HANFA

HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

FINANCIJSKA STABILNOST

prosinac, 2023.

BROJ III

Financijska stabilnost

Broj III, prosinac 2023.

HANFA

SADRŽAJ

1. Uvodno 4
2. Makroekonomsko okružje 6
3. Financijska tržišta 15
4. Mirovinski fondovi 26
5. Investicijski fondovi 34
6. Društva za osiguranje 41
7. Leasing društva 49
8. Ostali pružatelji financijskih usluga 54
Okvir 1. Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju stabilnost sektora financijskih usluga u RH? 60
Okvir 2. Izloženost sektora financijskih usluga klimatskim rizicima 67
Popis kratica 75

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2806-6448

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

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.

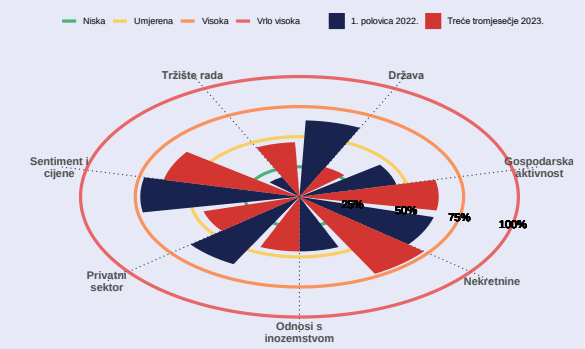
Financijsku stabilnost mogu narušiti procesi koji nastaju i razvijaju se unutar samog sustava stvarajući ranjivosti koje se u slučaju javljanja određenih šokova mogu materijalizirati u vidu narušenih likvidnosnih i kapitalnih pozicija financijskih institucija onemogućavajući nesmetano funkcioniranje cijelog financijskog sustava ili njegova dijela. Pritom šokovi mogu biti vanjski i poteći iz međunarodnog okruženja ili idiosinkratski, tj. 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 cijelog financijskog sustava ili njegova dijela uzrokujući pritom i ozbiljan negativan utjecaj na realno gospodarstvo predstavlja **sistemski rizik**.

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

Hanfa kontinuirano nadzire i prati izloženosti sektora financijskih usluga sistemskim rizicima, a zaključke procesa identifikacije, analize i ocjene izloženosti rizicima redovno objavljuje u publikaciji **Makroprudencijalni skener rizika**. I dok je fokus te publikacije na horizontalnim izloženostima sektora financijskih usluga kao jedinstvene cjeline pojedinim rizicima poput tržišnog, kamatnog ili valutnog, godišnjom publikacijom **Financijska stabilnost** detaljno se analiziraju vertikalna kretanja i rizici pojedinog segmenta sektora financijskih usluga, odnosno industrije osiguranja, leasinga, faktoringa, investicijskih i mirovinskih fondova, kao i financijskih tržišta te daje ocjena njihove izloženosti (i doprinosa) sistemskim rizicima. Pritom se analiza i procjena rizika u svakom od tih segmenata financijskog sektora promatra u kontekstu međunarodnih i domaćih makroekonomskih, monetarnih i financijskih kretanja. U publikaciji se donosi i ocjena ukupne izloženosti cjelokupnog sektora financijskih usluga sistemskim rizicima, kako onima kratkoročnog tj. cikličkog karaktera tako i dugoročnim, strukturnim rizicima. U publikaciji se prikazuju i rezultati ispitivanja otpornosti sektora financijskih usluga na malo vjerojatne, no moguće makroekonomske i financijske šokove (tzv. testiranje otpornosti na stres). Time publikacija Financijska stabilnost pruža cjelovit i sistematiziran uvid u rizike kojima je domaći sektor financijskih usluga izložen te analizira njihovu prirodu i karakter radi pravovremenog i primjerenog makrobonitetnog djelovanja s ciljem sprječavanja njihove materijalizacije i narušavanja stabilnosti domaćeg financijskog sustava te jačanja njegove otpornosti na šokove.

2. MAKROEKONOMSKO OKRUŽJE

Slika 2.1. Ubrzan rast cijena najistaknutiji je rizik makroekonomskog okružja
Ocjena razine sistemskih rizika u makroekonomskom okružju, u %



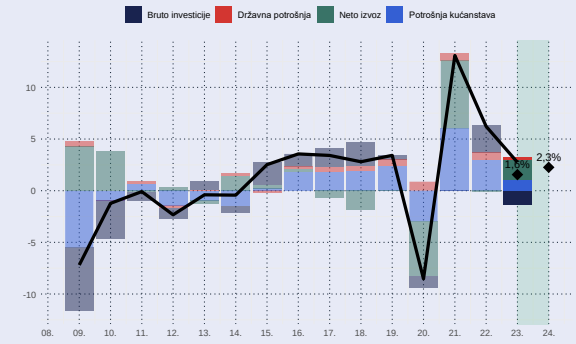
Izvor: Hanfa

Ocijenjeni sistemski rizici koji proizlaze iz kretanja u makroekonomskom okružju tijekom 2022. i prvog polugodišta 2023. zadržali su se na blago povišenoj razini unatoč prisutnom rastu gospodarske aktivnosti i to ponajprije zbog zabilježenih visokih inflacijskih stopa. Premda bi se inflacija trebala približiti umjerenim razinama do kraja 2024., negativni rizici projekcija naglašeni su, posebice s obzirom na relativno slabiju transmisiju monetarne politike u Hrvatskoj te planirani porast proračunskih rashoda u 2024. godini.

I dalje rast, ali usporen

Početak rata u Ukrajini početkom 2022. snažno je narušio kratkoročnu percepciju oporavka gospodarstva u *post COVID* razdoblju. Ipak, ostvarenja rasta u 2022. premašila su očekivanja[1] te je domaći BDP porastao za 6,3 % u realnim terminima u odnosu na 2021. godinu. Rastu su najviše doprinijele osobna potrošnja i bruto investicije, sa zabilježenim godišnjim rastom od 5,1 % odnosno 5,8 % (slika 2.2). U prvom dijelu 2023. stopa rasta ekonomske aktivnosti više je nego prepolovljena pa je godišnji rast u prvom polugodištu iznosio tek 2,1 %. Predvodnici ostvarenog skromnog rasta u prvom polugodištu bili su neto izvoz i osobna potrošnja, dok je doprinos bruto investicija bio negativan.

Slika 2.2. Očekivano usporavanje gospodarske aktivnosti u 2023. godini
Realni rast BDP-a (godišnja stopa promjene, u %) i doprinosi rastu (postotni bodovi)



Napomena: Označeno područje, točke i brojčane oznake označuju projekcije realnog rasta BDP-a Europske komisije. Podatak za 2023. označuje stopu promjene BDP-a ostvarenog u prvom polugodištu 2023. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.
Izvori: Eurostat, Europska komisija (DG-ECFIN)

Premda usporen, rast domaćeg gospodarstva i dalje je naglašeniji od rasta zemalja u europskom okružju (slika 2.3.). Glavni vanjskotrgovinski partneri Hrvatske u drugom tromjesečju zabilježili su ili pad gospodarske aktivnosti ili tek blagi rast[2]. Ova nepovoljna kretanja nisu umanjila inozemnu potražnju pa je turistička sezona pokazala vrlo uspješna

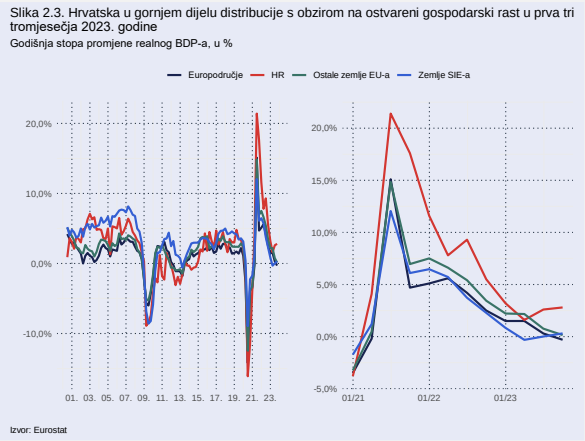
[1] Prema projekciji Europske komisije iz svibnja 2022. za hrvatsko je gospodarstvo u prošloj godini prognoziran rast od 3,4 %, dok je u jesenskoj projekciji iz listopada 2021. prognoziran rast od 5,6 %

[2] Godišnje stope promjene tromjesečnog BDP-a su na kraju lipnja za Njemačku i Austriju iznosile 0,6 % odnosno -1,1 %, dok je gospodarstvo Italije stagniralo (0,1 %).

ostvarenja [3] i, uz osobnu domaću potrošnju, podržala ekonomski rast u 2023.

Stoga je u trenutačnim makroekonomskim uvjetima gospodarska struktura, dominantno usmjerena prema turizmu i s njime povezanim aktivnostima, nastavila podržavati skromni rast, barem u kratkom roku. No ako nepovoljna recesijska kretanja iz zemalja u okružju potraju i umanje inozemnu potražnju, neminovno bi se mogla odraziti i na pad domaće gospodarske aktivnosti, a recentne ekonomske projekcije sugeriraju kako Njemačku i Italiju, dva najveća vanjskotrgovinska partnera Hrvatske, ove i sljedeće godine očekuje nizak pa i negativan ekonomski rast.[4]

Slika 2.3. Hrvatska u gornjem dijelu distribucije s obzirom na ostvareni gospodarski rast u prva tri tromjesečja 2023. godine



Izvor: Eurostat

Iako bi usporavanje gospodarstva ublažilo inflacijske pritiske na strani potražnje, ono istovremeno značajno povećava sistemske rizike. Recesijska razdoblja nerijetko prati i povišena volatilnost na financijskim tržištima, a u ekstremnim primjerima i potencijalni nedostatak tržišne likvidnosti. To u okolnostima smanjene sposobnosti otplate financijskih obveza realnog sektora može dovesti i do smanjene potražnje za financijskim proizvodima te rasta kreditnog rizika i troškova financijskog sektora. U takvim okolnostima sektor financijskih usluga bio bi izložen iznenadnim sistemskim šokovima povjerenja investitora.

Očekivano usporavanje inflacije izloženo brojnim rizicima

Glavno obilježje makroekonomskog okružja u 2022. bile su visoke inflacijske stope koje su u svibnju 2022. premašile dvoznamenkaste vrijednosti (slika 2.4.). Cjenovni pritisci ustrajali su i u ostatku godine pa je na kraju prosinca 2022. stopa inflacije iznosila 12,7 %. Sve komponente potrošačke košarice doprinijele su tom rastu, a najveći doprinos došao je od kategorije hrane i energije (porast od čak 18,8 % odnosno 15,3 % u 2022.).

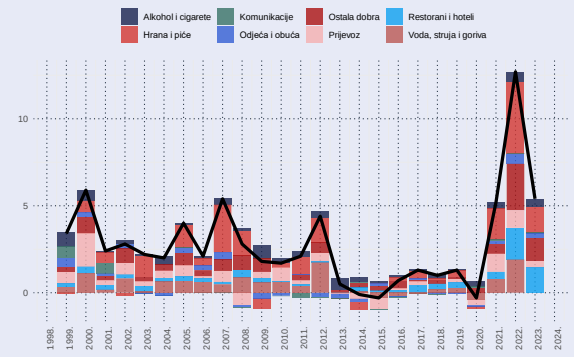
Razlozi snažnog rasta cijena u prošloj godini bili su mnogobrojni, a pritisci su dolazili i sa strane ponude i sa strane potražnje. Rast cijena energenata, potaknut otvaranjem gospodarstava i povećanom potražnjom u postpandemijskom razdoblju, u kombinaciji s geopolitičkim šokom u obliku izbijanja rata u Ukrajini i posljedičnim uvođenjem sankcija Rusiji bio je jedan su od važnih čimbenika globalnog rasta cijena. Pored toga, na rast globalnih cijena utjecali su i poremećaji u dobavnim lancima koji su vršeći pritisak

[3] Prema podacima e-Visitora u prvih osam mjeseci 2023. zabilježeno je 7.6 % više dolazaka i 2,0 % više noćenja u odnosu na isto razdoblje 2022. godine.

[4] Prema jesenskoj projekciji Europske komisije domaće bi gospodarstvo u 2023. i 2024. trebalo nastaviti sa skromnim rastom od 2,6 % i 2,53 %. Istovremeno su za Njemačku i Italiju, dva važna vanjskotrgovinska partnera Hrvatske, projicirane značajno niže stope: pad njemačke gospodarske aktivnosti od 0,34 % i anemičan rast talijanskog gospodarstva od 0,78 % u 2023. godini.

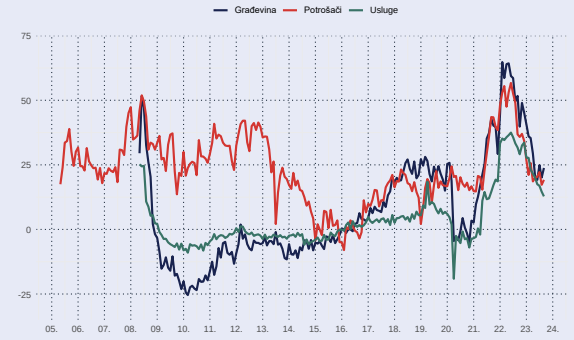
na rast troškova proizvodnje stvorili jaz između potrošačkih i proizvođačkih cijena. Dodatan zamah inflatornim kretanjima dala su i povišena inflacijska očekivanja (slika 2.5.), poglavito u drugom polugodištu 2022.

Slika 2.4. Sve komponente potrošačke košarice bilježe rast cijena
Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima



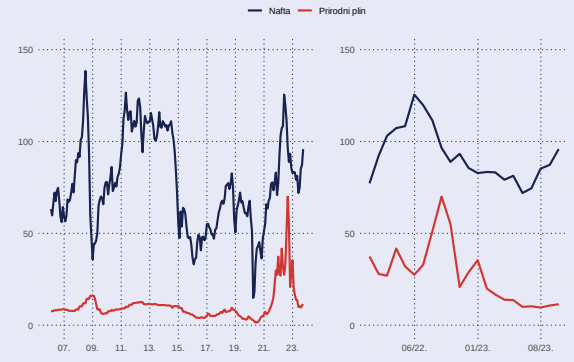
Napomena: Ostala dobra uključuju kategorije: namještaj, edukacija, zdravlje te rekreacija i kultura.
Izvor: Eurostat

Sliak 2.5. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća u padu
Indeks očekivanog kretanja cijena u narednom razdoblju, u %



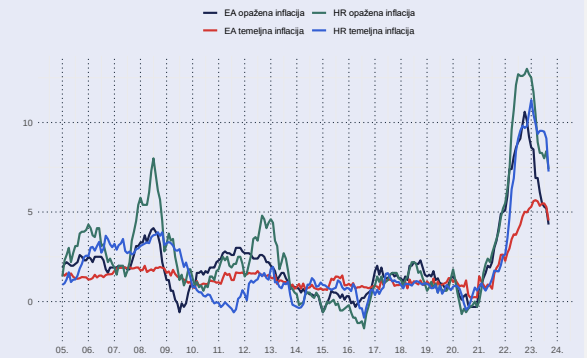
Napomena: Očekivanja poduzeća iz djelatnosti građevine i usluga odnose se na razdoblje od tri mjeseca unaprijed, a očekivanja potrošača na razdoblje od dvanaeast mjeseci unaprijed.
Izvor: Eurostat

Slika 2.6. Cijene nafte i prirodnog plina značajno smanjene u odnosu na prošlogodišnje vrijednosti
Cijena barela sirove nafte i kubičnog metra prirodnog plina, u dolarima



Izvor: St. Louis FED

Slika 2.7. Temeljna inflacija, iako u padu, u Hrvatskoj i dalje na visokim razinama
HICP - godišnja stopa promjene, u %



Izvor: Eurostat

Svi ti čimbenici rezultirali su snažnim stezanjem monetarne politike središnjih banka. FED je u prošloj godini kamatnu stopu dizao sedam puta pa je krajem godine raspon ključnih stopa iznosio od 4,25 % do 4,50 %, dok je ESB-ova ključna kamatna stopa iznosila 2,5 % (slika 3.2. u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

Restriktivna monetarna politika samo je djelomično utjecala na usporavanje inflacije u Hrvatskoj. Njezin se utjecaj ponajprije odrazio na inflacijska očekivanja, koja su u 2023. osjetno poboljšana (slika 2.5.) jer se transmisija monetarne politike u Hrvatskoj na realna kretanja događa manjim intenzitetom nego u drugim europskim zemljama, ponajprije zbog vrlo visoke likvidnosti domaćeg bankovnog sustava te strukture kamatnih stopa banaka. Naime, tijekom prošle godine u okviru priprema za uvođenje eura i usklađivanja monetarnog instrumentarija s ESB-ovim, HNB je oslobađanjem sredstava obvezne pričuve i minimalno potrebnih deviznih potraživanja doprinio povećanju ionako visoke razine likvidnosti sustava. [5] U takvim okolnostima europska monetarna politika tek djelomično utječe na

[5] Smanjenjem obvezne pričuve na 1 % i ukidanjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja bankama oslobođeno je oko 10 mlrd. EUR dodatne likvidnosti.

monetarne prilike i kreditnu aktivnost u Hrvatskoj.

I u prvoj polovini 2023. inflacija se zadržala na povišenoj razini. Na kraju kolovoza 2023. iznosila je 8,4 %, a najveći doprinos njezinom usporavanju proizašao je iz stabilizacije cijene energenata na svjetskim tržištima. Cijene sirove nafte su u kolovozu 2023. bile su čak 9,6 % manje u odnosu na vrijednosti zabilježene godinu ranije kada je znatno smanjen uvoz plina iz Rusije. Tako su se krajem kolovoza 2023 vratile na razine posljednji put zabilježene prije izbijanja rusko-ukrajinskog sukoba (slika 2.6.). Cijene prirodnog plina pratile su slične trendove te su se u odnosu na prošlogodišnje vrijednosti zabilježene u kolovozu smanjile za više od 6 puta.

Zabilježeno usporavanje stope inflacije u ovoj godini djelomično je rezultat i iščezavanja učinka baznog razdoblja. No, premda usporena, dinamika cijena i dalje ocrtava široko rasprostranjen rast svih sastavnica potrošačke košarice. Najveći doprinos rastu u prvih osam mjeseci ove godine ponovno je imala kategorija hrane i pića, ujedno i najveća kategorija u potrošačkoj košarici, čiji udio doseže čak 22 %. Cijene hrane bilježe kontinuirani rast od srpnja 2021. unatoč njegovom usporavanju u ovoj godini.[6]

Kako bi djelomično ublažila inflatorne pritiske, Vlada RH je sredinom kolovoza 2023. donijela **peti antiinflacijski paket mjera** u vrijednosti 464 mil. EUR, kojim je ograničena cijena za 30 proizvoda do ožujka 2024. godine.

Iako se inflacija nakon ljetnih mjeseci počela smirivati te je krajem listopada iznosila 5,8 %, cijene usluga i dalje bilježe ustrajan rast, što se odražava u pokazateljima temeljne inflacije, koja je na kraju listopada iznosila 6,5 % te je bila viša od agregatne stope inflacije. Navedeno ukazuje na ukorjenjivanje inflacije, odnosno inflacijskih očekivanja u Hrvatskoj, što pak otežava obuzdavanje inflacije u kratkom roku (slika 2.7.). Za razliku od Hrvatske, pokazatelji temeljne i ukupne inflacije europodručja na kraju studenog 2023. nisu znatnije odstupali.

Prema jesenskoj prognozi Europske komisije u 2023. se očekuje da će stopa inflacije u Hrvatskoj iznositi 8,1 %, dok bi se u narednoj godini trebala smanjiti na 2,4 %. Prognoze su izložene negativnim rizicima i ovise o nizu čimbenika globalnog karaktera poput kretanja cijena energenata i nastavka zaoštravanja monetarnih politika, ali i lokalnim specifičnostima kao što je brzina očekivanog nastavka procesa usklađivanja domaćih cijena usluga s onima u europodručju te kretanje proračunskih rashoda koji bi se mogli preliti u osobnu potrošnju. Važnu ulogu u formiranju inflacije imat će i kretanja na domaćem tržištu rada, koje je obilježeno strukturnim nedostatkom radne snage, što stvara snažne pritiske na rast plaća, a posredno i cijena.

Stabilno tržište rada

Tijekom 2022. tržište rada nastavilo je bilježiti rekordno nisku nezaposlenost. Na kraju prošle godine stopa nezaposlenosti iznosila je 6,7 %, a u ovoj se godini dodatno smanjila pod utjecajem uobičajenih sezonskih

[6] Krajem studenoga su cijene hrane i pića na godišnjoj razini porasle za 7,9 %.

oscilacija u vrijeme intenzivnih turističkih aktivnosti na 5,8 % na kraju rujna (slika 2.8.).

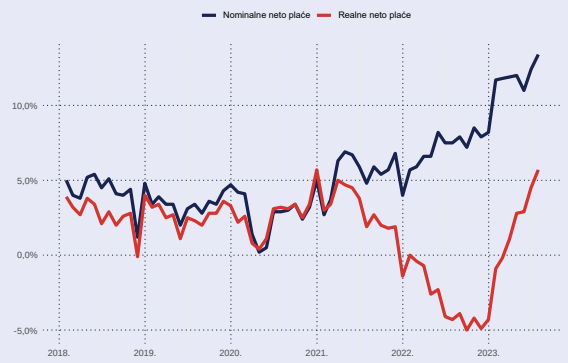
Važna karakteristika tržišta rada je i nadalje prisutan veliki manjak radne snage, koji bi se u narednom razdoblju mogao ublažiti participacijom većeg broja stranih radnika na domaćem tržištu. Prema statistici HZZ-a broj zaprimljenih zahtjeva za rad stranih radnika u Hrvatskoj u 2022. se gotovo udvostručio u odnosu na godinu ranije, a u prvih osam mjeseci ove godine već je i premašio prošlogodišnje vrijednosti.[7] Slični trendovi bi se mogli očekivati i u narednim godinama, a dodatan poticaj može dati najavljena izmjena zakonskog okvira kojima bi se pojednostavile i ubrzale procedure zapošljavanja stranih radnika te omogućio njihov dulji i trajniji rad u Hrvatskoj.[8] To bi trebalo barem djelomično smanjiti pritisak na prisutnu snažnu potražnju za radom. Naime, prema **OVI indeksu** kojim se mjeri broj *online* oglasa slobodnih radnih mjesta, potražnja za radom i dalje je značajna iako je u okolnostima usporavanja gospodarstva primjetno i njezino određeno popuštanje.

Navedene okolnosti odrazile su se i na rast plaća. Tako je u 2022. zabilježen snažan rast nominalnih plaća (8,2 % na godišnjoj razini), koji je dodatno ubrzan u prvih devet mjeseci 2023. (rast od 14,2 %), dok su realne plaće zbog inflacije rasle nešto sporije (na kraju rujna bile su 7,0 % više u odnosu na isto razdoblje 2022. godine, slika 2.9). Nova reforma **Zakona o plaćama u državnoj službi i javnim službama** i usklađivanje plaća u javnom sektoru, poglavito za zaposlenike s najnižim plaćama, očekuje se početkom 2024. godine.

Slika 2.8. Stopa nezaposlenosti na povijesno niskim razinama
Administrativna stopa nezaposlenosti, u %

Izvor: DZS

Slika 2.9. U prvoj polovici 2023. zabilježen porast plaća u nominalnim i realnim terminima
Godišnje stope promjena nominalne i realne neto plaće, u %



Izvor: DZS

Slika 2.10. Najveći rast plaća ostvaren u djelatnostima poljoprivrede, građevinarstva i javne uprave
Godišnja stopa promjene prosječne isplaćene plaće po djelatnostima, u %

Napomena: Podatak za 2023. odnosi se na srpanj. Podaci su dobiveni obradom prema obrascu JOPPD.
Izvor: DZS

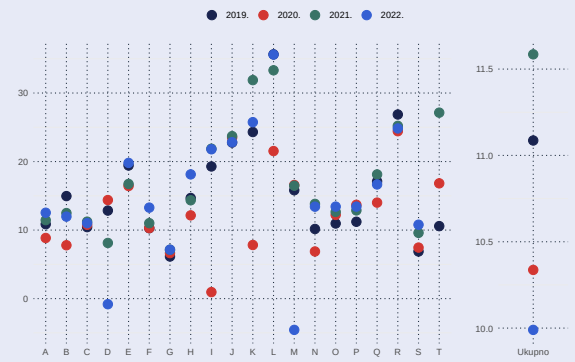
Kretanje plaća u narednom bi razdoblju moglo osobito biti pod povećalom zbog potencijala da podrži inflatorna kretanja,

[7] U 2021. ukupno je zaprimljeno 66.957 zahtjeva, u 2022. 129.339, a u prvih osam mjeseci 2023. 132.816.

[8] Naime, prema najavama Ministarstva unutarnjih poslova planirano je produljenje roka valjanosti radnih dozvola s jedne na tri godine, kao i produljenje dozvola za sezonski rad u poljoprivredi i turizmu sa šest na devet mjeseci.

posebno u trenutačnim okolnostima kada smjerovi monetarne i fiskalne politike međusobno divergiraju, uz upitnu efikasnost monetarnog zaoštravanja u RH. Naglašeniji rast plaća mogao bi dodatno otežati stabilizaciju i povratak inflacije na srednjoročne ciljeve, osobito ako se profitne marže nefinancijskih poduzeća ne smanje i time apsorbiraju dio troškovnih pritisaka plaća. Prema podacima Fine agregatna EBITDA marža sektora nefinancijskih poduzeća u 2022. smanjena je za 1,6 p.b. i iznosila je 10 %, no detaljnija analiza po djelatnostima otkriva kako je spomenuti pokazatelj u gotovo polovini promatranih djelatnosti ipak porastao u 2022. u odnosu na 2021. godinu (slika 2.11.).

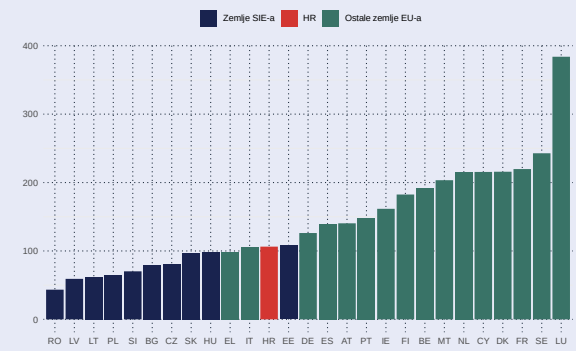
Slika 2.11. Agregatna EBITDA marža sektora nefinancijskih poduzeća smanjena u 2022.
EBITDA marža po djelatnostima i godinama, u %



Izvor: Fina

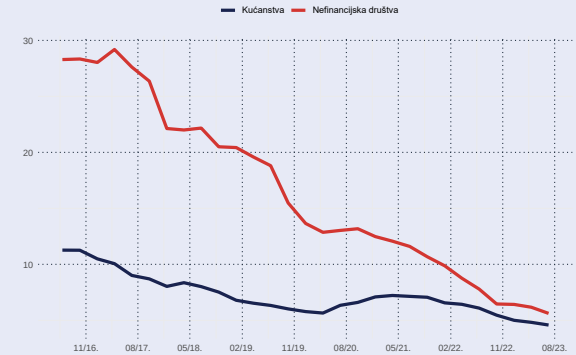
Relativni pokazatelji zaduženosti privatnog sektora nastavili su se poboljšavati tijekom 2022. pod utjecajem snažnog nominalnog rasta BDP-a. Istodobno se u apsolutnim terminima povećao dug i kućanstava (za 5,2 % na godišnjoj razini) i nefinancijskih poduzeća (za 6,3 % na godišnjoj razini). Rast apsolutnih i pad relativnih pokazatelja zaduženosti nastavljen je i u prvom dijelu 2023. godine [9], a Hrvatska je ostala pozicionirana u središnjem dijelu distribucije (slika 2.12.) zaduženosti među zemljama EU-a.

Slika 2.12. Hrvatska pozicionirana u središnjem dijelu distribucije zaduženosti među zemljama EU-a
Zaduženost privatnog sektora po zemljama, u % BDP-a



Izvor: Eurostat

Slika 2.13. Kvaliteta kreditnog portfelja privatnog sektora zasad nije značajnije narušena
Udio neprihodujućih u ukupnim kreditima, u %



Izvor: HNB

Unatoč rastu kamatnih stopa na nove dugove, koji opterećuje otplate novoodobrenih kredita[10], on je bio znatno manji nego u preostalim zemljama EU-a. Zaoštravanje monetarne politike ESB-a nije se u potpunosti prenijelo na domaće kamatne stope zbog vrlo visoke likvidnosti domaćeg bankovnog sustava, koja je dodatno povećana početkom 2023. smanjivanjem obvezne pričuve banaka na

[9] U prvom je polugodištu dug kućanstava porastao za 6,0 %, a nefinancijskih poduzeća za 7,4 %.

[10] Krajem listopada 2023. kamatne stope na nove stambene kredite kućanstvima bile su za 1,3 p.b. veće u odnosu na vrijednosti zabilježene u lipnju 2022. i iznosile su 3,6 %. U istom su razdoblju kamatne stope na nove kredite poduzećima koji su veći od 1 mil. EUR-a porasle za 3,6 p.b te su na kraju listopada 2023. iznosile 5,2 %.

1 %, visokog udjela kredita sa fiksnim stopama, dok su promjenjive dominantno vezane uz nacionalnu referentnu kamatnu stopu te zakonskog reguliranja najviše kamatne stope.

Ograničen porast kamatnih stopa, stabilni uvjeti na tržištu rada i bolje performanse duga u vidu veće zaštite od kamatnog rizika [11] pridonijeli su zadržavanju kreditnog rizika privatnog sektora na niskim razinama. Broj insolventnih poduzeća dodatno se smanjio u posljednjih dvanaest mjeseci [12], a udio neprihodujućih kredita za kućanstva i nefinancijska poduzeća na razini je povijesnih minimuma (slika 2.13.). Stoga, uzimajući u obzir očekivana monetarna kretanja u 2024. te lokalne specifičnosti financijskog sektora, u narednom se razdoblju ne očekuje znatnija materijalizacija kamatnog i kreditnog rizika nefinancijskog sektora. Unatoč tome kod određenih kategorija privatnog sektora koje su ugrožene s obzirom na njihovu već visoku zaduženost [13], koja može postati neodrživa i pri manjim promjenama troška duga i/ili izvora prihoda, sposobnost urednog servisiranja duga može biti ugrožena. Iako je razina zaduženosti domaćeg realnog sektora umjerena, pri čemu je i njezina kamatna struktura povoljna, gdje prevladava fiksna ili djelomično fiksna kamatna stopa, rast kreditnog rizika srednjoročno povećava sistemske rizike u bankovnom sustavu, a posredno i u nebankovnom sustavu kroz smanjenu potražnju za financijskim proizvodima i uslugama.

Javne financije pred novim izazovima

Nastavak rasta gospodarske aktivnosti u kombinaciji sa snažnim inflatornim pritiscima kratkoročno pozitivno utječe na prihodovnu stranu proračuna, što je dovelo do poboljšanja relativnih fiskalnih pokazatelja u 2022. godini. Iako je u apsolutnom iznosu javni dug tijekom 2022. porastao za 1 %, on je izražen u terminima nominalnog BDP-a smanjen za čak 10 p.b. te je na kraju 2022. iznosio 68,4 % BDP-a. Javni se dug dodatno povećao za 3,4 % u prvom polugodištu ove godine u odnosu na kraj 2022., no prema jesenskoj projekciji Europske komisije do kraja ove i u sljedećoj godini ovaj bi se pokazatelj u relativnom izrazu trebao nastaviti smanjivati, čime bi se do kraja 2024. približio maastrichtskom kriteriju od 60 % BDP-a (slika 2.14.). Konvergencija javnog duga propisanim kriterijima iz Maastrichta važna je obzirom da je Europska komisija početkom 2023. izdala **Smjernice za fiskalnu politiku za 2024.**, u kojima je naglasak stavljen na promicanje održivosti duga te održivog i uključivog rasta. Tim je Smjernicama krajem 2023. predviđena deaktivacija *Opće klauzule o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu*, kojom je u slučaju ozbiljnog gospodarskog pada predviđeno privremeno odstupanje od proračunskih

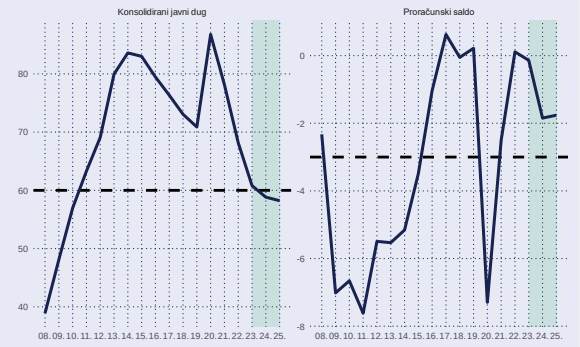
[11] Veći dio kućanstava i nefinancijskih poduzeća je, barem privremeno, zaštićen od trenutačnog značajnijeg povećanja tereta kamata na njihov nepodmireni dug jer je nešto manje od dvije trećine kredita izdano s duljim razdobljima fiksne kamatne stope.

[12] Krajem kolovoza 2023. prema podacima Fine broj insolventnih poduzeća iznosio je 13.659, što je za 4 % manje u odnosu na kolovoz 2022.

[13] Prema podacima HNB-a udio kredita koji se mogu smatrati najrizičnijima jer su im istodobno DSTI omjeri (engl. *debt service-to-income*) viši od 40 %, a LTV omjeri (engl. *loan-to-value*) viši od 90 %, na kraju 2022. iznosio je 18 %.

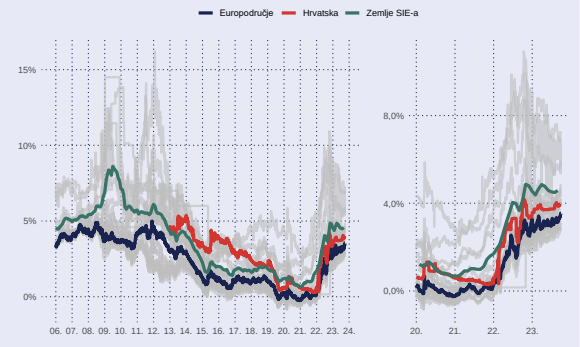
zahtjeva koji se uobičajeno primjenjuju. Nakon isteka primjene opće klauzule o odstupanju ponovno će se uvesti kvantificirane i diferencirane preporuke po državama članicama o fiskalnoj politici, a prostor za provedbu ekspanzivne fiskalne politike znatno će se smanjiti.

Slika 2.14. Fiskalni pokazatelji poboljšani u 2022. godini
Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države, u % nominalnog BDP-a



Napomena: Istaknuto područje označuje projekcijske vrijednosti. Istaknute razine označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta.
Izvor: Europska komisija (DG-ECFIN)

Slika 2.15. Rast prinosa na državne obveznice pod utjecajem rasta nerizične stope
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



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

Slika 2.16. Struktura javnog duga dodatno poboljšana nakon uvođenja eura

Napomena: Kratkoročni dug jest onaj s dospijećem do godine dana, dok je dugoročni s dospijećem duljim od godine dana.
Izvor: Eurostat

Uz javni dug, u 2022. je u relativnom iznosu poboljšan i proračunski saldo. Tako je nakon dvije uzastopne godine zabilježenog manjka u 2022. ostvaren višak koji je iznosio 0,4 % BDP-a, no do kraja prvog polugodišta ove godine ovaj se pokazatelj blago pogoršao te je iznosio -0,4 % BDP-a. Na poboljšanje fiskalnog salda u 2022. godini najveći utjecaj imalo je povećanje prihoda od PDV-a, ujedno i glavnog kanala punjenja proračuna, a koji su na godišnjoj razini porasli za 16,0 %.

Kretanje prinosa na domaće državne obveznice nije odstupalo od trendova zabilježenih u kretanjima prinosa ostalih zemalja europodručja. Prinosi na domaće obveznice tako su pod utjecajem rasta referentnih kamatnih stopa ESB-a u 2022. porasli za 3 p.b., a u prvih osam mjeseci 2023. za dodatnih 0,5 p.b. (slika 2.15.). Unatoč zaoštravanju monetarne politike ESB-a i rastu nerizičnih kamatnih stopa, premija rizika RH zadržana je na relativno niskoj razini u usporedbi sa zemljama SIE-a. Pozitivan je to ishod svrstavanja u investicijski razred od strane vodećih agencija za kreditni rejting u srpnju prošle godine u okolnostima dovršenja procesa uvođenja eura. U narednom će razdoblju diferencijacija premije za rizik među pojedinim zemljama biti osobito važna, na što će od značajan utjecaj imati stabilnost fiskalnih pokazatelja. Navedeno je značajno za Hrvatsku s obzirom na to da je većina duga koji dospijeva u kratkom roku izdana po znatno nižim kamatnim stopama od trenutačnih, pa će refinanciranje dospjelih obveznica nerazmjerno snažnije pogoditi percipirano rizičnije zemlje europodručja s naglašenim strukturnim ranjivostima. U takvim je okolnostima izuzetno važna povoljna ročna i geografska struktura javnog duga, koja nije značajnije

izmijenjena u prošloj godini (slika 2.16.)[14]. Uvođenje eura početkom 2023. poboljšalo je valutnu strukturu javnog duga pa su ostale valute (osim EUR i HRK) na kraju 2022. činile manje od 1 % ukupnog duga.

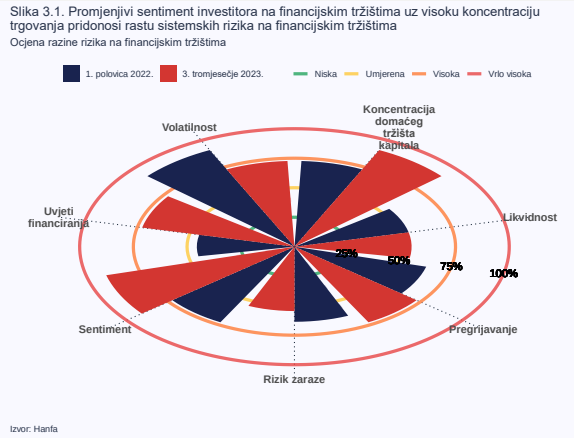
Značajan iskorak prema diversifikaciji vrsta ulagatelja u državne obveznice i implicitno dodatno poboljšanje strukture duga napravljeno je u ožujku 2023. izdavanjem prve „narodne“ obveznice, u koju je više od 43 tisuće građana, uz kamatu od 3,65 % uložilo više od 1,3 mlrd. EUR. Krajem 2023. prvi puta su izdani i „narodni“ trezorski zapisi. Razdoblje ponude sadržavalo je dva kruga upisa, od kojih je prvi krug bio namijenjen fizičkim osobama. Tijekom prvog kruga upisa ukupno je zaprimljeno 37.229 ponuda građana za upis trezorskih zapisa, od čega je uplaćeno 36.643 ponude u ukupnom nominalnom iznosu 1 mlrd. EUR.

Unatoč razmjerno stabilnim fiskalnim pokazateljima i zadržavanju premije za rizik na umjerenim razinama, kratkoročno su ipak naglašeni negativni rizici s obzirom na prisutne makroekonomske i geopolitičke neizvjesnosti, kao i najavljeno povećanje fiskalnih rashoda u narednoj godini, što bi moglo rezultirati porastom premije rizika, a posredno i prinosa na dugoročne obveznice u slučaju šokova i poremećaja na financijskim tržištima.

[14] I dalje je većina duga dugoročnog karaktera (na kraju ožujka 2023. 96,4 %) i domaće rezidentnosti (na kraju 2022. 68 %).

3. FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Slika 3.1. Promjenjivi sentiment investitora na financijskim tržištima uz visoku koncentraciju trgovanja pridonosi rastu sistemskih rizika na financijskim tržištima



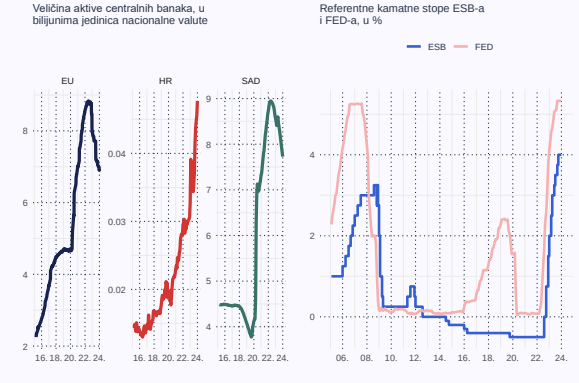
Izvor: Hanfa

Neizvjesno okružje u pogledu monetarnog zaoštravanja, povišenih geopolitičkih tenzija i recesijskih signala zadržano je i u 2023. godini. Međutim, financijska su tržišta unatoč tome zabilježila snažan rast cijena gotovo svih klasa financijske imovine. Očekivano približavanje završetka uzlaznog dijela kamatnih ciklusa i usporavanje stope inflacije uz zasad uspješno izbjegavanje recesije globalnog gospodarstva probudili su optimizam svjetskih ulagača. Odgođeni utjecaj visokih kamatnih stopa na makroekonomske pokazatelje potencira izraženije usporavanje visokozaduženih gospodarstava u narednom razdoblju te prijeti naglim pogoršanjem investicijskog raspoloženja. Povišeni geopolitički rizici smanjuju vjerojatnost „mekog prizemljenja“, što uz potisnutu premiju rizika svjetska financijska tržišta izlaže negativnim rizicima u kratkom roku.

Monetarno okružje i uvjeti financiranja

Ublažavanje inflacijskih pritisaka na strani ponude dobara u kombinaciji s rastućim strahom od recesije primirili su ciklus agresivnijeg podizanja referentnih kamatnih stopa tijekom prve polovice 2023. godine. Nastavak godine obilježilo je zauzimanje opreznijeg stava središnjih banaka zadržavanjem kamatnih stopa na visokim razinama. S obzirom na kumulativne učinke monetarnog zaoštravanja i makroekonomske trendove moguće je popuštanje mjera monetarne politike u narednom razdoblju, uz pretpostavku nastavka snižavanja stope inflacije.

Slika 3.2. Otpornost inflacije u SAD-u i EU-u stvara pritisak na monetarne vlasti, pri čemu se očekuje održavanje kamatnih stopa na visokim razinama



Izvori: HNB, ESB, Eurostat, St. Louis FED

Jačanje inflatornih pritisaka u neizvjesnom geopolitičkom okružju potaknulo je ciklus snažnog podizanja kamatnih stopa od strane FED-a tijekom 2022., čime je označen kraj dugogodišnjeg razdoblja jeftinog novca. Isti smjer monetarne politike zadržan je i u prvoj polovici 2023., no znakovi nestabilnosti na

bankovnom tržištu i postupno smirivanje inflacije obuzdali su intenzitet podizanja kamatnih stopa, pri čemu je njihov raspon na kraju 2023. iznosio između 5,25 % i 5,50 % (slika 3.2.). Uz zaoštravanje monetarnih uvjeta [15], Federalni odbor za otvoreno tržište je u lipnju 2022. započeo i proces smanjenja aktive primjenom kvantitativnog zatezanja (engl. *quantitative tightening*) odnosno prestanka reinvestiranja glavnice u tržište obveznica[16].

Kasniji početak monetarnog zaoštravanja ESB-a u odnosu na FED rezultirao je relativno intenzivnijom dinamikom podizanja kamatnih stopa u drugoj polovici 2022. godine. Ključne kamatne stope povećane su tako za 450 baznih bodova od srpnja 2022. do rujna 2023., što pokazuje posvećenost ESB-a ispunjavanju inflacijskog cilja od 2 %. Postupno ublažavanje inflatornih pritisaka uslijed pada cijena energenata primirilo je intenzitet podizanja kamatnih stopa sredinom 2023., pri čemu je kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja krajem 2023. iznosila 4,50 %.

Desetljeće ekspanzivne politike ESB-a [17] kroz različite programe otkupa vrijednosnica stvorilo je znatne viškove likvidnosti u financijskom sustavu, što otežava prijenos viših kamatnih stopa na gospodarstvo. Stoga je Upravno vijeće ESB-a od ožujka do lipnja 2023. provelo normalizaciju bilance, odnosno smanjenje iznosa vrijednosnica kupljenih u sklopu programa APP (engl. *Asset Purchase Programme*) na mjesečnoj razini od 15 mlrd. EUR. Smanjenje iznosa obveznica u portfelju te otplata TLTRO kredita[18] (engl. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) rezultirali su smanjenjem aktive ESB-a za 19,2 % u odnosu na vrhunac iz lipnja 2022., uz vjerojatan nastavak smanjenja portfelja ESB-a sličnom dinamikom i u narednom razdoblju.

Osim stabilnosti cijena FED je u sklopu dvojnog mandata orijentiran i na očuvanje gospodarske aktivnosti, što je u proteklom razdoblju pokušao ostvariti kroz politiku „mekog prizemljenja“ (engl. *soft landing*), odnosno smanjenja stope inflacije bez izazivanja recesije. Time je otvorio mogućnost toleriranja stope inflacije iznad inflacijskog cilja od 2 % u svrhu očuvanja zaposlenosti, o čemu svjedoči odluka o pauziranju podizanja kamatnih stopa na posljednjem sastanku u prosincu[19]. S druge strane, vodstvo ESB-a je u drugoj polovici 2023. kao primarni cilj istaknulo postizanje stabilnosti cijena u europodručju, indicirajući održavanje kamatnih stopa visokima u slučaju nastavka inflatornih pritisaka. Prema opaženim tržišnim kretanjima, generalno se očekuje smanjenje kamatnih stopa s obje strane Atlantika u srednjem roku, no

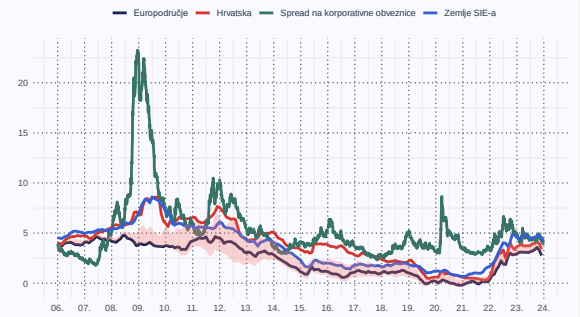
[15] FED je od početka 2022. do srpnja 2023. podizao referentne kamatne stope 11 puta uzastopno, pri čemu je dosegnut najviši raspon u posljednje 22 godine.
[16] Vrhunac vrijednosti aktive FED-a od 8,9 bn. dolara dosegnut je u travnju 2022. nakon čega je uslijedilo smanjenje za 0,9 bn. dolara u narednom razdoblju.
[17] Aktiva ESB-a je tijekom 2022. dosegnula vrhunac od gotovo 9 bn. EUR odnosno 70 % BDP-a europodručja.
[18] Ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) dugoročni su krediti po niskim kamatnim stopama koje su dostupne bankama koje su zadovoljile određene kriterije. Cilj ovog instrumenta bilo je povećanje kreditnih plasmana nefinancijskim poduzećima i kućanstvima odnosno poboljšanje transmisijskog mehanizma.
[19] Godišnja stopa inflacije u SAD-u tijekom kolovoza iznosila je 3,7 %.

uz neizvjesnu dinamiku monetarnog popuštanja.

Slika 3.3. Kombinacija kvantitativnog zatezanja i neizvjesnih gospodarskih kretanja stvara pritisak na rast zahtijevane stope prinosa
Terminska premija na desetogodišnju obveznicu SAD-a, u %

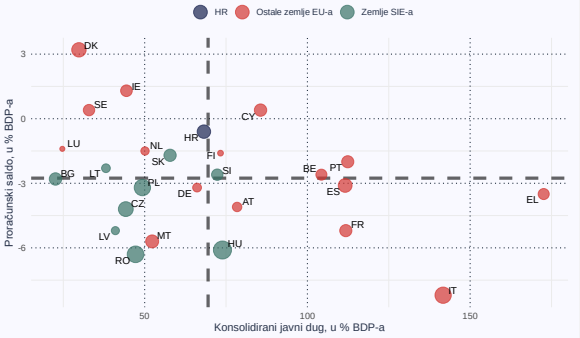
Izvor: Federal Reserve Bank of New York

Slika 3.4. Prinosi na državne obveznice RH stabilni unatoč okruženju visokih kamatnih stopa
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: ICE euro high yield spread (zelena linija) označuje razliku prinosa između indeksa rizičnih korporativnih obveznica na europskim tržištima koje se nalaze ispod investicijskog razreda i trezorskih zapisa. Crveno područje označava interkvartilni raspon prinosa zemalja EU-a.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, St. Louis FED

Slika 3.5. Unatoč pritisku na rashodnu stranu proračuna, javne financije održale su se na stabilnim razinama
Osnovni fiskalni pokazatelji zemalja EU-a na kraju 2022. godine



Napomena: Veličina točke označuje visinu kamatnih rashoda opće države u % BDP-a u 2022. godini. Linije na grafikonu označuju prosječne vrijednosti na kraju 2022. godine.
Izvor: Eurostat

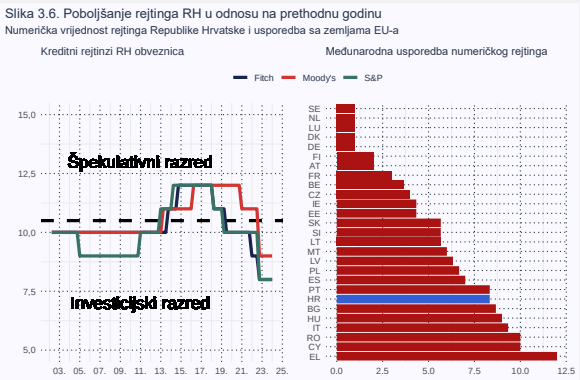
Unatoč monetarnom zaoštravanju, rastućim geopolitičkim rizicima te posljedičnom usporavanju globalnog gospodarstva, prinosi na dugoročne državne obveznice zabilježili su sporiji rast u 2023. u odnosu na prethodnu godinu, s obzirom na tržišna očekivanja skorog početka ciklusa monetarne relaksacije. Međutim, neizvjesna gospodarska kretanja i potražnja za rizičnijim klasama imovine ipak ostavljaju mogućnost iznenadne snažnije korekcije prinosa.

Očekivanja investitora u pogledu zaokreta restriktivne prema ekspanzivnoj monetarnoj politici odrazila su se na kretanje prosječnog prinosa zemalja europodručja, koji je smanjen za 16 baznih bodova od početka 2023. te je na kraju 2023. iznosio 2,76 %. Ublažavanje volatilnosti na europskom tržištu obveznica postignuto je uvođenjem novog instrumenta zaštite transmisijskog mehanizma (engl. *Transmission Protection Instrument*), koji korištenjem targetiranog pristupa usmjeravanja sredstava nastoji adresirati izazove oslabljene transmisije monetarne politike ESB-a. [20] Usprkos relativnoj stabilnosti prinosa tijekom 2023. i dalje je naglašen potencijal za njihov izraženiji skok zbog rasta terminske premije [21] na desetogodišnje obveznice SAD-a, koja je pozitivna prvi put nakon dvije godine (na kraju rujna iznosila je 0,16 %, slika 3.3.). Recentni monetarni zaokret i okončanje režima kvantitativnog popuštanja povećavaju mogućnost za osjetnije pogoršanje uvjeta financiranja od očekivanog kroz izgledno povećanje terminske premije u narednom razdoblju.

[20] Instrument zaštite transmisije mjera je čiji je cilj intervenirati na tržištima državnih obveznica čiji prinosi adekvatno ne reflektiraju makroekonomske fundamente, već su posljedica neurednih tržišnih kretanja.

[21] Terminska premija označava dodatan prinos koji investitori zahtijevaju zbog preuzimanja rizika promjene kamatnih stopa u dugom roku.

Slika 3.6. Poboljšanje rejtinga RH u odnosu na prethodnu godinu



Napomena: Kvantifikacija rejtinga temeljena je na ESB-ovu ključu za mapiranje rejtinga, koji je dodatno proširen informacijama o očekivanom trendu kretanja rejtinga. Numerički rejting izračunat je kao prosjek rejtinga triju agencija na datum 30.9.2023., pri čemu viša vrijednost označava veću rizičnost zemlje.
Izvori: HNB, Trading Economics

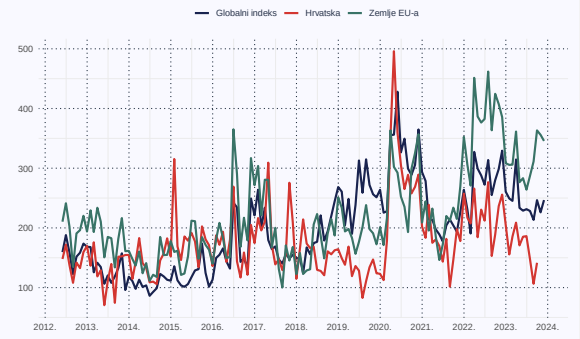
Prinosi na državne obveznice RH odražavaju prednosti ulaska u europodručje s obzirom na to da su se krajem 2023. nalazili za 78 baznih bodova ispod prinosa rizičnijih zemalja SIE-e (slika 3.4.), kao i stabilnih fiskalnih fundamenata (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**). Premija rizika na državne obveznice tijekom 2023. uglavnom je bila potisnuta, što je dijelom rezultat povoljne strukture duga u kontekstu niske zastupljenosti kratkoročnog duga, inozemnih investitora i duga u stranoj valuti, ali i potvrde investicijskog rejtinga sredinom godine od strane agencija Fitch i Moody's uz stabilne izglede(slika 3.6.). Iako je time rejting RH poboljšan u odnosu na druge zemlje EU-a, on se i dalje nalazi u donjem dijelu distribucije prinosa zemalja EU-a, što prinose čini osjetljivima na iznenadne tržišne šokove. Izdavanjem narodne obveznice u ožujku te trezorskih zapisa u studenom 2023. napravljeni su dodatni koraci u razvoju domaćeg tržišta obveznica i strategiji javnog financiranja. S obzirom na razmjerno veliku potražnju domaćih malih ulagača za državnim izdanjima vrijednosnica, visoki iznos akumulirane štednje u bankama te još uvijek uglavnom razmjerno niske prinose na bankovnu štednju, za očekivati je kako će se i u narednom razdoblju dio javnih rashoda nastaviti financirati kroz lokalno tržišno zaduživanje direktno od malih ulagača.

Sentiment investitora

Kolebljivost na globalnim financijskim tržištima smanjena je tijekom 2023. s obzirom na jasne namjere središnjih banaka u zauzdavanju inflacije te normalizaciju inflacijskih pritisaka (slika 3.7.), no uz povremene skokove izazvane različitim financijskim i geopolitičkim šokovima. Recentna eskalacija sukoba na Bliskom istoku uzrokovala je ponovni, novi rast neizvjesnosti na globalnoj razini.

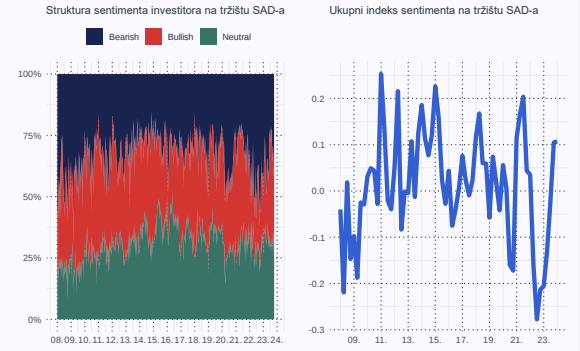
Smjernice monetarne politike središnjih banaka i smanjenje stope inflacije pridonijele su smanjenju globalne neizvjesnosti tijekom 2023. u odnosu na prethodni period. Međutim epizoda povećane volatilnosti britanskih obveznica krajem 2022., nestabilnosti na globalnom bankarskom tržištu u ožujku 2023. te ekonomsko usporavanje vodećih zemalja EU-a zadržale su tržišnu neizvjesnost i dalje na relativno povišenoj razini, posebice u Europi. Indeks neizvjesnosti za RH zabilježio je značajnije smanjenje u prvih devet mjeseci 2023., što se najviše pripisuje integraciji u europodručje i usporavanju stope inflacije uz zadržavanje solidnih makroekonomskih fundamenata. Pojavom novih ratnih sukoba na Bliskom istoku u listopadu, otvara se prostor za materijalizaciju novih šokova i volatilnijih tržišnih kretanja koja bi se mogla negativno odraziti na tržišna očekivanja, pogotovo u segmentu cijene i opskrbe energentima.

Slika 3.7. Jasnije smjernice središnjih banaka s ciljem zauzdavanja inflacije te normalizacija opskrbnih lanaca pridonijele smanjenju ekonomske neizvjesnosti u 2023.
Indikator neizvjesnosti koju generiraju ekonomske politike



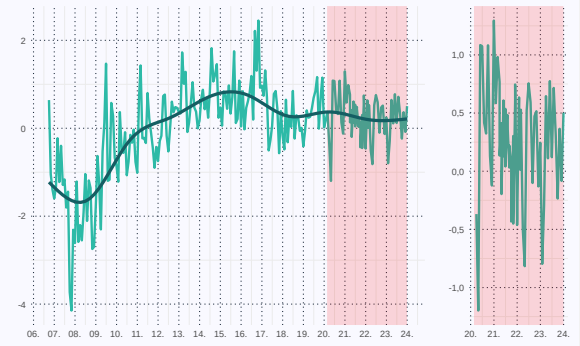
Napomena: Indikator za EU prikazuje prosječnu vrijednost indikatora za Italiju, Njemačku i Francusku.
Izvor: Economic policy uncertainty

Slika 3.8. Snažan oporavak sentimenta investitora povodom očekivanja uspješnog prizemljenja



Napomena: Ukupni indeks sentimenta na tržištu SAD-a procijenjen je sumiranjem relativne zastupljenosti Bearish i Bullish investitora kojima su dodijeljene numeričke vrijednosti od -1, odnosno 1.
Izvori: American Association of Individual Investors (AAII), Hanfa

Slika 3.9. Prisutan blagi optimizam investitora unatoč prisutnosti različitih globalnih financijskih i geopolitičkih previranja
Indeks sentimenta investitora na domaćem tržištu kapitala



Napomena: Označeno područje označuje krizno razdoblje koje započinje 20. veljače 2020. godine.
Izvori: Bloomberg, Google, Hanfa, ZSE

Nakon vrhunca negativnog sentimenta zabilježenog polovicom 2022. godine, indeksi sentimenta investitora uglavnom su odražavali relativno optimistična očekivanja tijekom 2023. unatoč pojedinim kriznim epizodama. Uzastopna pauziranja rasta kamatnih stopa krajem godine su navela tržišta na očekivanja skorog početka ublažavanja monetarne politike, a time i pozitivniji tržišni sentiment.

Nakon pada cijena energenata krajem 2022., stimulativna kretanja nastavljena su i u prvoj polovici 2023., koja je obilježena završetkom politike nulte tolerancije na koronavirus u Kini, ostvarivanjem korporativne dobiti iznad očekivanja u SAD-u, tržišnom euforijom povezanom s umjetnom inteligencijom te većom vjerojatnošću „mekog prizemljenja“ američkog gospodarstva s obzirom na padajuću stopu inflacije i održavanje umjerenog gospodarskog rasta. Time je indeks sentimenta investitora u SAD-u zabilježio snažan oporavak u odnosu na 2022., što ukazuje na potencijalno podcjenjivanje rizika od strane investitora u okolnostima i dalje povišenih sistemskih rizika i neizvjesnosti. Rastući tržišni sentiment nastavljen je i u drugoj polovici godine, no odgađanje monetarnog popuštanja od strane FED-a potencira slabljenje korporativnih zarada i pogoršanje uvjeta za financiranje novih projekata, što može prouzročiti oprezniji stav investitora.

Sličan je trend slijedio i sentiment domaćih investitora (slika 3.9.). Makroekonomski indikatori domaćeg gospodarstva pokazali su relativnu otpornost u odnosu na usporedive europske zemlje što je uz ulazak u europodručje i Schengen, dobre rezultate turističke sezone te relativno očuvane profitne marže kompanija bio istaknuti čimbenik rasta sentimenta tijekom 2023. godine.

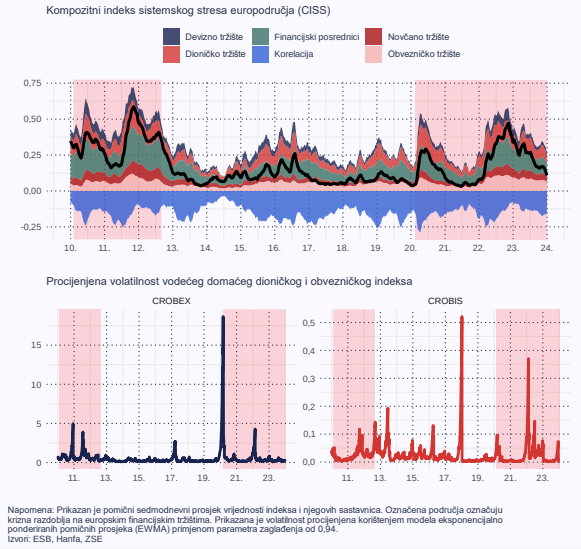
Buduća kretanja sentimenta ovisit će o kapacitetima poduzeća za održavanje dobiti i zaduženosti na stabilnim razinama, ali i razmjerima geopolitičkih

sukoba koji potenciraju povratak zategnutih opskrbnih lanaca i sporiji povratak inflacije na ciljane razine. Takav scenarij može intenzivirati pesimizam investitora i prouzročiti snažniju korekciju vrednovanja na financijskim tržištima u kratkom roku, utječući i na stabilnost sektora financijskih usluga.

Vrijednost i volatilnost na financijskim tržištima

Privikavanjem tržišnih aktera na neizvjesno ekonomsko-političko okružje i restriktivnu monetarnu politiku sistemski stres na financijskim tržištima smanjen je tijekom 2023. No njegova relativna razina i dalje je povišena (slika 3.12.). Nakon vrlo neizvjesne 2022., i u 2023. su financijska tržišta bila pod utjecajem različitih šokova koji su razinu sistemskog stresa zadržali relativno povišenom. Ti se šokovi odnose na kolaps triju američkih regionalnih banaka nakon što je rast referentnih kamatnih stopa uzrokovao pad njihova obvezničkog portfelja, uzrokujući paniku među deponentima. Brzi odgovor regulatora spriječio je daljnje nestabilnosti, no ova krizna epizoda naglasila je izloženost financijskih institucija znatnim gubicima u slučaju potrebe za likvidnošću. Dodatan su izvor stresa, prije konačnog sporazuma o limitu državnog zaduživanja, predstavljale i špekulacije o neispunjavanju kreditnih obveza od strane SAD-a, što je uznemirilo investitore izložene američkim obveznicama. Pored toga, rast stope inflacije u Japanu iziskivao je odgovor središnje banke Japana pri čemu najava popuštanja u kontroli krivulje prinosa na desetogodišnje obveznice predstavlja mogućnost repozicioniranja japanskih investitora u domaće obveznice.

Slika 3.10. Privikavanje investitora na neizvjesno okružje reflektirano u padu sistemskog stresa tijekom 2023.



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

Nakon snažnog pada cijena na financijskim tržištima u 2022., postupno usporavanje stopa inflacije s obje strane Atlantika te izbjegavanje snažnije kontrakcije gospodarske aktivnosti stvorili su prostor za optimističnija očekivanja investitora, koja su se reflektirala u oporavku cijena tijekom 2023. godine (slika 3.11).

Zamjetno usporavanje vodećih gospodarstava krajem 2022. uslijed neizvjesnosti i povišenih sistemskih rizika prouzročilo je korekcije cijena na većini dioničkih tržišta.[22] No nakon izbjegavanja eskalacije energetske krize u Europi i recesije ozbiljnijih razmjera, dionička vrednovanja su početkom 2023. krenula uzlaznom putanjom. Početni uzlet optimizma kratkotrajno su prekinule nestabilnosti na američkim i švicarskim

[22] Pad indeksa S&P 500 i Stoxx Europe 600 na kraju 2022. iznosio je 19,4 % odnosno 12,9 % na godišnjoj razini.

bankovnim tržištima, no brza reakcija regulatora i dostatne razine kapitaliziranosti bankarskog sustava očuvali su povjerenje investitora te stvorili prostor za nastavak rasta vrijednosti. Dodatan razlog optimizmu u prvoj polovici 2023. predstavljali su otpornost potrošnje, robusno tržište rada te kraj kineske politike nulte tolerancije na COVID, koji su očuvali profitne marže kompanija. Tržišni konsenzus o postizanju vrhunca kamatnog ciklusa i očekivanja u pogledu njihova skorog snižavanja dodatno su pridonijeli oporavku tržišnih vrijednosti potkraj 2023. godine. Prethodno spomenuta kretanja vidljiva su u rastu S&P 500 i europskog Stoxx 600 indeksa koji su 2023. godinu završili s rastom od 24,3 % odnosno 12,6 %.

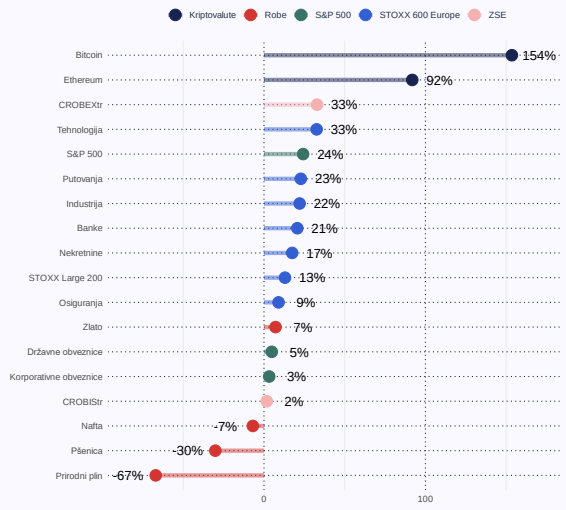
Slika 3.11. Iščekivanje kraja ciklusa monetarnog zaoštravanja potaknulo rast vrednovanja na globalnim dioničkim tržištima.
Globalni dionički indeksi, 100 = 31.12.2020.

Napomena: Crne vertikalne linije označuju datume sastanaka FED-a, a crvena linija označuje početak rata u Ukrajini.
Izvor: EOD Historical Data

Slika 3.12. Pozitivna izvedba većine regionalnih indeksa nakon 2020. godine, pogotovo CROBEX indeksa
Vrijednost vodećih dioničkih indeksa u odabranim zemljama EU-a, 100 = 30.12.2020.

Napomena: Vertikalne linije označavaju raspon vrijednosti zabilježenih od kraja 2019. do kraja kolovoza 2023. godine.
Izvor: EOD Historical Data

Slika 3.13. Smanjenje averzije prema riziku u 2023. godini
Promjena vrijednosti indeksa od kraja 2022. do kraja 2023. godine, u %



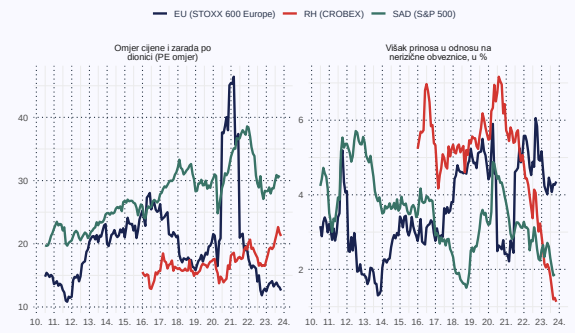
Izvor: EOD Historical Data, ZSE

Smanjenje averzije prema riziku vidljivo je kroz porast vrijednosti špekulativnih klasa imovine, poput kriptovaluta, pri čemu su najistaknutije, poput Bitcoina, zabilježile rast od 154 %. Neravnoteže u bankarskom sektoru nisu ugrozile cijene na tržištima kapitala pri čemu je rast vrijednosti od početka godine iznosio 21 %, što implicira povjerenje investitora u stabilnost i otpornost banaka te nastavak rasta profitnih marži u okružju visokih kamatnih stopa. Slične povrate zabilježio je i tehnološki sektor predvođen brzim napretkom u razvoju umjetne inteligencije i očekivanjima pozitivnog utjecaja na poslovno okruženje. Klasama koje su ostvarile solidne povrate pridružio se i sektor industrije poglavito zbog pada cijena *inputa* induciranih postupnom normalizacijom opskrbnih lanaca. S druge strane, uspješna diversifikacija energetskih izvora prirodnog plina i usporavanje globalne potražnje pridonijeli su padu cijena na tržištima roba, pri čemu je najveće smanjenje (od 67 %) zabilježeno na tržištu prirodnog plina. Nakon slabije izvedbe u prvoj polovici godine, obveznice su potkraj godine na krilima očekivanog pada kamatnih stopa nadoknadile

negativna kretanja i ostvarile solidan povrat, pogotovo državne obveznice [23] s godišnjim rastom vrijednosti od 5 %.

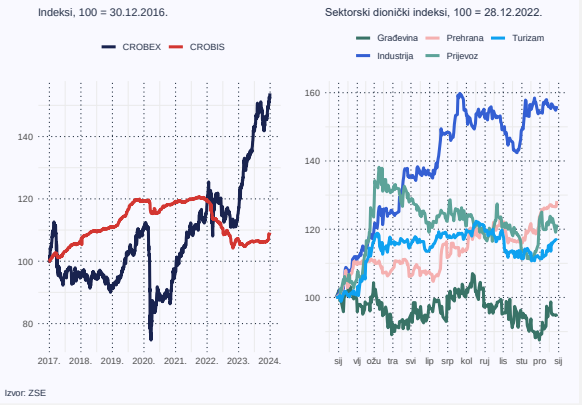
Nakon vrhunca s kraja 2021., vrednovanja američkih dionica u odnosu na fundamente snižena su pod utjecajem rasta profita iznad očekivanja američkih kompanija tijekom prva tri tromjesečja[24], no i dalje se nalaze na vrlo visokim razinama (slika 3.14.). S druge strane, europsko dioničko tržište od početka 2023. zabilježilo je umjereni porast vrednovanja zahvaljujući povratku investicijskog optimizma potaknutog snažnim poslovnim pokazateljima kompanija. Izostanak snažnijeg rasta europskih vrednovanja je, uz recesijske signale europskog gospodarstva, povezan i s usporavanjem gospodarstva Kine [25], koje predstavlja važno izvozno tržište za europske zemlje. Time je opća razina vrednovanja europskih dionica zadržana u umjerenom području sa omjerom cijena i zarada od 12,6.

Slika 3.14. Relativno niži rizik snažnije korekcije vrednovanja dionica u EU-u nego u SAD-u
Indikatori vrednovanja na američkom, europskom i domaćem dioničkom tržištu



Napomena: Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća prikazuje koliko je puta vrijednost pojedine dionice viša od prosječne desetogodišnje zarade koju poduzeće generira po dionici, gdje veća vrijednost označuje relativno više vrednovanje u odnosu na fundamente, odnosno dodanu vrijednost koju poduzeće generira.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, Robert J. Shiller

Slika 3.15. Snažan oporavak domaćeg dioničkog tržišta nakon nepovoljnih kretanja tijekom 2022. godine



Izvor: ZSE

Rast vrednovanja na međunarodnim financijskim tržištima odrazio se i na domaće tržište dionica, koje je imalo rekordan rast u 2023. godini (slika 3.15). Nakon korekcije vrednovanja u 2022. domaći dionički indeksi ostvarili su snažan rast na regionalnoj i povijesnoj razini, pri čemu je CROBEX krajem 2023. zabilježio vrijednost od 2530 bodova što je najviša vrijednost u posljednjih 10 godina. CROBEX je tijekom 2023. ostvario rast od 28 %, čime je u cijelosti nadoknađen prošlogodišnji pad od 4,8 % odražavajući optimizam domaćih investitora povodom solidnih poslovnih rezultata sastavnica indeksa tijekom godine. Osim pozitivnih poslovnih rezultata, rastu domaćih dioničkih vrednovanja pridonijele su i najave isplata dividendi pojedinih kompanija te snažna potražnja investitora za najlikvidnijim dionicama. Obvezнички indeks CROBIS nije zabilježio znatnije promjene (-0,06 %) tijekom 2023. Glavni razlozi izostanka oporavka su rast kamatnih stopa i umanjena vrijednost prethodno izdanih dugoročnih obveznica,

[23] Kretanje vrijednosti državnih obveznica aproksimirano je indeksom *S&P Global Developed Sovereign Bond Index*, koji prati performanse obveznica emitiranih od strane razvijenih zemalja. Ovaj indeks obuhvaća obveznice različitih ročnosti izdane u domaćoj valuti i na domaćem tržištu.

[24] Udio sastavnica indeksa S&P 500 koje su ostvarile rast dobiti iznad očekivanja u trećem je tromjesečju iznosio 82 %.

[25] Kina je u prosincu 2023. zabilježila deflaciju od 0,3 %, što je treći uzastopni mjesec pada opće razine cijena.

koje u trenutačnim okolnostima nude sve slabije konkurentne kuponske prinose.

Od početka 2023. svi sektorski indeksi na domaćem tržištu kapitala ostvarili su rast, osim indeksa građevine zbog usporavanja građevinske aktivnosti sredinom godine pod utjecajem ograničavajućih faktora poput nedostatka kvalitetne radne snage, visokih troškova izgradnje te pogoršanih uvjeta financiranja. Najznačajniji porast, od 56,1 %, zabilježio je sektor industrije zbog rasta prihoda i novougovorenih poslova, a slijede ga prehrana (rast od 28,2 %), prijevoz (21,4 %) i turizam (16,7 %). Navedeno je rezultat rasta potražnje za brodarskim uslugama, najavom isplate dividendi i pojačane potražnje investitora u prehrambenom sektoru te optimističnih očekivanja u pogledu turističke sezone.

Unatoč većoj aktivnosti investitora na domaćem tržištu, uzlet vrijednosti izlaže investitore naglim korekcijama cijena uslijed nastanka novih unutarnjih i vanjskih šokova, čemu su izloženi i institucionalni investitori koji su dominantno pozicionirani u dionicama. Pored toga, rast omjera cijena i zarada te istodobni rast nerizične kamatne stope rezultirali su daljnjim padom prinosa na dionička ulaganja i smanjenjem njihove relativne investicijske privlačnosti. Međutim, unatoč tome što je razina precijenjenosti domaćeg tržišta na razinama višima od prosjeka EU-a, ona je dalje unutar normalnih granica [26] što reducira rizik značajnije korekcije cijena (slika 3.14.).

Likvidnost i koncentracija tržišta

Uzlet optimizma i vrijednosti na domaćem tržištu bio je popraćen značajnim rastom redovnog prometa, koji je u 2023. iznosio 323,4 mil. EUR, odnosno 27 % više u odnosu na prethodnu godinu (slika 3.16.).

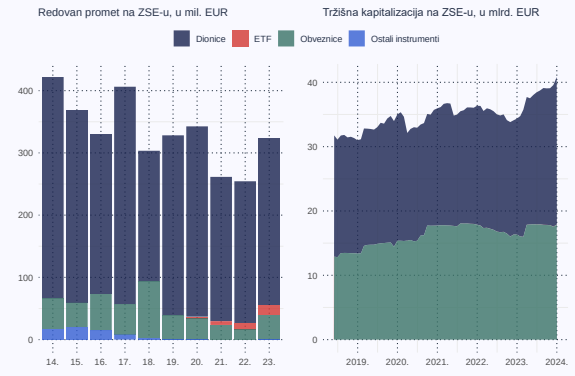
Dionice su bile klasa financijske imovine kojom se najviše trgovalo, s udjelom od 82,9 %, dok je udio obveznica kojima se trgovalo iznosio 12,1 %, što je povećanje za 5,6 postotnih bodova u odnosu na prethodnu godinu. Rast referentnih kamatnih stopa te izostanak sličnih kretanja na domaćem tržištu depozita potaknuli su potražnju ulagača za financijskom imovinom s fiksnim dospijećem relativno niže rizičnosti. Tako je zabilježen solidan interes za narodnim obveznicama i trezorskim zapisima izdanim u ožujku odnosno studenome 2023 [27] . Isto tako, povećan interes za sličnim financijskim instrumentima vidljiv je i u rastu broja i veličine fondova s fiksnim dospijećem te povratkom novčanih fondova na domaće tržište (više u poglavlju **5. Investicijski fondovi**). Unatoč relativno niskom udjelu u redovnom prometu od 5 %, udio ETF-ova je krajem 2023. zabilježio povećanje od 1 postotnog boda u odnosu na prethodnu godinu, čemu je najviše doprinijelo uvrštavanje novog ETF-a na Zagrebačku

[26] U normalnim okolnostima visokom razinom odnosno precijenjenošću smatra se omjer od 25 ili više, dok se niskom razinom odnosno podcijenjenošću smatra razina od 15 ili niže.

[27] Ukupni uloženi iznos u državne obveznice i trezorske zapise od strane fizičkih osoba iznosi 2,3 mlrd EUR.

burzu [28] pružajući dodatan izvor likvidnosti.

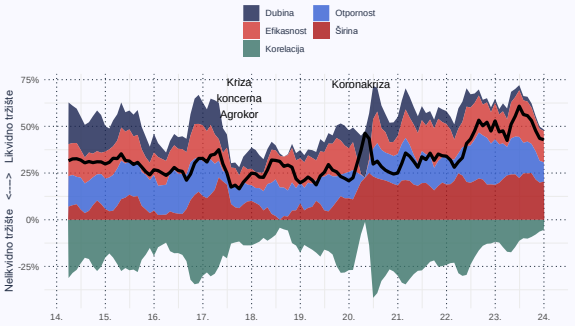
Slika 3.16. Dinamičnija kretanja na domaćem tržištu kapitala kroz prizmu rasta prometa i tržišne kapitalizacije



Izvori: Hanfa, ZSE

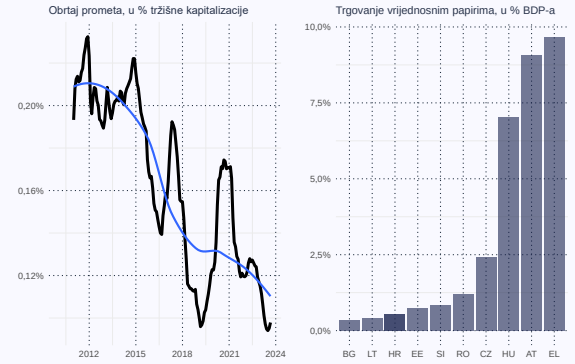
Slika 3.17. Nakon vrhunca tržišne dinamike na polovici 2023. uslijedio je pad likvidnosnih uvjeta krajem godine

Tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA), u %



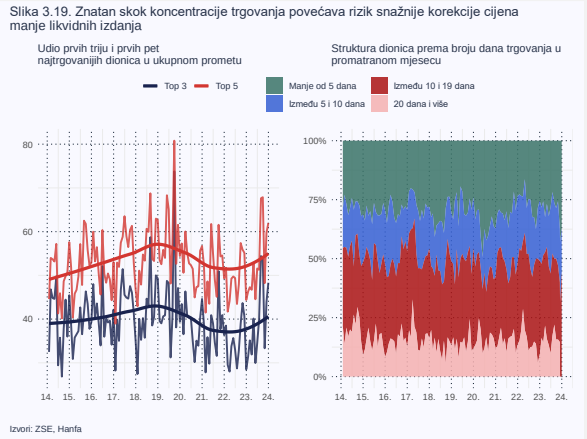
Napomena: Vrijednost prikazanog TILDA indikatora od 100 % označava potpuno likvidno tržište, dok vrijednost od 0 % označava potpuno nelikvidno tržište.
Izvor: Hanfa

Slika 3.18. Niski obrtaj prometa upućuje na nedostatak likvidnosti na domaćem tržištu



Napomena: Plava linija na lijevom grafikonu prikazuje trend promatranog vremenskog niza. Na desnom se grafikonu podaci za RH odnose na 2022., a podaci za ostale zemlje na 2020. godinu.
Izvor: Hanfa, DZS, ZSE

Slika 3.19. Znatan skok koncentracije trgovanja povećava rizik snažnije korekcije cijena manje likvidnih izdanja



Izvori: ZSE, Hanfa

Iako je od početka godine broj izdavatelja na Zagrebačkoj burzi smanjen s 92 na 87, zabilježen je porast ukupne tržišne kapitalizacije na razinu od 40,8 mlrd. EUR (rast od 18,8 % u odnosu na prethodnu godinu). Pri tome je, s obzirom na snažan uzlet vrijednosti dioničkih izdanja, tržišna kapitalizacija dionica porasla 27,2 %, dok je rast kapitalizacije dužničkih vrijednosnih papira od 9,5 % prvenstveno rezultat uvrštavanja novih obveznickih izdanja. I ETF-ovi su tijekom 2023. imali zapažen rast kapitalizacije, koja se do kraja godine udvostručila (porast od 215,2 % u odnosu na kraj 2022.), iako oni i dalje zauzimaju neznatan udio u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji od 0,06 %.

Veća aktivnost na domaćem tržištu tijekom 2023. bila je popraćena i rastom tržišne likvidnosti, koja je u lipnju dosegnula najviše razine u zadnjih devet godina. Međutim, likvidnost domaćeg tržišta i dalje ograničava relativno manji broj aktivnih investitora i izdavatelja na burzi, čiji se broj kontinuirano smanjuje (slika 3.17.). Razina likvidnosti mjerena indeksom TILDA (više o metodologiji izračuna u publikaciji

[28] Na ZSE je tijekom 2023. uvršten treći dionički ETF koji prati rumunjski indeks BET-TR i prvi novčani ETF koji replicira kretanja novčanog tržišta europodručja.

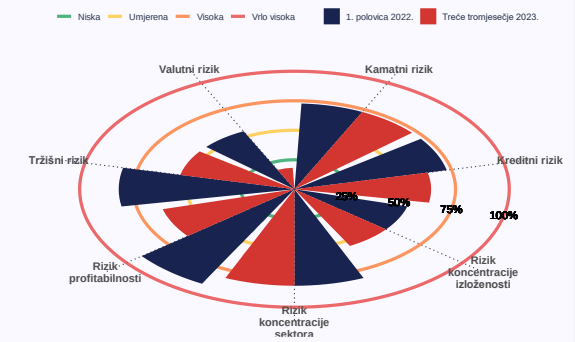
Makroprudencijalni skener rizika, br. 6) dosegnula je vrhunac u drugom tromjesečju 2023. nakon čega je u drugoj polovici godine zabilježen njezin pad. Time je zaustavljen trend poboljšanja likvidnosnih uvjeta, kojemu su posljednjih godina najviše doprinijele komponente efikasnosti i otpornosti. Pored toga, niski obrtaj uvrštene tržišne vrijednosti implicira nedostatak dubine i aktivnosti na domaćem tržištu (slika 3.18.). Unatoč relativno boljoj dinamici likvidnosti proteklih godina, domaće tržište i dalje je strukturno nisko likvidno, što naglašava potencijalne strukturne ranjivosti tržišta u trenutačnom neizvjesnom globalnom okružju.

Iako recentna kretanja upućuju na veću aktivnost na domaćem tržištu, znatan rast koncentracije trgovanja odražava fokus investitora na manji broj dionica čime je ujedno zaustavljen višegodišnji blagi trend smanjenja koncentracije trgovanja. Vrhunac koncentracije zabilježen je tijekom kolovoza i rujna kad se više od dvije trećine trgovanja na Zagrebačkoj burzi odnosilo na pet dionica, dok se više od polovice trgovanja odnosilo na svega tri dionice, što je znatno iznad višegodišnjeg prosjeka (slika 3.19.). Navedena kretanja posljedica su većeg obujma trgovanja nekoliko najtraženijih izdanja s visokom tržišnom kapitalizacijom.[29] Promatrano s aspekta strukture dionica prema broju dana trgovanja, prisutan je relativno visok broj dionica kojima se trguje kroz manji broj dana. Tako su krajem godine više od trećine tržišta činile dionice kojima se trguje manje od 5 dana u mjesecu, dok se s više od polovice dionica na tržištu mjesečno trgovalo manje od 10 dana. Prosječan broj visokolikvidnih dionica kojima se trguje više od 20 dana iznosio je tek oko 11 u 2023. godini. Opažena kretanja u pogledu visoke koncentracije trgovanja i relativno niske likvidnosti naglašavaju temeljene ograničavajuće čimbenike u razvoju domaćeg tržišta kapitala koje je podložno značajnijim oscilacijama u slučaju sistemskog šoka.

[29] Prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo u 2023. bile su Podravka, Span, Valamar Riviera, Zagrebačka banka i HT.

4. MIROVINSKI FONDOVI

Slika 4.1. Potisnuti prinosi u okružju povišenog kamatnog i kreditnog rizika povećavaju izloženost mirovinskih fondova sistemskim rizicima
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru mirovinskih fondova, u %



Izvor: Hanfa

Oporavak cijena većine klasa financijske imovine tijekom 2023. donio je rast vrijednosti udjela u svim kategorijama mirovinskih fondova, koji je nadoknadio široko prisutan pad iz 2022. godine. Najistaknutiji izvor sistemskog rizika kojem su izloženi mirovinski fondovi i dalje je utjecaj promjene kamatnih stopa na vrijednost obvezničkog portfelja, a za koje se očekuje da su na vrhuncu ciklusa dizanja. Ostaje vidjeti hoće li se očekivano smanjenje kamatnih stopa odraziti na ročnu strukturu ulaganja mirovinskih fondova u narednom razdoblju, posebno s obzirom na nove izmijenjene limite i mogućnosti ulaganja.

Ključna ciklička kretanja

Široki raspon šokova koji je uključivao rast inflacije, značajno zaoštravanje monetarne politike i skok geopolitičkih tenzija tijekom 2022. doveo je do pada vrijednosti gotovo svih klasa financijske imovine pa se unatoč stabilnim neto uplatama ukupna neto imovina mirovinskih fondova u 2022. smanjila za 0,5 % (slika 4.2.). Međutim, potpuni zaokret investicijskog sentimenta u prvom dijelu 2023. doveo je do oporavka tržišnih vrijednosti, a time i do povećanja imovine mirovinskih fondova, koja je porasla za 10,3 % u prvih devet mjeseci 2023. te je krajem rujna iznosila 20,5 mlrd. EUR. Zahvaljujući relativno snažnijem oporavku na dioničkim tržištima, ali i priljevu sredstava novih osiguranika koji se raspoređuju u mirovinske fondove kategorije A, upravo je ta kategorija obveznih mirovinskih fondova (dalje: OMF) ostvarila najsnažniji rast neto imovine od 43,2 %. Relativno je izražen bio i rast neto imovine konzervativne kategorije C OMF-ova, od 20,4 %, što odražava postupno sazrijevanje domaćeg mirovinskog sustava. Balansirani OMF-ovi kategorije B, u kojima se nalazi 89,2 % ukupne imovine svih OMF-ova, povećali su neto imovinu pod upravljanjem za 8,9 %. Sličan relativan rast neto imovine pod upravljanjem ostvarili su i dobrovoljni mirovinski fondovi (za 10,2 %).

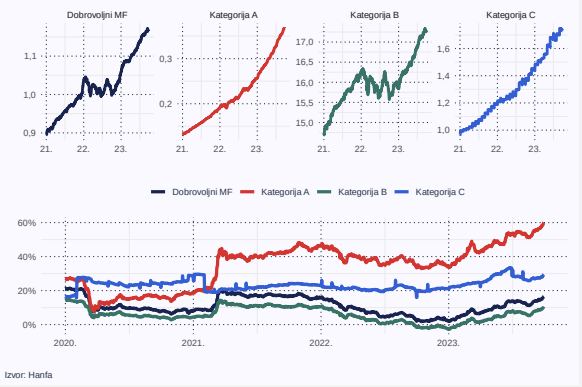
Obvezni mirovinski fondovi na kraju rujna 2023. imali su 2,2 mil. članova (rast od 5,6 % u odnosu na kraj 2021.), dok je broj članova dobrovoljnih mirovinskih fondova dosegnuo 435,2 tis. (rast od 9,5 % od kraja 2021.)[30]. I dok je stabilan

[30] Pritom se je broj članova kategorije A povećao za 145,1 tis., kategorije C za 34,9 tis., dobrovoljnih mirovinskih fondova za 37,9 tis., dok se broj članova kategorije B smanjio za 61,1 tis.

rast broja članova obveznih mirovinskih fondova zakonski definiran i odražava rast zaposlenosti na tržištu rada, ubrzanje rasta članova dobrovoljnih mirovinskih fondova ukazuje na određeni rast potražnje, odnosno svijesti o korisnosti dodatnog oblika mirovinske štednje i građana i poduzeća. Osim što je krajem 2022. osnovan još jedan zatvoreni DMF [31], građanima je od 2023. pored dodatne mirovinske štednje u domaćem dobrovoljnom mirovinskom sustavu omogućena i mirovinska štednja kroz paneuropski osobni mirovinski proizvod (PEPP)[32]. Iako su DMF-ovi na kraju rujna 2023. veličinom još uvijek bili relativno skromni (5,7 % neto imovine sustava), dugoročni rast dobrovoljne mirovinske štednje mogao bi imati sve veći doprinos stabilnosti financijskog i održivosti mirovinskog sustava. Naime relativna fleksibilnost tog oblika mirovinske štednje u dijelu kumulacije te isplate sredstava omogućuje veće diversifikacijske prednosti za korisnike i za sustav općenito s obzirom na bolju kalibraciju sustava potrebama pojedinačnih članova, ali i efikasnost sustava u alokaciji sredstava korisnika prema dugoročno održivim projektima u realnom sektoru.

Slika 4.2. Nakon negativne 2022., u 2023. imovina mirovinskih fondova se oporavila

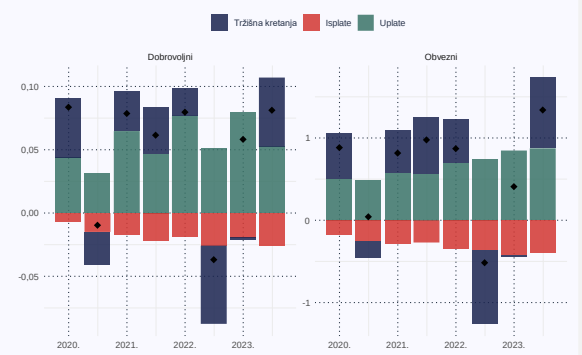
Neto imovina mirovinskih fondova (u mlrd. EUR) i godišnja stopa promjene (u %)



Izvor: Hanfa

Slika 4.3. Pozitivna tržišna kretanja i stabilne neto uplate pozitivno su utjecali na oporavak sektora u 2023. godini

Polugodišnja promjena neto imovine mirovinskih fondova, u mlrd. HRK



Izvor: Hanfa

Ukupna imovina sektora mirovinskih fondova na kraju rujna 2023. dosegnula je 30,7 % BDP-a[33] što ih nakon kreditnih institucija čini drugim najvažnijim segmentom domaćeg financijskog sustava. Osim utjecaja na sustav kroz opseg imovine pod upravljanjem, sistemski značaj mirovinskih fondova proizlazi i iz njihova dugoročnog investicijskog horizonta te utjecaja koji mogu imati na domaće tržište kapitala (npr. osiguranjem stabilnosti i likvidnosti). Zakonske izmjene u vezi s mirovinskim sustavom koje stupaju na snagu tijekom 2024. trebale bi stvoriti dodatan prostor za podržavanje razvoja domaćeg tržišta kapitala, ali i ukupnog gospodarstva,

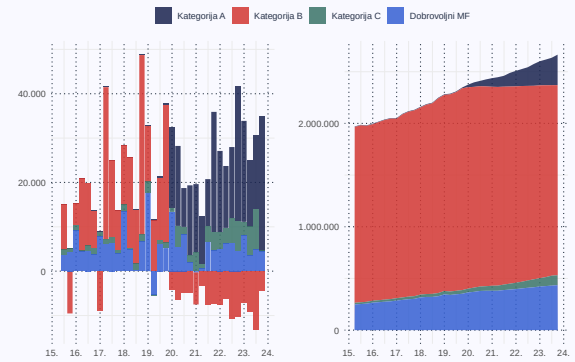
[31] Arena Mudra Mirovina zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond započeo je s radom 20.12.2022. godine.

[32] PEPP je model dobrovoljne mirovinske štednje koji može biti koristan za građane koji rade u više zemalja članica Unije radi mogućnosti prenošenja prava iz jedne članice u drugu, ali i za ostale koji žele uplaćivati u drugačiji oblik dobrovoljne mirovinske štednje. U Hrvatskoj od 10. veljače 2023. PEPP nudi slovačko investicijsko društvo Finax.

[33] Podaci se odnose na neto imovinu sektora mirovinskih fondova za kraj rujna 2023. izraženu u BDP-u za 2022. godinu.

posebno u procesu njegove zelene transformacije (više u **Okviru 2. Izloženost sektora financijskih usluga klimatskim rizicima**) istovremeno pružajući dodatne diversifikacijske i stabilizacijske mogućnosti mirovinskim fondovima za očuvanje, ali i stvaranje vrijednosti za osiguranike.

Slika 4.4. Broj članova mirovinskih fondova dosegnuo 2,7 milijuna
Broj članova i tromjesečna promjena članstva, prema kategoriji mirovinskih fondova



Izvori: Hanfa, REGOS

Strukturna obilježja i rizici

Ukupnom imovinom 12 obveznih i 29 dobrovoljnih mirovinskih fondova upravljalo je i dalje svega pet mirovinskih društava, što cijeli mirovinski sustav temeljen na kapitaliziranoj štednji izlaže izrazito visokom riziku koncentracije (slika 4.5.). Iako je tržišna struktura mirovinskog sektora u značajnom dijelu uvjetovana regulativom i njezina relativno visoka razina koncentracije omogućuje veću efikasnost upravljanja imovinom kroz prednosti koje pruža ekonomija razmjera, što stvara prostor za niže naknade za upravljanje i više neto prinose za članove, ona može imati i negativne implikacije u kontekstu sistemskih rizika kojima je sektor izložen. Potencijalni problemi u poslovanju jednog ili nekoliko mirovinskih fondova time bi imali snažne posljedice na poslovanje domaćeg financijskog sustava, ali i gospodarstva općenito.

Osim same tržišne strukture, za propagaciju sistemskog rizika u sustavu iznimno je važna i struktura ulaganja sektora. Iako je u odnosu na kraj 2021. koncentracija ulaganja mirovinskih fondova blago smanjena, ona je i dalje prisutna jer u portfelju dominiraju državne obveznice, koje su na kraju rujna 2023. činile 60,7 % ukupne imovine pod upravljanjem. Pri tome relativno visoka koncentriranost karakterizira i dionički portfelj, gdje je na kraju rujna 2023. pet najvećih izloženosti činilo čak 37,8 % dioničkog portfelja [34] (slika 4.5.). Na postojeći visoki stupanj koncentracije ulaganja, posebno na razini pojedine klase imovine, u značajnoj mjeri utječu zakonski limiti. Stoga bi izmjene mogućnosti i limita ulaganja koje donose izmjene mirovinskih zakona [35] početkom 2024. trebale omogućiti upraviteljima fondova veću fleksibilnost pri diversifikaciji ulaganja, povrh one koja je ulaskom u europodručje već stvorena u segmentu valutne, odnosno moguće geografske alokacije sredstava.

Na sistemske opasnosti koje proizlaze iz visoke koncentracije ulaganja mirovinskih fondova ukazala je recentna kriza u Ujedinjenom Kraljevstvu iz listopada 2022. kada je visoko koncentrirani i visoko zaduženi mirovinski sustav bio suočen s likvidnosnom spiralom koja je rezultirala

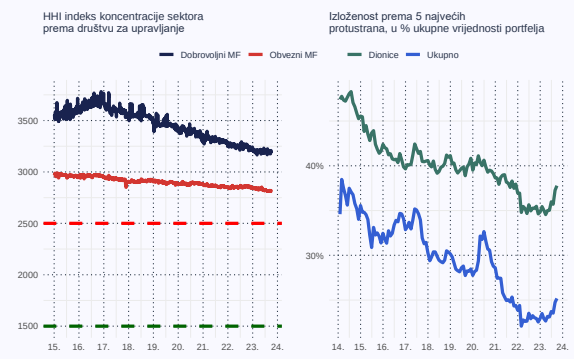
[34] To je u odnosu na kraj 2022. povećanje od 2,9 p.b., a na godišnjoj razini od 12,6 p.b.

[35] Izmijenjena su četiri zakona o drugom i trećem mirovinskom stupu: Zakon o obveznim mirovinskim fondovima (**NN, br. 156/23 (2392)**), Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima (**NN, br. 156/23 (2393)**), Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima (**NN, br. 156/23, (2394)**) te Zakon o dodatku na mirovine ostvarene prema Zakonu o mirovinskom osiguranju (**NN, br. 156/23, (2395)**). Zakoni su stupili na snagu 1. siječnja 2024.

snažnim skokom prinosa na 30-godišnje državne obveznice od 1,6 p.b. u svega nekoliko dana. Kriza je uspješno razriješena tek nakon intervencije središnje banke na sekundarnom tržištu obveznica. Iako se karakteristike domaćeg mirovinskog sustava značajno razlikuju od spomenutog sustava u UK-u, gdje su domaći fondovi znatno manje zaduženi i ne trguju financijskim derivatima, spomenuta epizoda oslikava opseg i brzinu propagacije sistemskog rizika u kontekstu sistemski značajnog i koncentriranog sektora kao što su mirovinski fondovi.

Nakon kratkotrajnog smanjenja u 2022. pod utjecajem nepovoljnih tržišnih kretanja, u 2023. je nastavljen trend rasta značaja ulaganja u dionice i investicijske fondove, koja su na kraju rujna 2023. činila trećinu ukupnih ulaganja mirovinskih fondova. U 2022. je pod utjecajem negativnih tržišnih kretanja smanjen udio relativno rizičnijih ulaganja u ukupnoj neto imovini mirovinskih fondova, dok je porastao značaj visoko likvidne imovine (novac i depoziti) te državnih obveznica, koje su uspjele očuvati većinu svoje nominalne vrijednosti u izrazito nepovoljnim okolnostima. [36] Snažan rast referentnih kamatnih stopa tijekom 2023. nagrizao je vrijednost obvezničkog portfelja mirovinskih fondova pa je udio obvezničkih ulaganja smanjen u sve tri kategorije obveznih fondova, približivši se zakonskom minimumu (slike 4.6. i 4.7.). Tako je udio ulaganja u državne obveznice u ukupnoj neto imovini svih OMF-ova na kraju rujna iznosio 61,3 % (za 0,9 p.b. manje u odnosu na kraj 2022.). Udio novca i depozita također se smanjio, na 3,0 % (za 2,2 p.b. manje u odnosu na kraj 2022.), dok se udio ostalih, uglavnom rizičnijih, ali i profitabilnijih oblika ulaganja povećao.[37]

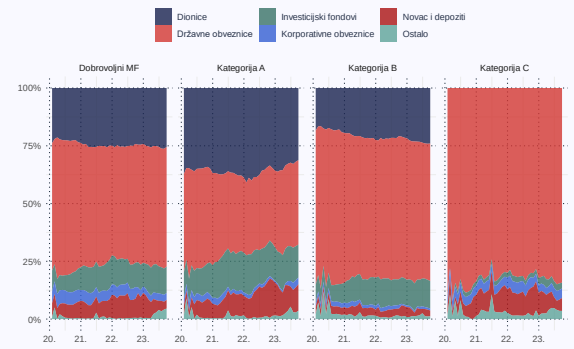
Slika 4.5. Dodatno povećana tržišna i ulagačka koncentracija sektora mirovinskih fondova



Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima.
Izvor: Hanfa

Slika 4.6. Nakon prekida u 2022., u 2023. nastavljen pozitivan trend ulaganja u dionice i udjele u investicijskim fondovima

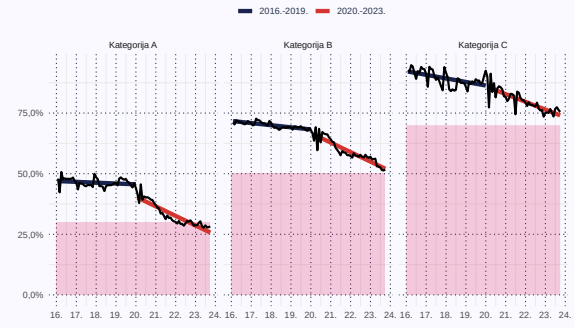
Struktura ulaganja mirovinskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Izvor: Hanfa

Slika 4.7. Značaj državnih obveznica u portfeljima mirovinskih fondova približava se zakonskim ograničenjima

Izloženost državnim obvezicama RH, u % neto imovine fonda



Napomena: Označeno područje označuje zakonska ograničenja minimalne izloženosti prema državnim obveznicama RH u skladu s odredbama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima.
Izvor: Hanfa

Daljnju diversifikaciju ulaganja mirovinskih fondova, koja može pružiti

[36] Na godišnjoj razini smanjila su se ulaganja u dionice (-0,9 p.b.), investicijske fondove (-1,1 p.b.), koorporativne obveznice (-1,0 p.b.) i ostalo (-0,5 p.b.), a povećala su se ulaganja u državne obveznice (+1,9 p.b.) te novac i depozite (+1,6 p.b.).

[37] U odnosu na kraj 2022. mirovinski fondovi povećali su ulaganja u dionice (+1,8 p.b.), investicijske fondove (+0,6 p.b.), korporativne obveznice (+0,3 p.b.) i ostalo (+0,7 p.b.).

stabilizacijski efekt u slučaju tržišnih poremećaja, moguće je postići i unutar pojedine klase financijske imovine, odnosno na razini pojedinog izdavatelja. Naime, na kraju rujna 2023. više od trećine dioničkog portfelja mirovinskih fondova činilo je tek domaćih pet dionica (slika 4.5.). S aspekta strateškog alociranja sredstava po pojedinim klasama imovine, prostor za daljnje realociranje sredstava iz obvezničkih prema dioničkim vrijednosnim papirima, kao i drugim ulaganjima, stvoren je kroz izmjene mirovinskih zakona kojima su proširene investicijske mogućnosti mirovinskih fondova i na nekretnine, neuvrštene hipotekarne obveznice uz postojeću mogućnost ulaganja u nedavno izdane dužničke i vlasničke vrijednosne papire neuvrštenih poduzeća [38]. Uvedena je i obveza ulaganja A i B kategoriji OMF-ova 5,0 % neto imovine u alternativni investicijski fond s državnom garancijom povrata ukupnog ulaganja na kraju trajanja investicijskog fonda.[39] Po pitanju limita ulaganja u pojedinu klasu imovine te po pitanju izloženosti prema pojedinom izdavatelju također je došlo do liberalizacije. Dodatnu fleksibilizaciju ulagačkih mogućnosti i potencijal za daljnju diversifikaciju donijelo je uvođenje eura, kojim su se implicitno ukinuli limiti koji se odnose na valutnu usklađenost imovine i obveza u toj valuti.[40] To je, uz samu eliminaciju tečajnih troškova, oslobodilo i prostor za realociranje investicijskih portfelja mirovinskih fondova s obzirom na to da eurska ulaganja više ne podliježu valutnim ograničenjima, a omogućilo je i proširenu ponudu izdavatelja adekvatne kvalitete.[41] U 2023. je 57,8 % ulaganja u dionice i investicijske fondove bilo usmjereno prema inozemnim tržištima. Trend sugerira nastavak jačanja međunarodne financijske integracije mirovinskih fondova (za 0,7 p.b. više u odnosu na kraj 2022.), a daljnja dinamika ovisit će o strategiji ulaganja društava (slika 4.8.). **Geografska, odnosno valutna diversfikacija ulaganja s jedne strane umanjuje rizik koncentracije, no istodobno povećava izloženost tržišnom riziku i mogućim tržišnim nestabilnostima.** Iako omogućava određene diversifikacijske prednosti, veća zastupljenost inozemnih ulaganja povećava izloženost domaćih mirovinskih fondova tržišnim rizicima i mogućim prekograničnim šokovima (slika 4.9.), koje je zbog međunarodnog karaktera teže pratiti i adresirati iz perspektive domaćih regulatora i nositelja ekonomskih odluka.

S obzirom na dominantnu zastupljenost obvezničkih ulaganja u strukturi imovine i dugoročnu investicijsku strategiju karakterističnu za mirovinske fondove, izloženost kamatnom riziku jedan je od ključnih rizika njihova poslovanja čiji je značaj tijekom posljednjih godina posebno došao do

[38] Članak 125. stavak 9. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 i **156/23**).

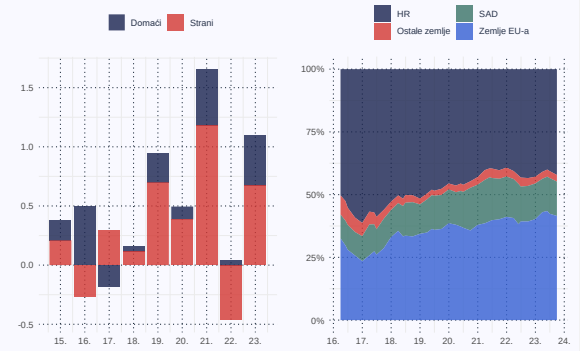
[39] U alternativne investicijske fondove dosad je moglo biti uloženo do 15,0 % neto vrijednosti imovine obveznog mirovinskog fonda kategorije A, te 10,0 % neto vrijednosti imovine obveznog mirovinskog fonda kategorije B, bez državne garancije i minimalne propisane izloženosti.

[40] Prema članku 129. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (**NN, br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18 i 58/20**) najveća dozvoljena neto otvorena valutna pozicija (razlika između imovine i obaveza izraženih u stranoj valuti) može iznositi 60 % neto imovine u fondovima kategorije A, 40 % u fondovima kategorije B te 10 % u fondovima kategorije C.

[41] Ulaskom u europodručje neto otvorena valutna pozicija mirovinskih fondova smanjila se s 45,7 % na 12,4 % na kraju lipnja 2023. godine.

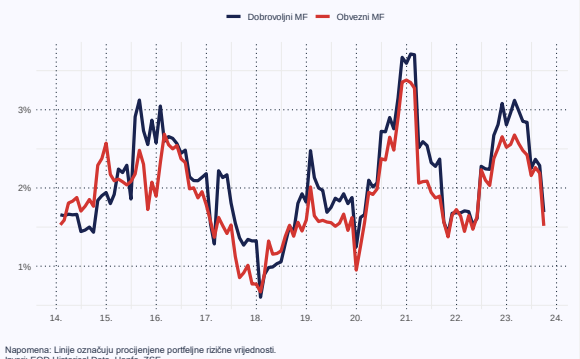
izražaja. Naime, snažan rast referentnih kamatnih stopa kao odgovor na inflaciju doveo je do pada vrijednosti postojećih obveznićkih izdanja u portfeljima, što je, uz pad vrijednosti i ostalih oblika ulaganja, rezultiralo sveprisutnim smanjenjem imovine fondova u 2022. Navedeni bi utjecaj bio izraženiji da mirovinski fondovi nisu posljednjih godina kontinuirano smanjivali preostalu ročnost obveznićkih ulaganja. Isti se trend nastavio i u 2023. pa je duracija obveznićkog portfelja na kraju rujna iznosila 5,6 godina (slika 4.11.), što je gotovo za godinu dana manje nego krajem 2021. Navedeni mogući utjecaj promjene kamatnih stopa na vrijednost imovine, međutim, još je manji s obzirom na to da se jedna trećina obveznićkog portfelja mirovinskih fondova vrednuje prema metodi amortiziranog troška prema kojoj kratkoročne tržišne fluktuacije ne utječu na vrijednost obveznica.

Slika 4.8. Raste značaj inozemnih izloženosti
Godišnja promjena i stuktura ulaganja mirovinskih fondova u dionice i investicijske fondove, u mlrd. EUR i u %



Napomena: Podatak za 2023. odnosi se na prvih devet mjeseci.
Izvor: Hanfa

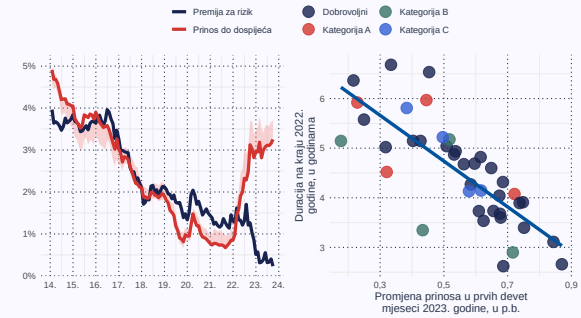
Slika 4.9. Unatoč smanjenju tržišnog rizika u 2023., okolnosti poslovanja mirovinskih fondova i dalje izložene povišenim sistemskim rizicima
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Napomena: Linije označuju procijenjene portfeljne rizične vrijednosti.
Izvori: EOD Historical Data, Hanfa, ZSE

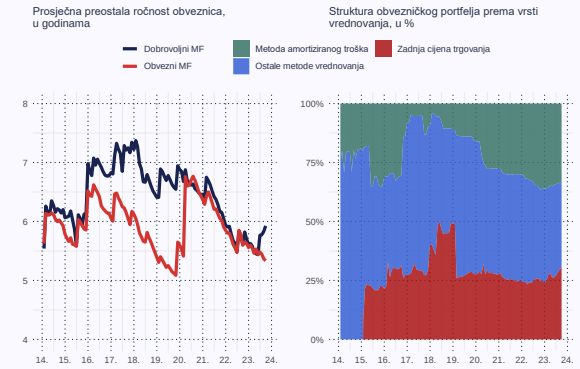
Vjerojatnost daljnje materijalizacije kamatnog rizika i dalje je na povišenim razinama, prvenstveno zbog potisnute premije za rizik koja bi se mogla naglo povećati u slučaju određenih šokova (slika 4.10.). S druge strane očekivana promjena ciklusa monetarne politike i snižavanje kamatnih stopa, koje posljedično povećava vrijednost obveznićkog portfelja mogli bi potaknuti fondove na daljnje povećanje izloženosti kamatnom riziku, što se vidi u određenom recentnom povećanju duracije kod DMF-ova (slika 4.11.).

Slika 4.10. Rast prinosa do dospijeća obveznićkog portfelja potisnuo kamatnu i kreditnu premiju
Prinosi do dospijeća i duracija obveznićkog dijela portfelja mirovinskih fondova, u % i u godinama



Napomena: Indikator premije za rizik prikazuje razliku prinosa obveznićkog portfelja mirovinskih fondova i obveznica vrlo visokog kreditnog (AAA) rejtinga iz zemalja europodručja jednake ročnosti. Označeno područje prikazuje interkvantilni raspon prinosa do dospijeća pojedinog fonda u uzorku. Iz analize relacije duracije i promjene prinosa isključene su obveznice koje se vrednuju prema metodi amortiziranog troška.
Izvori: Bloomberg, Hanfa

Slika 4.11. Smanjenjem preostale ročnosti obveznica smanjena mogućnost dodatne materijalizacije kamatnog rizika



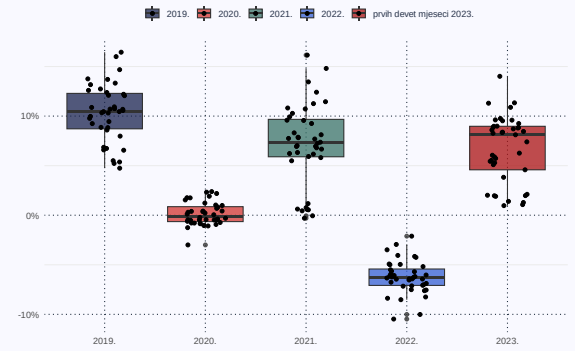
Izvori: Bloomberg, Hanfa

Prinosi

Izrazito negativna globalna kretanja, koja su zahvatila sve segmente financijskih tržišta tijekom 2022. utjecala su na pad neto imovine te posljedično cijene udjela svih mirovinskih fondova. Međutim, tržišni

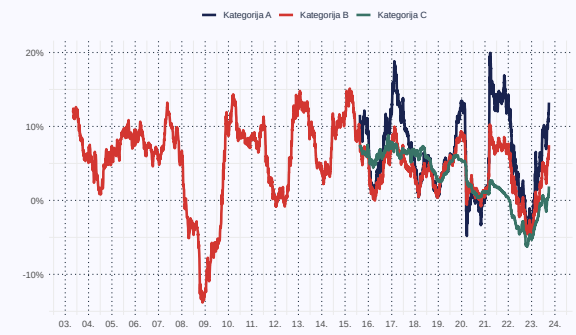
oporavak koji je uslijedio 2023. omogućio je mirovinskim fondovima da uglavnom nadoknade sve realizirane gubitke iz prethodne godine (slika 4.13.). Tako je prosječan ponderirani godišnji prinos obveznih mirovinskih fondova u 2022. iznosio -4,8 % [42] , pri čemu se negativan tržišni utjecaj podjednako odrazio na sve tri kategorije OMF-ova (kategorija A zabilježila je prosječni godišnji prinos od -4,1 %, kategorija B od -5,0 %, a kategorija C od -5,3 %). Međutim, tržišni oporavak koji je donijela 2023. godina bio je diversificiran pa se snažniji rast cijena dioničkih ulaganja u odnosu na drugu financijsku imovinu reflektirao i u većem porastu cijene udjela rizičnije kategorije A OMF-ova i DMF-ova. Unatoč različitom intenzitetu oporavka pojedinih segmenata financijskih tržišta, prinosi su bili dovoljni da sve kategorije mirovinskih fondova nadomjeste lanjske gubitke (slika 4.12.). Kratkoročne tržišne oscilacije, koje svojim intenzitetom mogu biti snažne poput onih u 2022. i 2023. godini, naglašavaju kako je profitabilnu izvedbu mirovinskih fondova nužno promatrati kroz dulje vremensko razdoblje i u usporedbi s alternativnim investicijskim mogućnostima (slike 4.14. i 4.15.).

Slika 4.12. Tržišni šokovi odrazili se na profitabilnost sektora mirovinskih fondova
Distribucija prinosa po pojedinom fondu, u %



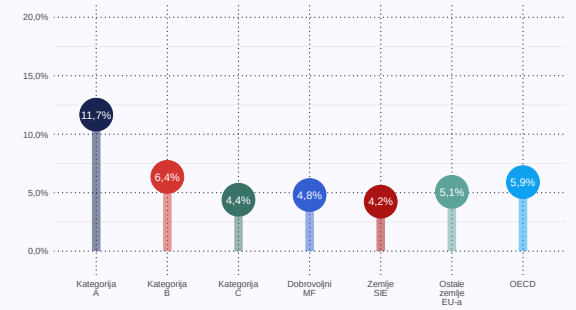
Napomena: Prinos čini postotnu promjenu vrijednosti udjela u promatranom razdoblju.
Izvor: Hanfa

Slika 4.13. U prvih devet mjeseci mirovinski fondovi ostvarili prosječan rast od 6,0 %
Godišnji prinosi MIREX indeksa, u %



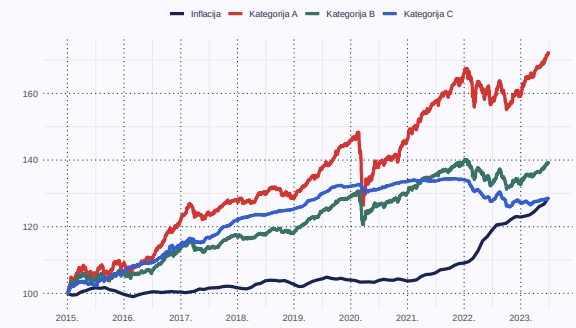
Napomena: Vrijednost prikazanih indeksa procijenjena je na temelju kretanja vrijednosti udjela pojedinih dobrovoljnih fondova, pri čemu doprinos određenog fonda u konstrukciji indeksa čini njegova neto vrijednost na promatrani dan.
Izvor: Hanfa

Slika 4.14. Mirovinski fondovi ostvarili konkurentne prinose u posljednjih 9 godina
Prosječni godišnji prinos odabranih kategorija financijske imovine u razdoblju od kraja 2014. do kraja rujna 2023., u %



Napomena: Prinos čini postotnu promjenu vrijednosti udjela u promatranom razdoblju. Za zemlje SIE-a, ostale zemlje EU-a i OECD prikazani su podaci od kraja 2014. do kraja 2021. godine. Zemlje SIE-a obuhvaćaju: Bugarsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Litvu, Latviju, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku i Sloveniju.Ostale zemlje EU-a odnose se na preostale članice EU-a, a OECD obuhvaća sve zemlje članice osim Ujedinjenog Kraljevstva.
Izvor: Hanfa, OECD

Slika 4.15. Izvedbu mirovinskih fondova treba razmatrati kroz vremenski horizont njihova ulaganja
Indeksi vrijednosti udjela mirovinskih fondova, 31.12.2014. = 100



Napomena: Vrijednost prikazanih indeksa procijenjena je na temelju kretanja vrijednosti udjela pojedinih dobrovoljnih fondova, pri čemu doprinos određenog fonda u konstrukciji indeksa čini njegova neto vrijednost na promatrani dan.
Izvor: Hanfa, Eurostat

Prinos mirovinskih fondova u narednom će razdoblju bitno ovisiti o utjecaju sentimenta ulagatelja na kretanja na dioničkim tržištima, od kojih neka pokazuju znakove precijenjenosti, mogućem utjecaju očekivanog snižavanja kamatnih stopa na postojeća obveznička ulaganja i realiziranom zaključavanju trenutačno još uvijek

[42] U 2022. prinosi su se kretali u rasponu od -10,5 % do -2,1 %.

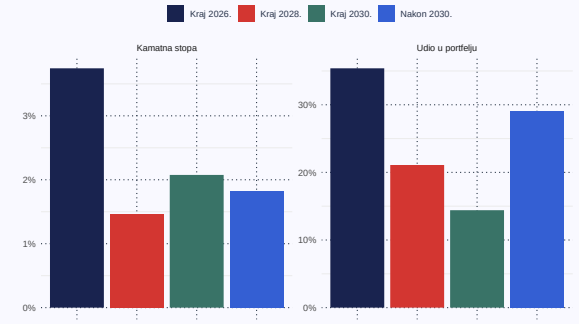
visokih kamatnih povrata kroz reinvestiranje obveznickih izdanja koja dospijevaju. Optimizam i oporavak globalnih financijskih tržišta u 2023. treba, međutim, promatrati s oprezom s obzirom na divergentna kretanja cijena dionica u odnosu na profitne i poslovne sadašnje i buduće fundamente kompanija, što povećava potencijalni rizik snažnije korekcije cijena u scenariju nastanka određenih šokova. U tom je svjetlu relativno umjerena izloženost domaćih mirovinskih fondova globalnim dioničkim tržištima, ponajprije američkom, pozitivna i potpomaže stabilnost vrijednosti udjela čak i u slučaju materijalizacije malo vjerojatnog, no mogućeg scenarija snažne korekcije cijena na financijskim tržištima.

Unatoč kratkoročnom negativnom djelovanju na vrijednost obveznickih ulaganja fondova, povećanje referentnih kamatnih stopa u srednjem roku povećalo je kamatni prinos novih obveznickih ulaganja. Međutim, očekivano smanjenje kamatnih stopa u narednom razdoblju rizik reinvestiranja čini povišenim jer do kraja 2026. dospijeva više od 35,4 % obveznickih izdanja s prosječnim kuponom od oko 3,7 % (slika 4.16.).

Strukturne promjene u kontekstu ulaska u europodručje i poboljšanje kreditnog rejtinga RH na povijesno najviše razine domaće obveznicko tržište čine otpornijim na iznenadnu promjenu tržišne percepcije kreditnog rizika, posebice u slučaju revidiranja trenutačno potisnute globalne premije za rizik, što dugoročno povoljno utječe na stabilnost mirovinskih fondova.

Slika 4.16. Završetak ciklusa dizanja kamatnih stopa naglašava rizik reinvestiranja

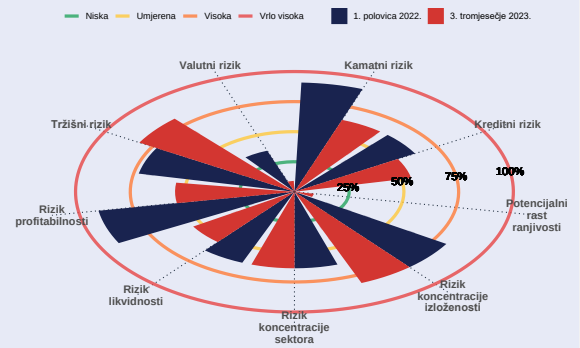
Prosječna kamatna stopa i udio u portfelju obveznica koje dospijevaju do naznačenog datuma, u %



Napomena: Kraj 2026. označuje obveznice koje dospijevaju nakon 2024. do kraja 2026., dok kraj 2028. označuje obveznice koje dospijevaju nakon 2026. do kraja 2028. godine.
Izvor: Hanfa

5. INVESTICIJSKI FONDOVI

Slika 5.1. Sistemski rizici smanjeni u odnosu na 1. polovicu 2022. godine
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru investicijskih fondova, u %



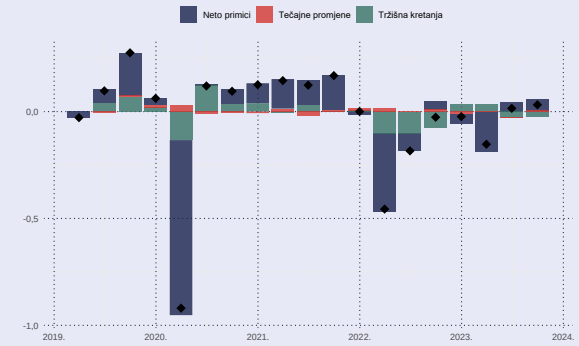
Izvor: Hanfa

Tijekom 2022. i 2023. znatno je smanjen opseg neto imovine pod upravljanjem investicijskih fondova zbog negativnih tržišnih kretanja, ali i zbog odljeva dijela sredstava ulagatelja. Tržišni rizici promjene cijena dioničkih i obvezničkih ulaganja i dalje su najistaknutiji sistemski rizici kojima je ovaj segment financijskog sustava izložen, posebno s obzirom na visoku koncentriranost imovine, ali i ulagatelja. Očekivano smanjenje kamatnih stopa moglo bi u narednom razdoblju kratkoročno povećati prinose, posebno obvezničkih fondova.

Ključna ciklička kretanja

Zaoštravanje monetarnog i makroekonomskog okružja, koje je rezultiralo općeprisutnim korekcijama cijena i porastom volatilnosti na međunarodnim financijskim tržištima odrazilo se i na pad imovine domaćih UCITS fondova u 2022. od 24,1 %. Sličan trend nastavio se i tijekom 2023. pa je neto imovina u domaćim UCITS fondovima na kraju rujna 2023. iznosila 2,1 mlrd. EUR, što je najniža razina od 2016. godine (slike 5.2. i 5.3.). Spomenuto smanjenje većim je dijelom posljedica zabilježenih gubitaka, ali i neto odljeva sredstava ulagatelja, posebno iz obvezničkih fondova, koji su na pogoršanje financijskog okružja ponovno reagirali povećanim zahtjevima za isplate sredstava[43] (slika 5.4.). Istovremeno je u segmentu alternativnih fondova zaustavljen višegodišnji rast s obzirom na to da je njihova neto imovina pod upravljanjem smanjena za 21,6 % u odnosu na kraj 2021. te je iznosila 517,5 mil. EUR na kraju lipnja 2023. godine.

Slika 5.2. Korekcije vrednovanja na financijskim tržištima, zajedno s povećanim zahtjevima za isplate, doveli su do pritiska na neto imovinu UCITS-a
Tromjesečna promjena neto imovine fondova, u mlrd. EUR



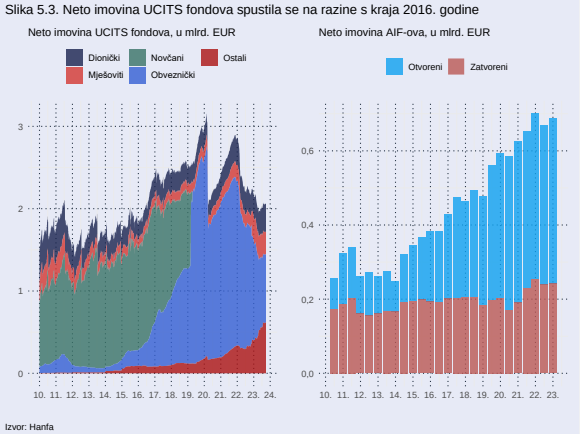
Izvor: Hanfa

Globalni tržišni oporavak u 2023. zbog usporavanja inflacije i pozitivnog investicijskog sentimenta kratko je bio zaustavljen iznenadnom bankovnom krizom u SAD-u (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**). Iako je razmjerno

[43] Obvezznički UCITS fondovi tijekom 2022. i prvih devet mjeseci 2023. zabilježili su kumulativne neto odljeve od 774 mil. EUR, mješoviti fondovi neto odljeve od 65 mil. EUR, dok su dionički i ostali fondovi zabilježili neto priljeve od 14 mil. EUR odnosno 280 mil. EUR.

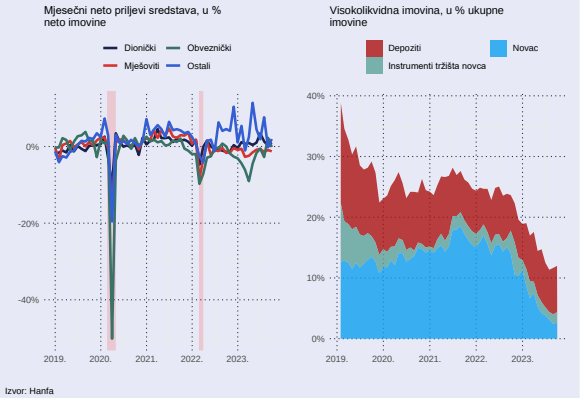
brzo uspješno prevladana i nije imala utjecaja na domaće tržište, ova je krizna epizoda bankarskog sektora manjim dijelom utjecala na pojačane neto odljeve sredstava iz domaćih investicijskih fondova. Osim ovog poremećaja, koji je ponovno pokazao kako se ulaganje u UCITS fondove, posebno obveznicke, uglavnom promatra kao alternativa bankovnim depozitima i svojevrsni likvidni amortizer, a ne dugoročna investicija, na povlačenje dijela sredstava svakako je bitno utjecalo i tada najavljeno izdavanje prve narodne obveznice, ali i postupni rast kamatnih stopa na depozite banaka.

Slika 5.3. Neto imovina UCITS fondova spustila se na razine s kraja 2016. godine



Izvor: Hanfa

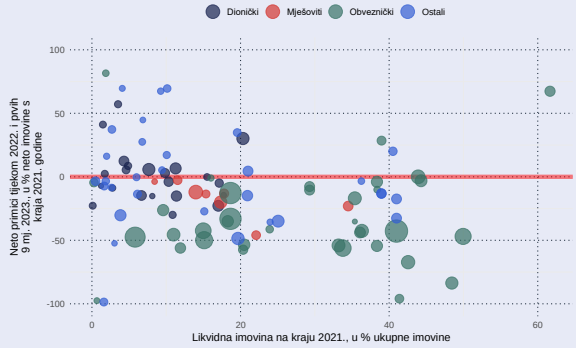
Slika 5.4. Povećani zahtjevi za isplate umanjili su zalihe likvidnosti domaćih UCITS fondova



Izvor: Hanfa

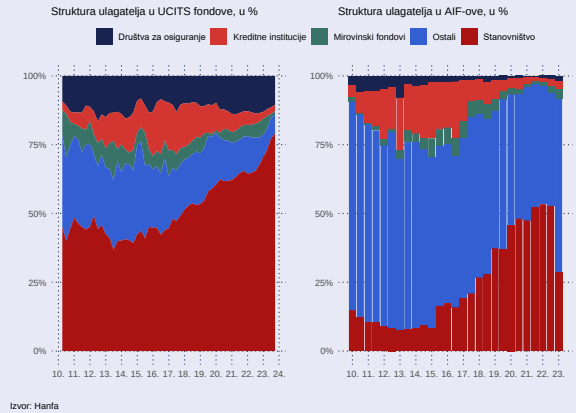
I dok pritisci na isplate sredstava prethodnih godina nisu značajnije utjecali na likvidnost UCITS fondova, posljednja epizoda svakako je doprinijela značajnijem smanjenju njihove likvidne imovine u 2023. Udio likvidne u ukupnoj imovini UCITS fondova tako je krajem rujna 2023. iznosio 12,0 % ukupne imovine UCITS fondova (smanjenje za 12,4 p.b. u odnosu na kraj 2021. godine, slika 5.4.). Međutim, treba istaknuti kako je ovo smanjenje likvidnosti UCITS fondova tijekom 2022. i 2023. u značajnom dijelu posljedica strukturnih promjena na tom tržištu u vidu sve intenzivnijeg osnivanja tzv. fondova sa fiksnim dospijećem. S obzirom na to da takvi fondovi imaju točno određeno vrijeme svojeg trajanja koje je uglavnom srednjoročno, a prijevremeni izlasci uglavnom su destimulirani razmjerno visokim naknadama, rizik likvidnosti kod njih nije u tolikoj mjeri izražen.

Slika 5.5. Značajan broj obvezničkih fondova zabilježio neto odljeve sredstava, no njih ujedno karakterizira i viša likvidnost imovine
Odnos veličine odljeva tijekom 2022. i 2023. te likvidnosti pojedinog fonda na početku razdoblja



Napomena: Veličina točke označuje veličinu fonda mjerenu neto imovinom na kraju 2021. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 5.6. U strukturi ulagatelja u UCITS fondove prevladava sektor stanovništva



Izvor: Hanfa

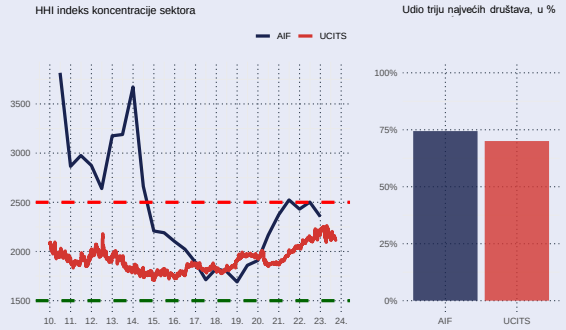
Iako je veličina domaćeg sektora investicijskih fondova u posljednje dvije godine značajno smanjena, istodobno je bitno proširena i diversificirana ponuda mogućih ulaganja u investicijske

fondove. To bi posebno moglo biti zanimljivo tradicionalno najzastupljenijim malim ulagateljima (slika 5.6.), čiji je investicijski interes u 2023. probuđen i direktnom ponudom upisa državnih dužničkih izdanja uz tržišno konkurentan prinos. Tako je značajan dio društava za upravljanje na domaćem tržištu u svoje ponude uključio investicijske fondove koji integriraju principe održivosti u svoje investicijske politike [44] , ali i fondove s dospijećem koji nastoje očuvati uloženu imovinu ulagatelja. S obzirom na razmjeno visoke povrate koji još uvijek nose ulaganja s fiksnim povratom, čak i na razmjerno kratke rokove, na domaće je tržište nakon više godina uvršten i novčani fond pogodan za investitore koji prioritiziraju likvidnost. Tijekom 2023. proširena je ponuda i ETF fondova s dva na četiri, što pozitivno doprinosi tržišnoj fleksibilnosti i likvidnosti, ali i proširenju ulagačkih mogućnosti za investitore.

Strukturna obilježja i rizici

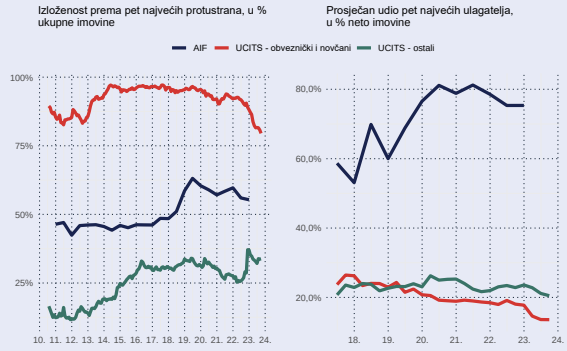
Rast širine (vrste fondova) i dubine (broja fondova) ponude na domaćem tržištu investicijskih fondova tijekom 2022. i 2023. smanjio je stupanj koncentracije tog tržišta (slika 5.7.). Od kraja 2021. do rujna 2023. broj AIF-ova povećao se za 6 (ukupno 44 fonda), a broj UCITS fondova za 14 (ukupno 107 fondova). Unatoč ovoj povećanoj ponudi na tržištu investicijskih fondova, koncentracija imovine pod upravljanjem i dalje je visoka jer tri najveća društva upravljaju sa 70,1 % neto imovine UCITS fondova s kraja rujna 2023., odnosno sa 74,4 % neto imovine AIF-ovas kraja 2022. godine. Ovako visoka upravljačka koncentracija povećava izloženost investicijskih fondova sistemskim rizicima u pogledu moguće pojave sličnog ili istog ponašanja ulagatelja, rizika likvidnosti te povećane vjerojatnosti zaraze uslijed mogućih šokova.

Slika 5.7. U 2023. zaustavljen višegodišnji trend konsolidacije sektora investicijskih fondova



Napomena: Udio triju najvećih društava prikazan je na posljednji dostupan datum, odnosno za kraj 2022. u slučaju AIF-a te kraj rujna 2023. u slučaju UCITS-a. Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visokokoncentriranima. Koncentracija je prikazana na temelju strukture sektora prema društvima za upravljanje fondovima.
Izvor: Hanfa

Slika 5.8. Visoka koncentracija ulaganja u pojedinim segmentima tržišta izlaže fondove potencijalnim idiosinkratskim šokovima



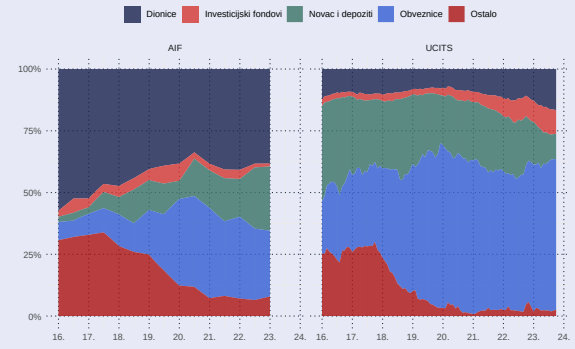
Napomena: Prikazan je imovinom ponderirani prosječan udio pet najvećih protustrana, odnosno ulagatelja pojedinog segmenta investicijskih fondova.
Izvor: Hanfa

Uz upravljačku koncentraciju, sektor investicijskih fondova izložen je i relativno visokoj koncentraciji svojih ulaganja, ali i svojih obaveza (slika 5.8.). U recentnom razdoblju koncentracija ulaganja UCITS fondova, posebno obveznickih, smanjuje se i to djelomično zbog pasivnog efekta vrednovanja, odnosno pada vrijednosti obveznickih ulaganja, ali i aktivnog preusmjeravanja dijela sredstava u dionice (slika 5.9.). Tako su ulaganja u dionice i investicijske

[44] Na kraju studenoga 2023. na domaćem je tržištu bilo 39 takvih UCITS fondova pod čijim je upravljanjem bilo oko 38,5 % ukupne imovine svih UCITS fondova.

fondove na kraju rujna 2023. činila 16,7 % ukupnih ulaganja UCITS fondova (povećanje od 5 p.b. u odnosu na kraj 2021. godine). Pri tom procesu diversifikacije ulaganja ističu se dva trenda. S jedne strane dionički fondovi, koji su relativno više prekogranično diversificirani, tijekom 2022. i 2023. povećali su značaj domaćih ulaganja u svojim portfeljima, dok su s druge strane obveznički fondovi, koje karakterizira visoka koncentracija ulaganja u domaće državne obveznice, povećali značaj prekograničnih izloženosti (slika 5.10.). Istodobno su prekogranične izloženosti povećali i mješoviti fondovi, što je potencijalno povezano sa smanjenim valutnim troškovima u okolnostima prelaska na euro, ali i potencijalno veće privlačnosti obveznickih ulaganja u drugim zemljama EU-a koje u trenutačnim okolnostima bilježe više kamatne stope.

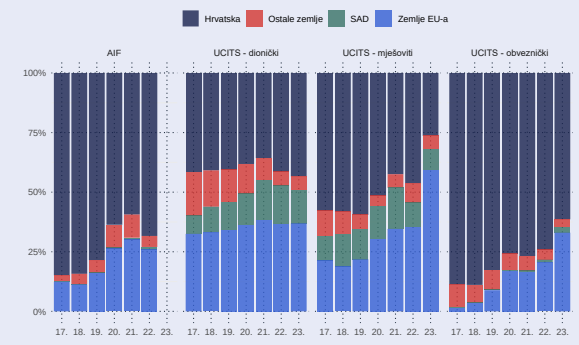
Slika 5.9. Dionice i udjeli u investicijskim fondovima sve izraženiji oblici ulaganja, koje je i u 2023. dominantno usmjereno u obveznice
Struktura ulaganja investicijskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Izvor: Hanfa

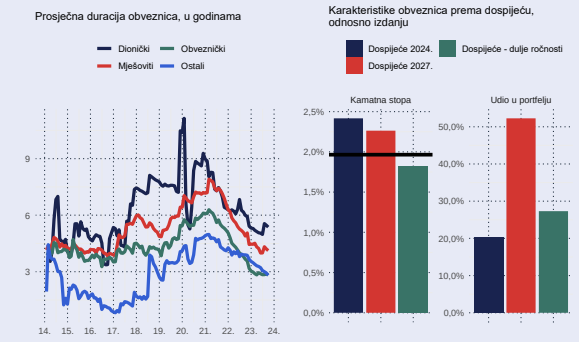
Alternativni investicijski fondovi, koji su tradicionalno najvećim dijelom usmjereni na domaća ulaganja, tijekom 2022. dodatno su povećali značaj domaćih izloženosti nastojeći time monetizirati svoje kompetitivne prednosti u pogledu pristupa lokalnim informacijama i veće kontrole nad upravljačkim procesima u poduzećima u koja ulažu (slika 5.10.).

Slika 5.10. Povratak dioničkih i aternativnih fondova na domaće tržište u okružju oporavka vrednovanja
Struktura ulaganja UCITS fondova prema rezidentnosti, u % ukupne imovine



Napomena: Zadnji podatak za UCITS fondove odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 5.11. U uvjetima rasta kamatnih stopa kratkoročno raste kamatni rizik, ali se istovremeno smanjuje rizik refinanciranja



Napomena: Dospijeće 2024. označuje obveznice koje dospijevaju do kraja 2024., dospijeće 2027. obveznice koje dospijevaju do kraja 2027., dok dulje ročnosti označavaju obveznice koje dospijevaju nakon 2027. godine. Horizontalna linija označuje prosječni kupon obveznica u portfelju IF-ova koje su izdane u 2022., odnosno 2023. godini.
Izvor: Hanfa

Investicijski su fondovi tijekom 2023. nastavili skraćivati preostalu ročnost obveznickih ulaganja, a time i izloženosti kamatnom riziku (slika 5.11.). Tako je krajem rujna 2023. prosječna duracija obveznickog portfelja sektora iznosila 3,0 godine (smanjenje od 2,1 p.b. u odnosu na kraj 2021. godine). Međutim, istodobno je povećana proporcija portfelja koji se vrednuje po tržišnim cijenama[45] (88,4 % ukupne imovine UCITS fondova na kraju studenoga 2023., što je povećanje za 25,5 postotnih bodova u odnosu na kraj 2022. godine) pa bi potencijalni dodatni porast opće razine kamatnih stopa za 1 p.b. rezultirao gubicima od 1,6 % neto imovine. S obzirom na to da su tržišna

[45] Kategorija uključuje sve vrijednosne papire koji se vrednuju prema metodama zadnje cijene trgovanja ili pak korištenjem tehnika procjene, odnosno prosječne ponderirane cijene.

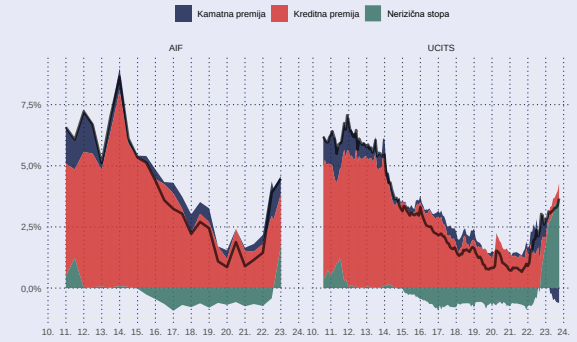
očekivanja kako će se referentne kamatne stope smanjivati tijekom 2024., moguće je zaustavljanje ovog trenda smanjenja duracije, a što je evidentno već prisutno kod dioničkih i mješovitih fondova.

Iako je povećanje duracije u fazi monetarnog popuštanja s investicijskog i upravljačkog aspekta razumljivo, treba naglasiti kako je trenutačno razina premije za rizik na povijesno niskim razinama, što ostavlja prostor za njezinu korekciju u slučaju neočekivanih ekonomsko-financijskih poremećaja (slika 5.12.). S obzirom na to da su povijesne epizode sistemskog stresa (primjerice globalna financijska kriza iz 2008. ili europska dužnička kriza iz 2011.) ukazale na potencijal i brzinu korekcije premije za rizik na eventualni znak slabosti domaćeg ili pak europskog gospodarstva, izloženost domaćeg sektora investicijskih fondova kamatnom riziku stoga je i dalje na povišenoj razini.

Rizik reinvestiranja obvezničkog portfelja je u fazi rasta kamatnih stopa bio znatno smanjen s obzirom na to da su kuponske naknade novih obveznica koje su fondovi upisali nadmašivale kupone obveznica najduljih ročnosti u njihovim portfeljima (slika 5.11.). Međutim, s izglednim preokretom faze monetarnog ciklusa kuponski će se prinosi novih izdanja vjerojatno smanjiti, osim ako ne dođe do neočekivanog skoka premije za rizik.

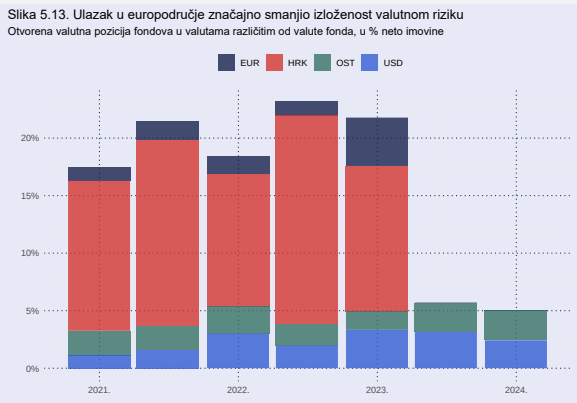
Ulazak u europodručje donio je smanjenje valutnog rizika s obzirom na to da je on najvećim dijelom proizlazio iz eursko-kunske valutne neusklađenosti imovine i obveza investicijskih fondova (slika 5.13.). I dok je valutni rizik nominalno značajno smanjen u 2023., on je zbog relativne stabilnosti tečaja kune prema euru efektivno i prije 2023. bio dominantno vezan za kretanje američkog dolara i nekolicine ostalih valuta. Prelazak na euro kroz relativno veću likvidnost te valute otvara put k lakšem preuzimanju valutnog rizika u budućnosti, ali i jednostavniji pristup instrumentima zaštite od valutnog rizika ako se društva odluče na izraženiju potragu za prekograničnim prinosima.

Slika 5.12. Premija rizika zadržana na povijesno niskim razinama i u 2023. godini
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća



Napomena: Crna linija predstavlja ponderirani prinos do dospijeća na obvenički portfelj investicijskih fondova. Podaci za alternativne fondove su polugodišnji.
Izvori: Eurostat, Hanfa

Slika 5.13. Ulazak u europodručje značajno smanjio izloženost valutnom riziku
Otvorena valutna pozicija fondova u valutama različitim od valute fonda, u % neto imovine

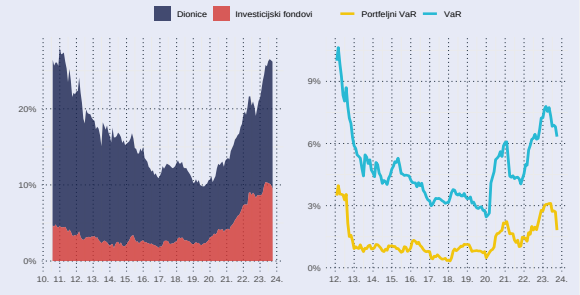


Napomena: U prikazu neto otvorene valutne pozicije vrijednosni papiri s valutnom klauzulom tretirani su kao kunski papiri.
Izvor: Hanfa

S obzirom na to da su investicijski fondovi povećali svoja dionička ulaganja, izloženost tržišnim rizicima porasla je u recentnom razdoblju (slika 5.14.). Tome je pridonijela i povećana tržišna volatilnost, koja je svoj vrhunac dosegnula u ožujku 2023. tijekom bankovne krize u SAD-u. Pored toga, metode vrednovanja imovine također značajno utječu na vremensku dimenziju materijalizacije tržišnog rizika, a od

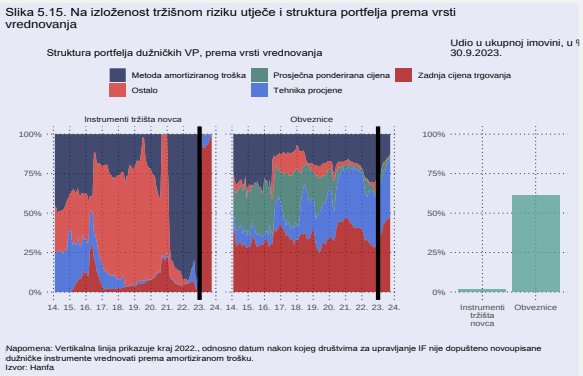
početka 2023. investicijski fondovi sva nova dužnička ulaganja vrednuju po tržišnim cijenama (slika 5.15.). Time je efektivno povećan transmisijski kanal potencijalnih tržišnih šokova na prinose investicijskih fondova, ali je istovremeno osigurana visoka transparentnost poslovanja investicijskih fondova, koja u konačnici podržava pravovremeno upravljanje rizicima, a investitorima omogućuje pravodobno donošenje informiranih investicijskih odluka.

Slika 5.14. Izloženost tržišnim rizicima dosegnuo vrhunac u ožujku 2023. godine tijekom kratkotrajn bankarske krize
Procijenjeni gubitak po ulaganjima UCITS fondova u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Napomena: Žuta linija označuje procijenjenu portfeljnu rizičnu vrijednost, dok plava linija označuje rizičnu vrijednost individualnih izloženosti procijenjenih na temelju tjednih povrata tijekom pomičnog vremenskog okvira od godine dana.
Izvor: Hanfa

Slika 5.15. Na izloženost tržišnom riziku utječe i struktura portfelja prema vrsti vrednovanja



Napomena: Vertikalna linija prikazuje kraj 2022., odnosno datum nakon kojeg društvima za upravljanje IF nije dopušteno novoupisane dužničke instrumente vrednovati prema amortiziranom trošku.
Izvor: Hanfa

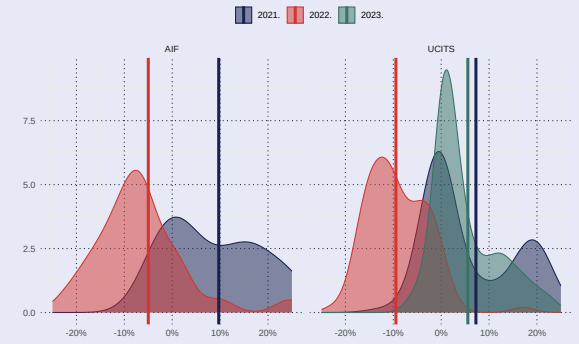
Prinosi

Vrlo nepovoljnu 2022. godinu po pitanju investicijskih povrata zamijenila je iznad očekivanja pozitivna 2023. pa su gotovo sve kategorije investicijskih fondova nadoknadile gubitke iz prethodne godine. Globalne okolnosti u 2022. bile su iznimno nepovoljne, što je rezultiralo gotovo univerzalnim padom cijena financijske imovine. Stoga su u uvjetima, vrlo visoke inflacije, povijesno brzog rasta kamatnih stopa i skoka geopolitičkog rizika, cijene udjela u svim kategorijama domaćih investicijskih fondova zabilježile korekciju (slike 5.16. i 5.17.). Snagu korekcije je pak odredila strateška alokacija imovine fondova po pojedinim kategorijama ulaganja. Tako su dionički fondovi zabilježili gubitak vrijednosti od 13,5 %, mješoviti 14,0 %, dok su gubici relativno konzervativnih obveznickih fondova iznosili 5,9 %.

Slika 5.16. Oporavak profitabilnosti investicijskih fondova u prvih devet mjeseci 2023. najizraženiji u kategoriji dioničkih fondova
Vrijednost indeksa pojedine kategorije UCITS fondova, 100 = 31.12.2021.

Izvor: Hanfa

Slika 5.17. Oporavak profitabilnosti u 2023. široko rasporostranjen
Distribucija godišnjih prinosa po pojedinom fondu, u %



Napomena: Vertikalne linije označuju medijalnu vrijednost prinosa u promatranoj godini. Podatak za 2023. prikazuje rezultat u prvih devet mjeseci.
Izvor: Hanfa

Usporavanje inflacijskih pritisaka i ublažavanje retorike čelnika središnjih banaka stvorili su uvjete za povratak investicijskog optimizma u 2023. Natprosječno dobra ostvarenja u takvom okružju zabilježilo je i domaće tržište kapitala pa su do kraja trećeg tromjesečja 2023. dionički UCITS fondovi u potpunosti nadoknadili gubitke iz prethodne godine (prinos od 16,4 % u prvih devet mjeseci

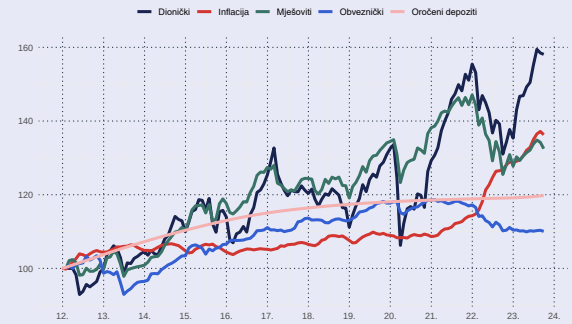
2023.). Mješoviti UCITS fondovi su zabilježili blaži oporavak od 3,6 %, dok se vrijednost udjela u obvezničkim fondovima smanjila za 0,2 % u istom razdoblju. Potencijalno smanjenje kamatnih stopa pospješio bi oporavak prinosa investicijskih fondova u narednom razdoblju, direktno kroz rast cijena obvezničkih ulaganja, ali i indirektno kroz dodatnu stimulaciju razmjerno optimističnog investicijskog sentimenta na kraju 2023. godine.

U nešto duljem vremenskom kontekstu vidljivo je da su čak i u okolnostima povijesno visoke inflacije domaći mješoviti i dionički UCITS fondovi uspjeli očuvati realnu vrijednost investicije, ali uz relativno visoku volatilnost (slika 5.19.). Domaći su investicijski fondovi tako, s obzirom na visoki stupanj usklađenosti regulative i gospodarskih uvjeta na razini EU-a, u recentnom razdoblju bili u svojim povratima razmjeno usporedivi s fondovima iz EU-a (slika 5.18.). Navedeno je prvenstveno rezultat globalne konvergencije makroekonomskih i financijskih kretanja, no trenutačno povišene neizvjesnosti i sistemski rizici, poglavito u dijelu potisnute premije za rizik, u narednom razdoblju povećavaju vjerojatnost pojave divergentnih kretanja na pojedinim segmentima tržišta investicijskih fondova.

Slika 5.18. Uz iznimku 2017. i 2018., koje je obilježila kriza u jednoj velikoj domaćoj kompaniji, domaći fondovi zabilježili konkurentne prinose u europskom kontekstu
Godišnji prinosi odabranih kategorija UCITS fondova, u %

Napomena: Podatak za 2023. odnosi se na prinos u prvih 9 mjeseci.
Izvori: ESMA, Hanfa

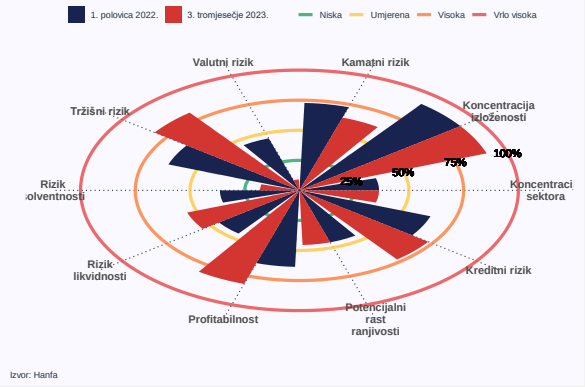
Slika 5.19. Dugoročno ulaganje u dioničke i mješovite fondove očuvalo realnu vrijednost investicije čak i u okolnostima povijesno visoke inflacije
Vrijednost ulaganja od 100 EUR u pojedinu ulagačku kategoriju na dan 31.12.2011.



Napomena: Za 2023. prikazana su ostvarenja u prvih devet mjeseci. U kategoriji oročenih depozita prikazana je vrijednost ulaganja u oročene depozite domaćih banaka primjenom prosječnih kamatnih stopa na stanja za sektor kućanstava.
Izvori: Eurostat, Hanfa, HNB

6. DRUŠTVA ZA OSIGURANJE

Slika 6.1. Sistemski rizici smanjeni u odnosu na prvu polovicu 2022.



Izvor: Hanfa

U 2023. nastavljen je trend rasta ukupnog premijskog prihoda društava za osiguranje, unatoč značajnom padu naplaćene premije u segmentu životnog osiguranja. Snažan rast nerizičnih kamatnih stopa rezultirao je poboljšanjem kapitalne pozicije društava za osiguranje unatoč nepovoljnim prognozama iz prethodne godine. Unatoč poboljšanju pokazatelja profitabilnosti i solventnosti tijekom prvog dijela 2023., društva za osiguranje i dalje su izložena povišenim cikličkim sistemskim rizicima čija materijalizacija može naglasiti strukturne ranjivosti pojedinih društava i oslabiti trenutačno visoke likvidnosne i kapitalne zalihe sektora.

Ključna ciklička kretanja

Rast ukupne premije iz 2022., nastavljen je i u 2023., međutim razlike u trendovima između segmenata životnog i neživotnog osiguranja postaju sve izraženije. Početkom 2023. na snagu je stupio novi međunarodni standard financijskog izvještavanja 17 - Ugovori o osiguranju (dalje u tekstu: MSFI 17, više o novom standardu u tematskom okviru u publikaciji **Makroprudencijalni skener rizika, br. 6**), koji je uveo brojne promjene u sektoru osiguranja. Jedna od bitnijih izmjena odnosi se na obvezu izvještavanja o naplaćenoj premiji osiguranja, čime je ujednačeno premijsko izvještavanje neživotnog osiguranja sa životnim osiguranjem, koja su i prije stupanja na snagu MSFI-ja 17 zaračunatu bruto premiju izvještavali po principu naplate.

Ukupna naplaćena premija kontinuirano je rasla tijekom 2023., pri čemu je rast u prvih devet mjeseci iznosio 7,2 % na godišnjoj razini. Pozitivna kretanja izražena su u segmentu neživotnog osiguranja u kojem je naplaćena premija na kraju trećeg tromjesečja 2023. iznosila 1,1 mlrd. EUR, što predstavlja godišnji rast od 16,7 % (slika 6.2.). Najveći doprinos rastu proizlazi iz segmenta osiguranja vozila, konkretno osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila i kasko-osiguranja, koja su u odnosu na 2022. rasla 24,8 % odnosno 26,1 % primarno zbog snažnog rasta cijena, ali i rastućeg broja vozila u prometu.

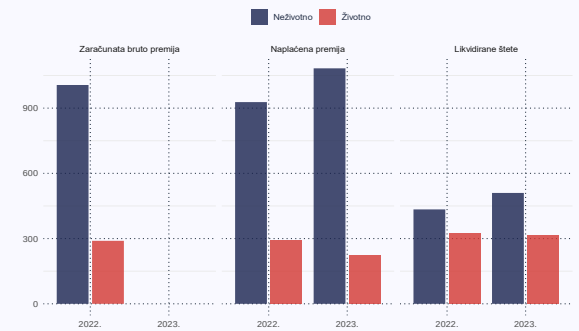
U 2023. zabilježen je značajan pad iznosa naplaćene premije osiguranja kredita, koja je u posljednjih nekoliko godina u okolnostima povišenih neizvjesnosti i nestabilnosti na financijskim tržištima, ali i

rasta obujma bankovnog kreditiranja bilježila visoke stope rasta.[46] Pad te vrste osiguranja u prvih devet mjeseci 2023. iznosio je gotovo 60 % na godišnjoj razini[47], čime je njezin udio u ukupno naplaćenoj premiji neživotnog osiguranja smanjen na svega 1,3 %, u odnosu na 3,9 % na kraju 2022. godine.

Rastu naplaćene premije neživotnih osiguranja, gledajući kroz prizmu udjela u ukupnoj premiji, značajno doprinosi osiguranje imovine, odnosno osiguranje od požara i elementarnih šteta te ostala osiguranja imovine, koja zajedno čine 19,3 % ukupne premije neživotnih osiguranja.[48] Zbog sve izraženijih rizika povezanih s rastućim klimatskim promjenama i njihovim posljedicama na imovinu ugovaratelja osiguranja, ali i iskustava povezanih s recentnim potresima u Zagrebu i Sisačko-moslavačkoj županiji, izvjestan je daljnji rast tih vrsta osiguranja u narednom razdoblju.

S druge strane, značajnije smanjenje priljeva novih ugovora u portfeljima životnih osiguranja kod nekoliko većih društava utjecalo je na izraženiji pad naplaćene premije u tom segmentu u 2023. godini. Ukupna naplaćena premija životnog osiguranja u prvih devet mjeseci 2023. iznosila je 222,3 mil. EUR, što na godišnjoj razini predstavlja smanjenje od 23,4 %. Naplaćena premija tradicionalnog životnog osiguranja smanjena je za 17,1 %, što je u najvećoj mjeri posljedica baznog učinka povećanog priljeva jednokratno plaćenih premija iz proteklih godina, a koji je u 2023. izostao. Naplaćena premija *unit-linked* proizvoda smanjena je za čak 54,2 % na godišnjoj razini zbog iznimno velikih tranši ugovorenih u 2022. godini (slika 6.2). Opisana kretanja utječu na sve veće smanjenje udjela životnih osiguranja u ukupnom premijskom prihodu društava za osiguranje. Na kraju rujna 2023. on je iznosio 17,0 %, što na godišnjoj razini predstavlja smanjenje od čak 6,8 p.b. i dodatno povećanje jaza u odnosu na europski prosjek, koji je na kraju lipnja 2023. iznosio 53,8 %. To potvrđuje nužnost kontinuirane potrebe za podizanjem svijesti o važnosti i koristima životnog osiguranja. Recentni porast kamatnih stopa i indirektno utječe na privlačnost osiguranja života kroz povećanu atraktivnost alternativnih financijskih proizvoda sa štednom komponentom, primjerice oročenih depozita u kreditnim institucijama, narodnih obveznica i trezorskih zapisa ili pak investicijskih fondova s dospijećem koji implicitno garantiraju određene stope povrata na inicijalno ulaganje.

Slika 6.2. Značajan pad naplaćene premije životnih osiguranja u 2023. godini
Zaračunata bruto premija, naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR



Napomena: Podaci na grafikonu odnose se na prvih 9 mjeseci 2022. i 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Ukupne likvidirane štete iznosile su 813,4 mil. EUR u prvih devet mjeseci 2023. što predstavlja rast od 7,8 % na godišnjoj razini. Kod tradicionalnog životnog osiguranja nastavljeni su trendovi iz prijašnjih godina jer je na kraju

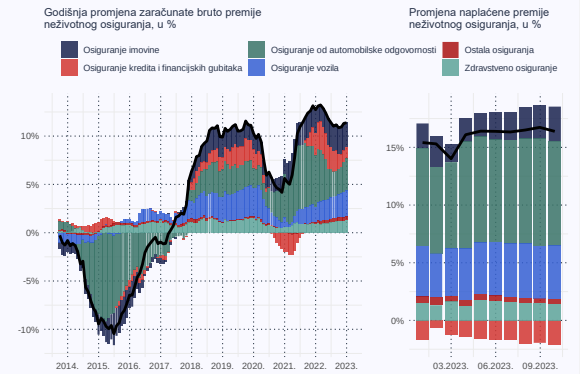
[46] Na kraju 2022. godišnja stopa rasta iznosila je 26,3 %, dok je na kraju 2021. rast iznosio 43,6 % na godišnjoj razini.

[47] Društvo s najvećim udjelom premije prebacilo je čitavi portfelj u segment životnih osiguranja.

[48] Navedena osiguranja rasla su za 14,7 % odnosno 13,3 % na godišnjoj razini.

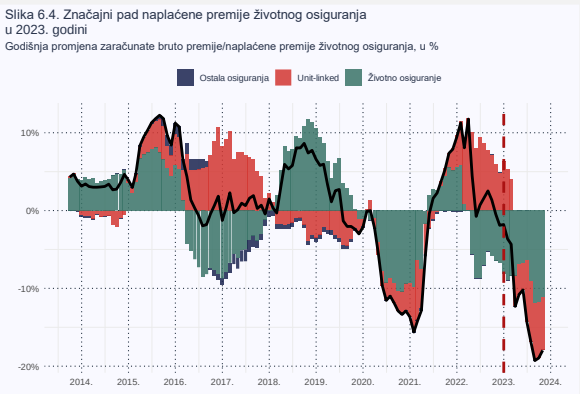
trećeg tromjesečja zabilježen rast likvidiranih šteta od 5,6 % na godišnjoj razini, koji je posljedica dozrijevanja portfelja odnosno redovnih isteka ugovora (slika 6.5.). Kao i kod premije osiguranja *unit-linked* ugovora, zabilježen je značajan pad u iznosu šteta po tim ugovorima, koje su na godišnjoj razini bile manje za 35,7 %.

Slika 6.3. Segment osiguranja vozila prednjači u rastu premije neživotnih osiguranja



Napomena: Krajem 2022. prestaje se izvještavati o zaračunatoj brutoj premiji te se počinje izvještavati o naplaćenoj premiji.
Izvor: Hanfa

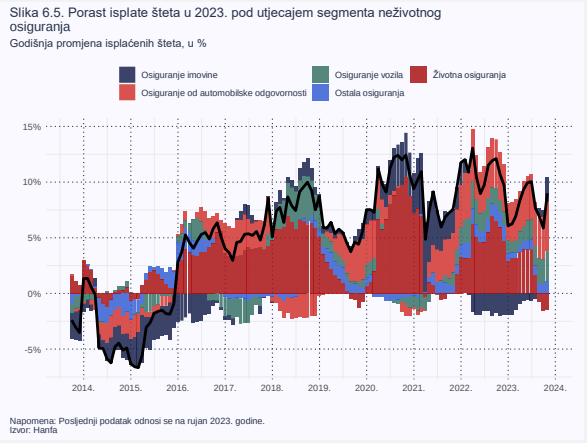
Slika 6.4. Značajni pad naplaćene premije životnog osiguranja u 2023. godini



Napomena: Crvena linija označava kraj izvještavanja zaračunate bruto premije te početak izvještavanja o naplaćenoj premiji. Posljednji podatak o
se na rujan 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Učinci dugotrajno povišene inflacije najvidljiviji su u iznosima likvidiranih šteta u segmentu neživotnih osiguranja, koje su na kraju trećeg tromjesečja 2023. bile veće za 17,4 % na godišnjoj razini. Daleko najveći doprinos rastu šteta tradicionalno dolazi iz segmenta osiguranja vozila gdje je dvostruki učinak povećane inflacije u vidu popravaka vozila (inflacija usluga) i rasta cijena rezervnih dijelova bio posebno istaknut.[49] Značajno je porastao i iznos šteta kod osiguranja od požara i elementarnih nepogoda (godišnje za više od 30 %). Slični trendovi mogu se očekivati i u budućem razdoblju s obzirom na sve veću učestalost i intenzitet elementarnih nepogoda, ali i očitog porasta svijesti o koristima koje pruža predmetno osiguranje čemu u prilog govori i kontinuirani porast zastupljenosti ovog osiguranja u ukupnoj naplaćenoj premiji (7,7 % na kraju trećeg tromjesečja 2023. godine).

Slika 6.5. Porast isplate šteta u 2023. pod utjecajem segmenta neživotnog osiguranja



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na rujan 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Strukturna obilježja i rizici

Domaći sektor osiguranja razmjerno je konkurentan, međutim, visoka koncentracija određenih tržišnih segmenata naglašava sistemsku važnost pojedinih društava. Visoka koncentracija tržišnog udjela prema naplaćenoj premiji prisutna je kod sve tri najzastupljenije vrste neživotnih osiguranja, a nešto manja koncentracija izražena je i u segmentu životnog osiguranja[50] (slika 6.6.).

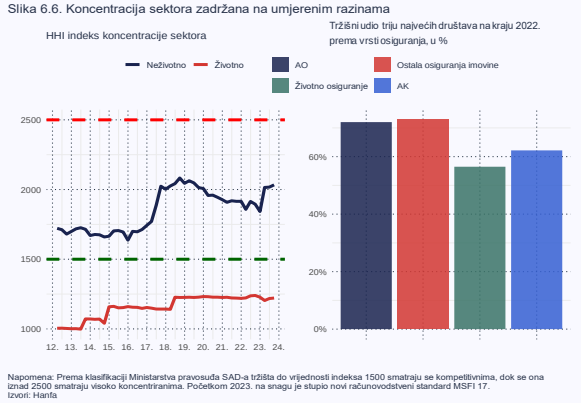
[49] Likvidirane štete su kod osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila na godišnjoj razini rasle za 21,6 %, dok je rast u segmentu kasko-osiguranja iznosio 20,7 %.

[50] Primjerice, kod obveznog osiguranja od automobilske odgovornosti tri najveća društva drže 72 % ukupne naplaćene premije u 2022., u segmentu kasko-osiguranja navedeni udio iznosi

Rast kamatnih stopa iz 2022. nije u značajnoj mjeri promijenio strukturu investicijskog portfelja društava za osiguranje, već se odrazio isključivo na smanjenje vrijednosti portfelja. Iako se vrijednost ulaganja društava za osiguranje znatno oporavila tijekom prvih devet mjeseci 2023., izloženost tržišnom i kamatnom riziku ostala je na povišenoj razini. Na kraju trećeg tromjesečja 2023. ulaganja u državne obveznice činila su dominantnih 55,3 % ukupnih ulaganja, što je povećanje od 3,3 p.b. na godišnjoj razini.[51] Primjetan je i porast udjela vlasničkih vrijednosnih papira, koji su činili 12,8 % ukupnih ulaganja društava za osiguranje na kraju rujna 2023. godine (slika 6.8.). Pozadina ovih promjena ulaganja krije se u rastu nerizične kamatne stope tijekom 2022. i 2023. zbog čega su društva dio likvidnih sredstava usmjerila u državne obveznice te istovremenog rasta cijena na dioničkim tržištima u okolnostima oporavljenog investicijskog sentimenta i smanjene tržišne averzije prema riziku (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

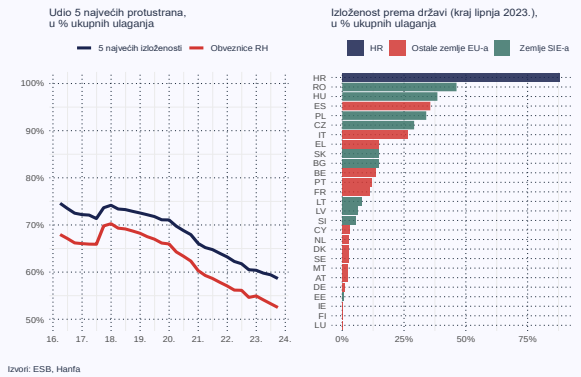
Vrijednost ulaganja u nekretnine nije se značajnije promijenila tijekom 2023. te je na kraju trećeg tromjesečja 2023. činila 9,8 % svih ulaganja. Iako ulaganja u nekretnine nisu dominantna investicijska klasa na razini sustava, kod određenog broja društava taj je udio znatno veći od 30 %, što ih čini bitno osjetljivijima na potencijalna negativna tržišna kretanja i moguće sistemske šokove u uvjetima povišene inflacije i kamatnih stopa te smanjenog realnog raspoloživog dohotka kućanstava (više o karakteristikama i rizicima koji proizlaze iz sektora nekretnina u **Okviru 1. Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju stabilnost sektora financijskih usluga u RH?**).

Slika 6.6. Koncentracija sektora zadržana na umjerenim razinama



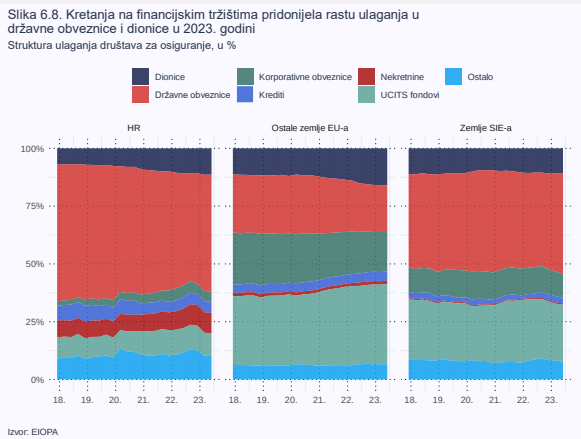
Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima. Početkom 2023. na snagu je stupio novi računovodstveni standard MSFI 17.
Izvori: Hanfa

Slika 6.7. Rizik koncentracije izloženosti na povišenim razinama, unatoč porastu diversifikacije portfelja u recentnom razdoblju



Izvori: ESB, Hanfa

Slika 6.8. Kretanja na financijskim tržištima pridonijela rastu ulaganja u državne obveznice i dionice u 2023. godini



Izvor: EIOPA

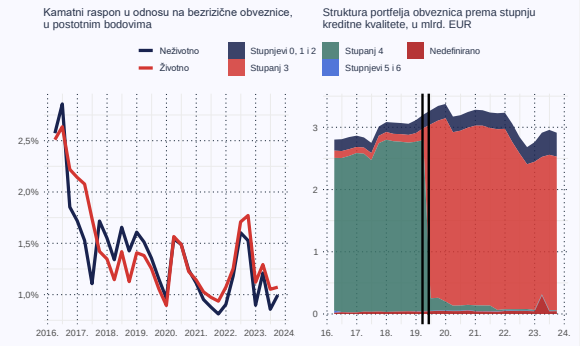
Novčana sredstva društava za osiguranje zabilježila su osjetno smanjenje na godišnjoj razini od čak 56,5 % (na kraju

62,2 %, a istovremeno je čak 73,0 % naplaćene premije osiguranja imovine ostvareno u tri najzastupljenija društva. U segmentu životnog osiguranja tri društva odgovorna su za visokih 56,5 % naplaćene premije u 2022. godini. Zajedno su ove četiri vrste osiguranja 2022. činile čak 63,2 % ukupne zaračunate bruto premije sektora.

[51] Zastupljenost korporativnih obveznica smanjena je za 0,6 p.b. (na 5,0 % ukupnih ulaganja).

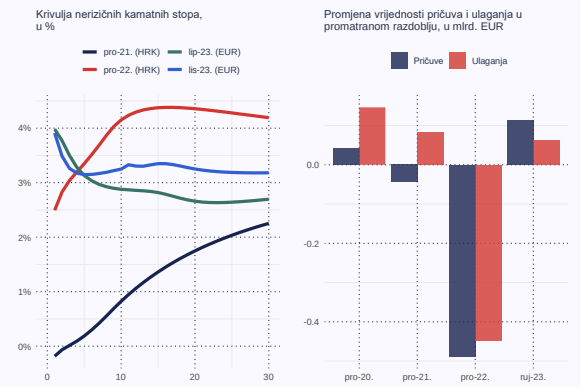
rujna 2023. činila su 2,3 % ukupnih ulaganja - pad od 3,2 p.b.) s obzirom na značajan rast kamatnih stopa koji je utjecao na porast ulaganja u druge oblike imovine.

Slika 6.9. Premija za kreditni rizik nakon privremenog skoka početkom 2020. ponovno na vrlo niskim razinama



Napomena: Prikazana je razlika prinosa do dospijeća obvezničkog portfelja društava za osiguranje u odnosu na prinose najviše rangiranih obveznica europodručja jednake ročnosti. Vertikalne linije označuju datume poboljšanja kreditnog rejtinga obveznica RH od strane kreditnih agencija Fitch i S&P.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, Hanfa

Slika 6.10. Smanjenje utjecaja monetarnog zaoštravanja u 2023. godini



Izvori: EIOPA, Hanfa

Rast kamatnih stopa nije imao značajniji utjecaj na razinu likvidne imovine društava za osiguranje tijekom 2022. i 2023., ali je naglasio potencijalne ranjivosti pojedinih društava koje karakterizira viša izloženost manje likvidnim klasama imovine. Rizik likvidnosti naglašeniji je u segmentu životnih osiguranja, koja mogu biti dodatno izložena riziku povećanog broja otkupa postojećih polica osiguranja u okolnostima pada realnih dohodaka i rasta profitabilnosti alternativnih oblika ulaganja, ali i smanjenom priljevu sredstava kroz manji volumen novosklopljenih ugovora. Unatoč rastu kamatnih stopa, tijekom 2023. nisu zabilježeni izraženiji pritisci na prijevremene isplate sredstava društava, čime je likvidnost sektora (mjerena udjelom likvidne imovine u ukupnoj imovini) na kraju rujna 2023. zadržana na visokoj razini od 62,8 % (slika 6.13.).

Izloženost kreditnom riziku dodatno je smanjena sredinom 2022. poboljšanjem kreditnog rejtinga RH u okolnostima ulaska u europodručje, no rastuće makroekonomske i geopolitičke neizvjesnosti naglašavaju rizik korekcije povijesno niske premije za rizik. Smanjenje izloženosti kreditnom riziku vidljivo je kroz promjene kreditne kvalitete[52] cjelovitog obvezničkog portfelja, koja pokazuje jasne trendove u posljednje dvije godine (slika 6.9.). Uzimajući u obzir samo investicijski dio portfelja[53] bilježi se kontinuirani rast udjela najkvalitetnijih obveznica[54] (od 8,0 % na kraju 2021. do 13,2 % na kraju trećeg tromjesečja 2023.), uz istovremeno smanjenje udjela obveznica kreditnog raspona BBB+ do BBB-, u koje se ubrajaju i hrvatske državne obveznice (pad s 89,6 % na kraju 2021. na 84,8 % na kraju rujna 2023.). Navedeno pokazuje kako se povišena inflacija i rast kamatnih stopa nisu značajnije odrazili na kreditnu kvalitetu investicijskih portfelja u kratkom roku. Tome je svakako doprinijela i činjenica da se portfelj domaćih osiguratelja dominantno sastoji od percipirano sigurnijih državnih obveznica, čiji su fundamenti ostali relativno stabilni unatoč pogoršanju uvjeta financiranja te nisu zabilježena izraženija pogoršanja kreditne kvalitete na europskom tržištu

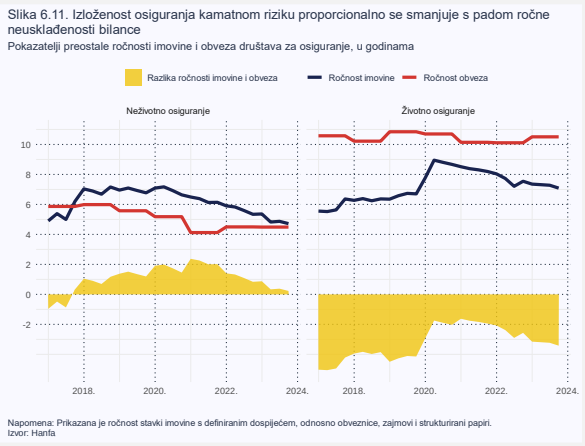
[52] Mjerene CQS-om (engl. *Credit Quality Step*).
[53] Obveznice s maksimalnim CQS-om 3.
[54] CQS 1 i 2 (kreditni rejting u rasponu od AAA do A-)

javnog duga. Buduća materijalizacija kreditnog rizika primarno će ovisiti o odgođenom utjecaju povišenih kamatnih stopa na poslovanje privatnog sektora, kojem domaća društva za osiguranje, međutim, nisu značajnije izložena.

Nakon snažnog rasta kamatnih stopa i značajnih gubitaka proizašlih iz smanjenja vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju u 2022., ublažavanje monetarnih očekivanja utjecalo je na smanjenje kamatnog rizika u 2023. godini. Zbog ubrzanog rasta krivulje nerizične kamatne stope tijekom 2022. u okolnosti visoke inflacije (slika 6.10.), vrijednost ulaganja društava za osiguranje, poglavito obveznicki, značajno je smanjena (pad od 8,0 % u odnosu na kraj 2021.). S prvim naznakama stabilizacije kamatnog ciklusa tijekom 2023. zaustavljen je pad vrijednosti ulaganja gotovo svih kategorija imovine.

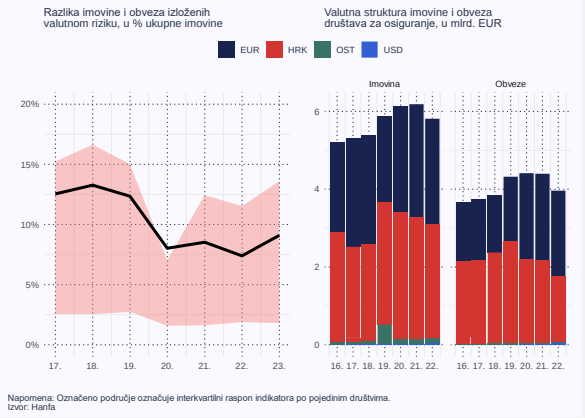
Izloženost kamatnom riziku društava za osiguranje uvelike je određena i ročnom (ne)usklađenosti imovine i obveza. Društva za neživotno osiguranje relativno su zaštićena od značajnih promjena u razini kamatnih stopa s obzirom na nisku ročnu neusklađenost od 0,4 godine na kraju lipnja 2023. godine. S druge strane, životna su osiguranja bitno izloženija tržišnim promjenama zbog kretanja kamatnih stopa s obzirom na ročnu neusklađenost imovine i obaveza od 3,3 godine (slika 6.11.). U okolnostima smanjenih monetarnih očekivanja dulja ročnost obveza u odnosu na ročnost imovine rezultirala je većim rastom obveza u odnosu na imovinu tijekom 2023., koje su i dalje na osjetno nižim razinama nego na kraju 2021. godine. Međutim, tržišna očekivanja monetarnog opuštanja i smanjenja kamatnih stopa mogla bi imati suprotan utjecaj, ovisno o tome u kojoj mjeri će društva za osiguranje povećavati duraciju svojih ulaganja.

Slika 6.11. Izloženost osiguranja kamatnom riziku proporcionalno se smanjuje s padom ročne neusklađenosti bilance



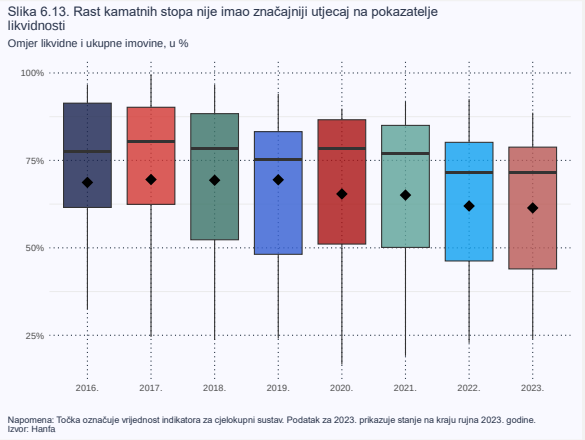
Napomena: Prikazana je ročnost stavki imovine s definiranim dospijećem, odnosno obveznice, zajmovi i strukturirani papiri.
Izvor: Hanfa

Slika 6.12. Valutni rizik smanjen na najnižu razinu u povijesti



Napomena: Označeno područje označuje interkvartilni raspon indikatora po pojedinim društvima.
Izvor: Hanfa

Slika 6.13. Rast kamatnih stopa nije imao značajniji utjecaj na pokazatelje likvidnosti



Napomena: Točka označuje vrijednost indikatora za cjelokupni sustav. Podatak za 2023. prikazuje stanje na kraju rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

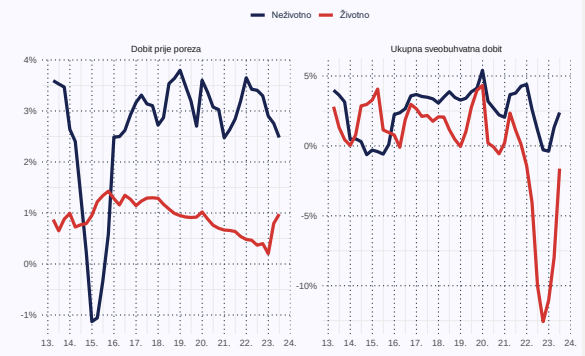
Ulaskom Hrvatske u europodručje početkom 2023. valutni rizik kojem su izložena društva za osiguranje sveden je na vrlo nisku razinu. Prosječna otvorena neto valutna pozicija smanjena je s 21,8 % (kraj 2022.) na 5,5 % početkom 2023. godine (slika 6.12.). Glavninu preostale neto otvorene pozicije čini izloženost prema američkom dolaru, koja

postaje dominantan nositelj valutnog rizika cjelokupnog sektora financijskih usluga. Osim smanjene valutne izloženosti, ulazak u europodručje odrazio se i na pokazatelje solventnosti društava za osiguranje. Pozitivan učinak ogleda se kroz kanal nižih kapitalnih zahtjeva s obzirom na to da su hrvatske državne obveznice izdane u eurima postale obveznice denominirane u domaćoj valuti koje nose manji kapitalni zahtjev od onih denominiranih u stranim valutama.[55] S druge strane, uvođenje eura označilo je početak korištenja eurske nerizične krivulje u procesu diskontiranja obaveza društava za osiguranje. U odnosu na nerizičnu kamatnu stopu za kune, eurska krivulja je niža što utječe na rast sadašnje vrijednosti obveza, a posljedično na smanjenje vlastitih sredstava društava za osiguranje, odnosno pokazatelja solventnosti. Međutim, okruženje rastućih kamatnih stopa, koje je doseglo vrhunac na kraju 2022., utjecalo je na značajan rast eurske krivulje (koji je posebno izražen u početnim godinama) i pad vrijednosti obveza, koji je nadoknadio istovremeni pad vrijednosti imovine s neto pozitivnim efektom na pokazatelje solventnosti na kraju rujna 2023. godine.

Profitabilnost i kapitaliziranost

Inflatorno okruženje i rast kamatnih stopa smanjili su kapitalne amortizere sektora osiguranja u 2022. godini. Postupnim smanjenjem utjecaja monetarnog zaoštravanja u 2023. i jačanjem očekivanja skorog smanjenja kamatnih stopa profitabilnost društava vraća se na uobičajene razine.

Slika 6.14. Porast vrednovanja financijske imovine pozitivno utjecao na sveobuhvatnu dobit
Povrat na prosječnu imovinu, u %



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

Operativna profitabilnost društava za osiguranje blago je smanjena tijekom 2022. i to zbog rasta iznosa šteta u oba segmenta poslovanja[56] te godišnjeg pada prihoda od ulaganja od 4,6 %. Godišnji povrat na prosječnu imovinu neživotnog osiguranja iznosio je tako 2,9 %, a u segmentu životnog osiguranja 0,2 %.[57] Ukupni utjecaj rasta kamatnih stopa i nepovoljnih tržišnih kretanja vidljiv je, međutim, u sveobuhvatnoj dobiti koja uključuje revalorizaciju vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju, umanjene za 424,0 mil. EUR u 2022. (slika 6.14.)[58] Stoga, ako se uzme u obzir sveobuhvatna dobit, društva za neživotno osiguranje nisu ostvarila značajniju dobit (0,4 %), dok su društva za životno osiguranje realizirala osjetne gubitke (čak -12,6 %).

Usporavanje dinamike monetarnog zaoštravanja i tržišna očekivanja skorog smanjenja kamatnih stopa utjecala su na

[55] Smanjenje ukupnog zahtjeva prvenstveno se ogleda u tretmanu obveznica RH u eurima kao obveznica izdanih u domaćoj valuti čime su se implicitno smanjili zahtjevi za rizik prinosa i koncentracije.

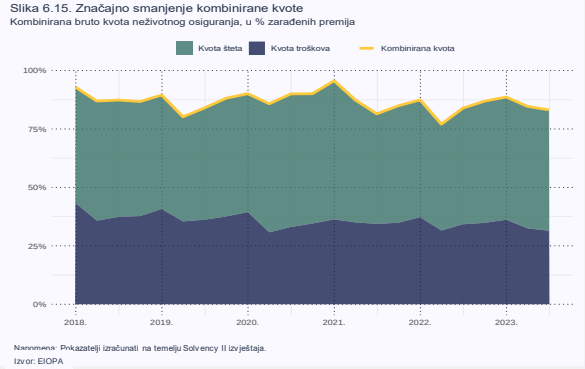
[56] U segmentu neživotnog osiguranja godišnji porast iznosio je 9,9 %, a u segmentu životnog osiguranja 6,5 %.

[57] Pad od 0,8 p.b., odnosno 0,3 p.b. na godišnjoj razini.

[58] Od čega se čak 76,8 % odnosilo na životna osiguranja.

smanjenje nerizične kamatne stope te posljedično porast vrijednosti imovine društava za osiguranje i oporavak profitabilnosti u odnosu na prethodnu godinu. Na kraju lipnja 2023. profitabilnost u segmentu neživotnih osiguranja iznosila je 2,4 %, dok je u segmentu životnih osiguranja bila na blago negativnoj razini od -1,6 %. Istodobno je poboljšana i kombinirana kvota neživotnih osiguranja s obzirom na značajniji porast naplaćene premije u odnosu na iznos likvidiranih šteta (slika 6.15.).

Slika 6.15. Značajno smanjenje kombinirane kvote
Kombinirana bruto kvota neživotnog osiguranja, u % zarađenih premija

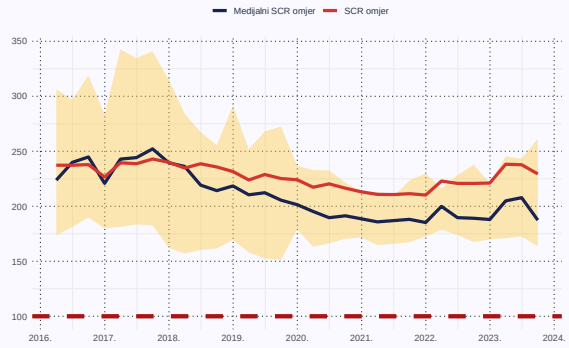


Napomena: Prikazatelji izračunati na temelju Solvency II izvještaja.
Izvor: EIOPA

Kapitaliziranost društava za osiguranje mjerena SCR omjerom porasla je u prvih devet mjeseci 2023. za 8,3 p.b. pod utjecajem oporavka vrijednosti ulaganja i smanjenja kapitalnih zahtjeva. Smanjenje kapitalnih zahtjeva kao posljedica uvođenja eura i porast nerizične kamatne stope rezultirali su neto porastom SCR omjera u 2023. godini. Tako je SCR omjer već na kraju prvog tromjesečja 2023. povećan za čak 17,1 p.b. u odnosu na kraj prethodne godine te je dosegnuo razinu od 238,2 % (slika 6.16.), a do kraja trećeg tromjesečja 2023. blago je smanjen na razinu od 229,4 %.

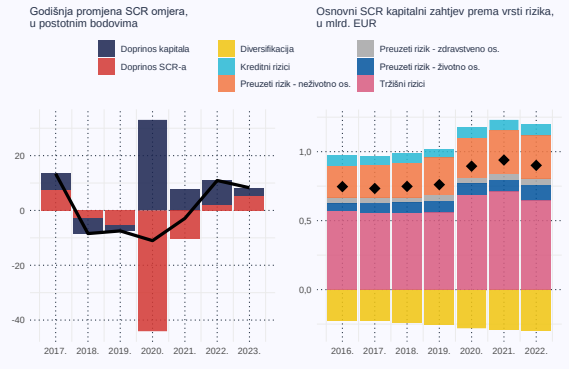
Rast kamatnih stopa u recentnom razdoblju poboljšao je kapitalne amortizere društava za osiguranje. No s obzirom na to da je taj rast stopa proizašao prvenstveno iz rasta nerizične kamatne stope, dok je istodobno premija za rizik potisnuta na povijesno nisku razinu, u okolnostima povišenih neizvjesnosti kakve će prevladavati i u 2024. neočekivani makroekonomski ili financijski poremećaji mogli bi kroz rast premije rizika značajno umanjiti vrijednosti imovine osiguratelja, no s ograničenim utjecajem na obveze. Takav bi scenarij posljedično mogao narušiti trenutačno vrlo visoku relativnu kapitaliziranost društava.

Slika 6.16. Solventnost društava za osiguranje i dalje značajno iznad regulatornog minimuma
Ukupni i medijalni SCR omjer, u %



Napomena: Označeno područje označuje interkvartilni raspon SCR omjera po društvima.
Izvor: Hanfa

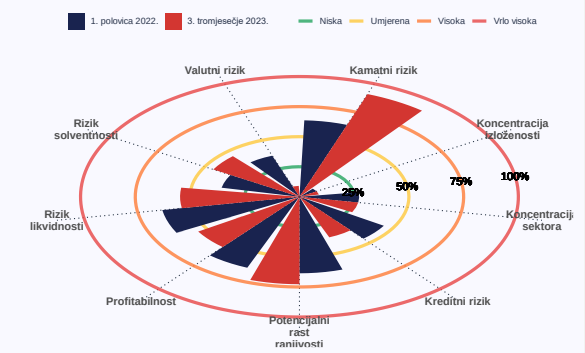
Slika 6.17. Rast kamatnih stopa povećao pokazatelj kapitaliziranosti u 2023. godini



Napomena: Istaknuta oznaka na desnom grafikonu označuje neto vrijednost osnovnog SCR kapitalnog zahtjeva.
Izvor: Hanfa

7. LEASING DRUŠTVA

Slika 7.1. Kamatni rizik i dalje predstavlja najveći rizik za leasing društva
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru leasing društava, u %



Izvor: Hanfa

Leasing društva su u 2022. i prvoj polovici 2023. nastavila ostvarivati uspješne poslovne rezultate na osnovi snažnog rasta broja i vrijednosti novozaključenih ugovora. Iako su kretanja u poslovanju leasing društava pozitivna, a kreditni rizik u bilancama društava na povijesno niskim razinama, zaoštravanje uvjeta financiranja povećava kamatni rizik i smanjuje neto kamatnu maržu s negativnim utjecajem na profitabilnost leasing društava.

Ključna ciklička kretanja

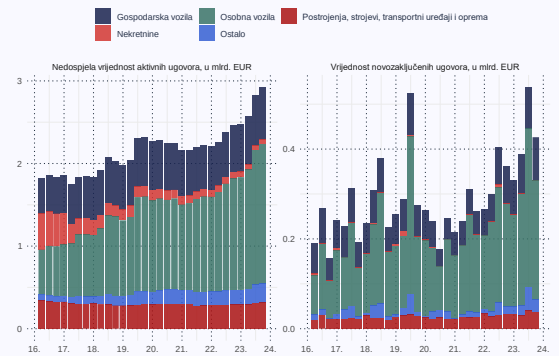
Zahvaljujući pozitivnim kretanjima u gospodarstvu i snažnoj turističkoj sezoni poslovanje leasing društava tokom 2022. i 2023. godine nastavilo je bilježiti izvrsne rezultate. Unatoč rastu kamatnih stopa i troška financiranja, povoljni ekonomski uvjeti doveli su do rasta potražnje u promatranom razdoblju. Tako je broj aktivnih leasing ugovora na kraju rujna 2023. iznosio 175,4 tis., što je porast od 15,1 % u odnosu na kraj 2021. godine. Visoki inflacijski pritisci i rast cijena objekata leasinga dodatno su utjecali na rast vrijednosti aktivnih ugovora pa je ona na kraju rujna 2023. bila za 32,5 % viša u odnosu na kraj 2021. godine. Iako je porasla vrijednost ugovora i operativnog i financijskog leasinga, čak 86,5 % ukupne vrijednosti aktivnih ugovora na kraju rujna 2023. odnosilo se na financijski leasing. Rast značaja financijskog leasinga pozitivno doprinosi stabilnosti poslovanja leasing društava jer financijski leasing karakterizira relativno veća vrijednost pojedinačnog ugovora, ali i dulja ročnost[59] ugovora, koji u konačnici smanjuju likvidnosne pritiske i rezultiraju stabilnijim izvorima prihoda za društva. Pored toga, ugovori u segmentu financijskog leasinga relativno su više diversificirani u odnosu na ugovore operativnog leasinga u kontekstu vrste objekta leasinga, što povećava otpornost društava na idiosinkratske šokove koji mogu nastati u pojedinim segmentima gospodarstva ili u poslovanju pojedinih klijenata.

Ukupna imovina leasing društava tijekom 2022. porasla je za 11,9 %, a rast od 17,3 % u prvih devet mjeseci 2023. rezultirao je imovinom u vrijednosti od 3,5 mlrd. EUR krajem rujna 2023. godine. Rast broja novih ugovora u 2022. i prvih devet mjeseci 2023. u odnosu na 2021. iznosio je 21,3 %, a još je značajniji bio rast njihove

[59] Na kraju rujna 2023. u segmentu financijskog leasinga 29,1% vrijednosti aktivnih ugovora ugovoreno je s dospijećem duljim od 5 godina, u segmentu operativnog leasinga ta je vrijednost iznosila 11,6%.

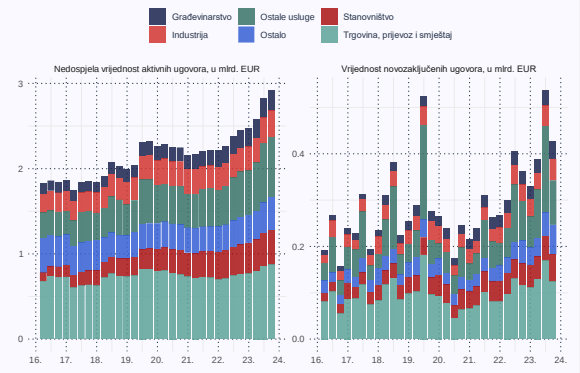
vrijednosti od 55,3 %. Tome je doprinio i značajni rast nabavnih cijena motornih gospodarskih i osobnih vozila (slika 7.4.)[60] na čije se financiranje tradicionalno odnosi najveći dio novozaključenih ugovora (84,9 % vrijednosti novozaključenih ugovora, pri čemu su relativno najviše financirana vozila za pružanje turističkih i s njima povezanih usluga [61], koja čine 29,0 % vrijednosti novozaključenih ugovora).

Slika 7.2. U strukturi novozaključenih i aktivnih ugovora i dalje prevladavaju vozila



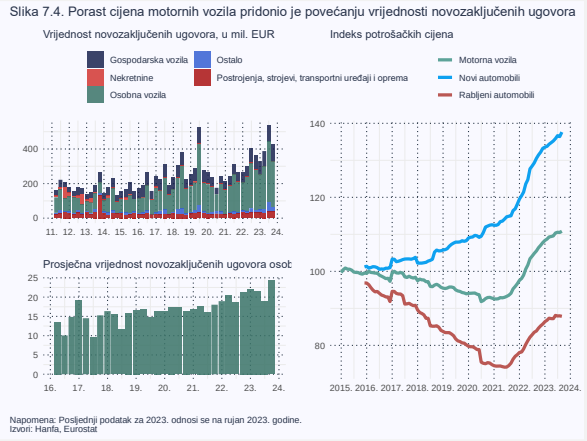
Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na treće tromjesečje 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 7.3. Djelatnosti povezane s turizmom čine najveći dio ugovora



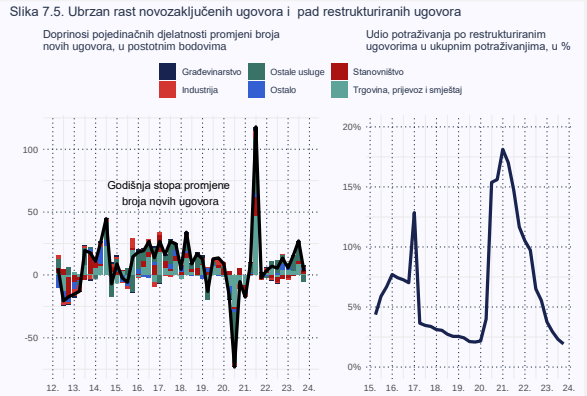
Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na treće tromjesečje 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 7.4. Porast cijena motornih vozila pridonio je povećanju vrijednosti novozaključenih ugovora



Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na rujan 2023. godine.
Izvor: Hanfa, Eurostat

Slika 7.5. Ubrzan rast novozaključenih ugovora i pad restrukturiranih ugovora



Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na treće tromjesečje 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Strukturna obilježja i rizici

Koncentracija sektora leasinga u 2023. zadržala se na niskim razinama zahvaljujući razmjerno stabilnim tržišnim uvjetima i nepromijenjenom broju leasing društava. Izloženost leasing društava prema pojedinim primateljima leasinga u promatranom je razdoblju također bila na niskim razinama. Tako je pet najvećih klijenata krajem 2022. činilo tek 3,6 % ukupne izloženosti, odnosno 4,0 % u rujnu 2023. godine.

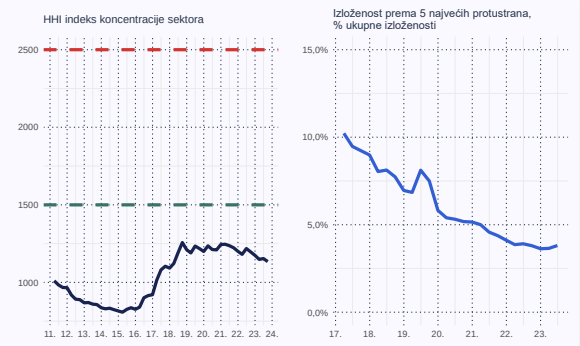
Iako je portfelj leasing društava diversificiran prema pojedinim primateljima leasinga, njihovo je

[60] Na godišnjoj razini krajem 2022. cijena motornih vozila u Hrvatskoj narasla je za 11,5 %, a cijena novih automobila za 12,8 %. Rast cijena nastavio se i u 2023., no u nešto manjoj mjeri nego 2022. godine.

[61] Turističke i s njima povezane usluge odnose se na kategorije Trgovina na veliko i na malo (G), Prijevoz i skladištenje (H) te Smještaj, priprema i usluživanje hrane (I) NKD-a.

poslovanje razmjerno koncentrirano prema vrsti objekta leasinga. Krajem rujna 2023. osobna i gospodarska vozila čine 79,3 % vrijednosti aktivnih ugovora[62], pri čemu su djelatnosti povezane s turizmom činile čak 30,0 % vrijednosti aktivnih ugovora. Zbog svoje visoke izloženosti prema sektoru turizma potrebno je istaknuti međuovisnost i koreliranost poslovanja leasing društava s cikličnim kretanjima u turizmu ovisnima u znatnoj mjeri o inozemnoj potražnji, koja je u okolnostima usporavanja gospodarstva europodručja (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**) izložena naglašenom riziku negativne korekcije.

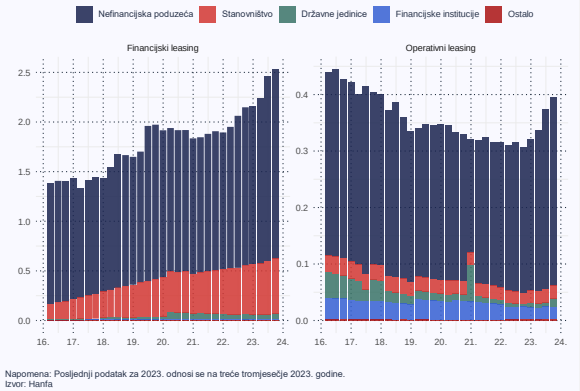
Slika 7.6. Koncentracija sektora leasing društava i njihova izloženost ostale su na niskim razinama



Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima. U slučaju fondova, koncentracija je prikazana na temelju strukture sektora prema društvima za upravljanje fondovima. Podatak za 2023. odnosi se na treće tromjesečje 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 7.7. Prema sektoru leasing društva najviše su izložena nefinancijskim poduzećima

Struktura aktivnih ugovora prema sektoru i vrsti leasinga, u mlrd. EUR



Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na treće tromjesečje 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Kamatni te kamatno inducirani kreditni rizik i dalje su najizraženiji rizici kojima su leasing društva izložena s obzirom na svoju neusklađenu kamatnu i ročnu strukturu bilance. Podizanje referentnih kamatnih stopa i zaoštravanje uvjeta financiranja tokom 2022. i 2023. odrazilo se na povećanje troškova financiranja leasing društava (slika 7.9.). Kamatni rashodi na godišnjoj su razini porasli za 44,3 % u 2022. te za dodatnih 158,3 % tijekom prvih devet mjeseci 2023. Istodobno su kamatni prihodi rasli bitno sporije (u 2022. godišnji rast iznosio je 7,6 %, odnosno 23,2 % tijekom prvih devet mjeseci 2023.) s obzirom na to da je 72,6 % ukupnih plasmana na kraju rujna 2023. bilo odobreno uz nepromjenjivu kamatnu stopu (slika 7.10.). Stoga je neto kamatna marža u promatranom razdoblju smanjena za 1,1 p.b. te je iznosila 2,5 % na kraju rujna 2023. stvarajući pritisak na profitabilnost leasing društava.

Iako je u okolnostima rasta kamatnih stopa značajno povećan trošak izvora sredstava, visoka zastupljenost unutargrupnog financiranja[63] osigurava relativnu stabilnost izvora financiranja u vidu njihove dostupnosti. Srednjoročno gledano, mogući zaokret u kamatnoj politici središnjih banaka smanjio bi opažene kamatne pritiske na poslovanje leasing društava, a posredno i pritiske na rast kreditnog rizika u narednom razdoblju.

Izloženost leasing društava kreditnom riziku nije se značajnije promijenila tijekom 2022. i 2023. s obzirom na razmjerno povoljne makroekonomske okolnosti i snažan rast obujma novih poslova. Premda je kreditna kvaliteta plasmana blago pogoršana, udio neprihodonosnih potraživanja u

[62] 84,9 % vrijednosti novih ugovora.

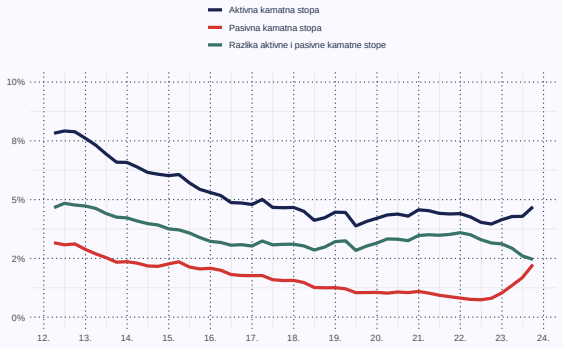
[63] Krajem 2022. 57,6 % ukupnih izvora financiranja činili su krediti matičnih banaka.

ukupnima nastavio se smanjivati te je krajem rujna 2023. iznosio 1,8 %, dok je istodobno pokrivenost neprihodonosnih plasmana zadržana na relativno visokoj razini od 57,2 % na kraju rujna 2023. godine.

Opaženo poboljšanje kreditne kvalitete ostvareno je u okolnostima snažnog priljeva novozaključenih ugovora, čime je spriječen izraženiji udar na ispravke vrijednosti plasmana leasing društava. Iako nije zabilježeno tijekom 2023., moguće pogoršanje sposobnosti otplate leasing ugovora od strane korisnika u uvjetima rasta kamatnih stopa i potencijalnog usporavanja gospodarskih aktivnosti, moglo bi u narednom razdoblju povećati vjerojatnost materijalizacije kreditnog rizika u bilancama i osjetnije nagristi poslovanje leasing društava. Međutim, povoljna kamatna struktura (slika 7.10.) i relativno niska koncentracija plasmana (slika 7.6.) leasing društava umanjuju vjerojatnost i utjecaj eventualne materijalizacije kreditnog rizika.

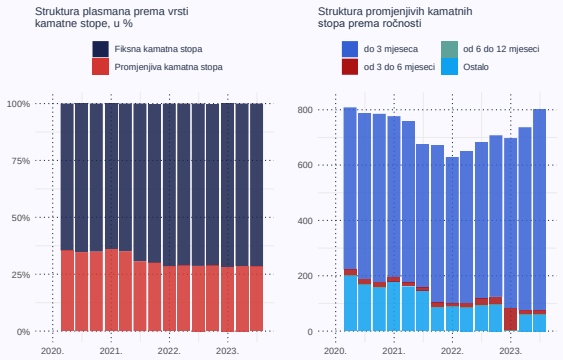
Izloženost leasing društava valutnom riziku uvođenjem eura kao službene valute Republike Hrvatske gotovo je u potpunosti nestala. Valutna neusklađenost imovine i obveza krajem 2022. godine iznosila je 9,5 %, a s uvođenjem eura eliminirana je jer su u zadnjih nekoliko godina imovina i obveze u kunama i eurima činile gotovo stopostotnu valutnu strukturu bilance leasing društava.

Slika 7.8. Zaoštreni uvjeti financiranja povećali su kamatne troškove
Implicitne kamatne stope na kamatonosnu imovinu i obveze, u %



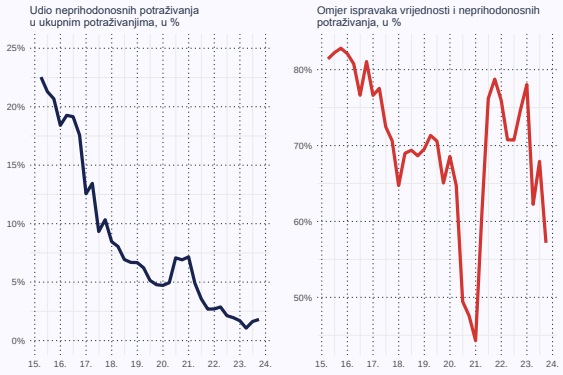
Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 7.9. Dodatna izloženost leasing društava kamatnom riziku vidljiva je u strukturi njihovih plasmana



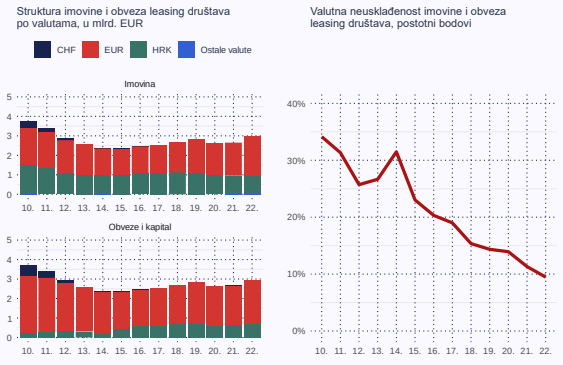
Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 7.10. Kreditni rizik blago povišen na početku 2023. godine



Napomena: Posljednji podatak za 2023. odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

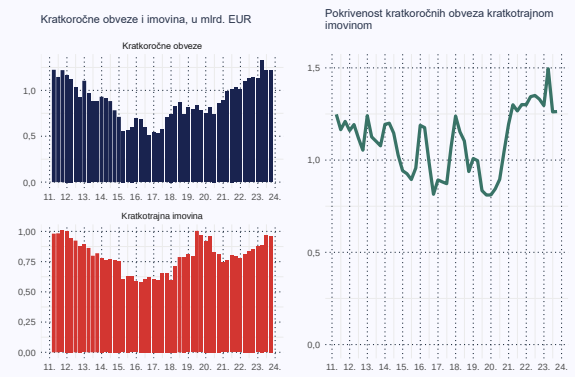
Slika 7.11. Uvođenjem eura kao službene valute RH otklonjen je valutni rizik leasing društava



Napomena: Valutna klauzula tretira se kao strana valuta.
Izvor: Hanfa

Likvidnost leasing društava ostala je stabilna u 2022. i 2023. godini unatoč relativno duljoj ročnosti imovine u odnosu na obveze. Skok kratkoročnih obveza početkom 2023. dogodio se zbog rasta kredita i zajmova inozemnih banaka za 15,2 % u odnosu na kraj 2022. godine. Likvidnost leasing društava povećana je u lipnju 2023. godine uslijed rasta kratkotrajne imovine od 8,8 % u odnosu na prethodno tromjesečje.

Slika 7.12. Iako su leasing društva izložena riziku likvidnosti ona je i dalje očuvana



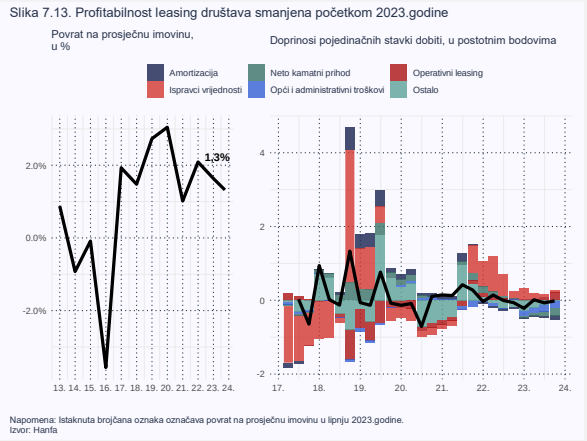
Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

Profitabilnost i kapitaliziranost

Rast troškova financiranja imao je negativan utjecaj na profitabilnost leasing društava u promatranom razdoblju. Iako je obujam poslovanja rastao u 2022. i 2023., profitabilnost se smanjila te je u rujnu 2023. povrat na prosječnu imovinu iznosio 1,3 % (slika 7.15). Pad profitabilnosti proizlazi iz postojeće ročne i kamatne strukture bilance leasing društava i pada neto kamatnih prihoda za 17,0 % u prvih devet mjeseci 2023. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

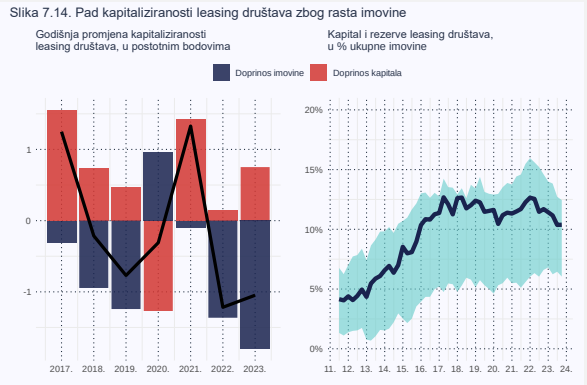
Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, kontinuirano se smanjivala tokom 2022. i prva tri tromjesečja 2023. godine. Naime, u tom su razdoblju kapital i rezerve porasle za 7,8 % , a istodobno je znatno snažniji bio rast imovine leasing društava od 31,3 % (slika 7.16.). Posljedično je krajem rujna 2023. kapitaliziranost leasing društava iznosila 10,4 %, što je 1,1 p.b. manje u odnosu na kraj 2022. godine. Smanjene relativne zalihe kapitala leasing društava smanjuju otpornost sektora na potencijalni scenarij usporavanja gospodarske aktivnosti i naknadnog rasta kreditnog rizika.

Slika 7.13. Profitabilnost leasing društava smanjena početkom 2023.godine



Napomena: Istaknuta brojčana oznaka označava povrat na prosječnu imovinu u lipnju 2023.godine.
Izvor: Hanfa

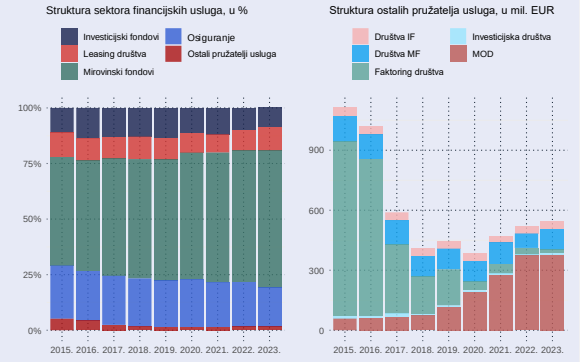
Slika 7.14. Pad kapitaliziranosti leasing društava zbog rasta imovine



Napomena: Istaknuto područje na desnom grafikonu prikazuje interkvartilni raspon omjera kapitala i rezervi te imovine po pojedinim društvima. Istaknuta linija na lijevom grafikonu označuje postotnu promjenu kapitaliziranosti.
Posljednji podatak za 2023. odnosi se na kraj rujna 2023. godine.
Izvor: Hanfa

8. OSTALI PRUŽATELJI FINANCIJSKIH USLUGA

Slika 8.1. Udio imovine ostalih pružatelja financijskih usluga u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga krajem drugog tromjesečja 2023. i dalje manji od 2%



Napomena: Podatak za 2023. odnosi se na stanje na kraju lipnja.
Izvor: Hanfa

Unatoč padu imovine veličinom najdominantnijih segmenata sektora financijskih usluga u 2022., njegova je struktura ostala relativno nepromijenjena pa su faktoring društva, mirovinska osiguravajuća društva, mirovinska i investicijska društva te društva za upravljanje činila tek 1,7 % imovine sektora na kraju lipnja 2023. godine (slika 8.1.). U okolnostima povišenih sistemskih rizika ti se pružatelji financijskih usluga, čija je stabilnost poslovanja iznimno važna za nesmetano funkcioniranje sektora financijskih usluga, nalaze pred povećanim izazovima poslovanja.

Ključna ciklička kretanja

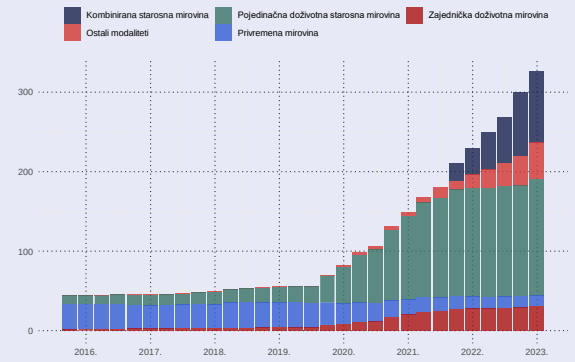
Društva za upravljanje mirovinskim fondovima odgovorna su za osnivanje mirovinskih fondova i upravljanje njihovom imovinom. Iako njihova imovina čini samo 0,3 % imovine sektora financijskih usluga, pod njihovim je upravljanjem na kraju lipnja 2023. bilo 21,4 mlrd. EUR, odnosno 61,7 % ukupne imovine sektora financijskih usluga. Za fazu isplate sredstava nakon odlaska u mirovinu zadužena su dva mirovinska osiguravajuća društva, čija je imovina na kraju lipnja 2023. dosegnula 377,4 mil. EUR. Investicijska društva, veličinom najskromniji dio sektora financijskih usluga (0,03 % ukupne imovine sektora), neizostavan su posrednik u financijskim transakcijama na tržištu jer posreduju u polovini svih transakcija na domaćem tržištu kapitala, odnosno podjednako kao i kreditne institucije. Osim navedenih, u strukturi ostalih pružatelja financijskih usluga ističu se još i društva za upravljanje investicijskim fondovima i faktoring društva (slika 8.1.), koja također vrše specifične i nezamjenjive funkcije u domaćem financijskom sustavu.[64]

Sistemski značaj mirovinskih osiguravajućih društava proizlazi iz njihove nezamjenjivosti u okviru mirovinskog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje, a on će u narednom razdoblju nastaviti rasti s obzirom na sazrijevanje mirovinskog sustava, koji postupno iz dominantne faze akumulacije prelazi u fazu isplate. Povećanje priljeva sredstava u mirovinska osiguravajuća društva (slika 8.2.) moguće je u narednom razdoblju i s obzirom na izjednačavanje dodatka na mirovinu iz I. i

[64] Više o ulozi pojedinih kategorija pružatelja financijskih usluga u financijskom posredovanju može se pronaći na **stranicama Hanfe namijenjenim potrošačima**.

II. stupa te druge zakonske izmjene koje su stupile na snagu 2024., a koje bi mogle povećati atraktivnost kombiniranih mirovina za veći broj osiguranika. Tehničke pričuve mirovinskih osiguravajućih društava porasle su u 2022. za 91,5 mil. EUR, odnosno za 38,3 % u odnosu na 2021. godinu. U sljedećoj je godini rast bio znatno niži (5,4 mil. EUR, odnosno 1,6 % na kraju lipnja u odnosu na kraj 2022. godine) zbog stupanja na snagu novog međunarodnog računovodstvenog standarda MSFI 17, koji je iz temelja promijenio izračun tehničkih pričuva.

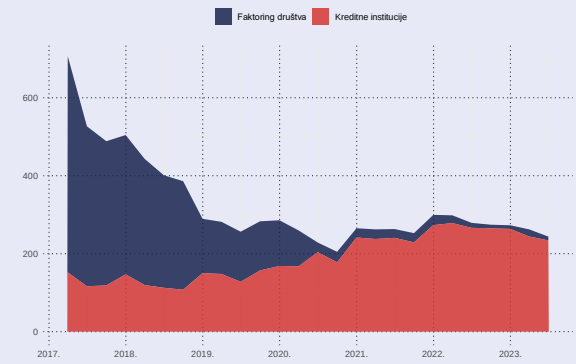
Slika 8.2. Daljnji rast priljeva sredstava u mirovinska osiguravajuća društva
Stanje tehničkih pričuva prema vrsti mirovinskog programa, u mil. EUR



Izvor: Hanfa

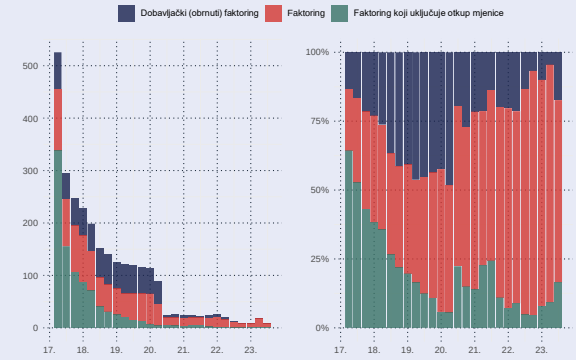
U 2023. nastavljen je višegodišnji proces konsolidacije sektora faktoringa te je broj aktivnih faktoring društava smanjen na tri (u 2022. bila su aktivna četiri faktoring društva). Prvenstveno uslijed smanjene potražnje za proizvodima faktoringa od strane nefinancijskih poduzeća, tijekom 2022. i 2023. smanjivao se i ukupni opseg faktoring poslovanja. Tako su ukupna potraživanja po poslovima faktoringa u Hrvatskoj na kraju lipnja 2023. iznosila 243,8 mil. EUR, što je za 55,8 mil. EUR, odnosno za 18,6 % manje u odnosu na kraj 2021. godine. Pritom se glavnina faktoring poslovanja odvijala u kreditnim institucijama (96,0 % potraživanja, slika 8.3.). U strukturi portfelja faktoring društava dominantan oblik potraživanja i dalje čini klasični faktoring, čiji je udio na kraju lipnja 2023. iznosio 66,2 % (slika 8.4.).

Slika 8.3. Nastavljen trend dominacije kreditnih institucija u faktoring poslovanju
Vrijednost potraživanja po poslovima faktoringa, u mil. EUR



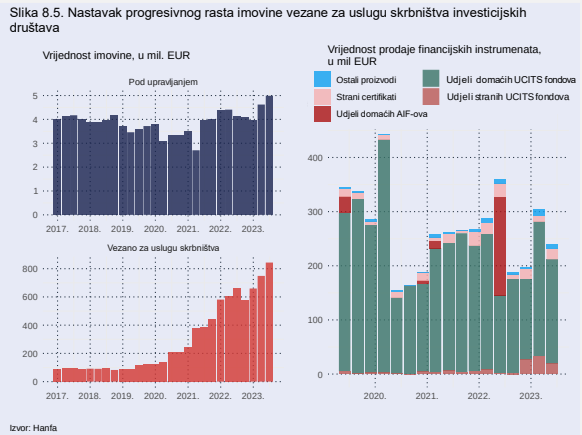
Izvor: Hanfa, HNB

Slika 8.4. Struktura poslovanja faktoring društava bez značajnijih promjena u 2023.godini
Struktura portfelja faktoring društava, u mil EUR (lijevo) i u % (desno)



Izvor: Hanfa

Slika 8.5. Nastavak progresivnog rasta imovine vezane za uslugu skrbništva investicijskih društava



Izvor: Hanfa

U poslovima posredovanja u prodaji financijskih instrumenata investicijskih društava i dalje se kao najzastupljenija aktivnost ističe prodaja udjela UCITS fondova, koja je u razdoblju od kraja 2021. do kraja drugog tromjesečja 2023. iznosila 73,5 % ukupne prodaje, od čega se 92,7 %

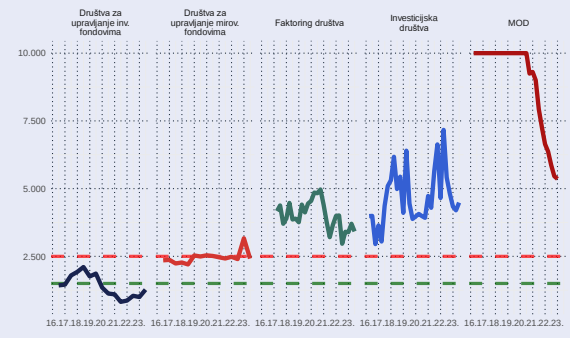
odnosilo na domaće UCITS fondove (slika 8.5.). Tijekom 2022. i u prvom polugodištu 2023. nastavljen je progresivan rast imovine vezane za uslugu skrbništva, koja je na kraju lipnja 2023. iznosila 843,5 mil. EUR, što je za 262,4 mil. EUR, odnosno za 45,2 % više u odnosu na kraj 2021. godine.

Strukturna obilježja i rizici

Specifičnost poslovanja ostalih pružatelja financijskih usluga ogleda se u visokoj koncentraciji tih segmenata sektora financijskih usluga s obzirom na to da zbog njihove izražene specijalizacije i specifičnog poslovnog modela mali broj društava nudi takve usluge (slika 8.6.). Jedino je u segmentu društava za upravljanje investicijskim fondovima koncentracija na umjerenoj razini s obzirom na relativno veći broj društava u odnosu na ostale industrije i relativno ravnomjernu raspodjelu veličine njihove imovine. Pritom je tijekom 2022. i 2023. opaženo blago povećanje koncentracije uslijed dodatnog akumuliranja neto imovine kod najvećeg društva.

Slika 8.6. Tržišna koncentracija kod gotovo svih ostalih pružatelja financijskih usluga na vrlo visokim razinama

Herfindahl–Hirschmanov indeks koncentracije (HHI)

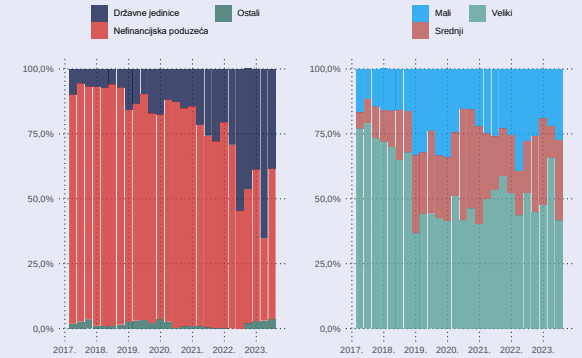


Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima.
Izvor: Hanfa

Po prirodi svog poslovanja faktoring društva dominantno posluju sa sektorom nefinancijskih poduzeća te je time njihova izloženost **kreditnom riziku** u velikoj mjeri određena kretanjima u korporativnom sektoru. Proteklih je godina došlo do smanjenja te izloženosti te se tako na kraju lipnja 2023. na nefinancijska poduzeća odnosilo 58,1 % potraživanja faktoring društava (slika 8.7.). S obzirom na povijesno najniže zabilježene razine neprihodujućih kredita nefinancijskih poduzeća (slika 2.13.) kreditni rizik tog sektora trenutačno nije značajnije izražen, što se odražava i u smanjenju izloženosti faktoring društava tom riziku.

Slika 8.7. Nastavak smanjivanja izloženosti sektora faktoringa prema nefinancijskim poduzećima

Struktura potraživanja faktoring društava prema sektoru (lijevo) i prema veličini protustrane (desno)

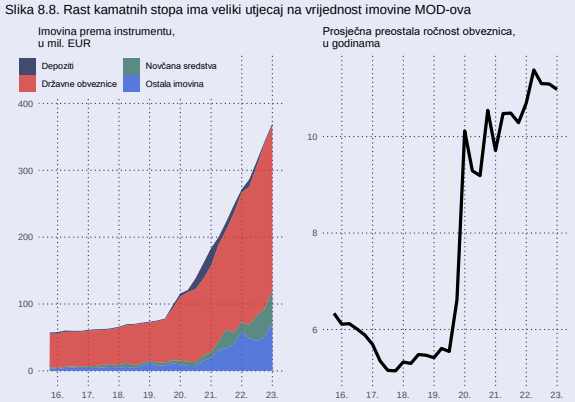


Izvor: Hanfa

Najistaknutiji je rizik u sektoru mirovinskih osiguravajućih društava **kamatni rizik** s obzirom na visoku izloženost državnim obveznicama (66,8 % na kraju 2022.) te na njihovu relativno dugu ročnost (slika 8.8.). Rast kamatnih stopa u 2022. negativno je utjecao na vrijednost obvezničkog portfelja, pri čemu je rastuća inflacija stavila dodatan pritisak na kapitaliziranost društava kroz povećanje tehničkih pričuva uslijed zakonskog usklađenja mirovina. Za razliku od prijašnjeg računovodstvenog standarda, prema kojem su tehničke pričuve mirovinskih osiguravajućih društava bile diskontirane fiksnim kamatnim stopama, stupanjem na snagu novog međunarodnog računovodstvenog standarda MSFI 17 početkom 2023. tehničke pričuve diskontiraju se pomoću nerizične

kamatne krivulje prilagođene za premiju za nelikvidnost. Time je kroz implicitni rast diskontne stope i posljedični pad vrijednosti obveza djelomično neutraliziran pad vrijednosti ulaganja na strani aktive u okolnostima monetarnog zaoštravanja. Iako se u nadolazećem razdoblju očekuje blaži intenzitet rasta referentnih kamatnih stopa središnjih banaka, globalno potisnuta premija za rizik izlaže MOD-ove povišenim tržišnim rizicima, koji su uz kamatne rizike najistaknutiji sistemski rizici kojima su ta društva izložena u 2023. godini.

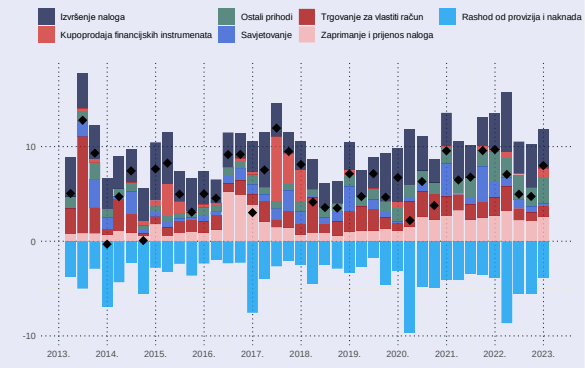
Slika 8.8. Rast kamatnih stopa ima veliki utjecaj na vrijednost imovine MOD-ova



Izvor: Hanfa

S obzirom na to da glavninu prihoda ostvaruju putem aktivnosti izvršenja te zaprimanja i prijenosa naloga (slika 8.9.), investicijska društva uvelike su izložena **tržišnom riziku** i ranjiva na iznenadno pogoršanje sentimenta investitora. Društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima također su značajno izložena navedenim rizicima s obzirom na to da im glavnina prihoda dolazi od naknade za upravljanje imovinom koja se temelji na njezinoj neto vrijednosti. Pritom je ta izloženost naglašenija kod društava za upravljanje investicijskim fondovima zbog mogućnosti dodatnog umanjenja profitabilnosti kroz neto odljeve, što je bilo naglašeno u okolnostima povećanih tržišnih neizvjesnosti kroz 2022. i 2023. godinu (više u poglavlju **5. Investicijski fondovi**).

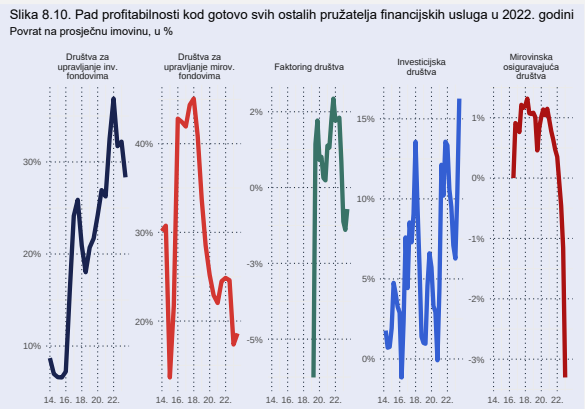
Slika 8.9. Situacija na tržištu kapitala reflektira se na poslovanje investicijskih društava
Neto prihodi investicijskih društava prema vrsti aktivnosti, u mil. HRK



Izvor: Hanfa

Profitabilnost i solventnost

Slika 8.10. Pad profitabilnosti kod gotovo svih ostalih pružatelja financijskih usluga u 2022. godini
Povrat na prosječnu imovinu, u %



Izvor: Hanfa

Profitabilnost društava za upravljanje investicijskim fondovima narušena je tijekom 2022. uslijed pada imovine investicijskih fondova uzrokovanog negativnim tržišnim kretanjima i poljuljanim investicijskim sentimentom (više u poglavlju **5. Investicijski fondovi**). Smanjena neto imovina rezultirala je padom prihoda od naknada za upravljanje od 7,4 % na kraju 2022. u odnosu na prethodnu godinu. Unatoč rastu prinosa u 2023., zbog negativnih neto odljeva neto imovina UCITS fondova dodatno je smanjena u prvoj polovini godine. To je dovelo do pada prihoda od naknada za upravljanje od 5,5 % u prvom polugodištu

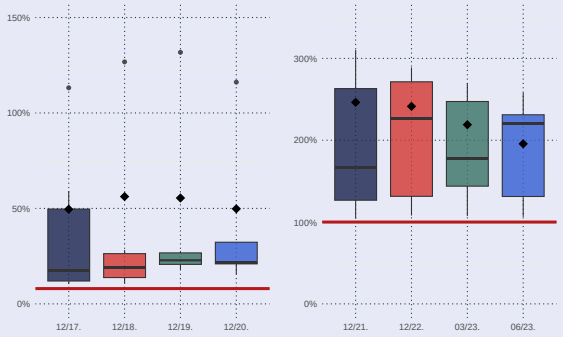
2023. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Usprkos tome, profitabilnost društava za upravljanje investicijskim fondovima i dalje je na visokim razinama s obzirom na to da je povrat na imovinu na kraju lipnja 2023. iznosio 28,3 % (slika 8.10.).

U 2022. smanjena je i profitabilnost društava za upravljanje mirovinskim fondovima, što je najvećim dijelom generirano padom prihoda od upravljačke naknade, koji su u 2022. uslijed pada imovine pod upravljanjem (više u poglavlju **4. Mirovinski fondovi**) smanjeni za 28,5 % u odnosu na 2021. godinu. Povećanje neto imovine mirovinskih fondova pod utjecajem pozitivnih tržišnih kretanja u prvoj polovini 2023., kao i stabilnih uplata sredstava, dovelo je do povećanja profitabilnosti društava za upravljanje mirovinskim fondovima, uz povrat na imovinu od 18,6 % na kraju lipnja 2023. godine.

Pad profitabilnosti faktoring društava u 2022. i 2023. (povrat na imovinu na kraju lipnja 2023. iznosio je -0,7 %) generiran je uglavnom rezultatima društva koje je u 2023. prestalo s poslovanjem. Povrat na imovinu preostalih faktoring društava na kraju lipnja 2023. iznosio je 4,2 %, što je za 0,2 p.b. veći povrat u odnosu na rezultate poslovanja tih društava ostvarene u 2021. godini.

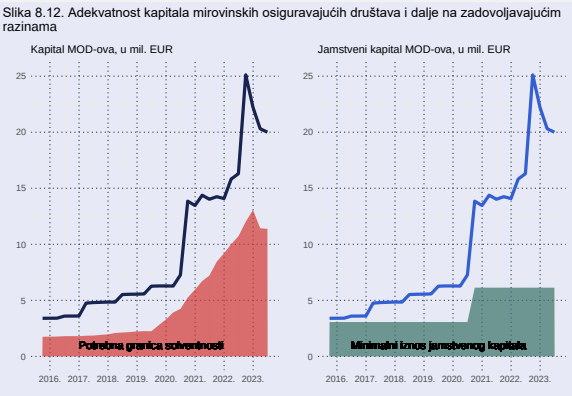
Negativna tržišna kretanja i poljuljani investicijski sentiment u 2022. značajno su narušili profitabilnost investicijskih društava kroz povećanje realiziranih gubitaka financijske imovine. Iako je dobit prije oporezivanja investicijskih društava na kraju 2022. bila za 0,8 mil. EUR, odnosno za 52,1 % manja u odnosu na kraj prethodne godine, povrat na imovinu i dalje je iznosio relativno visokih 6,3 %. Oporavkom vrijednosti na financijskim tržištima u 2023., ali i kroz smanjenje njihove imovine, profitabilnost investicijskih društava mjerena povratom na imovinu dosegla je višegodišnji maksimum od 16,3 %. Zahvaljujući održavanju profitabilnosti na relativno visokim stopama i posljedičnom održavanju zaliha kapitala, stopa kapitaliziranosti sektora investicijskih društava kontinuirano se nalazi na razinama značajno višima od regulatorno propisanih minimuma (slika 8.11.), što investicijskim društvima omogućuje apsorpciju potencijalnih dodatnih sistemskih šokova.

Slika 8.11. Kapitaliziranost investicijskih društava i dalje na visokim razinama
Stopa ukupnog kapitala investicijskih društava, u % rizikom ponderirane aktive



Napomena: Istaknuta oznaka označuje stopu ukupnog kapitala za sustav. Istaknuta vodoravna linija na grafikonu označuje stopu minimalne razine ukupnog kapitala. U rujnu 2021. počela je primjena Uredbe (EU) 2019/2033 o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva, kojom se promijenio način izražavanja stope ukupnog kapitala te minimalna razina ukupnog kapitala.
Izvor: Hanfa

Slika 8.12. Adekvatnost kapitala mirovinskih osiguravajućih društava i dalje na zadovoljavajućim razinama



Napomena: Prema Zakonu o mirovinskim osiguravajućim društvima (NN, br. 115/18) MOD-ovi trebaju zadovoljavati sve zasebno propisane kriterije kapitaliziranosti propisane Zakonom.
Izvor: Hanfa

Uslijed nestabilnih tržišnih uvjeta i rastuće inflacije dobit prije oporezivanja mirovinskih osiguravajućih društava iznosila je u 2022. godini -10,9 mil. EUR. Taj je gubitak velikim dijelom generiran

povećanjem ostalih rashoda jednog od društava uslijed prebacivanja sredstava na račun imovine za pokriće tehničkih pričuva zbog utvrđenog nastanka manjka uslijed indeksacije mirovina za inflaciju. Polugodišnja dobit prije oporezivanja na kraju lipnja 2023., vrednovana prema novom računovodstvenom standardu MSFI 17, iznosila je 0,1 mil. EUR. Aktivnim upravljanjem rizika adekvatnosti kapitala kapitaliziranost mirovinskih osiguravajućih društava zadržana je iznad regulatornih zahtjeva unatoč nepovoljnim poslovnim rezultatima, što potpomaže njihovu otpornost na potencijalne sistemske šokove u okolnostima povišenih kamatnih i tržišnih rizika (slika 8.12.).

OKVIR 1. NEKRETNINSKA ULAGANJA: ALTERNATIVNA ULAGANJA KOJA ZNAČAJNO ODREĐUJU STABILNOST SEKTORA FINANCIJSKIH USLUGA U RH?

Uvodno

Kretanja u sektoru nekretnina imaju ključnu ulogu u stabilnosti financijskog sustava. Nekretninski ciklusi dio su sveobuhvatnijeg financijskog ciklusa pa uz interakciju i u interakciji s kreditnim ciklusom i ciklusom na tržištu kapitala značajno određuju izloženost financijskog sustava sistemskom riziku. Prema ekonomskoj teoriji financijski ciklusi dulje traju te imaju veće amplitude u odnosu na klasične gospodarske cikluse, što je slučaj i kod nekretninskih ciklusa zbog neelastične ponude i razmjerno heterogene potražnje. Stoga je praćenje i razumijevanje kretanja u tom sektoru ključno za održavanje stabilnosti financijskog sustava, posebno ako je nekretninski sektor, odnosno građevinska i s njome povezane djelatnosti, ujedno i bitan čimbenik gospodarskog rasta.

Stres na tržištu poslovnih nekretnina može negativno utjecati na cjelokupno gospodarstvo putem različitih kanala. Korekcije na tom tržištu negativno utječu na poslovanje građevinskog sektora i povezanih djelatnosti, a kroz smanjenje vrijednosti kolaterala i porast kreditnog rizika negativno utječu i na kreditni ciklus te doprinose kontrakciji ekonomske aktivnosti. Nakon globalne financijske krize iz 2008. godine, čiji je povod bio upravo kolaps tržišta nekretnina u SAD-u, takav se scenarij dogodio i na domaćem tržištu nekretnina, koje je zabilježilo kumulativni pad cijena od 18,7 % tijekom osam godina uz značajno smanjenje likvidnosti. Banke, financijske institucije koje su najizloženije tom tržištu preko kreditnog kanala, pretrpjele su osjetne gubitke. No kontrakcije na nekretninskom tržištu snažno se prelijevaju i na ostale financijske institucije koje su mu primarno izložene kroz direktna ili indirektna financijska ulaganja, a što može dovesti do zaraze i prelijevanje šoka i na druge segmente financijskog tržišta i sustava općenito.

Preporuke Europskog odbora za sistemske rizike

U fokusu prethodnih analiza sistemskih rizika koji proizlaze iz nekretninskog sektora mahom su se nalazile stambene nekretnine, koje imaju značajan utjecaj na poslovanje banaka, ali i čije se cijene redovito objavljuju i analiziraju. Kvaliteta i opseg podataka koji se prikupljaju u sklopu statistike nekretnina komercijalne namjene u Hrvatskoj relativno su fragmentirani i nedostatni. Dostupnost detaljne statistike o kretanju cijena na tržištu poslovnih nekretnina nužan je preduvjet za pravovremeno praćenje rizika za financijsku stabilnost.

Važnost praćenja tržišta nekretnina u kontekstu financijske stabilnosti prepoznao je i Europski odbor za sistemske rizike, koji je proteklih godina izdao više preporuka usmjerenih prema boljem praćenju i adresiranju sistemskih rizika koji proizlaze iz tog tržišta. Cilj je tih preporuka prepoznati tržište nekretnina kao mogući izvor i/ili katalizator sistemskih poremećaja u financijskom

sustavu, zbog čega je nužno na nacionalnoj, ali i razini EU-a, uspostaviti sustav identifikacije te praćenja kretanja i trendova na nekretninskim tržištima (tablica 1.).

Tablica 1. Preporuke Europskog odbora za sistemske rizike povezane s tržištem nekretnina

Preporuka	Godina izdanja	Cilj Preporuke
Preporuka o zatvaranju praznina u podacima o nekretninama (ESRB/2016/14)	2016.	usmjerena na **usklađivanje definicija i pokazatelja** koji se upotrebljavaju za praćenje tržišta stambenih i poslovnih nekretnina i rješavanje postojećih praznina u raspoloživosti i usporedivosti podataka u Europskoj uniji
Preporuka o izmjeni Preporuke ESRB/2016/14 o zatvaranju praznina u podacima o nekretninama (ESRB/2019/3)	2019.	zahtijeva od država članica **prikupljanje podataka o fizičkim pokazateljima** poslovnih nekretnina za čiji je razvoj zadužena Europska komisija i detaljnu raščlambu prikupljenih podataka kako bi se u potpunosti obuhvatila heterogenost tržišta poslovnih nekretnina, baze ulagača i izvora financiranja
Preporuka o slabostima u sektoru poslovnih nekretnina u Europskom gospodarskom prostoru (ESRB/2022/9)	2022.	usmjerena na **poboljšanje praćenja sistemskih rizika** koji proizlaze iz tržišta poslovnih nekretnina, osiguravanje dobrih praksi financiranja poslovnih nekretnina, povećanje otpornosti financijskih institucija i razvoj alata zasnovanih na aktivnostima za poslovne nekretnine u Uniji

Izvor: Hanfa

Tržište poslovnih nekretnina u Hrvatskoj

Važno obilježje tržišta poslovnih nekretnina jest visok stupanj heterogenosti s obzirom na to da na tržište utječu brojni čimbenici, od kojih su najvažniji lokacija, namjena i veličina nekretnine. Prema namjeni poslovne nekretnine najčešće se dijele na urede ili poslovne prostore, industrijske i logističke nekretnine, maloprodajne prostore i hotele, dok se lokacijska podjela temelji na kategorizaciji privlačnosti mikrolokacije. U Hrvatskoj još uvijek ne postoji službena statistika fizičkih pokazatelja poslovnih nekretnina, a praćenje tržišta zasniva se na podacima nekoliko agencija koje se bave prometom poslovnih nekretnina u Hrvatskoj.[65] Ti podaci nisu sveobuhvatni i odnose se na pojedine segmente tržišta, a često i samo na grad Zagreb i okolicu, gdje je tržišna aktivnost relativno visoko koncentrirana.

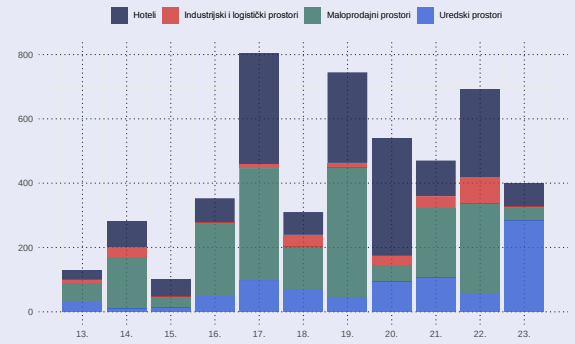
Važna je karakteristika tržišta uredskih prostora u Hrvatskoj manjak raspoloživog adekvatnog prostora uslijed nedostatka novih projekata koji bi kompenzirali snažnu potražnju, koju je tek privremeno smanjila pandemija bolesti COVID-19. Nakon blagog usporavanja investicijskih transakcija u uredskom segmentu u 2021. (slika 1.), u 2022. zabilježen je značajan porast investicija, koji je dijelom uvjetovan procesom obnove objekata oštećenih potresom. Unatoč tome, jaz između potražnje i ponude ipak se nije značajnije smanjio pa je stopa slobodnih uredskih prostora na kraju 2022. iznosila oko 4 %[66] i zadržala se u području povijesno zabilježenih najnižih vrijednosti (slika 3.). Unatoč vrlo visokoj popunjenosti tržišno raspoloživog prostora, prinosi od ulaganja u uredske prostore posljednjih se godina nisu značajnije mijenjali te su krajem 2022.

[65] Hrvatska narodna banka započela je krajem 2019. s prikupljanjem fizičkih podataka o tržištu poslovnih nekretnina od nekoliko agencija koje se bave tom djelatnošću u Hrvatskoj, na temelju kojih analizira rizike povezane s tim tržištem.

[66] Prema podacima Colliersa dostupnima na **poveznici**.

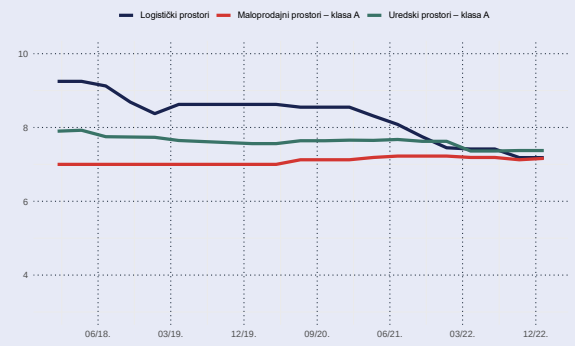
ostali usidreni na razini od 7,4 %. Na moguće povećanje ponude uredskih prostora u narednom razdoblju upućuje povećanje površine uredskih zgrada za koje su izdane građevinske dozvole u 2022. iako je ta razina i dalje višestruko manja od najviših zabilježenih u vrijeme ekspanzije nekretninskog tržišta 2007. godine (slika 4.). I za ostale je nestambene nekretnine površina zgrada za koje su izdane građevinske dozvole porasla, i to na najveću razinu od 2008. godine.

Slika 1. U 2022. glavnina investicijskih transakcija odnosila se na uredske prostore
Transakcije na tržištu poslovnih nekretnina, u mil. EUR



Napomena: Procjena se ne odnosi na ukupne transakcije, već samo na investicijske transakcije zabilježene na tržištu, a ne uključuje investicije u izgradnju.
Izvor: HNB

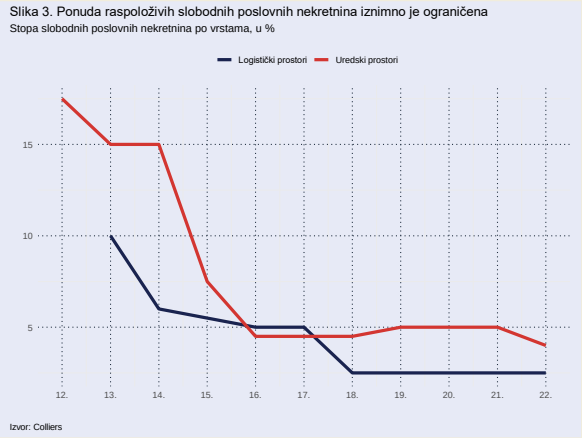
Slika 2. Nepovoljno makroekonomsko okružje zasad se nije odrazilo na kretanje prinosa
Prinosi na tržištu poslovnih nekretnina, u %



Napomena: Podaci se odnose na grad Zagreb i okolicu, a prinos je definiran kao omjer godišnjeg dohotka od zakupnine i cijene koja je plaćena za nekretninu.
Izvor: HNB

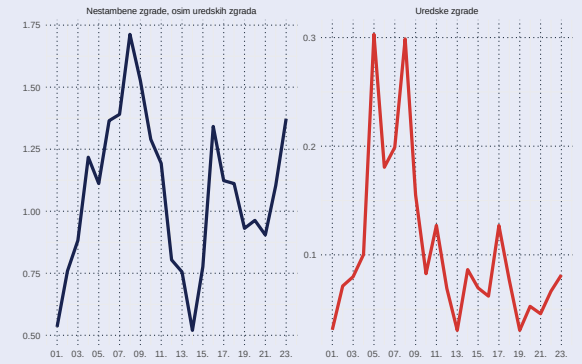
Segment logistike i skladišta obilježila je u 2022. niska stopa slobodnih logističkih i industrijskih prostora (slika 3.), blagi pad prinosa (slika 2.) i skroman obujam investicijskih transakcija (slika 1.). Istodobno su investicijske transakcije u maloprodajne prostore značajno smanjene, dok se prinosi maloprodajnih prostora najbolje klase nisu značajnije promijenili.

Slika 3. Ponuda raspoloživih slobodnih poslovnih nekretnina iznimno je ograničena
Stopa slobodnih poslovnih nekretnina po vrstama, u %



Izvor: Colliers

Slika 4. Nakon smanjenja tijekom koronakrize, u 2022. godini površina nestambenih zgrada za koje su izdane građevinske dozvole znatno se povećala
Površina nestambenih zgrada za koje su izdane građevinske dozvole, u mil. m2



Izvor: DZS

Izloženost sektora financijskih usluga tržištu poslovnih nekretnina

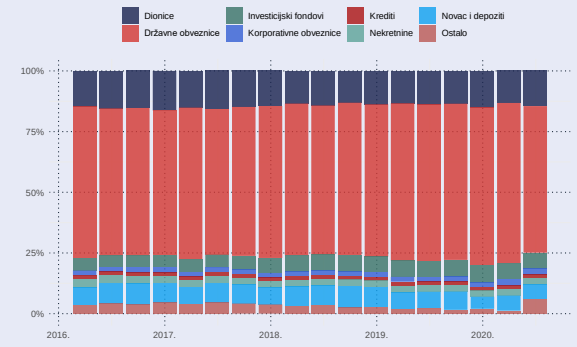
Sektor financijskih usluga u Hrvatskoj nije značajnije izložen tržištu poslovnih nekretnina s obzirom na to da je tek 2,6 % ukupnih ulaganja sektora krajem lipnja 2023. bilo usmjereno na to tržište (slika 5.). Pritom su društva za osiguranje glavni investitori na tržištu nekretnina, dok su ostali sektori njemu tek marginalno izloženi.

Razlozi (ne)ulaganja u nekretnine različiti su i ovise o brojnim čimbenicima: od zakonski uvjetovanih ograničenja ulaganja do manjka atraktivnosti tog tržišta zbog ograničene ponude, ali i likvidnosti takvih nekretnina u Hrvatskoj. Tradicionalno je poslovanje leasing društava u Hrvatskoj orijentirano na osobna i gospodarska vozila, a nekretnine

kao objekt leasinga ne koriste se često.[67] Kriza na domaćem tržištu nekretnina nakon 2009. i slab interes investitora rezultirali su likvidacijom nekretninskih investicijskih fondova[68], koji od travnja 2019. ne posluju na domaćem tržištu. S druge strane, direktne mogućnosti ulaganja obveznih mirovinskih fondova u nekretnine nisu postojale sve do zakonskih izmjena koje su stupile na snagu 2024.[69] Njima je prvi put dopušteno neposredno ulaganje u nekretnine za fondove kategorije A i B, dok su za fondove kategorije C takva ulaganja i dalje zabranjena. Fondovi A kategorije mogu u nekretnine[70] isprva uložiti najviše 5 % neto imovine, a ako je fond nakon pet godina od stupanja na snagu tih izmjena dosegao taj prag, ulaganja može povećati na 10 %, ali pod uvjetom da mirovinsko društvo ima stručnjake koji prate kretanje vrijednosti nekretninskog portfelja. Kod fondova kategorije B ograničenja su nešto restriktivnija i iznose 4 % za prvih pet godina te 7 % nakon proteka pet godina.

Društva za osiguranje jedina su značajnije izložena nekretninskom tržištu, po čemu se ističu i u odnosu na društva u ostalim zemljama EU-a. Krajem lipnja 2023. godine 12,5 % ulaganja društava za osiguranje u Hrvatskoj bilo je alocirano u nekretnine koje se ne upotrebljavaju za vlastite potrebe, dok su ista nekretninska ulaganja na razini EU-a iznosila 8,4 %. Pritom je koncentracija tih ulaganja kod nekih društava izrazito visoka (na kraju 2022. gotovo polovina ukupnog broja nekretnina pripadala je jednom društvu). Na visoku koncentraciju ukazuje i HHI indeks temeljen na broju nekretnina u portfelju[71] (slika 6.). Od ukupnih nekretninskih ulaganja krajem prvog polugodišta 2023. polovina ulaganja bila su direktna ulaganja, nešto manje od trećine odnosilo se na ulaganja u nekretnine za vlastite potrebe, a 17 % činila su neizravna ulaganja, odnosno hipoteke. Različiti oblici ulaganja u nekretnine izlažu društva različitim rizicima i kanalima prijenosa potencijalnog šoka s nekretninskog tržišta na pokazatelje njihova poslovanja. S jedne strane, direktna ulaganja izlažu ih riziku pada prinosa, dok su kod neizravnih ulaganja, kod kojih društva nisu vlasnici nekretnina već drže nad njima hipoteku, najvažniji kreditni rizik i rizik nedostatnog kolaterala u slučaju pada cijena nekretnina.

Slika 5. Nekretninska ulaganja čine manji dio ukupnih ulaganja sektora financijskih usluga
Struktura ulaganja sektora financijskih usluga prema vrsti ulaganja, u %



Napomena: Prikazana su ulaganja društava za osiguranje te mirovinskih i investicijskih fondova koji zajedno čine gotovo 90% imovine tržišta financijskih usluga.
Izvor: Hanfa

[67] Na kraju lipnja 2023. manje od 1 % broja aktivnih ugovora leasing društava bilo je povezano s nekretninama, dok je nedospjela vrijednost aktivnih ugovora s nekretninama kao objektom leasinga na kraju lipnja 2023. iznosila tek 2,1 % ukupne vrijednosti svih aktivnih ugovora.

[68] Krajem 2008. godine u Hrvatskoj je poslovalo sedam zatvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine.

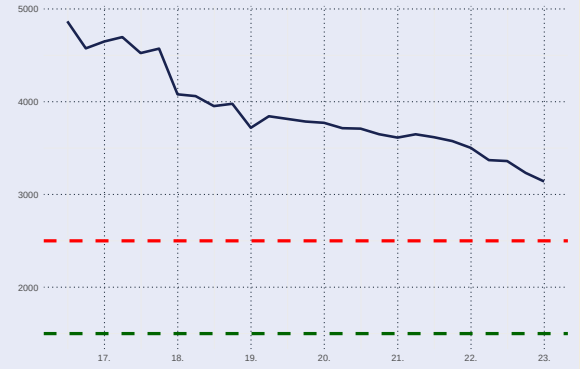
[69] Zakon o obveznim mirovinskim fondovima (NN br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 i 156/23), dostupan na **poveznici**

[70] Obilježja nekretnine u koju mirovinski fondovi mogu ulagati propisana su člankom 125., stavkom 19. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima.

[71] Za izračun HHI indeksa korišten je broj nekretnina, a ne vrijednost ulaganja kako bi se anulirao utjecaj rasta cijena nekretnina na izračun pokazatelja koncentracije.

Slika 6. Nekretninski portfelj društava za osiguranje izrazito koncentriran

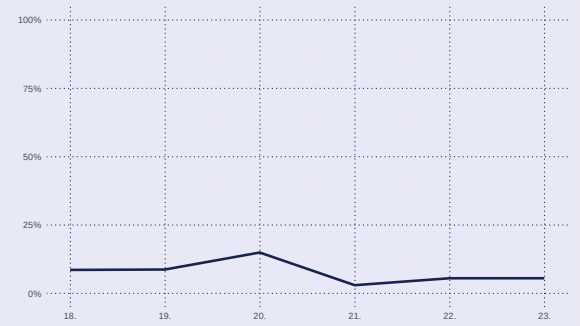
HHI indeks koncentracije izračunat na temelju broja nekretnina u portfelju



Izvor: Hanfa

Slika 7. Društva za osiguranje u Hrvatskoj uglavnom nisu aktivni investitori na nekretninskom tržištu

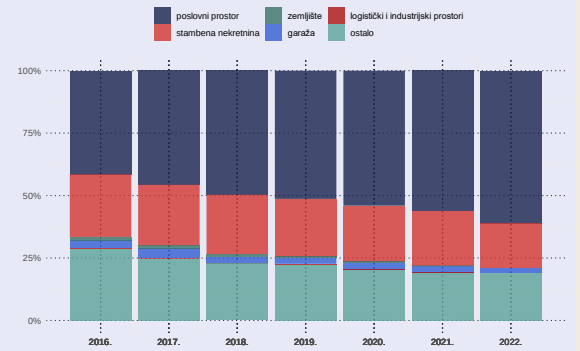
Indeks aktivnosti društava za osiguranje na tržištu nekretnina, u %



Napomena: Indeks je izračunat kao omjer broja nekretnina koje su promijenile svoja obilježja u odnosu na godinu prije i broja svih nekretnina u portfelju u promatranom trenutku. Vrijednost 0% označava da je cjelokupan porfelj ostao nepromijenjen u odnosu n a prethodno razdoblje.
Izvor: Hanfa

Slika 8. U nekretninskom portfelju društava za osiguranje prevladavaju poslovni prostori

Nekretninski portfelj društava za osiguranje prema vrsti nekretnine, u %



Napomena: Ostale nekretnine uključuju razne vrste nekretnina poput dvorca, silosa, hotela, livada, maslinika, oranica, šuma, vinograda, itd.
Izvor: Hanfa

U nekretninskom portfelju društava za osiguranje na kraju 2022. dominirali su poslovni prostori s udjelom od oko 60 %, dok su stambene nekretnine činile oko 18 % portfelja (slika 8.). Ostale nekretnine evidentirane u portfeljima društava za osiguranje (koje čine oko 20 % portfelja) uključuju iznimno heterogene podvrste nekretnina [72] , što dodatno naglašava važnost sistematizacije definicija i praćenja širokog skupa pokazatelja kako bi se precizno detektirala kretanja na cjelokupnom tržištu.

Ono što je primjetno jest razmjerna statičnost, odnosno neaktivnost nekretninskog portfelja. Tako je udio nekretnina koje se prvi put pojavljuju u portfelju u cijelom promatranom razdoblju vrlo nizak (slika 7.), a krajem 2022. iznosio je 5,5 %. U sedmogodišnjem razdoblju od početka 2016. do kraja 2022. čak 65 % nekretnina bilo je prisutno u portfelju tijekom cijelog promatranog razdoblja. Navedeno se odražava i na prosječnu starost portfelja [73] , koja raste približno linearno kroz vrijeme te je krajem 2022. iznosila 18,5 godina (u odnosu na 11,5 početkom 2016. godine).

Statičnost portfelja odraz je njegove strukture i namjene s obzirom na to da se glavnina nekretninskih ulaganja odnosi na direktna ulaganja u poslovne prostore, koja su u pravilu generirala stabilan novčani priljev društvima kroz najam. Navedeno je posebno relevantno s aspekta profitabilnosti tijekom perioda niskih kamatnih stopa s obzirom na relativno visoke prinose od najma u odnosu na povrate na alternativne oblike ulaganja. Prinos na nekretninska ulaganja nije se prema dostupnim podacima značajnije promijenio posljednjih godina unatoč generalnom rastu cijena stambenih nekretnina. S obzirom na pozitivnu koreliranost tržišta stambenih i poslovnih nekretnina izvjesno je kako su se vrijednosti i poslovnih nekretnina u tom periodu povećale. Prosječna cijena nekretnina u portfelju društava za osiguranje porasla je u razdoblju od

[72] Kao što su primjerice garažna i parkirna mjesta, stanice za tehnički pregled, zemljišta i oranice, dvorci, silosi, šume itd.

[73] Prosječna starost portfelja izračunana je kao prosječna razlika između određenog trenutka u vremenu i datuma stjecanja nekretnine.

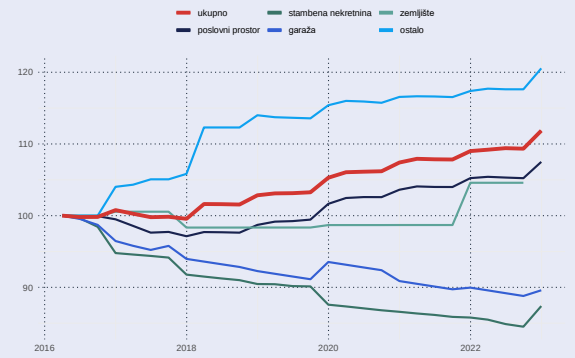
početka 2016. do kraja 2022. za 11,9 % (slika 9.), što je značajno niže od rasta vrijednosti indeksa stambenih nekretnina, koji je u tom razdoblju porastao za 59,2 %. Najviše je porasla cijena najraznolikije kategorije „ostalo“, dok se cijena pojedinačnih kategorija (primjerice garaža) čak i smanjila, suprotno općim tržišnim kretanjima (slika 9.).

Adekvatno vrednovanje nekretninskih ulaganja direktno se odražava na temeljne pokazatelje poslovanja i stabilnosti društava za osiguranje. S obzirom na naznake postupnog smanjenja aktivnosti na domaćem stambenom tržištu [74] , eventualne korekcije cijena stambenih, a povezano s tim i poslovnih nekretnina, mogle bi se odraziti na smanjenje imovine te kapitaliziranosti društava za osiguranje. Simulirani šok pada vrijednosti poslovnih nekretnina od 8 % odnosno 30 % umanjio bi kapitalne medijalne zalihe domaćih osiguratelja s kraja prosinca 2022. za 6,64 p.b. odnosno za 24,70 p.b. No na razini sustava one bi i dalje bile dostatne za apsorpciju spomenutih šokova i visoko iznad zakonski propisanih minimalnih razina (slika 10.). Utjecaj potencijalne korekcije cijena poslovnih nekretnina na profitabilnost ovisit će o odnosu promjene cijena u odnosu na promjenu najma, no s obzirom na generalni manjak kvalitetnog poslovnog prostora u Hrvatskoj prinos na nekretninska ulaganja mogao bi ostati razmjerno stabilan. Profitna atraktivnost nekretninskih ulaganja tako će ponajprije ovisiti o relativnom odnosu povrata na takve investicije u odnosu na druge investicijske opcije koje, međutim, u pravilu nude i viši stupanj likvidnosti.

S obzirom na to da su nekretninska ulaganja sektora financijskih usluga već dulji period najzastupljenija alternativna vrsta ulaganja, a s recentnim zakonski izmijenjenim mogućnostima investiranja izvjesno je kako će ona to u narednom periodu i ostati, nužno je sustavno i sveobuhvatno praćenje kretanja na tom tržištu, poglavito u segmentu poslovnih nekretnina. Naime, iako izloženost nekretninama nudi određene stabilizacijske efekte poslovanja (relativna stabilnost prinosa, manja kapitalna volatilnost), njih je potrebno adekvatno procijeniti, a što nije moguće bez temeljitog praćenja tržišta nekretnina i sistemskih rizika koji mogu nastati u tom sektoru. Kontinuirano i sistematizirano praćenje rizika prvi je korak u sveobuhvatnom procesu adresiranja sistemskih rizika povezanih s tržištem poslovnih nekretnina, koji su na razini cjelokupnog Europskog gospodarskog prostora ocijenjeni visokima te zahtijevaju povećanu pozornost donositelja ekonomskih politika. Adresiranje sistemskih rizika koji proizlaze iz sektora stambenih i poslovnih nekretnina nadilazi domenu financijskog sustava i zahtijeva sveobuhvatnu međuinstitucionalnu suradnju.

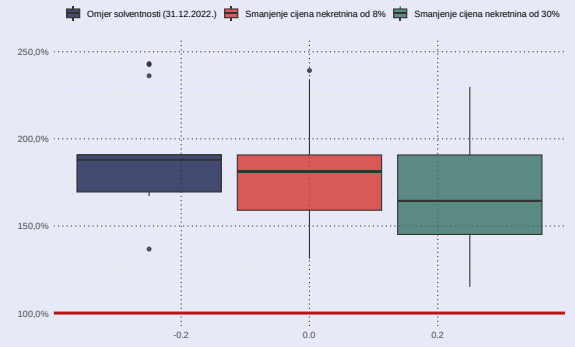
[74] Broj kupoprodajnih transakcija stambenim nekretninama u prvom polugodištu 2023. smanjio se na godišnjoj razini za oko 12 %.

Slika 9. Vrednovanje nekretnina u portfelju društava za osiguranje iznimno je heterogeno
Vrijednost indeksa cijena nekretnina u portfelju društava za osiguranje, 100=31.03.2016.



Izvor: Hanfa

Slika 10. Simulacija utjecaja pada cijena nekretnina potvrdila dostatnost kapitalnih rezervi društava za osiguranje za apsorpciju simuliranih šokova
Omjer solventnosti, u %



Izvor: Hanfa

Reference

ESRB (2015.), *Report on commercial real estate and financial stability in the EU*

BIS (2020.), *Property Price Dynamics: Domestic and International Drivers*, CGFS Paper No 64

Drehmann, M., Borio, C. and Tstasaronis, K. (2012.), Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!, BIS Working Papers, No 380, Bank for International Settlements

IMF (2021.), *Global Financial Stability Report*

Claessens, S, Kose, M. A., Terrones, M. E., (2011.), Financial cycles: What? How? When?, IMF Working Paper WP/11/76

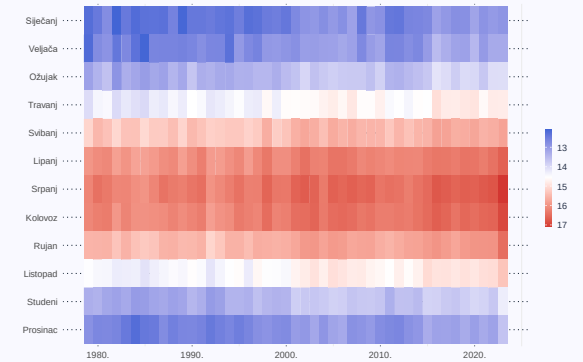
OKVIR 2. IZLOŽENOST SEKTORA FINANCIJSKIH USLUGA KLIMATSKIM RIZICIMA

Uvodno

Kontinuirana emisija stakleničkih plinova u atmosferu od početka industrijske revolucije rezultirala je zagrijavanjem atmosfere i mora preko efekta staklenika, a čije su brojne negativne posljedice, svedene pod zajednički naziv **klimatske promjene**, svakodnevno sve vidljivije. Opaženi porast prosječne globalne temperature zraka od više od 1 °C u odnosu na predindustrijske razine (razdoblje od 1850. do 1900. godine) stvaraju brojne probleme poput nestabilnih vremenskih uvjeta (dugotrajne suše, obilne padaline i sve izraženije olujne nepogode), gubitka bioraznolikosti i prijetnji globalnom gospodarstvu. Europska komisija procjenjuje[75] kako su ekonomski gubici od klimatskih promjena u prošlom desetljeću Europsku uniju koštali preko 145 mlrd. EUR, što je oko 2,5 % prosječnog BDP-a EU-a u posljednjih deset godina.

Klimatske promjene značajno utječu i na financijski sustav, i to direktno zbog fizičkih rizika izazvanih ekstremnim vremenskim događajima, ali i indirektno kroz tzv. tranzicijske rizike, koji mogu nastati zbog prelaska na niskougljično gospodarstvo. Financijski sustav može odigrati ključnu ulogu u adresiranju klimatskih rizika i djelovati kao katalizator zelene tranzicije gospodarstava uključivanjem faktora održivosti u donošenje investicijskih odluka, promoviranjem zelene financijske inicijative i podržavanjem neometanog prijelaza prema održivom i otpornom gospodarstvu. Stoga je, kako bi se očuvala stabilnost financijskog sustava u okolnostima rastućih sistemskih rizika povezanih s klimatskim promjenama, a financijskom sustavu omogućilo aktivno sudjelovanje u održivoj tranziciji gospodarstva, potrebno pravovremeno prepoznati klimatske rizike i adresirati potencijalne sistemske ranjivosti sustava na njih.

Slika 1. Svijet se sve više zagrijava



Izvor: Climate Reanalyzer, Visual Capitalist

Zakonodavni okvir

Iako je borba protiv klimatskih promjena počela već 70-ih godina prošlog stoljeća[76], napori u pogledu smanjenja emisija stakleničkih plinova polučili su ograničene rezultate. No zbog povećanja svijesti o klimatskim promjenama te njihove sve osjetnije prisutnosti u prosincu 2015. godine potpisan je **Pariški sporazum**. Riječ je prvom globalnom, obvezujućem međunarodnom dogovoru usmjerenom prema borbi protiv klimatskih promjena, čiji je cilj zadržati

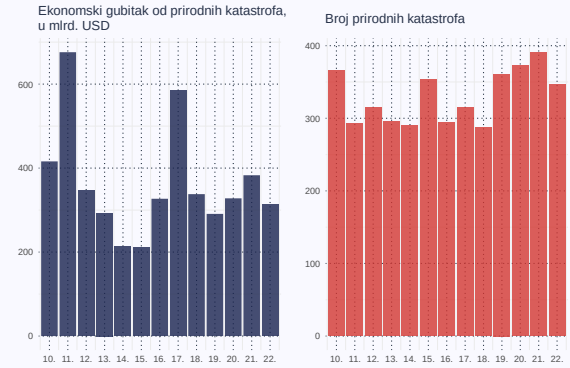
[75] Više informacija dostupno na **poveznici**

[76] Ujedinjeni narodi 1972. održavaju prvu veliku konferenciju o ekološkim pitanjima u Švedskoj (tzv. *First Earth Summit*), ističući potrebu za međunarodnom suradnjom u rješavanju klimatskih promjena.

porast prosječne svjetske temperature na razini znatno manjoj od 2 °C u usporedbi s predindustrijskim razinama te ulagati napore da se taj porast ograniči na 1,5 °C.

Postizanje dogovorenih tranzicijskih ciljeva podrazumijeva sveobuhvatne i suštinske izmjene, poput prelaska na obnovljive izvore energije kao glavni energent gospodarstva, usvajanja novih niskougljičnih tehnologija, izgradnje projekata za uklanjanje ugljika iz atmosfere, te brojne manje izmjene u svakodnevnom načinu života.

Slika 2. Rast globalne temperature povezan je s rastom broja prirodnih katastrofa te ekonomskih gubitaka povezanih s njima

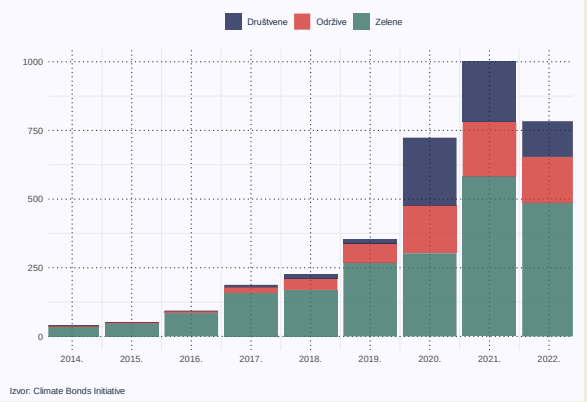


Izvori: Statista, MMF

U prosincu 2019. Europski parlament usvojio je **Europski zeleni plan**, prema kojem se zemlje članice obvezuju smanjiti emisije stakleničkih plinova za 55 % do 2030. i postati energetski neutralne do 2050. godine. U lipnju 2021. na snagu je stupio i Europski zakon o klimi **(EU)2021/1119**, prema kojem su zemlje članice zakonski obvezne dostići klimatske ciljeve usvojene u sklopu Europskog zelenog plana. Kako bi se uspješno dostigao srednjoročni cilj smanjenja emisija EU-a od najmanje 55 % do 2030., europske zemlje rade na izradi paketa *Spremni za 55*, koji sadrži niz prijedloga za reviziju i ažuriranje zakonodavstva EU-a te pokretanje novih inicijativa kako bi se osiguralo dostizanje klimatskih ciljeva.

Slika 3. Sve više se ulaže u zelene i održive obveznice

Izdana vrijednost obveznica, u mlrd. USD



Izvor: Climate Bonds Initiative

Financiranje zacrtanih klimatskih ciljeva podrazumijeva značajna sredstva, pri čemu je samo u ***NextGenerationEU* (NGEU)**, koji je dio sedmogodišnjeg budžeta EU-a, alocirano 30 % ukupnih sredstava za zelene investicije, što dostiže projiciranih 1 bn. EUR predviđenih javnih sredstava do 2028. godine. Povrh toga, financijski sustav prepoznat je kao ključni sektor koji efikasnom alokacijom privatnih i financijskih sredstava može značajno doprinijeti postizanju klimatskih ciljeva, a čija se učinkovitost temelji na regulaciji koja potiče održiva ulaganja i osigurava prijelaz na zeleno gospodarstvo.

Europska regulativa povezana s održivim financiranjem zasniva se na tri ključna dokumenta:

1. Uredbi o taksonomiji[77], koja uspostavlja jedinstveni klasifikacijski sustav na razini EU-a na temelju kojega se utvrđuje je li neka gospodarska djelatnost okolišno održiva

[77] **Uredba (EU) 2020/852** Europskog parlamenta i Vijeća od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088, SL L 198/13

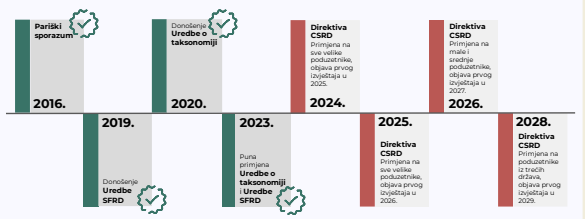
2. Direktivi o korporativnom izvješćivanju o održivosti (Direktiva CSRD) [78], koja obvezuje poduzeća na javnu objavu standardiziranih i provjerenih izvještaja o održivosti

3. Uredbi o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (Uredba SFDR) [79], koja osigurava objavu informacija povezanih s održivosti u vezi s financijskim proizvodima kako bi se poboljšala transparentnost prema ulagateljima te kako bi se spriječio zavaravajući zeleni marketing (tzv. *greenwashing*).

Hanfa kao nacionalno nadzorno tijelo također provodi aktivnosti u pogledu zelene tranzicije. U ***Klimatskoj deklaraciji*** opisuje svoje ciljeve i djelovanje te se obvezuje da će doprinijeti smanjenju negativnih učinaka globalnog zatopljenja. Uz obvezu primjene zakonodavnog okvira EU-a Hanfa je također objavila ***Smjernice za nefinancijsko izvještavanje poduzeća prema okolišnim, upravljačkim i društvenim (ESG) ciljevima*** kako bi omogućila ujednačeno djelovanje i izvještavanje i kako bi informacije izdavatelja bile usporedive, pouzdane i razumljive. Velik dio aktivnosti također je usmjeren i na edukaciju subjekata nadzora, akademske zajednice te šireg građanstva. Agregatni rezultati objavljenih izvještaja mogu se naći u ***Godišnjem izvještaju o korporativnom upravljanju.***

Zelena i održiva financijska tržišta brzo se razvijaju iako je njihova važnost na ukupnom financijskom tržištu i dalje mala (slika 3.). Najveći razvoj zelenog tržišta vidljiv je na europskom području s obzirom na to da su na kraju 2022. godine 46,9 % ukupne vrijednosti izdanih zelenih obveznica činile obveznice iz Europe. Iz tih je razloga EU donio novu uredbu o regulaciji europskih zelenih obveznica [80], koja će se primjenjivati od prosinca 2024. godine. Uredbom se uvodi dobrovoljna oznaka „europska zelena obveznica“ ili „EuGB“, kojom se obveznice ističu kao „zelene“, tj. one koje se obvezuju na zeleno korištenje prihoda. Izdavateljima je dopušteno raspodijeliti prihode od obveznica za izravno ili neizravno financiranje ekološki održivih aktivnosti u smislu Uredbe o taksonomiji.

Slika 4. Razvoj ESG regulatornog okvira



Izvor: Hanfa

Iako klimatske promjene nedvojbeno treba adresirati i pritom ostvariti i tranziciju prema održivom financiranju, strukturne promjene koje ta tranzicija podrazumijeva nose i određene rizike za financijski sektor. Stoga je Mreža za ekološki prihvatljiviji financijski sustav (engl. *The Network for Greening the Financial System, NGFS*) u 2020. objavila

[78] **Direktiva (EU) 2022/2464** Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti, SL L 322

[79] **Uredba (EU) 2019/2088** Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga, SL L 317

[80] **Uredba (EU) 2023/2631** Europskog parlamenta i Vijeća od 22. studenoga 2023. o europskim zelenim obveznicama i neobveznim objavama za obveznice koje se stavljaju na tržište kao okolišno održive i za obveznice povezane s održivošću, SL L, 2023/2631

vodič za supervizore, u kojem se nalaze preporuke o uključivanju rizika povezanih s klimom i okolišem u nadzorne okvire, a koje pokrivaju sve faze procesa, od same definicije klimatskih rizika do osiguranja odgovarajućeg upravljanja klimatskim rizicima od strane subjekata nadzora.

Slika 5. Preporuke za superviziju rizika povezanih s klimom

Izvor: NGFS

Transmisijski mehanizmi klimatskih rizika

Glavni izvori rizika klimatskih promjena u sektoru financijskih usluga mogu se općenito podijeliti u dvije skupine, a to su fizički i tranzicijski rizici. *Fizički rizici* predstavljaju financijske troškove i gubitke koji nastaju kao neposredan rezultat klimatskih promjena. Oni mogu biti akutni, kada nastaju usred ekstremnih vremenskih događaja poput poplava, oluja, suša i požara, te kronični, kada nastaju kao rezultat kontinuiranih promjena klime poput rasta temperature mora i zraka te podizanja razina i kiselosti oceana. Dodatno je potrebno naglasiti i *okolišne rizike*, koji su izrazito povezani s klimatskim promjenama, a odnose se na zagađenje vode, zraka i zemlje, deforestaciju te smanjenje bioraznolikosti.

Druga su vrsta rizika *tranzicijski rizici*, koji nastaju kao rezultat prelaska gospodarstva s tradicionalnog na model niskougljičnog gospodarstva[81] (engl. *low-carbon economy*). Tranzicija u tom kontekstu podrazumijeva promjene u regulativi, načinu izvještavanja i postojećoj i pristupačnoj tehnologiji te promjene sentimenta investitora u pogledu zelenih ulaganja.

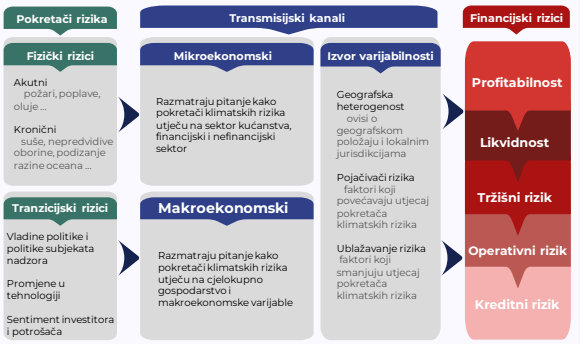
Realizacija bilo kojeg od navedenih klimatskih rizika lako se može preliti na sektor financijskih usluga putem brojnih direktnih ili indirektnih transmisijskih kanala. Primjerice, gubici financijskih društava mogu nastati posredstvom mikroekonomskih kanala, odnosno kao posljedica poteškoća u poslovanju drugih ugovornih strana ili pak posredstvom makroekonomskih kanala, kod kojih se klimatski rizici manifestiraju primjerice kroz smanjenu produktivnost rada, inflacijske pritiske, porast troška financiranja i brojne druge posljedice na gospodarstvo.

Klimatski rizici preko tih direktnih i indirektnih kanala mogu utjecati na pojedine segmente financijskog tržišta. Primjerice, zbog smanjenja raspoloživih dohodaka kućanstava povećava se mogućnost nastanka sistemski značajnih odljeva iz investicijskih fondova. Isto tako, fizička materijalizacija klimatskih promjena poput suše može dovesti do povećanih zahtjeva za isplatu naknada šteta društava za osiguranje i utjecati na njihovu likvidnost, dok tranzicijski rizici u vidu povišenih poreza na emitiranje stakleničkih plinova mogu utjecati na profitabilnost poduzeća. S obzirom na imanentnu visoku međupovezanost gotovo svih segmenata financijskog sustava, posebno putem indirektnih zajedničkih izloženosti na tržištima

[81] Niskougljično gospodarstvo predstavlja model gospodarstva čija ekonomija koristi izvor energije koji proizvodi niske razine stakleničkih plinova. Cilj je takve vrste gospodarstva postati ekonomija s nultom razinom emisija stakleničkih plinova.

kapitala, takvi se poremećaji kroz materijalizaciju tržišnih rizika vrlo brzo, lako i multiplicirajuće mogu prenijeti na ostale dijelove globalnog financijskog sustava.

Slika 6. Veza između klimatskih rizika i financijskog sustava

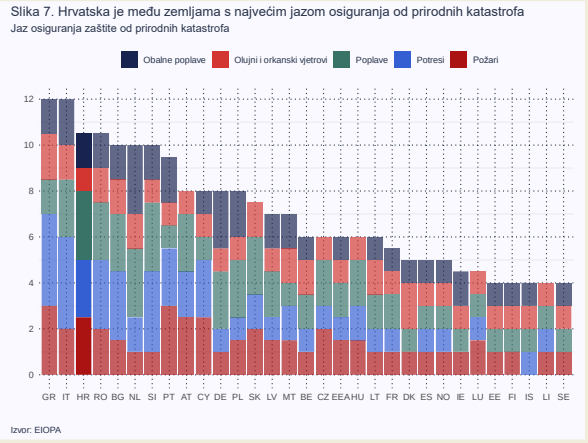


Izvor: NGFS

Transmisijski mehanizmi u sektoru osiguranja

Društva za osiguranje zbog svoga modela poslovanja, a koje se zasniva na zaštiti osiguranika od posljedica budućih štetnih događaja, što uključuje i elementarne nepogode, osiguranje fizičke imovine, osiguranja od odgovornosti [82] i brojne druge vrste osiguranja, visoko su izložena klimatskim rizicima. Učestalije i snažnije klimatske nepogode društvima za osiguranje stvaraju povećane pritiske u pogledu isplate naknada šteta. Promjena profila rizičnosti pojedinih vrsta osiguranja stvara pritiske u smislu povećanja cijene osiguranja (premije) i težeg sklapanja ugovora o osiguranju. S druge strane, financijski nedostupniji proizvodi povećavaju osigurateljni jaz, koji spiralno u slučaju nastupa fizičkih rizika stvara veće financijske gubitke kućanstvima i poduzećima te povratno i dodatno umanjuje financijsku dostupnost osiguranja.

Slika 7. Hrvatska je među zemljama s najvećim jazom osiguranja od prirodnih katastrofa



Izvor: EIOPA

Upravo je izraženi jaz osiguranja u domeni zaštite od prirodnih katastrofa jedan od istaknutijih rizika kojima su izloženi svi segmenti gospodarstva. Prema **EIOPA-inoj analizi jaza osiguranja** Hrvatska se nalazi među četiri zemlje s najvećim jazom osiguranja od prirodnih katastrofa u EU-u, a posebno su istaknuti rizici od poplave i potresa. Društva za osiguranje stoga su izložena dvostrukom pritisku na profitabilnost u slučaju materijalizacije rizika, i to kroz povećane zahtjeve za naknadu šteta na rashodovnoj strani i smanjene premijske uplate na prihodovnoj strani.

Osim tog direktnog utjecaja fizičke manifestacije klimatskih rizika na poslovanje društava za osiguranje, ona su ujedno i preko svojih financijskih ulaganja izložena tranzicijskom riziku klimatske transformacije gospodarstva, što također može ugroziti njihovu profitabilnost, a posljedično i solventnost. Iako su ulaganja

[82] Rizici odgovornosti uključuju rizik od potraživanja povezanih s klimatskim promjenama prema policama osiguranja od odgovornosti, kao i izravnih potraživanja protiv osiguratelja zbog neuspjeha u upravljanju klimatskim rizicima. Rizici odgovornosti mogli bi nastati zbog toga što društva za osiguranje ne uzimaju u obzir ili ne reagiraju na utjecaje klimatskih promjena ili ne procjenjuju adekvatno trenutačne i buduće rizike (uključujući sudske sporove za naknadu štete i odštetu). Ta vrsta rizika ostavlja društva za osiguranje izložena sudskim sporovima povezanim s klimatskim promjenama, koji su u zadnje vrijeme u porastu.

domaćih društava za osiguranje na kraju rujna 2023. i dalje bila visoko koncentrirana u državne obveznice (više u Poglavlju **6. Društva za osiguranje**), pojedini dijelovi portfelja ipak su alocirani u pojedine klase financijske imovine ili izdavatelje koji su izloženi povišenim fizičkim i tranzicijskim rizicima (više o sistemskim rizicima koji proizlaze iz sektora poslovnih nekretnina u **Okviru 1. Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju stabilnost sektora financijskih usluga u RH?).**

Izloženost domaćeg sektora financijskih usluga klimatskim rizicima

Relativno slaba dostupnost, fragmentiranost i neujednačenost podataka o ESG čimbenicima trenutačno otežavaju detaljnu analizu izloženosti domaćih institucionalnih investitora klimatskim rizicima na razini pojedine izloženosti. Stoga je procijenjena izloženost sektora financijskih usluga tim rizicima na temelju javno dostupnih agregatnih podataka o ESG ocjenama[83] na razini pojedine gospodarske djelatnosti[84] i pojedinih zemalja (slika 8.).

Ulaganja mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje u Hrvatskoj visoko su koncentrirana prema sektorima države, financija i osiguranja te prerađivačkoj industriji. Krajem lipnja 2023. čak 62,1 % ukupne vrijednosti neto imovine institucionalnih investitora[85] odnosilo se na izloženost državi, 17,4 % na sektor financija i osiguranja te 5,8 % na prerađivačku industriju. Upravo je sektor države, uz djelatnosti rudarstva i vađenja te opskrbe električnom energijom, prema NACE klasifikaciji djelatnosti jedan od najlošije ocijenjenih u segmentu upravljanja okolišnim rizicima. Dok su institucionalni investitori orijentirani prema sektoru države, leasing društva najviše su izložena sektorima povezanima s turizmom (više o izloženosti leasing društava možete pročitati u poglavlju **7. Leasing društva**).

Geografska razdioba pokazuje vrlo visoku koncentraciju domaćih izloženosti (mirovinski fondovi 72,8 %, investicijski fondovi 36,7 %, osiguranja 63,7 %), dok su od ostalih zemalja najzastupljenije izloženosti prema SAD-u, Irskoj, Sloveniji te Francuskoj. Prosječne okolišne ocjene na razini pojedinih zemalja ne pokazuju značajnije varijacije ako se promatraju grupe ekonomsko-politički sličnih država. Razlike se uočavaju tek među pojedinim grupama pa niže razvijene zemlje i zemlje u tranziciji imaju lošije ESG ocjene, dok zemlje članice EU-a uglavnom imaju nisku do umjerenu izloženost okolišnim rizicima. Stoga postojeća geografska struktura izloženosti domaćih institucionalnih investitora ne utječe značajno na varijabilnost njihove izloženosti okolišnim rizicima.

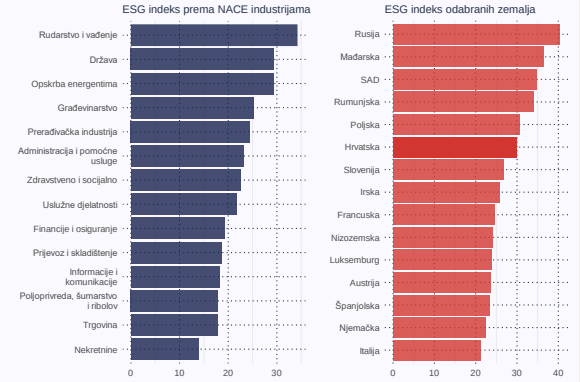
[83] Ocjene ESG rizika procjenjuju kvalitetu upravljanja kompanije, odnosno djelatnosti, u segmentu ekoloških (engl. *environmental*, E), društvenih (engl. *social*, S) i upravljačkih (engl. *governance*, G) pitanja. Konačne ocjene ESG rizika mjera su neupravljanog rizika na ljestvici od 0 – 100, pri čemu niži rezultat označava niži neupravljani ESG rizik, odnosno bolju ESG ocjenu.

[84] Ocjene o pojedinim djelatnostima preuzete su s *Yahoo Financea*, gdje je riječ o agregatnim ocjenama globalnih poduzeća prema *peer* grupama, koje su potom mapirane i agregirane prema NACE djelatnostima.

[85] Institucionalnim investitorima smatraju se investicijski i mirovinski fondovi te društva za osiguranje.

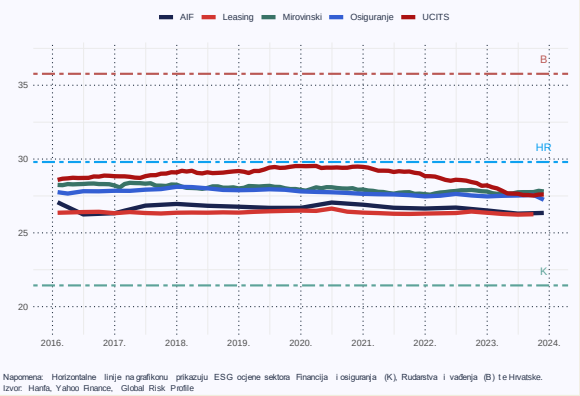
Ukupna izloženost domaćih institucionalnih investitora te leasing društava klimatskim rizicima [86] krajem rujna 2023. bila je na umjerenim razinama uz vrlo nisku varijabilnost promatrano među pojedinim segmentima sektora financijskih usluga (slika 9.). Nešto bolje ESG ocjene imaju leasing društva i AIF-ovi u odnosu na fondove i društva za osiguranje zbog relativno niže izloženosti sektoru države, odnosno diversificiranijeg portfelja po pojedinim djelatnostima.

Slika 8. Agregatne ESG ocjene pojedinih djelatnosti i zemalja na kraju 2023. godine



Izvori: Yahoo Finance, Global Risk Profile

Slika 9. UCITS fondovi imaju najvišu ESG ocjenu, no ona se smanjuje



Napomena: Horizontalne linije na grafikonu prikazuju ESG ocjene sektora Financija i osiguranja (K), Rudarstva i vađenja (B) te Hrvatske.
Izvor: Hanfa, Yahoo Finance, Global Risk Profile

Rezultati analiza izloženosti klimatskim rizicima visoko su ovisni o izvoru korištenih ESG ocjena pa ih je u tom kontekstu potrebno izrazito oprezno komentirati, posebice kada je riječ o razinama. Imajući to u vidu, svakako ohrabruje višegodišnja blaga dinamika smanjenja izloženosti klimatskim rizicima kod svih promatranih segmenata sektora financijskih usluga, što sugerira da domaći institucionalni investitori postupno aktivno usmjeravaju svoja ulaganja prema održivim projektima.

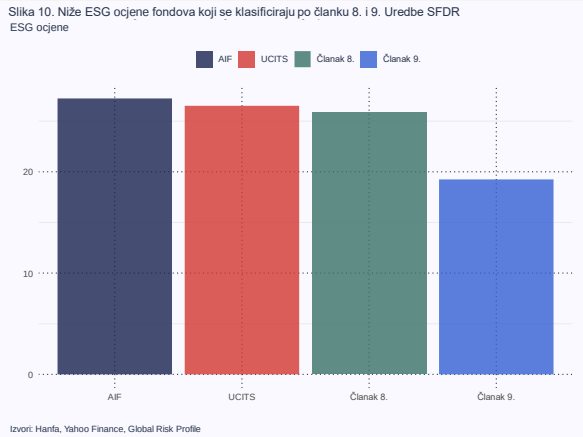
Investicijski su fondovi predvodnici okretanja prema održivim ulaganjima s obzirom na Uredbu SFDR, prema kojoj su se fondovi najkasnije s početkom 2023. morali klasificirati u pojedine stupnjeve održivosti ovisno o svojim karakteristikama i održivosti ulaganja [87]. Navedeno je vidljivo u poboljšanju ESG ocjene za cijeli segment UCITS fondova tijekom posljednje dvije godine, kao i boljoj ESG ocjeni „zelenih“ fondova u odnosu na prosjek industrije (slika 10.). Krajem studenog 2023. godine u Hrvatskoj je poslovalo 38 takvih „zelenih“ fondova s ukupnom neto imovinom od 820,7 mil. EUR, što predstavlja 37,0 % ukupne vrijednosti investicijskih fondova. Fondovi koji su usklađeni s člankom 8. Uredbe SFDR dužni su otkriti na koji način integriraju okolišne ili društvene karakteristike u svoje investicijske odluke, kao i moguće negativne utjecaje svojih investicijskih odluka na faktore održivosti. Fondovi usklađeni s člankom 9., s druge strane, imaju opsežnije regulatorne zahtjeve prema kojima moraju otkriti na koji način integriraju održive rizike u svoje

[86] Izloženost domaćeg sektora financijskih usluga klimatskim rizicima aproksimirana je pomoću ponderirane prosječne ESG ocjene pojedinačnih izloženosti, pri čemu je ponder jednak udjelu izloženosti u ukupnim ulaganjima. Svakoj pojedinačnoj izloženosti dodijeljena je prosječna ESG ocjena na temelju presjeka djelatnosti i države protustrane.

[87] „Zelenim“ fondovima smatraju se oni koji promoviraju ekološka ili društvena obilježja (članak 8. Uredbe SFDR, svjetlozeleni) te fondovi kojima je cilj održivo ulaganje (članak 9. Uredbe SFDR, tamnozeleni). Fondovi koji ne ulažu održivo klasificirani su člankom 6. Uredbe SFDR.

investicijske odluke, kao i kako razmatraju glavne negativne utjecaje svojih investicijskih odluka na faktore održivosti.

Slika 10. Niže ESG ocjene fondova koji se klasificiraju po članku 8. i 9. Uredbe SFDR



Izvori: Hanfa, Yahoo Finance, Global Risk Profile

Klimatski su rizici zbog svoje učestalosti i obuhvata te potencijala da budu sve izraženiji poprimili karakter sistemskih rizika. Nužno je stoga njihov utjecaj na financijski sustav putem razornog djelovanja klimatskih promjena (fizički rizici) i putem prelaska društva na niskougljični model ekonomije (tranzicijski rizici) uključiti u uobičajene alate ocjene izloženosti financijskih sustava sistemskim rizicima. Važan je korak u tome što vjerodostojnije procijeniti stupanj upravljanja okolišnim rizicima na razini pojedinih ulaganja institucionalnih investitora. Nestandardizirane i neregulirane metodologije određivanja ESG ocjena za sada to otežavaju financijskim institucijama, ali i regulatorima u dijelu verifikacije proklamiranih investicijskih politika upravitelja imovinom. Navedeno je posebno važno s aspekta dugoročnoga osiguranja povjerenja i interesa poglavito malih investitora za takva ulaganja, odnosno sprječavanja zavaravajućeg zelenog marketinga. Iz tog je razloga Europska komisija u lipnju 2023. objavila prijedlog za uredbu o transparentnosti i integritetu ocjenjivanja ekoloških, društvenih i gospodarskih aktivnosti.[88]

Zaključak

Sistemski rizici povezani s klimatskim promjenama sve su izraženiji dugoročni izvor rizika za financijski sustav. Oni podrazumijevaju više različitih oblika rizika poput fizičkih, izazvanih ekstremnim vremenskim događajima, te tranzicijskih, koji nastaju zbog prelaska na niskougljično gospodarstvo. Iako klimatske promjene predstavljaju sistemski rizik za financijski sustav, on može igrati ključnu ulogu pri zelenoj tranziciji gospodarstva te značajno doprinijeti ublažavanju posljedica klimatske tranzicije. Važnost zelenog i održivog financiranja na ukupnom tržištu i dalje je relativno skromna, no ubrzani razvoj održive regulacije (Uredba o taksonomiji, Direktiva CSRD, Uredba SFRD) i svijesti o važnosti pravovremenog adresiranja klimatskih rizika pozitivno doprinose razvoju održivih oblika ulaganja. Zelena tranzicija, uz mnogobrojne nove investicijske prilike, nosi i nove izazove, koje je važno kontinuirano pratiti te pravodobno adresirati kako bi se u toj nužnoj tranziciji osigurala stabilnost financijskog sustava.

[88] Više informacija dostupno na **poveznici**

POPIS KRATICA

AAI – Društvo američkih individualnih investitora (engl. *American Association of Individual Investors)*
AIF – alternativni investicijski fond
AO – osiguranje od odgovornosti za upotrebu motornih vozila
APP – Program kupnje imovine (engl. *Asset Purchase Programme*)
BDP – bruto domaći proizvod
BET-TR – Bursa de Valori București Traded Index
bn. – bilijun
CQS – mjera kreditne kvalitete investicijskih instrumenata (engl. *Credit Quality Step*)
CSRD – Direktiva o korporativnom izvješćivanju o održivosti (engl. *Corporate Sustainability Reporting Directive*)
DG-ECFIN – Glavna uprava Europske Komisije za ekonomske i financijske poslove (engl. *Directorate-General Economic and Financial Affairs*)
DSTI – omjer duga i dohotka (engl. *Debt Service-to-Income*)
DMF – dobrovoljni mirovinski fond
DZS – Državni zavod za statistiku
EBITDA – dobit prije kamata, poreza, amortizacije i deprecijacije (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*)
EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)
EOD – vrijednost financijskog instrumenta na kraju dana (engl. *End of Day)*
ESB – Europska središnja banka
ESG – ekološki, društveni i upravljački (engl. *Enviromental, Social and Governance*)
ESMA – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. *European Securities and Markets Authority*)
ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)
ETF – investicijski fond čijim se dionicama trguje na burzi (engl. *Exchange-Traded Fund*)
EUR – euro
EU – Europska unija
EuGB – europska zelena obveznica (engl. *European green bond*)
FED – Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država (engl. *Federal Reserve System*)
FINA – Financijska agencija
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HHI – Indeks koncentracije tržišta (engl. *Herfindahl-Hirschman Index*)
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – hrvatska kuna
HT – Hrvatski Telekom
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
IF – investicijski fond
IMF – Međunarodni monetarni fond (engl. *International Monetary Fund*)
LTV – omjer zajma i vrijednosti (engl. *Loan-to-Value*)
NACE - Klasifikacija djelatnosti Europske zajednice (engl. *Nomenclature of Economic Activities*)
NGEU – NextGenEU
NGFS – Mreža za ekološki prihvatljiviji financijski sustav (engl. *The Network for Greening the Financial System*)
NN – Narodne novine
mil. – milijun
mlrd. – milijarda

MOD – mirovinsko osiguravajuće društvo
MSFI – Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*)
OMF – obvezni mirovinski fond
OVI – Indeks ponude radnih mjesta na internetu (engl. *Online Vacancy Index*)
p.b. – postotni bod
PDV – porez na dodanu vrijednost
PEPP – paneuropski osobni mirovinski proizvod (engl. *Pan-European Personal Pension Product*)
REGOS – Središnji registar osiguranika
SAD – Sjedinjene Američke Države
S&P – Standard & Poor's
SCR – potrebni solventni kapital (engl. *Solvency Capital Requirement*)
SFDR – Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (engl. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*)
SIE – zemlje srednje i istočne Europe
TLTRO – ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (engl. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*)
TILDA – Tržišni indeks likvidnosti dionica
UCITS – subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (engl. *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*)
USD – američki dolar
ZSE – Zagrebačka burza (engl. *Zagreb stock exchange*)

HANFA