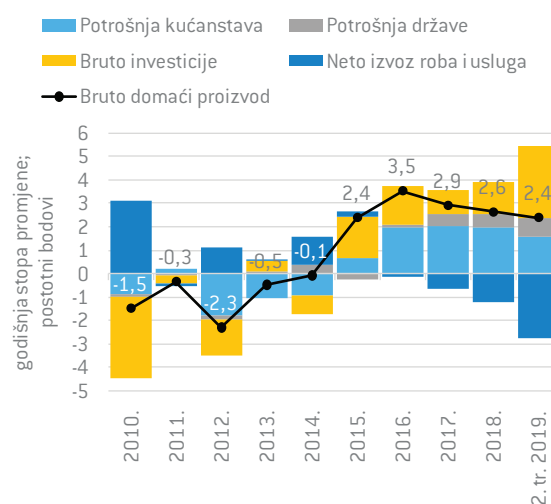
Još uvijek razmjerno povoljna domaća ciklička kretanja te uvjeti na međunarodnim financijskim tržištima podržavaju tendenciju smanjenja makroekonomskih neravnoteža. Međutim, rizici koji se manifestiraju u vidu usporavanja globalnog, a posebno europskog ekonomskog rasta te izraženih nestabilnosti na financijskim tržištima u uvjetima visokih neizvjesnosti i tenzija mogli bi se razmjerno brzo odraziti na domaću konjunkturu i staviti naglasak na (nepovoljna) strukturalna obilježja domaće ekonomije. Osim što značajno utječu na domaći realni sektor, globalna kretanja u bitnoj se mjeri odražavaju i na financijsku sferu kroz kamatni kanal i s time povezani rizik moguće cjenovne revalorizacije pojedinih oblika imovine. Premda je profitabilnost posrednika i fondova na tržištu financijskih usluga¹ čije su investicije koncentrirane u obliku državnog duga još uvijek razmjerno zadovoljavajuća, s dospjećima postojećih portfelja trenutna iznimno niska razina kamatnih stopa značajnije bi se mogla odraziti na njihovo poslovanje (profitabilnost, investicijske modele i strategije, sklonost preuzimanju rizika, domaću pristranost i sl.), posebno s obzirom na to da slabo aktivno domaće tržište kapitala ne nudi dovoljno adekvatnih investicijskih mogućnosti.

Usporavanje rasta turističkog prometa sredinom godine te parcijalni problemi u robnom izvozu usporili su godišnju dinamiku ukupnog rasta hrvatske ekonomije u drugom tromjesečju 2019. Bruto domaći proizvod u promatranom je razdoblju bio za 2,4 % veći od prošlogodišnjeg, što predstavlja usporavanje u odnosu na početak 2019. godine.

Agresivan povratak dijela mediteranskih zemalja na tržište turističkih usluga, promjene preferencija potrošača prema vremenski i prostorno disperziranijim te kvalitetnijim uslugama, infrastrukturna ograničenja, problemi s radnom snagom te opće zaoštavanje konkurencije utjecali su na usporavanje rasta broja dolazaka turista te broja noćenja na godišnjoj razini². Nešto lošija dinamika fizičkih pokazatelja u turizmu dijelom je kompenzirana višim cijenama pa su devizni priljevi od usluga u prvom polugodištu 2019. iznosili oko 2,7 mlrd. EUR, što je za 4,9 % više od prošlogodišnjih u istom razdoblju. Istodobno je robni izvoz tijekom prvih šest mjeseci 2019. povećan za 5,7 %. Glavnina tog rasta ostvarena je na tržištu EU-a, a značajan rast bilježi i izvoz u SAD (42,7 %) te u susjedne zemlje (22,2 %),

- 1 Sektor financijskih usluga obuhvaća tržište kapitala, mirovinske i investicijske fondove, investicijska društva, društva za osiguranje te leasing i faktoring društva.
- 2 Broj dolazaka turista tijekom prvih sedam mjeseci 2019. povećan je za 4,1 % na godišnjoj razini (6,6 % u istom periodu 2018.), dok je istodobno rast broja noćenja iznosio 0,7 % (5,3 % u istom periodu 2018.).

SLIKA 1 | Realni rast BDP-a i doprinosi rastu



Izvor: DZS

dok je izvoz na istočna tržišta (Kina, Rusija) i dalje marginalan³. Unatoč snažnijem rastu robnog izvoza u treće zemlje zbog visoke integriranosti hrvatskog gospodarstva s onim u EU-u (gotovo 70 % robnog izvoza i dalje se ostvaruje u trgovinskim odnosima sa zemljama EU-a, ponajviše s Njemačkom i Italijom), može se očekivati kako će se gospodarsko usporavanje tržišta EU-a odraziti na izvozne rezultate domaćih poduzeća te imati

- 3 On čini samo 1,8 % ukupnog robnog izvoza.

limitirajući utjecaj na dinamiku ukupnog ekonomskog rasta. Premda je rast izvoza ostvaren u gotovo svim privrednim granama (osim naftnih derivata i namještaja), problemi na području brodogradnje i proizvodnje naftnih derivata determiniraju relativnu stagnaciju agregatne industrijske proizvodnje⁴.

S obzirom na to da je inozemna potražnja za robama i uslugama u prvom polugodištu 2019. rasla bitno sporije od uvoza, domaća potražnja u kojoj je potrošnja kućanstva dominantna komponenta determinirala je ukupnu gospodarsku aktivnost tijekom drugog tromjesečja 2019. Kontinuirani rast potrošnje kućanstava stimuliran je kretanjima na tržištu rada⁵, transferima sekundarnih dohodaka iz inozemstva te intenziviranjem zaduživanja kućanstava, ponajprije putem gotovinskih nenamjenskih kredita (godišnji rast od 11,5 %), ali i kroz novo stambeno zaduživanje (godišnji rast stambenih kredita iznosi oko 4 %), koje je povezano s cikličkim kretanjima na tržištu nekretnina, čije se cijene, prema procjenama HNB-a, sve više udaljavaju od fundamentima opravdane razine. Iznimno niske kamatne stope na depozite u uvjetima izdašne likvidnosti bankarskog sustava smanjuju sklonosti štednji, pa se glavnina raspoloživog dohotka prelijeva u potrošnju, koja je u prvom polugodištu 2019. realno bila za 2,7 % veća nego u prethodnoj godini.

Takav rast ukupne privredne aktivnosti zasnovane na potrošnji rezultirao je godišnjim povećanjem nominalnih prihoda od poreza i doprinosa tijekom prvih pet mjeseci 2019. od 6,7 %, pri čemu su prihodi od PDV-a, glavnog kanala punjenja proračuna, porasli za 9,1 %. Osim još uvijek povoljnih cikličkih kretanja, koja automatizmom poreznim kanalom pune državni budžet, istodoban rast inozemne

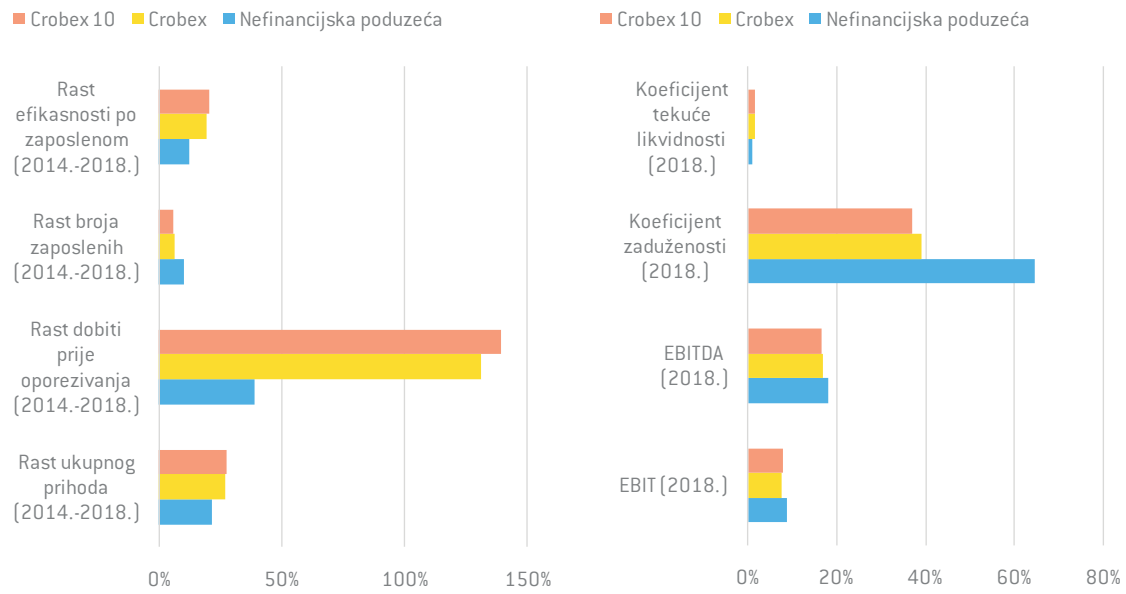
4 Prosječan rast na godišnjoj razini tijekom prvih sedam mjeseci 2019. iznosi 1,3 %.

5 Povećanje zaposlenosti od 1,6 % te rast prosječne neto plaće od 2,6 %.

pomoći (EU) od 65,1 % rezultirao je povećanjem ukupnih prihoda od 12,3 %. To je stvorilo prostor za rast potrošnje države u vidu rashoda za robe i usluge od 39,7 %, u okviru kojih su ulaganja u dugotrajnu nefinancijsku imovinu veća za 49,2 %. To je ujedno i najdinamičnija komponenta ukupnih investicija u prvom polugodištu ove godine, koje su na godišnjoj razini realno povećane za 9,7 %, inducirajući porast građevinske aktivnosti u tom razdoblju od 9,5 %. Osim investicija u infrastrukturu (rast od 10,6 %), njih podržava i ponovno oživljavanje stambene izgradnje (rast od 8,8 %) povezane s rastom cijena nekretnina, na koje osim poboljšanih makroekonomskih fundamenata i potrošačkog optimizma utjecaj imaju i frikcije u vidu državnih subvencija.

Višegodišnja pozitivna konjunktorna kretanja odrazila su se na pokazatelje poslovanja sektora domaćih nefinancijskih poduzeća (od 2014. do 2018. ukupan prihod porastao je za 21,4 %, a dobit prije oporezivanja za 38,9 %, slika 2.). Unatoč većoj efikasnosti i rastu prihoda, poduzeća su na agregatnoj razini još uvijek visoko opterećena dugom (koeficijent zaduženosti iznosio je u 2018. 64,5 %), što usprkos bitno nižim kamatnim rashodima na ime zaduženja ograničava investicijski potencijal domaćeg nefinancijskog sektora. Bolja uspješnost poslovanja jasno se diferencira u segmentu poduzeća, koja svoje poslovanje financiraju osim klasičnim zaduživanjem i putem tržišta kapitala iako su dionička ulaganja razmjerno malo zastupljena u ukupnim ulaganjima nebankovnih financijskih posrednika i fondova (oko 10 % ukupne imovine posrednika i fondova na tržištu financijskih usluga). Sve to ukazuje na nastavak tendencije umjerenog rasta hrvatske ekonomije i u prvoj polovini 2019., zasnovanog na domaćoj potrošnji i investicijama u infrastrukturu, ponajprije javnima, dok se izvoz roba i usluga relativno usporava pod utjecajem oscilacija u inozemnoj potražnji i problema u poslovanju pojedinih industrijskih grana koje traže dugoročnija rješenja.

Slika 2 | Pokazatelji poslovanja nefinancijskih poduzeća



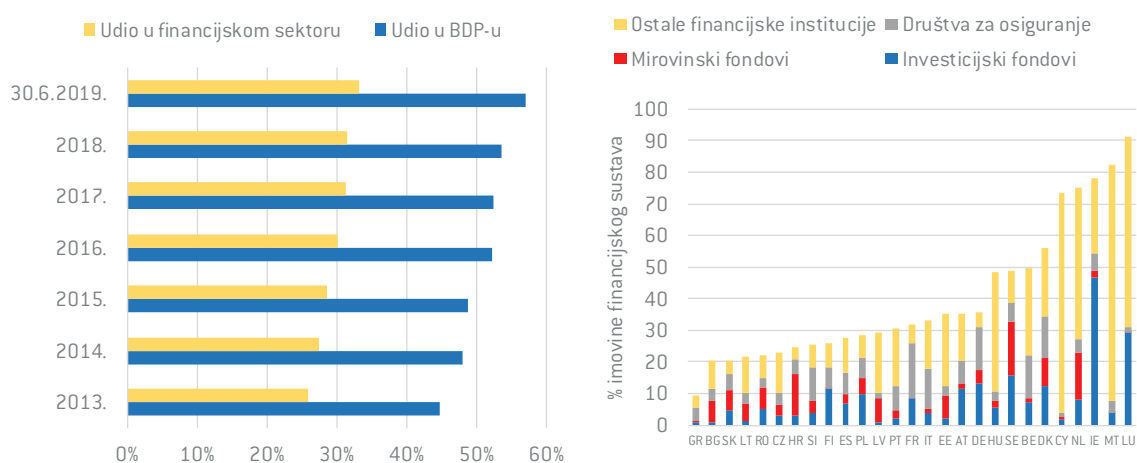
Izvor: FINA



| 3 | Pregled rizika u sektoru financijskih usluga

Značaj sektora financijskih usluga u Hrvatskoj kontinuirano raste već gotovo deset godina, a taj je trend nastavljen i tijekom prvog polugodišta 2019., čime je imovina pod upravljanjem posrednika na tom tržištu dosegla 33 % ukupne imovine financijskog sustava, odnosno 57 % BDP-a. Glavni su generatori rasta mirovinski fondovi, i to primarno kroz nove uplate, ali i još uvijek zadovoljavajuće prinose, ostvarene ponajprije kroz ulaganja u državne dužničke vrijednosnice. Dominacijom mirovinskih fondova u sustavu Hrvatska se ističe u usporedbi s ostalim zemljama EU-a, dok je relativni značaj sektora financijskih usluga u Hrvatskoj usporediv sa značajem tog sektora u zemljama srednje i istočne Europe. Ograničenje značajnijoj ekspanziji sektora financijskih usluga predstavlja razmjerno malo i slabo aktivno domaće tržište kapitala pa se u okruženju niskih i padajućih prinosa na najzastupljeniji oblik ulaganja (državne obveznice) financijski posrednici postupno okreću inozemnim tržištima i netradicionalnim ulaganjima.

Slika 3 | Veličina sektora financijskih usluga



Napomena: Prikazani su podaci za prvo tromjesečje 2019., pri čemu financijski sektor osim sektora financijskih usluga uključuje i monetarne financijske institucije.

Izvori: HNB, DZS, ESB i Hanfa

3.1. Koncentracija

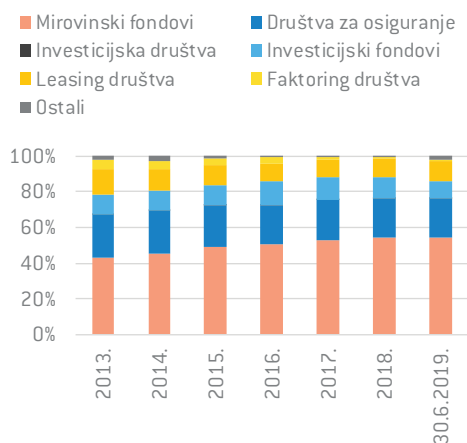
Sektorom financijskih usluga dominiraju mirovinski fondovi, pod čijim je upravljanjem više od polovine ukupne imovine sektora (slika 4.). Kontinuirane uplate doprinosa, s obzirom na još uvijek dominantnu fazu akumulacije sredstava u mirovinskom sustavu, jedna su od glavnih odrednica

rasta sektora. Očekivano intenziviranje isplata mirovina iz drugog i trećeg stupa tijekom narednih godina limitirat će uz negativne demografske trendove taj automatizirani rast pa će investicijske strategije i profitabilne prilike u većoj mjeri determinirati perspektivu sektora.

Društva za osiguranje drugi su najznačajniji posrednici na tržištu financijskih usluga sa stabilnim

udjelom u imovini sustava od oko 20 %. Atraktivnost polica osiguranja, mimo zakonski obvezujućih osiguranja vozila i plovila ili osiguranja koja se distribuiraju u okviru procesa kreditiranja, značajno ovisi o razumijevanju takvih proizvoda od strane korisnika financijskih usluga s obzirom na njihovu veću kompleksnost u odnosu na, primjerice, bankovne kredite. To je posebno izraženo ako police osiguranja uz osiguravajuću nose i štednu komponentu, kao što je slučaj kod osiguranja života, ili ako rizik ulaganja snosi ugovaratelj osiguranja (tzv. *unit-linked* police). Poslovanje društava za osiguranje je u bitnoj mjeri i ciklički ovisno pa ukupne ekonomske prilike determiniraju rast tog segmenta sektora financijskih usluga.

Slika 4 | Mirovinski fondovi i društva za osiguranje upravljaju s oko 75 % imovine tržišta financijskih usluga



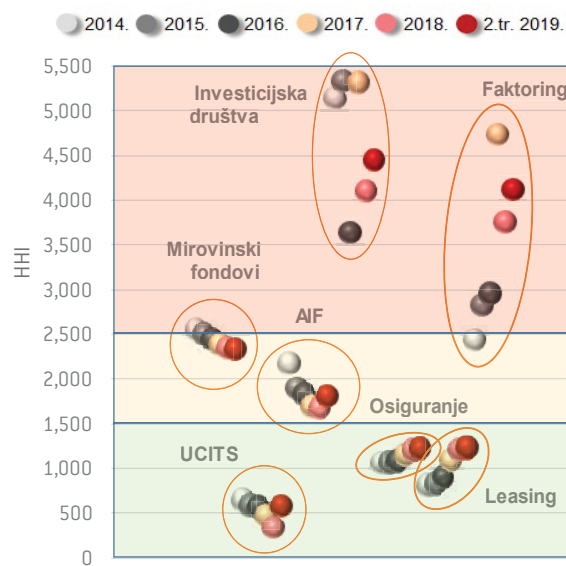
Izvor: Hanfa

Koncentracija pojedinih industrija na tržištu financijskih usluga uglavnom je niska ili umjerena iako je posljednjih nekoliko godina primjetna tendencija vrlo blagog rasta stupnja koncentracije (slika 5.). Međutim, ona je daleko od razina koje bi sugerirale nekompitivno tržište.

Tijekom prvog polugodišta 2019. koncentracija je porasla na gotovo svim segmentima tržišta financijskih usluga, pri čemu je razina konkurentnosti najmanja u segmentu faktoringa i investicijskih društava. Nastavak konsolidacije faktoringa⁶ u pr-

⁶ Jedno društvo čiji je udio u ukupnoj aktivi faktoring sektora iznosio nešto manje od 5 % likvidirano je tijekom prvog polugodišta 2019.

Slika 5 | Indeksi koncentracije sektora financijskih usluga



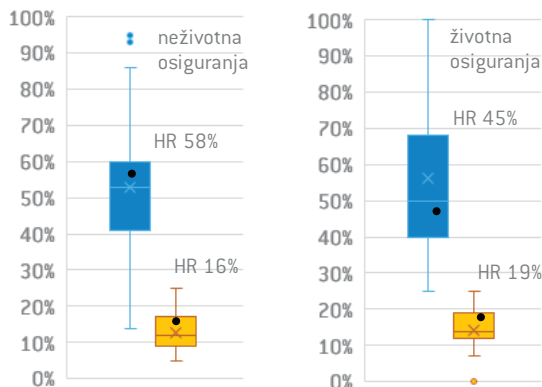
Napomena: Razina unutarsektorske koncentracije prikazana je pomoću Herfindahl-Hirschmanovog indeksa, pri čemu više vrijednosti označuju višu razinu koncentracije tržišta. Iako ne postoji općeprihvaćena skala prema kojoj se tržišta klasificiraju kao nisko/visoko koncentrirana, Američki odjel za pravosuđe tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatra kompetitivnima, dok ona iznad 2500 smatra visoko koncentriranim.

Izvor: Hanfa

vom polugodištu 2019. dodatno je smanjio konkurentnost te industrije, a ista je promjena zabilježena i kod investicijskih društava zbog snažnog porasta aktive jednog društva. Premda je koncentracija u tim industrijama mjerena tržišnim udjelom visoka, razina konkurentnosti u djelatnostima faktoringa i pružanja investicijskih usluga nije niska s obzirom na to da te usluge u okviru svojeg poslovanja pružaju i kreditne institucije, koje su lideri u pojedinim segmentima tržišta financijskih usluga (npr. usluge skrbništva).

Unutar sektora za osiguranje također je zabilježen blagi porast koncentracije zbog rasta imovine najvećih društava (od 2,8 mlrd. kuna u odnosu na kraj 2018.). Komparativno, domaći je sektor osiguranja koncentriraniji u odnosu na medijalni stupanj koncentracije u EU-u, posebno u segmentu neživotnih osiguranja (slika 6.). Pripajanja, rast imovine te likvidacija, odnosno prestanak postojanja jednog društva razlog su rasta koncentracije investicijskih fondova.

Slika 6. | Koncentracija sektora osiguranja u EU-u (kraj 2017.).



Napomena: Koncentracija je mjerena udjelom najvećih triju (narančasti *box-plot*) odnosno pet (plavi *box-plot*) društava u ukupnoj zaračunatoj bruto premiji.

Izvor: EIOPA

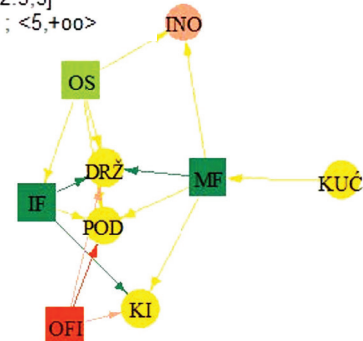
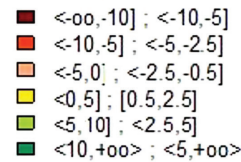
3.2. Međupovezanost

Sektor financijskih usluga kontinuirano raste posljednjih deset godina u terminima imovine pod upravljanjem pružatelja tih usluga. U razdoblju od 2012. naovamo mirovinski (12,5 %) i investicijski fondovi (23,3 %) te društva za osiguranje (5,6 %) zabilježili su najviše prosječne stope rasta financijske imovine temeljem transakcija, dok se financijska imovina ostalih posrednika blago smanjila (slika 7). Spomenuti porast financijske imovine fondova i društava za osiguranje bio je prvenstveno usmjeren na povećanje izloženosti prema državi putem dužničkih financijskih instrumenata koji su u tom periodu generirali razmjerno visoke prinose, a manjim dijelom prema nefinancijskim poduzećima i kreditnim institucijama. Pritom u promatranom razdoblju nije zabilježeno sistemski značajno povećanje međupovezanosti između pojedinih segmenata sektora financijskih usluga.

Direktna izloženost kroz vlasničke, dužničke te gotovinske oblike financijske imovine uglavnom je bila manja od 5 % ukupne financijske imovine pojedinog sektora početkom 2019. godine. Nešto je veća izloženost (do 15 % financijske imovine) jedino društava za osiguranje prema investicijskim fondovima, koja je determinirana njihovim interno utvrđenim ulagačkim strategijama. Posljedično, posrednici na tržištu financijskih usluga na kraju ožujka 2019. nisu bili međusobno značajno povezani (slika 8.).

Slika 7. | Mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje bilježe najviše stope rasta financijske imovine (od 2012. do 1. tr. 2019.).

Vrhovi (rast na temelju transakcija);
Strelice (doprinosi rastu)

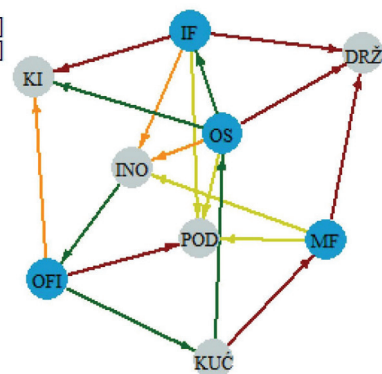
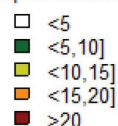


Napomena: Boje vrhova (odnosno strelica) označuju godišnje stope rasta pojedinog sektora (odnosno doprinose rastu pojedinog sektora) na temelju transakcija u razdoblju od ožujka 2012. do ožujka 2019. Kvadrati označuju sektore subjekata nadzora Hanfe. Međusobne relacije između sektora koji nisu subjekti nadzora Hanfe izostavljene su radi bolje preglednosti.

Izvor: Izračun Hanfe prema podacima iz financijskih računa (HNB)

Slika 8. | Međusobna izloženost financijskih posrednika te izloženost prema ostalim institucionalnim sektorima

Oznake boja strelica
(u % ukupne imovine sektora)



Napomena: Plavo označeni krugovi označuju subjekte nadzora Hanfe. Prikazana je međupovezanost sektora putem financijske imovine na 31.3.2019. Međusobne relacije između sektora koji nisu subjekti nadzora Hanfe izostavljene su radi bolje preglednosti.

Tablica kratice sektora:

| | |
|-----|--------------------------------|
| MF | Mirovinski fondovi |
| IF | Investicijski fondovi |
| OS | Osiguranja |
| OFI | Ostale financijske institucije |
| KI | Kreditne institucije |
| KUĆ | Kućanstva |
| POD | Nefinancijska poduzeća |
| DRŽ | Država |
| INO | Inozemstvo |

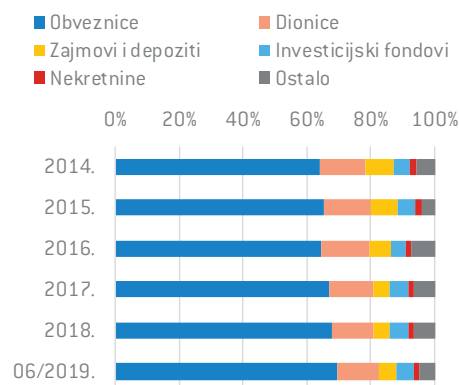
Izvor: Izračun Hanfe prema podacima iz financijskih računa (HNB)

Pored direktne međusobne financijske povezanosti industrija s tržišta financijskih usluga, bitno je značajnija njihova indirektna povezanost kroz pojedine oblike ulaganja. Relativno visoki prinosi na državni dug u prethodnom višegodišnjem razdoblju, zakonski determinirani investicijski limiti, konzervativna ulagačka strategija te ograničene, odnosno neprepoznate investicijske alternative rezultirale su značajnom izloženosti društava za osiguranje te mirovinskih i investicijskih fondova prema državi (slike 8. i 9.). Potraživanja od države na ime financijskih ulaganja tako su početkom 2019. iznosila između 47,1 % financijske imovine društava za osiguranje i 67,5 % financijske imovine mirovinskih fondova⁷. Koncentracija ulaganja u obliku državnih dužničkih instrumenata u okruženju niskih kamatnih stopa izlaže pružatelje financijskih usluga riziku reinvestiranja s obzirom na bitno niže prinose koje državni vrijednosni papiri danas nose (kamatna stopa pri izdavanju u prosjeku je za 3 p.b. manja nego u periodu od 2010. do 2016.).

U potrazi za višim povratima na ulaganja pružatelji financijskih usluga sve se više okreću sektoru nefinancijskih poduzeća, kako domaćem tako i inozemnom. Unatoč blagom trendu rasta ulaganja u sektor nefinancijskih poduzeća, posrednici na tržištu financijskih usluga sredinom 2019. bili su umjereno izloženi domaćim nefinancijskih poduzećima i inozemstvu. Povoljna ciklička kretanja smanjuju rizičnost sektora nefinancijskih poduzeća (slika 10.), no još uvijek visoka razina zaduženosti u uvjetima niskih troškova pribavljanja

⁷ Na razini cijelog tržišta financijskih usluga ulaganja u državne obveznice čine 50 % financijske imovine tržišta.

Slika 9 | Struktura ulaganja sektora financijskih usluga s obzirom na vrstu investicije

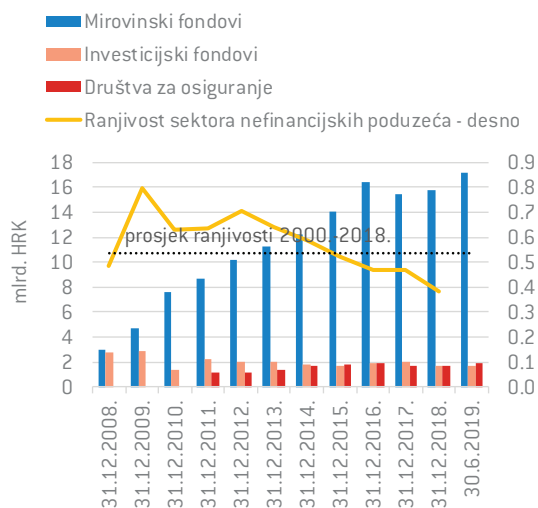


Napomena: Prikazane su samo investicije društava za osiguranje te mirovinskih i investicijskih fondova koji zajedno čine gotovo 90 % imovine tržišta financijskih usluga.

Izvor: Hanfa

novog duga ranjivost je koja u okolnostima rasta averzije prema riziku može pogoršati financijsku sliku tog sektora. Nešto značajniju izloženost domaćim nefinancijskim poduzećima u iznosu većem od 50 % financijske imovine imala su, u skladu s prirodom posla, leasing i faktoring društva.

Slika 10 | Ulaganja u dionice i indikator ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća



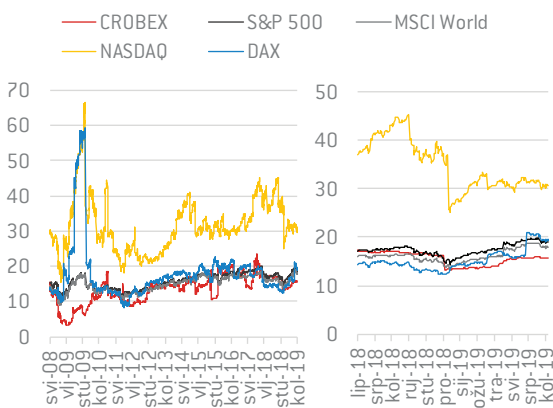
Napomena: Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća ocijenjena je s pomoću tri indikatora: indikatora likvidnosti, indikatora solventnosti i indikatora inercije. Za više vidjeti HNB (2019.) Financijska stabilnost, br. 20

Izvori: HNB i Hanfa

3.3. Tržišni rizici

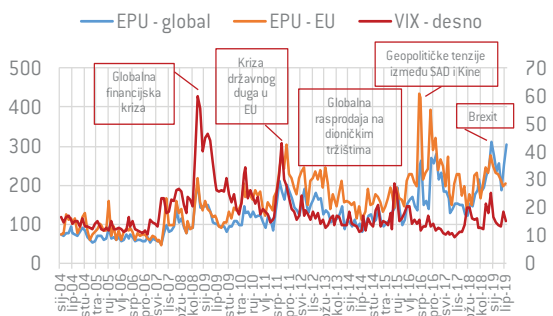
Rizici na globalnim dioničkim tržištima zadržani su na visokim razinama tijekom drugog tromjesečja 2019. nastavljajući trend s početka godine. Odraz je to višegodišnje dilatacije tržišnih cijena od fundamentalne razine, koje pokazuju veliku osjetljivost na promjene investicijskog sentimenta (slika 11.), slabih izgleda gospodarskog rasta te izraženih geopolitičkih tenzija i neizvjesnosti (slika 12.).

Slika 11 | P/E omjeri najznačajnijih dioničkih indeksa



Izvor: Bloomberg

Slika 12 | Kretanje tržišnog sentimenta - EPU indikator i VIX indeks

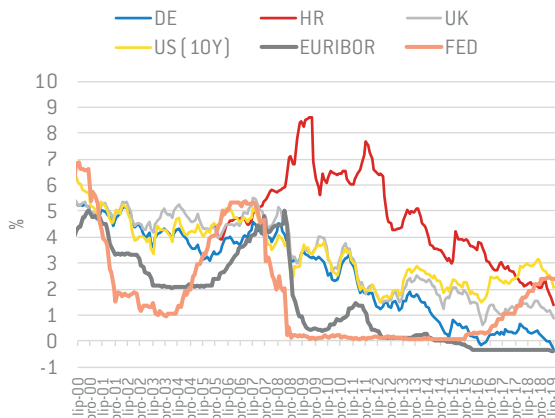


Napomena: EPU indikator mjeri ekonomsku neizvjesnost koju generiraju ekonomske politike. Indikator se sastoji od tri komponente: prva komponenta kvantificira novinsku pokrivenost o temama povezanim s politikama koje pridonose ekonomskoj nesigurnosti, druga komponenta odražava broj odredbi zakona o porezu koje bi trebale isteći u narednim godinama, dok treća komponenta koristi odstupanja između ekonomskih prognoza kao uporište ekonomskoj nesigurnosti. VIX indeks prikazuje očekivanu volatilnost dioničkog tržišta. Objavljuje ga *Chicago Board Options Exchange* (CBOE).

Izvori: *Economic Policy Uncertainty* (<http://www.policyuncertainty.com/>) i *Bloomberg*

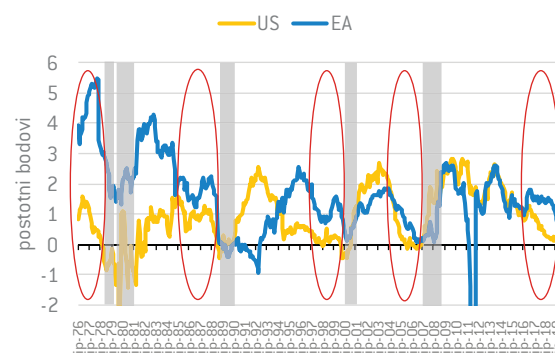
Makroekonomska i tržišna kretanja, ali i očekivanja, odrazila su se u ekspanzivnom djelovanju monetarnih centara koje vuče kamatne stope u dosad nezabilježen, negativan teritorij (slika 13.). U takvim uvjetima signali nove recesije (slika 14.) mogu vrlo brzo obrnuti investicijski sentiment i uzrokovati značajnije korekcije cijena, rast averzije prema riziku i bijeg u razmjerno sigurnije oblike ulaganja, što bi imalo značajan utjecaj na revalorizaciju vrijednosti postojećih obvezničkih portfelja financijskih posrednika koji dominiraju u ukupnim investicijama.

Slika 13 | Prinosi na desetogodišnje državne obveznice i kretanje referentnih kamatnih stopa



Izvori: Eurostat, Bloomberg i St. Louis FED

Slika 14 | Inverzija krivulje prinosa povijesno je bila pouzdan indikator krize



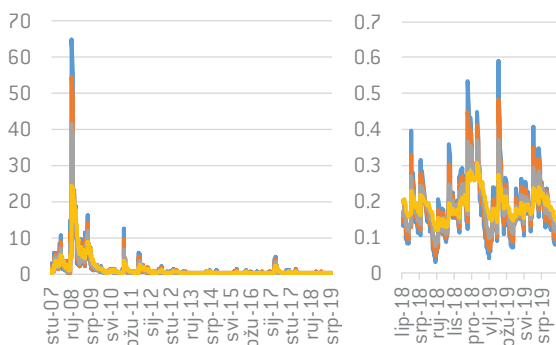
Napomena: Krivulje na slici prikazuju razliku između prinosa na 10-godišnje i 2-godišnje državne obveznice, dok sivo označena područja označuju recesije u SAD-u (više o definiciji na <https://fredhelp.stlouisfed.org/fred/data/understanding-the-data/recession-bars/>). Crveno označena područja označuju razdoblja u kojima je nastupila inverzija krivulje prinosa na US obveznice.

Izvori: St. Louis FED i ESB

U takvim globalnim uvjetima tržišna očekivanja daljnjeg smanjenja referentnih i nerizičnih kamatnih stopa uzrokuju rast cijena dugoročnih obvezničkih ulaganja, što povratno spiralno djeluje na visinu kamatnih stopa. Niski troškovi financiranja, s druge strane, naglašavaju rizike koji proizlaze iz visoke zaduženosti privatnog, ali i javnog sektora te prevladavajućih strategija ostvarivanja prinosa uz preuzimanje visokih rizika od strane financijskih posrednika.

Hrvatsko tržište kapitala zabilježilo je tijekom drugog tromjesečja 2019. tromjesečni rast prometa unutar knjige ponude od 25 %. Uz iznimku CROBEXkonstrukta i CROBEXtransporta svi su indeksi ostvarili rast. S obzirom na niske razine aktivnosti koje bi bile odraz fundamentalnih čimbenika, visoku integraciju međunarodnih financijskih tržišta te prekogranično pružanje financijskih usluga domaće je tržište kapitala osjetljivo na kretanja na međunarodnim tržištima koja su uzrokovana visokom razinom geopolitičkih i ekonomskih rizika te očekivanjima investitora. Kretanje indeksa volatilnosti VIX⁸ ukazuje na poremećaje koje je najava Brexita bez dogovora imala za globalna financijska tržišta (slika 12.), a ti su se poremećaji prelili i na hrvatsko dioničko tržište iako u bitno manjoj mjeri s obzirom na nisku razinu aktivnosti na domaćem tržištu (slika 15.).

Slika 15 | Volatilnost CROBEX indeksa blago porasla u 2019.



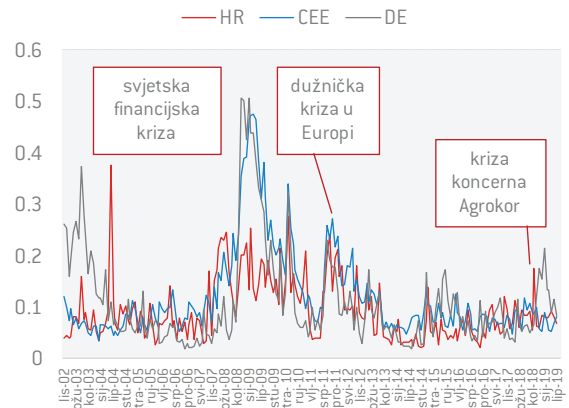
Napomena: Pojedine krivulje prikazuju volatilnost CROBEX indeksa uz različite parametre izgladivanja. Volatilnost CROBEX indeksa procijenjena je EWMA modelom (model eksponencijalno ponderiranih pomičnih prosjeka koji veću važnost daje recentnim opažanjima).

Izvor: Izračun Hanfe na temelju podataka sa Zagrebačke burze

8 Mjera volatilnosti koja je implicirana opcijama na S&P500 indeks.

Stoga je u drugom tromjesečju 2019. domaće dioničko i obvezničko tržište bilo razmjerno stabilno, bez naznaka sustavnog tržišnog rizika (slika 16.).

Slika 16 | CLIFS indikator sistemskog stresa - usporedba Hrvatske s usporedivim tržištima

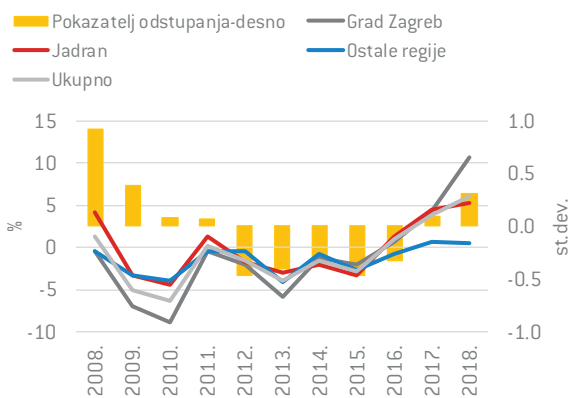


Napomena: CLIFS indeks predstavlja indikator sistemskog rizika koji uključuje šest mjera. Navedene mjere pokrivaju tržište kapitala, tržište obveznica i devizno tržište. Prikazano kretanje odnosi se na Hrvatsku, zemlje srednje i istočne Europe i Njemačku.

Izvor: ESB

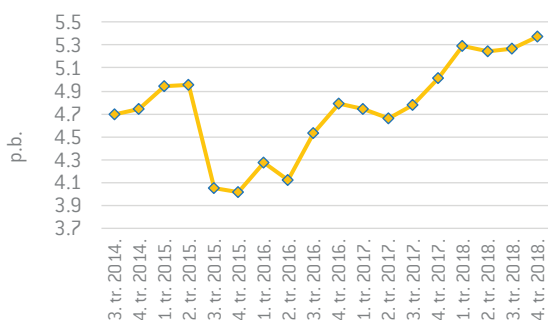
Alternativa investicijama na tržištu kapitala su ulaganja na tržištu nekretnina koje posljednjih nekoliko godina bilježi značajan oporavak u vidu rasta cijena, posebno u pojedinim najatraktivnijim regijama i gradovima, koje se prema procjenama sve više udaljavaju od makroekonomskim čimbenicima determinirane razine (slika 17.).

Slika 17 | Godišnje stope rasta cijena stambenih nekretnina i odstupanje cijena od makroekonomski utemeljene razine



Izvori: DZS i HNB

Slika 18 | Razlika prinosa na ulaganja u poslovne nekretnine i prinosa na državne deseto-godišnje obveznice

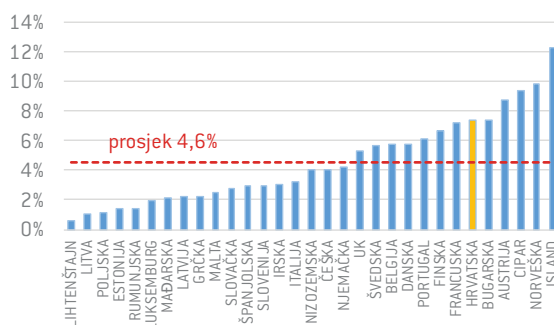


Napomena: Prikazana razlika prinosa samo je pokazatelj trenda kretanja povrata na ulaganja u poslovne nekretnine i državne obveznice, budući da su korišteni podaci o prinosima na nekretnine procijenjeni te nisu nužno reprezentativni za cijelo tržište poslovnih nekretnina u Hrvatskoj.

Izvori: Bloomberg i Propertias

Rast cijena ostvaruje se, osim na tržištu stambenih, i na tržištu poslovnih nekretnina, pa se prinosi na ulaganja u poslovne objekte smanjuju. Unatoč ovim trendovima, ulaganja u nekretnine i dalje su komparativno znatno profitabilnija u odnosu na tradicionalna financijska ulaganja (slika 18.). Stoga su u kombinaciji s razmjerno većom slobodom pri investiranju u odnosu na druge financijske posrednike, društva za osiguranje zadržala svoja ulaganja u nekretnine na komparativno visokoj razini od 7,4% ukupnih ulaganja (slika 19.), što bitno nadilazi prosječnu izloženost društava za osiguranje u EU-u tržištu nekretnina.

Slika 19 | Ulaganja društava za osiguranje u nekretnine (1. tr. 2019.)



Napomena: Prikazane izloženosti tržištu nekretnina ne uključuju indirektnu izloženost tom tržištu te investicije u nekretnine potrebne za obavljanje djelatnosti društava za osiguranje.

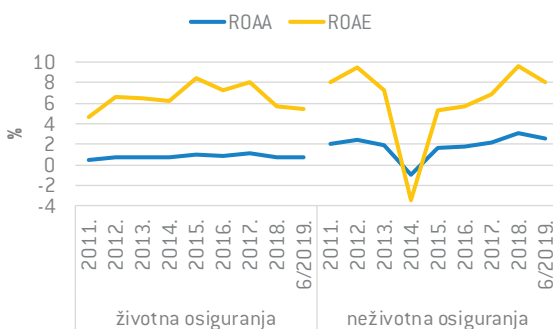
Izvor: EIOPA

Rizici ulagatelja i dalje postoje kod pojedinih financijskih proizvoda, iako je ESMA proširila zabranu binarnih opcija i ograničenja CFD-ova malim ulagateljima. Nakon provedene javne rasprave i izvršenih analiza, Upravno vijeće Hanfe je također donijelo odluku o trajnoj zabrani trgovanja binarnim opcijama i trajnom ograničenju trgovanja CFD-ovima⁹.

3.4. Profitabilnost i kapitaliziranost

Profitabilnost pružatelja financijskih usluga i fondova na zadovoljavajućim je razinama iako okruženje niskih kamatnih stopa nastavlja opterećivati njihovo poslovanje pa potiče daljnju potragu za prinosima te preuzimanje potencijalno većih rizika. Generiranje adekvatnih prinosa posebno je izazovno za društva u segmentu životnog osiguranja (slika 20.), s obzirom na njihove dugoročne obveze po policama s visokim garancijama sklopljenima u prošlosti¹⁰.

Slika 20 | Profitabilnost društava za osiguranje



Izvor: Hanfa

Povećani izdaci za štete u 2019. godini rezultirali su blagim padom profitabilnosti društava koja se bave neživotnim osiguranjima, što je vidljivo i kroz blago povećanje kombinirane kvote¹¹ (slika 21.).

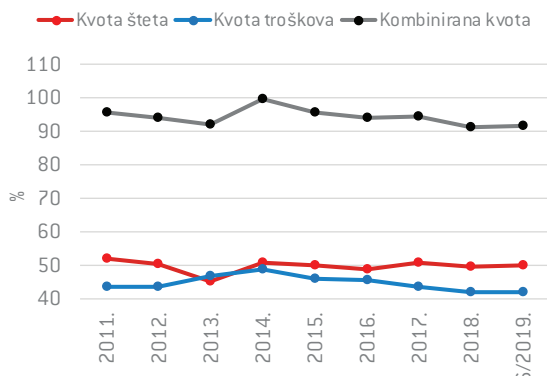
9 https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2019_07_71_1509.html

10 Tehničke pričuve formirane za životna osiguranja koja nose neku razinu garantiranog prinosa čine oko 89% ukupnih tehničkih pričuva za životna osiguranja (2. tr. 2019.).

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

Društva za osiguranje su kroz višegodišnju redukciju troškova poslovanja smanjila kombiniranu kvotu na razine na kojima je bila prije liberalizacije tržišta obveznih osiguranja u prometu pa je ona od kraja 2017. godine blago ispod medijalne vrijednosti kombiniranih kvota osiguratelja iz EU-a koja se kreće oko 95 %.

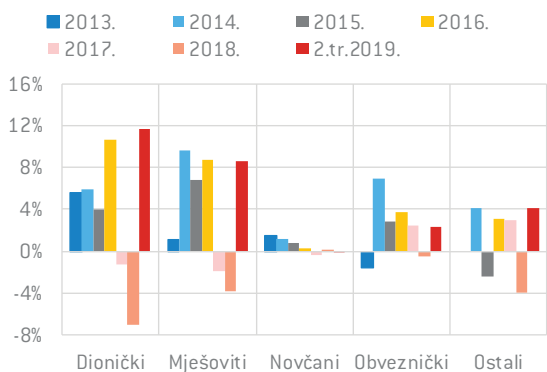
Slika 21 | Bruto kvote za skupinu neživotnih osiguranja



Izvor: Hanfa

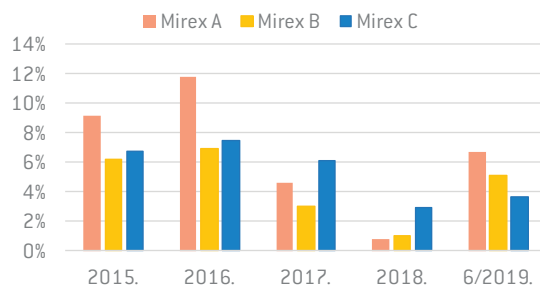
Rast cijena na dioničkim tržištima u 2019. godini, nakon nestabilne 2018., uz komparativno razmjerno visoke prinose koje generiraju domaći državni dužnički papiri, posebno starija izdanja, rezultirao je povećanjem prinosa cjelokupne domaće fondovske industrije u prvom polugodištu 2019. godine nakon gubitaka ostvarenih u 2018. uzrokovanih negativnim kretanjima na međunarodnim tržištima kapitala te krizom koncerna Agrokor (slike 22. - 25.).

Slika 22 | Prosječni godišnji prinosi UCITS fondova ponderirani udjelom u imovini



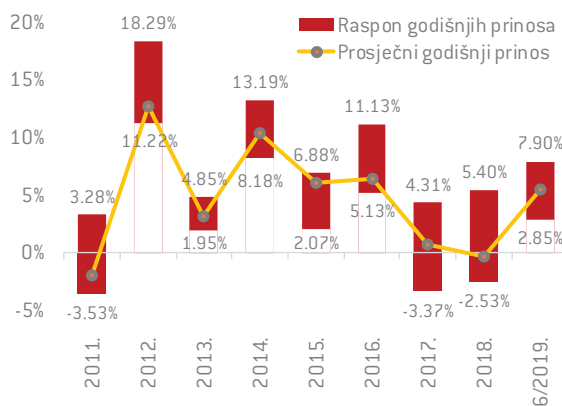
Izvor: Hanfa

Slika 23 | Godišnji prinosi Mirex indeksa



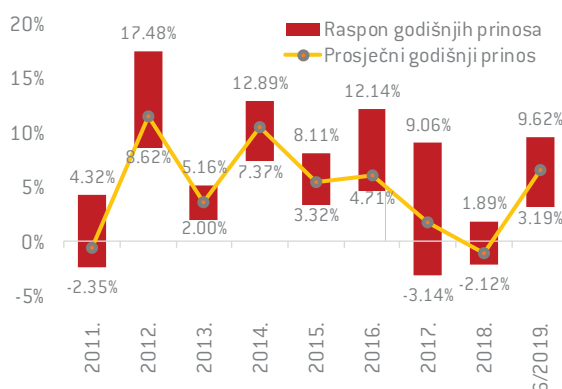
Izvor: Hanfa

Slika 24 | Prinosti otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova



Izvor: Hanfa

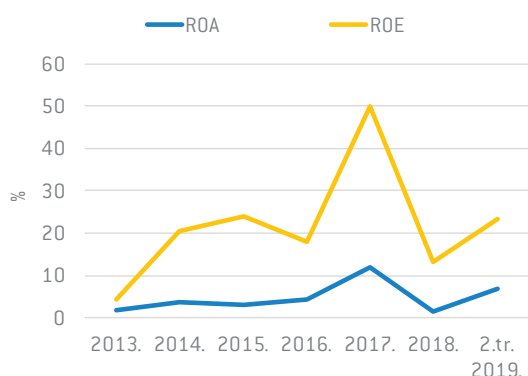
Slika 25 | Prinosti zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova



Izvor: Hanfa

Slaba aktivnost na domaćem tržištu kapitala usmjerila je investicijska društva na traženje povrata na inozemnim tržištima pa tijekom posljednjeg razdoblja raste prihod od trgovanja u tom segmentu (slika 26.).

Slika 26 | Profitabilnost investicijskih društava



Napomena: Pokazatelji profitabilnosti za drugo tromjesečje 2019. su anualizirani.

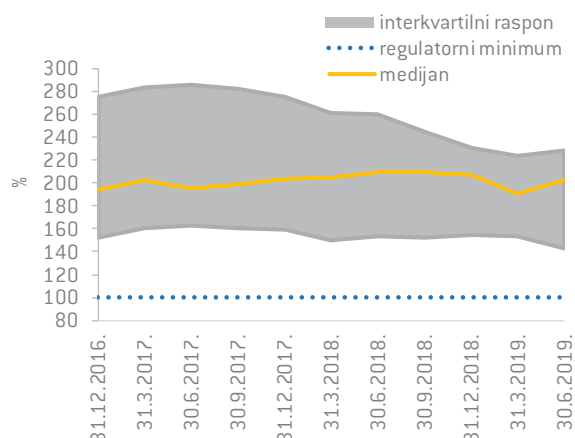
Izvor: Hanfa

Unatoč nižoj profitabilnosti, pokazatelji solventnosti¹² sektora osiguranja razmjerno su stabilni, uz medijalni omjer solventnosti koji znatno nadilazi regulatorni minimum¹³ (slika 27.).

Povećanjem kreditnog rejtinga Republike Hrvatske početkom 2019. smanjio se čimbenik rizika u izračunu kapitalnih zahtjeva za koncentracijski rizik i rizik raspona vezan uz državne obveznice izdane u stranoj valuti. To je u velikoj mjeri doprinijelo širenju gornjeg dijela distribucije omjera solventnosti u odnosu na prošlo tromjesečje. Smanjenje navedenog čimbenika zasigurno će u velikoj mjeri utjecati na planirane strategije ulaganja društava za osiguranje s visokom izloženošću prema državnim obveznicama izdanima u stranoj valuti, čija bi kapitalna adekvatnost bez primjene prijelaznih mjera u izračunu kapitalnih zahtjeva za spomenuti rizik (povećanje pondera rizika za izračun kapitalnih zahtjeva s 50 % na 100 %) u idućoj godini bila ozbiljno narušena bez poduzimanja mjera za smanjivanje rizika.

- 12 Solvency 2 definira dvije razine potrebnog kapitala: minimalni potrebni kapital (MCR), koji predstavlja najnižu dopuštenu razinu kapitala te potrebni 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.
- 13 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 %.

Slika 27 | Omjeri solventnosti društava za osiguranje

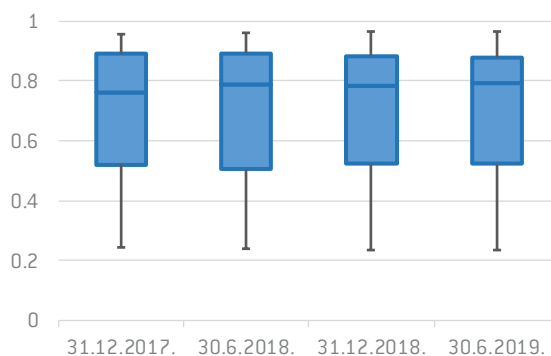


Izvor: Hanfa

3.5. Rizik likvidnosti

Likvidnost sektora financijskih usluga nije se značajno promijenila tijekom prvog polugodišta 2019. u odnosu na prethodnu godinu (slika 28.). Medijalni udio likvidne u ukupnoj imovini društava za osiguranje vrlo je blago porastao u tom razdoblju (sa 78,4 % na kraju 2018. na 79,2 % sredinom 2019.). Domaći je sektor osiguranja komparativno likvidniji u odnosu na prosjek europskih osiguratelja (iznosio je 67 % na kraju 2018.), što je posljedica razmjerno veće zastupljenosti ulaganja u obveznice domaćih osiguratelja u odnosu na društva iz EU-a. Naime, državne obveznice se, neovisno o kreditnom riziku izdavatelja (rejtingu), smatraju najlikvidnijim oblikom ulaganja, jednako kao i novac i depoziti.

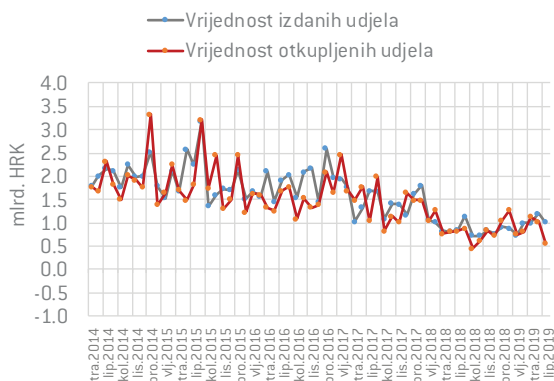
Slika 28 | Omjeri likvidnosti društava za osiguranje



Izvor: Hanfa

Likvidnost UCITS fondova također je stabilna s obzirom na uravnoteženost uplata u fondove i povlačenja iz njih (slika 29.). Od sredine 2018. godine primjetan je trend rasta aktivnosti ulagatelja u investicijskim fondovima.

Slika 29 | Trgovanje udjelima UCITS fondova



Izvor: Hanfa

3.6. Operativni rizici

Kibernetski rizik

Kibernetske prijetnje i dalje ostaju značajan rizik za stabilnost globalnog financijskog sustava. Distribucijski kanali financijskih posrednika posljednjih godina prolaze kroz ubrzani proces transformacije i digitalizacije pa se smanjuje broj tradicionalnih podružnica te se unaprjeđuju internetske usluge. Ovaj trend primjetan je i u Hrvatskoj. U novije vrijeme, P2P¹⁴ kreditiranje, pružatelji e-novca i ostale Fintech tvrtke nude svoje sve popularnije usluge putem aplikacija i web-sučelja. Empirijska istraživanja pokazuju kako je upravo područje financija najizloženije kibernetičkim incidentima i to ponajprije u segmentu aplikacija i web-sučelja¹⁵. Međutim, iako kibernetički incidenti sami po sebi uglavnom ne predstavljaju sistemski rizik¹⁶, u kombinaciji s ekonomskim ranjivostima i rizicima koje kroz svoje poslovanje preuzimaju sudionici na

14 Peer-to-peer pozajmljivanje je kredit koji privatna osoba dodjeljuje drugoj privatnoj osobi.

15 Kopp et al. (2017.): Cyber Risk, Market Failures and Financial Stability, MMF Working Paper, WP/17/185

16 Danielsson et. al. (2016): Model Risk of Risk Models, Journal of Financial Stability 23, 79-91

tržištu (npr. kamatni, investicijski i sl.), kibernetički bi rizik mogao biti jedan od okidača sustavne krize, odnosno njezin katalizator. Financijska infrastruktura najranjiviji je dio financijskog sustava uglavnom zbog svoje nezamjenjivosti u sustavu, kao što je to slučaj u Hrvatskoj gdje se pojedine financijske usluge i procesi bitni za funkcioniranje cijelog sustava koncentriraju i odvijaju unutar jednog sistemski značajnog subjekta (Zagrebačka burza, Regos, SKDD). To je obilježje u kombinaciji s visokim stupnjem međuovisnosti i koncentracije (subjekata unutar i van financijskog sustava), nedostatkom transparentnosti u pogledu međusobne povezanosti te velike oslonjenosti na podatke, izvor potencijalnog sistemskog efekta izoliranih kibernetičkih incidenata na pojedine točke financijske infrastrukture.

U dijelu nadzora i izgradnje otpornosti na kibernetičke napade brojne države članice EU-a primijenile su, ili trenutno primjenjuju, okvire za testiranje informacijske sigurnosti. Kako bi se osigurala dosljedna primjena te stvaranje jednakih uvjeta za kibernetičku otpornost subjekata nadzora i financijske infrastrukture EU-a, Europska regulatorna tijela donijela su smjernice i prijedlog za koherentan okvir testiranja kibernetičke otpornosti za značajne sudionike na financijskom tržištu te cjelokupni financijski sektor u EU-u¹⁷. Hanfa će kao član *Cyber Contact Group* ESMA-e nastaviti nadgledati moguće rizike kibernetičke prirode.

Geopolitički rizik

Financijska su tržišta postala izrazito osjetljiva na geopolitičke rizike koji su u drugom tromjesečju 2019. bili na visokoj razini (slika 11.). Globalni geopolitički uzroci tržišnih neizvjesnosti i fluktuacija, a koji se u određenoj mjeri odražavaju i na hrvatsko tržište kapitala, su napetosti na Bliskom istoku zbog incidenata između SAD-a i Irana, europska fragmentacija te trgovinske tenzije između SAD-a i Kine. Projekcije rizika u sljedećem tromjesečju u pogledu globalne trgovinske rasprave između SAD-a i Kine su visoke, dok je geopolitički rizik na razini EU-a na umjerenim razinama s obzirom na nedavne ishode parlamentarnih izbora na razini EU-a, ali i nacionalnim razinama.

17 <https://eba.europa.eu/documents/10180/2551996/JC+2019+25+%28Joint+ESAs+Advice+on+a+coherent+cyber+resilience+testing+framework%29.pdf>

U Europi ostaje izražen rizik izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a bez dogovora ("no-deal Brexit"). Drugo tromjesečje 2019. obilježio je izbor novog premijera Ujedinjene Kraljevine, što je povećalo izgleda za Brexit bez dogovora. Negativno raspoloženje odrazilo se na volatilnost tečaja i strah oko gospodarskog rasta, dok su tržišta kapitala uglavnom rasla zahvaljujući slabljenju trgovinskih tenzija u EU-u (indeks FTSE 100 porastao je 5,4 %, a Eurostoxx 5,3 %). Bez uočljivih kretanja povezanih s Brexitom na financijskim tržištima tijekom drugog tromjesečja 2019., imenovanje novog premi-

jera i budući stav vlade u vezi s Brexitom, mogu dovesti do novih nesigurnosti na europskim i hrvatskom tržištu kapitala u sljedećem tromjesečju. U okviru rada ESMA-e, Hanfa je sudjelovala u izradi i usuglašavanju teksta Multilateralnog sporazuma o suradnji, koji bi predstavnici nadzornih tijela država članica EU 27 (i država Europskog ekonomskog prostora - EEA) sklopili s britanskim nadzornim tijelom (Financial Conduct Authority - FCA), u slučaju izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a bez postizanja sporazuma o istupanju.

Tržište financijskih usluga kao izvor sistemskih rizika

Sistemski rizik je koncept koji se uglavnom povezuje s bankovnim sektorom, prije svega zbog njegove dominantne zastupljenosti u cjelokupnom financijskom sustavu, ali i uloge u posljednjoj globalnoj financijskoj krizi. Međutim, unatoč činjenici da je čitava tradicionalna djelatnost osiguratelja općenito manje rizična u odnosu na bankovni sektor¹⁸ te da su sistemski događaji u tom dijelu financijske sfere znatno rjeđi, sektor osiguranja kao dio sustava također može biti izvor i/ili katalizator rizika sistemske prirode¹⁹. S porastom imovine osiguratelja te donekle izmijenjenim poslovnim modelima društava za osiguranje raste i potencijalni doprinos tog sektora razvoju sistemskog rizika²⁰. Stoga je važno redovito pratiti i analizirati rizike sektora osiguranja kao i njihovu prirodu kako bi se pravodobnim djelovanjem oblikovale ključne makroprudencijalne politike i adekvatno adresirala akumulacija sistemskih neravnoteža te pripremili financijski subjekti za apsorpciju eventualnih nestabilnosti. U nastavku je dan kratak teorijski pregled evolucije (sistemskih) rizika u ovom sektoru te njihovih kanala transmisije, kao i recentnih ranjivosti europskog i domaćeg sektora osiguranja. Okidač (sistemskog) rizika u sektoru osiguranja, slično kao za ostale financijske institucije, može proizaći iz makroekonomskog (npr. gospodarsko

usporavanje i nepovoljni trendovi na tržištu rada zbog kojih se može povećati stopa raskida polica osiguranja), financijskog (promjene u prinosima, kamatnim stopama, cijenama na tržištu kapitala i tržištu nekretnina) ili nefinancijskog okružja (demografske promjene, kibernetički napadi, klimatske promjene). No, hoće li se taj inicijalni poremećaj razviti u sistemski događaj ovisi o specifičnim profilima rizičnosti i ranjivostima svakog pojedinog osiguratelja, njihovoj međusobnoj povezanosti, ali i karakteristikama cjelokupnog sustava.

Dvije su moguće situacije u kojima takav inicijalni šok prerasta u sistemsku nestabilnost (slika 1.). U prvom slučaju, ako inicijalni šok narušava uredno poslovanje jedne, ali sistemski značajne financijske institucije, koja zbog svojih karakteristika (veličine, kompleksnosti, jedinstvenosti i povezanosti s drugim subjektima) može uzrokovati otežano poslovanje cjelokupnog financijskog sustava (domino efekt).²¹ Drugi se slučaj javlja kada grupa financijskih institucija koje pojedinačno ne moraju biti sistemski značajne, zbog sličnih aktivnosti, odnosno izloženosti pojedinim instrumentima/izdavateljima na istim tržištima mogu postati prijetnja financijskoj stabilnosti²² (cunami efekt).

18 ELOPA: Systemic risk and macroprudential policy in insurance

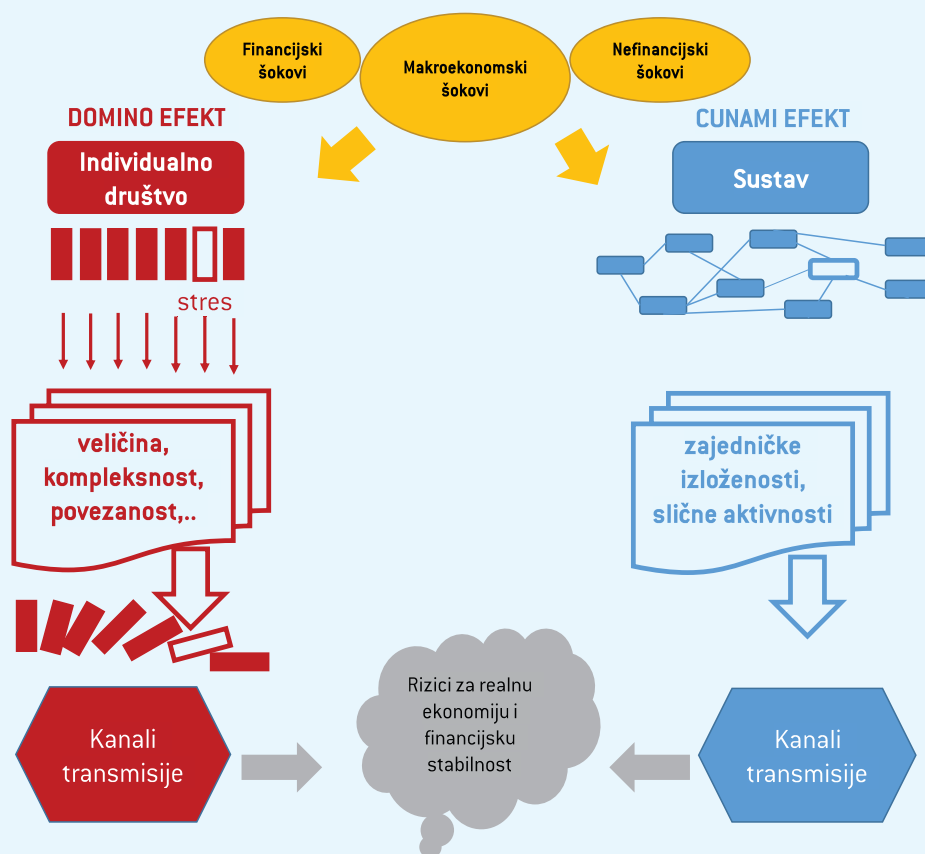
19 Billio, M., Getmansky, M., Lo, A. W., and Pelizzon, L.: Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors. *Journal of Financial Economics*, v.104, no.3, 2012, pp.535-559. i Weiß, G. N. and Mühlhnickel, J.: Why do some insurers become systemically relevant? *Journal of Financial Stability*, v.13, 2014, pp.95-117.

20 Na razini EU-a imovina društava za osiguranje u posljednjih desetak godina gotovo se udvostručila.

21 Određivanje globalno sistemski važnih osiguratelja (engl. GSII - *Global Systemically Important Insurers*) jedna je od zadaća Međunarodne udruge nadzornika osiguranja (engl. IAIS - *International Association of Insurance Supervisors*) koja kontinuirano unaprjeđuje metodologiju za određivanje GSII.

22 Primjerice, ako osiguravatelji dominantno ulažu u obveznice, njihova iznenadna potencijalna korekcija cijena može imati dalekosežne posljedice na cjelokupni financijski sustav.

Slika 1 | Sistemski rizik u financijskom sustavu



Izvori: MMF i Hanfa

Kanali prelijevanja inicijalnih šokova iz sustava osiguranja na ostatak financijskog sustava i realno gospodarstvo slični su kao i kod ostalih financijskih institucija. Ipak, valja spomenuti dva najvažnija: kanal zaraze (*engl. contagion*) te kanal prisilne rasprodaje imovine (*engl. firesale*) kao specifični slučaj zaraze.

Izravna ili neizravna zaraza među financijskim institucijama važan je kanal multipliciranja učinaka inicijalnog šoka. Izravna zaraza među institucijama posljedica je direktnih veza između osiguratelja i ostalih financijskih institucija, dok je neizravna zaraza posljedica sličnih ulagačkih politika pa su institucije izložene istim ili sličnim kategorijama imovine čije promjene cijena mogu uzrokovati poremećaje u njihovom redovnom poslovanju. Pritom treba uzeti u obzir i međusobnu integraciju cjelokupnog sustava pružatelja financijskih usluga, što znači da osiguratelji nisu izolirani od poremećaja kod ostalih sudionika na financijskom tržištu. Tako npr. u potencijalnim stresnim uvjetima, osi-

guratelji mogu doći u likvidnosne probleme koji se potenciraju kroz indirektni kanal zaraze. Naime, iznenadna nagla i prisilna prodaja imovine od strane sistemski značajnog osiguratelja ili dovoljnog broja manjih osiguratelja, uz reputacijske rizike, može uzrokovati poremećaje na tržištu i posljedični pad cijene zbog otežane sposobnosti apsorpcije tržišta te tako dodatno otežati financiranje. Međudjelovanje rizika financiranja likvidnosti i rizika tržišne nelikvidnosti u konačnici može dovesti do spirale nelikvidnosti, povećane kolebljivosti na tržištu i poremećaja u tržišnim odnosima. Ovaj je kanal osobito važan za manja, slabije likvidna tržišta, kao što je hrvatsko.

Ipak, valja imati na umu kako su u stresnim uvjetima kanali prijenosa poremećaja međusobno isprepleteni pa će u slučaju realizacije stresnog scenarija inicijalni šokovi na razne načine utjecati na poslovanje društava za osiguranje kao i ostalih pružatelja financijskih usluga. Kompleksna globalna integracija i povezanost cjelokupnog finan-

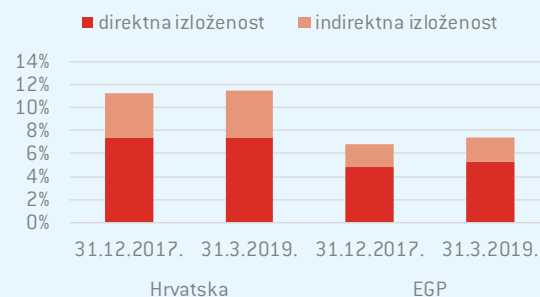
cijskog sustava stavljaju pred regulatore izazov otkrivanja svih potencijalnih kanala transmisije šokova među institucijama.

Recentne ranjivosti društava za osiguranje primarno su povezane s dugotrajno niskim kamatnim stopama koje su u europodručju na povijesno najnižim razinama pod utjecajem cikličkih (financijski ciklus) i strukturnih faktora (sekularna stagnacija).²³ Takvo prolongirano razdoblje povijesno niskih kamatnih stopa na globalnim tržištima stvara pritisak na profitabilnost i usmjerava osiguratelje da traže profitabilnije investicijske prilike kako bi ostvarili prinose dostatne za pokriće dugoročnih obveza ugovorenih u prošlosti (engl. “*search for yield*”). Dominantne investicijske strategije društava za osiguranje u Europi posljednjih godina temelje se na ulaganjima u dužničke vrijednosne papire, posebice državne obveznice koje se ocjenjuju kao relativno sigurna ulagačka pozicija. Iznimka u tom slučaju nije ni Hrvatska jer je imovina osiguravatelja također dominantno investirana u domaće državne dužničke vrijednosne papire s obzirom na još uvijek razmjerno visoke prinose koje generiraju u odnosu na preuzeti stupanj rizika (oko 64 % krajem prvog tromjesečja ove godine). Ipak, zbog kontinuiranog pada prinosa osiguratelji će u budućnosti biti primorani na daljnju diversifikaciju svog portfelja prema rizičnijim klasama imovine koje bi trebale osigurati veći prinos kroz duži rok.

Dioničko tržište alternativna je ulagačka mogućnost, no u Hrvatskoj se ne bilježi značajno povećanje dioničkih ulaganja što zbog povećane averzije prema riziku kojeg osiguratelji još uvijek nisu spremni preuzeti, a što zbog osiromašene ponude i vrlo niske likvidnosti domaćeg u odnosu na zapadnoeuropska tržišta kapitala. Posljedično se dio osiguratelja okreće ka inozemnim tržištima kapitala. No, ukupna ulaganja u to tržište još uvijek su znatno manja u odnosu na europski prosjek.²⁴ Jedna od zanimljivih alternativa tradicionalnim oblicima ulaganja je tržište nekretnina pa izlože-

nost osiguratelja tom tržištu u EU-u raste (slika 2).²⁵ Isti je trend zabilježen i u Hrvatskoj gdje osiguratelji nešto više ulažu u nekretnine u odnosu na europski prosjek (slika 19. u poglavlju 3.3. Tržišni rizici).

Slika 2 | Izloženost društava za osiguranje tržištu nekretnina, izražena kao udio ukupnih ulaganja



Napomena: Indirektna izloženost nekretninama je zbroj strukturiranih vrijednosnih papira koji su uglavnom izloženi tržištu nekretnina (engl. *Structured notes mainly exposed to real estate risk*, CIC 55), osiguranih vrijednosnih papira koji su uglavnom izloženi riziku nekretnina (engl. *Collateralised securities mainly exposed to real estate risk*, CIC 65) i kredita odobrenih uz nekretninu kao kolateral (engl. *Loans made with collateral in the form of real estate*, CIC 84). Direktna izloženost odnosi se na ukupnu izloženost nekretninama umanjenu za indirektnu izloženost i izloženost nekretninama za vlastite potrebe (CIC 93, CIC 95 i CIC 96).

Izvor: EIOPA

Izloženost tržištu nekretnina može biti rizična iz nekoliko razloga. S jedne strane, u uvjetima rastućih cijena nekretnina, kao što je trenutačno slučaj u većini europskih zemalja²⁶, ostvareni se prinosi smanjuju. To negativno utječe na profitabilnost osiguratelja koji ulaganjem u alternativne oblike imovine, kao što su nekretnine, diversificiraju svoj portfelj, ali i preuzimaju veći rizik. S druge pak

23 ESRB: Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system

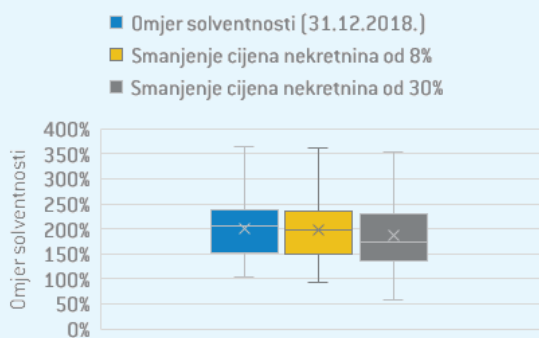
24 Krajem prvog tromjesečja 2019. u Hrvatskoj je oko 8 % imovine osiguratelja bilo povezano s dioničkim tržištem, što je gotovo upola manje u odnosu na agregatne pokazatelje za Europski gospodarski prostor (15 %).

25 U odnosu na kraj 2017. ukupna izloženost nekretninama, koja uključuje izravnu (engl. *general exposure*) i neizravnu izloženost (engl. *indirect exposure*) društava za osiguranje na europskoj razini do kraja prvog tromjesečja 2019. godine porasla je za 11,7 %.

26 Prema podacima Europske središnje banke, u 2018. godini cijene stambenih nekretnina u europodručju porasle su za 4,2 % uz izraženu heterogenost među zemljama. Istodobno su se cijene poslovnih nekretnina približile razinama iz 2007. godine (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190717_NBFImonitor2019fba7c155135.en.pdf)

strane, značajan rast cijena nekretnina koji nije utemeljen na makroekonomskim fundamentima (slika 17. u poglavlju 3.3. Tržišni rizici) povećava vjerojatnost korekcija cijena u budućnosti, što posljedično može imati negativan utjecaj na vrijednost imovine i kapitaliziranost društava za osiguranje. Pritom valja imati na umu kako financijski ciklusi traju duže i imaju veće amplitude u odnosu na poslovne cikluse²⁷, što potvrđuju i povijesno zabilježene korekcije cijena na tržištu nekretnina. Dodatno, u silaznoj fazi ciklusa smanjuje se likvidnost tržišta te se ujedno povećava kreditni rizik s obzirom da su društva za osiguranje i neizravno izložena tržištu nekretnina u vidu zajmova koje daju s nekretninama kao sredstvima osiguranja. Sve bi to u uvjetima iznenadnog poremećaja cijena na tržištu nekretnina nepovoljno utjecalo na sektor osiguranja. Ipak valja imati na umu kako su nekretnine, posebno poslovnog tipa, izrazito heterogena kategorija s obzirom na veličinu te kvalitativna i lokacijska obilježja te kako se svi opisani poremećaji koji se isprepliću u silaznoj fazi ciklusa najprije odražavaju na nekretninama "lošijih karakteristika" (starije nekretnine koje se nalaze na lošijim lokacijama). Istodobno bi korekcija cijena najmanje pogodila nekretnine na atraktivnijim lokacijama. Stoga pri razmatranju rizika koji proizlaze iz izloženosti društava za osiguranje tržištu nekretnina, osim agregatnih pokazatelja, valja adresirati i mikrostrukturu tih nekretnina.

Slika 3 | Simulacija utjecaja pada cijena nekretnina na kapitaliziranost osiguratelja u Hrvatskoj



Izvor: Hanfa

27 Borio C.: The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, BIS Working Papers No 395.

Analiza osjetljivosti kapitalnih pozicija društava za osiguranje na pad cijena nekretnina od dodatnih 8 %, odnosno 30 %²⁸ pored standardiziranog faktora rizika od 25 % za izloženosti tržištu nekretnina koji se koristi pri izračunu SCR-a pokazuje kako većina društava za osiguranje i nakon simuliranog značajnog smanjenja cijena ne bi imala problema s održavanjem omjera solventnosti iznad regulatorno propisane razine. Samo jedno društvo nakon dodatnog smanjenja vrijednosti nekretnina ne bi imalo dovoljno vlastitih sredstava za pokriće SCR-a, no sistemski bi učinak izostao (slika 3.). Iako rezultati simulacije sugeriraju kako s obzirom na kapitalne rezerve trenutne razine izloženosti domaćih društava za osiguranje ovom tržištu ne predstavljaju sistemsku ranjivost, treba istaknuti kako se poremećaji na tržištu nekretnina nikada ne javljaju izolirano od drugih šokova. Stoga nije isključivo kako bi se u slučaju nastupa nepovoljnog scenarija koji bi odražavao poremećaje u makroekonomskoj sferi (pad gospodarske aktivnosti, smanjenje plaća, rast nezaposlenosti i sl.), ali i na ukupnom financijskom tržištu (pad cijena dionica, pad vrijednosti dužničkih instrumenata neprvoklasnih izdavatelja, rast kamatnih stopa i kreditnog rizika) veći broj društava za osiguranje, odnosno čak pojedini segmenti tržišta financijskih usluga s obzirom na njegovu isprepletenost, mogli naći u poteškoćama s potencijalom destabilizacije cijelog sustava.

Jedan od najvažnijih alata za identificiranje ranjivosti financijskog sustava jest testiranje otpornosti institucija na stres. Riječ je o metodi kojom se nastoji ispitati otpornost sustava na iznenadne šokove koristeći jedan ili više stresnih scenarija. Na razini EU-a Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA) od 2011. kontinuirano provodi testiranje otpornosti

28 Uz šok od 25 % trenutnog trajnog smanjenja vrijednosti nekretnina koji je uključen u izračun SCR-a, promatrani su dodatni šokovi pada cijena nekretnina od 8 % (najveći jednogodišnji pad cijena) te smanjenja cijena nekretnina od 30 %, što je najveća zabilježena korekcija indeksa cijena nekretnina na domaćem tržištu.

na stres²⁹. Jedan od scenarija u posljednjem ispitivanju otpornosti uključuje, osim spomenutih makroekonomskih i financijskih šokova, i niz prirodnih katastrofa s obzirom na to da su klimatske promjene prepoznate kao novi izvor rizika čije posljedice još uvijek nisu dovoljno istražene. Spomenuta je vježba važna i za hrvatsko tržište jer otkriva potencijalne rizike koji bi se u stresnim uvjetima

na međunarodnim tržištima vjerojatno odrazili i na Hrvatsku. Ipak, s ciljem prikladnijeg identificiranja potencijalnih domaćih ranjivosti, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga u budućnosti će razvijati vježbe testiranja otpornosti na stres specifične za domaće okružje čime će se dodatno proširiti trenutni instrumentarij za upravljanje sistemskim rizicima na tržištu financijskih usluga.

29 Dosad su provedene četiri iteracije testiranja otpornosti na stres: 2011., 2014., 2016. i 2018. godine. U posljednjem testu iz 2018. godine sudjelovala su ukupno 42 društva za osiguranje koja pokrivaju oko 75 % europskog tržišta osiguranja, a u njemu nije sudjelovalo nijedno društvo iz Hrvatske, za razliku od testiranja iz 2016. i 2014. godine kada su u testiranju sudjelovala i društva iz Hrvatske jer se testom nastojalo obuhvatiti 75 % tržišta odnosno 50 % tržišta u svakoj državi članici. Sve informacije o testovima, uključujući i rezultate dostupne su na: <https://eiopa.europa.eu/finacial-stability-crisis-prevention/finacial-stability/insurance-stress-test>.

Popis kratica

| | |
|---------|---|
| BDP | – bruto domaći proizvod |
| CEE | – zemlje srednje i istočne Europe (engl. <i>Central and Eastern Europe</i>) |
| CFD | – ugovor za razliku (engl. <i>Contract for difference</i>) |
| DE | – Savezna Republika Njemačka |
| DZS | – Državni zavod za statistiku |
| EIOPA | – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. <i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>) |
| ESB | – Europska središnja banka |
| ESMA | – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. <i>European Securities and Markets Authority</i>) |
| EU | – Europska unija |
| EUR | – euro |
| Fina | – Financijska agencija |
| Hanfa | – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga |
| HNB | – Hrvatska narodna banka |
| HR | – Republika Hrvatska |
| KN, HRK | – hrvatska kuna |
| MCR | – minimalni solventni kapital (engl. <i>Minimum Capital Requirement</i>) |
| MMF | – Međunarodni monetarni fond |
| mIrd. | – milijarda |
| mil. | – milijun |
| p.b. | – postotni bod |
| PDV | – porez na dodanu vrijednost |
| Regos | – Središnji registar osiguranika |
| RH | – Republika Hrvatska |
| SAD | – Sjedinjene Američke Države |
| SCR | – potrebni solventni kapital (engl. <i>Solvency Capital Requirement</i>) |
| SKDD | – Središnje klirinško depozitarno društvo |
| UCITS | – otvoreni investicijski fond s javnom ponudom (engl. <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>) |
| UK | – Ujedinjena Kraljevina |