FINANCIJSKA STABILNOST

Broj II, listopad 2022.

HANFA

Izdavač:
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
Franje Račkoga 6
10000 Zagreb
www.hanfa.hr
Telefon: +385 1 6173 200
Telefaks: +385 1 4811 406

ISSN: 2806-6448

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

Sadržaj

Sadržaj 3
1. Uvodno 4
2. Makroekonomsko okružje 6
3. Financijska tržišta 14
4. Mirovinski fondovi 23
5. Investicijski fondovi 30
6. Društva za osiguranje 36
7. Leasing društva 43
8. Ostali pružatelji financijskih usluga 48
Okvir 1. Rizik likvidnosti UCITS fondova 54
Okvir 2. Sistemski kibernetički rizik 61
9. Testiranje otpornosti na stres 65
Popis kratica 74

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*.

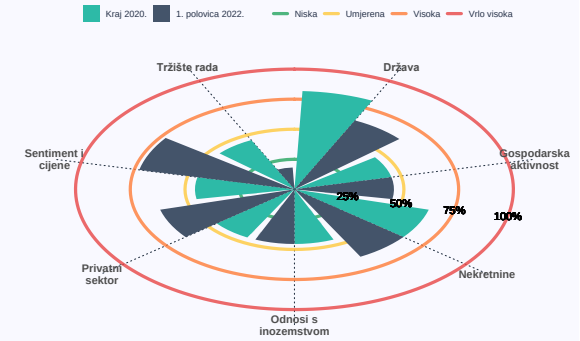
Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih rizika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, bilo 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 1. Ubrzan rast cijena trenutno je najistaknutiji rizik makroekonomskog okružja
Ocjena razine sistemskih rizika u makroekonomskom okružju, u %



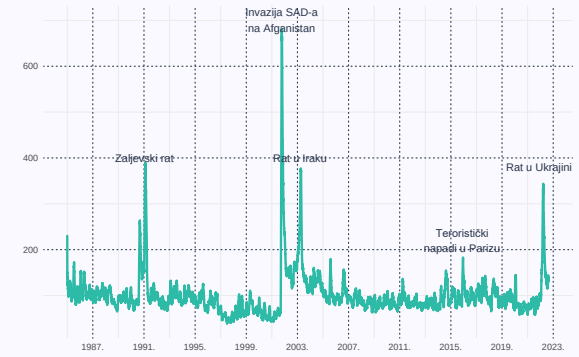
Izvor: Hanfa

Snažan oporavak gospodarske aktivnosti u 2021. ostao je u sjeni izraženih inflatornih pritisaka dodatno potenciranih geopolitičkim napetostima s početka 2022. godine. Iako su kretanja na tržištu rada i dalje pozitivna, a uvjeti financiranja povoljni, servisiranje duga privatnog sektora u narednom bi razdoblju moglo biti otežano, osobito ako se nastavi rast cijena popraćen snažnim rastom troškova financiranja te ako se materijalizira rizik usporavanja gospodarskog rasta. Rastući rizik stagflacije u neizvjesnom geopolitičkom ozračju naglašava cikličke sistemske rizike u domaćem sektoru financijskih usluga koji, unatoč određenim strukturnim ranjivostima (visoka koncentracija izloženosti, relativno niska likvidnost tržišta kapitala), posjeduje dostatne likvidnosne i kapitalne amortizere za apsorpciju potencijalnih sistemskih šokova u narednom razdoblju.

Snažan gospodarski oporavak praćen brzim rastom cijena

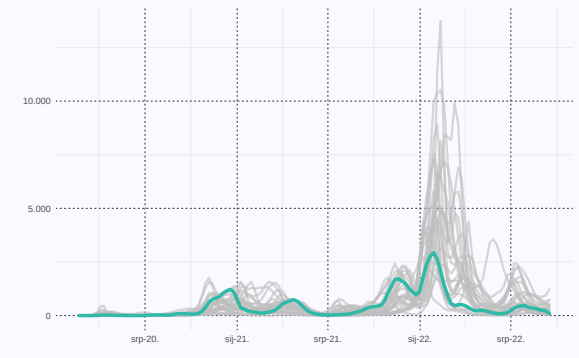
Nakon 2021. godine, koju je, kao i godinu prije nje, dominantno obilježila neizvjesnost oko pandemije i njezinih izravnih i neizravnih posljedica, početkom 2022. eskalacija geopolitičkih napetosti na istoku Europe gurnula je (barem privremeno) obuzdanu pandemiju u drugi plan (slika 3.), a energetska kriza i ubrzanje rasta cijena došli su u fokus. Početak rata u Ukrajini i rast geopolitičkog rizika u veljači ove godine (slika 2.) izrazito su negativno djelovali na percepciju oporavka globalnog gospodarstva od posljedica koronakrize, a sveukupne je posljedice čak i šest mjeseci od početka sukoba vrlo teško procijeniti s obzirom na to da primarno ovise o duljini trajanja sukoba i načinu njegova završetka. Do početka rujna 2022. uvedeno je ukupno sedam paketa sankcija Rusiji i Bjelorusiji u različitim područjima[1], što će neminovno usporiti inicijalni „V" oporavak globalnog gospodarstva (slika 4.).

Slika 2. Eskalacija geopolitičkih napetosti početkom 2022. godine
Indeks geopolitičkog rizika



Izvor: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve, November 2021

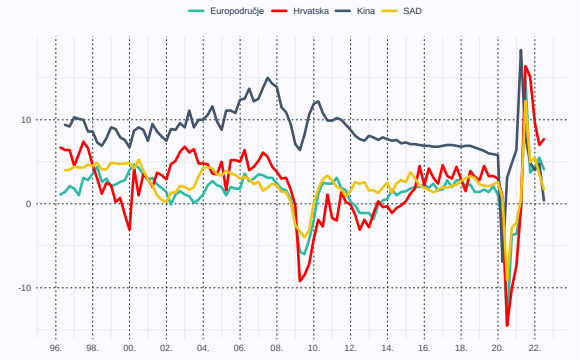
Slika 3. Vrhunac pandemije zabilježen početkom 2022. godine
Kumulativni 14-dnevni broj slučajeva na 100.000 stanovnika



Napomena: Linije na grafikonu označuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EU-a, dok istaknuta linija označuje kretanje indikatora za Hrvatsku.
Izvori: ECDC, Our World in Data

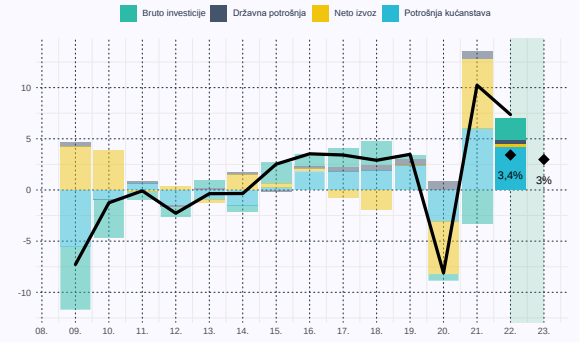
[1] Navedene mjere uključuju sankcije pojedincima i subjektima, gospodarske sankcije, ograničenja za medije i diplomatske mjere, a detaljniji opis se može naći na poveznici.

Slika 4. Snažnim rastom gospodarstva u 2021. zatvoren je negativan jaz uzrokovan koronakrizom
Realni rast BDP-a (godišnja stopa promjene, u %)



Izvori: Eurostat, OECD, St. Louis FED

Slika 5. Potrošnja i neto izvoz glavne odrednice snažnog gospodarskog rasta
Realni rast BDP-a (godišnja stopa promjene, u %) i doprinosi rastu (postotni bodovi)



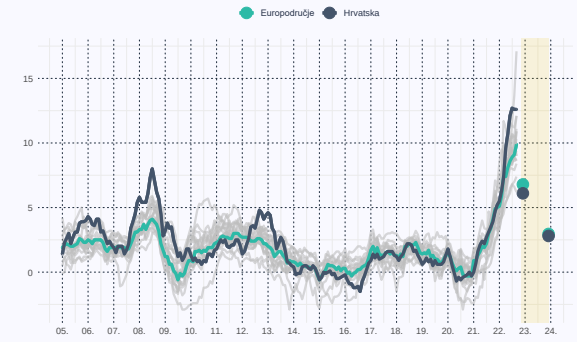
Napomena: Označeno područje, točke i brojčane oznake označuju projekcije realnog rasta BDP-a Europske komisije. Podatak za 2022. označuje stopu promjene BDP-a ostvarenog u prvom polugodištu 2022. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.
Izvori: Eurostat, Europska komisija (DG-ECFIN)

Unatoč neizvjesnim epidemiološkim okolnostima i značajnim oscilacijama broja novooboljelih tijekom godine domaće se gospodarstvo u 2021. potpuno oporavilo od šokova uzrokovanih koronakrizom premašivši razinu iz pretpandemijske 2019. godine[2]. Godišnja stopa rasta bruto domaćeg proizvoda u 2021. iznosila je dotad nezabilježenih 10,2 %. Najveći doprinos gospodarskom rastu u 2021. ostvario je neto izvoz, koji je te godine porastao za 89 %, prvenstveno pod utjecajem uspješnih turističkih rezultata. I najveća sastavnica BDP-a, osobna potrošnja, na godišnjoj je razini u 2021. zabilježila dvoznamenkasti rast od 10,0 % podržana povoljnim kretanjima na tržištu rada i ublažavanjem ograničenja povezanih s bolešću COVID-19. Nakon zatvaranja negativnog jaza u prošloj godini gospodarstvo je i u prvom polugodištu 2022. nastavilo rasti, premda po nešto nižim stopama u odnosu na ostvarene u prethodnom razdoblju zbog iščezavanja baznog učinka. Zabilježeni realni rast BDP-a od 7,4 % u prvom polugodištu 2022. posljedica je rasta svih njegovih sastavnica, a primarno osobne potrošnje, u kojoj se zrcale povoljni uvjeti tržišta rada i bruto investicija, koje su djelomično porasle pod utjecajem korištenja sredstava iz programa *Next Generation*.

Inflacija uzela zamah

Eskalacijom geopolitičkih napetosti u veljači 2022. inflacijski izgledi uvelike su se promijenili, a rizik ostvarenja visoke i trajnije inflacije značajno je porastao. U Hrvatskoj se rast cijena iz 2021. ubrzao tijekom 2022. pod utjecajem dodatnih poremećaja na strani ponude s obzirom na energetsku krizu, protupandemijske mjere u Kini, ali i djelomične korekcije inflacijskih očekivanja ekonomskih agenata pa je u srpnju inflacija dosegnula povijesno visoku razinu od 12,3 %. (slika 6.). Pritom su sve komponente potrošačke košarice doprinijele rastu (slike 7. i 8.), no ključni generatori bile su cijene hrane i energije, koje čine čak 40 % domaće potrošačke košarice[3] (slika 7.).

Slika 6. Snažan rast opće razine cijena globalnog je karaktera
HICP - godišnja stopa promjene, u %



Napomena: Sivo označene linije prikazuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EU-a. Prikazane su medijalne vrijednosti očekivanja. Označeno područje označuje projekcijske vrijednosti.
Izvori: ESB (Survey of Professional Forecasters), Eurostat, HNB

Na dinamiku cijena u promatranom je razdoblju utjecalo više različitih čimbenika, zbog kojih su projekcije inflacije za 2022. revidirane naviše u odnosu na one s kraja prošle godine (slika 6)[4].

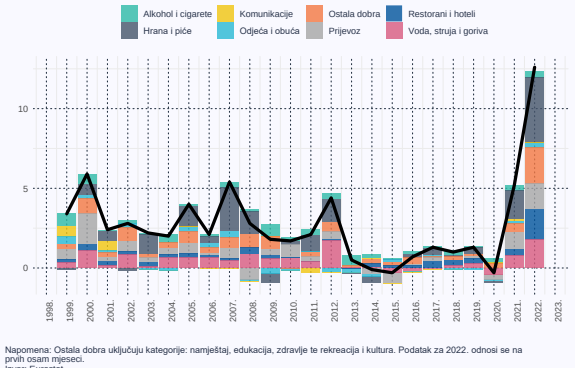
[2] Na kraju 2021. BDP bio je u realnim terminima za 1,3 % veći nego 2019. godine.

[3] Cijene hrane i energije u EU-u prosječno čine 23 % potrošačke košarice za 2022.

[4] Krajem travnja stopa inflacije za europodručje iznosila je 7,4 %, što je najviša do tada zabilježena razina. Istodobno, za razliku od zimske projekcije Europske komisije iz veljače 2022., prema kojoj

Jedan od pokretača snažnog rasta opće razine cijena jest nagli rast cijena energenata, prvenstveno nafte, čija je cijena krajem svibnja 2022. bila gotovo dvostruko veća nego prije pandemije[5]. Naime, nakon inicijalnog smanjenja cijena i nesklada između ponude i potražnje za naftom u vrijeme zaključavanja gospodarstva tijekom 2020. prošle je godine globalna potražnja, uz ograničenu ponudu, jačala u skladu s gospodarskim oporavkom (slika 9.). No cijene energije u 2021. nisu se samo normalizirale, nego su nastavile rasti i iznad pretkriznih razina. Izbijanje rata u Europi i uvođenje sankcija Rusiji, jednom od najvećih izvoznika nafte i opskrbljivača EU-a energentima[6] dodatno je osnažilo cjenovne pritiske i potenciralo energetsku krizu, čija se kulminacija može očekivati krajem ove godine, posebno ako se opskrba ruskim energentima neočekivano prekine u okolnostima nedostatnih zaliha prirodnog plina s obzirom na to da je krajem 2020. čak 39 % europskog uvoza prirodnog plina dolazilo iz Rusije.

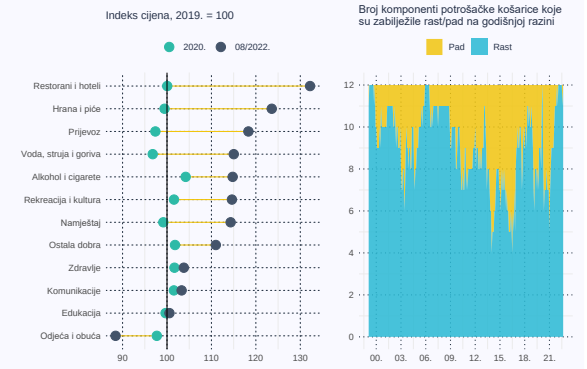
Slika 7. Zabilježene povijesno visoke stope inflacije na temelju široko rasprostranjenog rasta cijena
Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima



Napomena: Ostala dobra uključuju kategorije: namještaj, edukacija, zdravlje te rekreacija i kultura. Podatak za 2022. odnosi se na prvih osam mjeseci.
Izvor: Eurostat

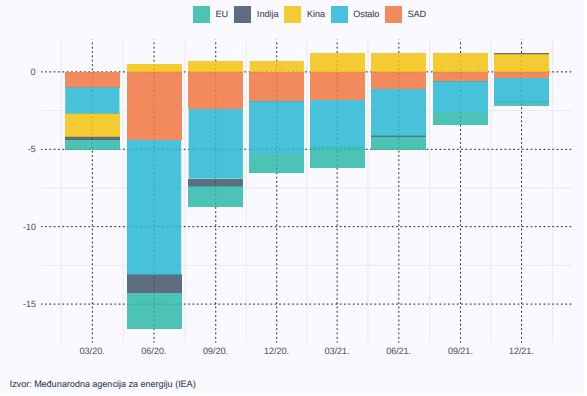
Rusija je osim energenata, važan izvoznik i drugih sirovina i hrane. Stoga su zbog ratom otežanog izvoza žitarica, ali i rasta cijena proizvodnje hrane uslijed povećanja cijena ulaznih dobara poput energije i gnojiva te učestalih elementarnih nepogoda cijene hrane globalno porasle. Naime, indeks cijena hrane, kojim se mjeri promjena cijena globalne prehrambene potrošačke košarice, krajem srpnja 2022. bio je za gotovo 40 % veći nego krajem 2019. godine.

Slika 8. Rast cijena primjetan kod gotovo svih komponenti potrošačke košarice, a predvodnici rasta su kategorije prijevoza i prehrane



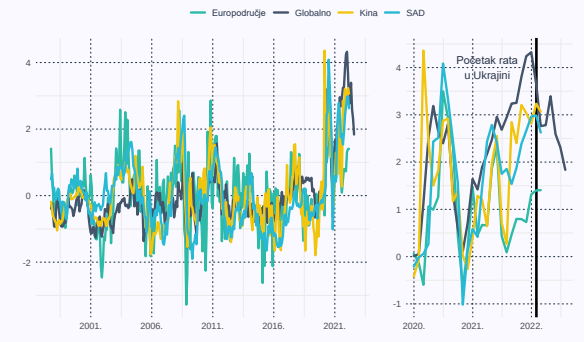
Izvor: Eurostat

Slika 9. Oporavak globalne potražnje za naftom jedan je od razloga ubrzanog rasta cijena
Promjena potražnje za naftom u odnosu na razine iz 2019., mil. barela po danu



Izvor: Međunarodna agencija za energiju (IEA)

Slika 10. Globalni dobavni lanci nalaze se pod dodatnim pritiscima u svjetlu rasta geopolitičkih tenzija
Indeks pritiska na globalne dobavne lance



Izvor: Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, "Global Supply Chain Pressure Index: March 2022 Update" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics

Na ubrzanje inflacije znatno su se odrazili i u 2022. nadalje prisutni poremećaji u globalnim proizvodnim i transportnim lancima (slika 10.) s

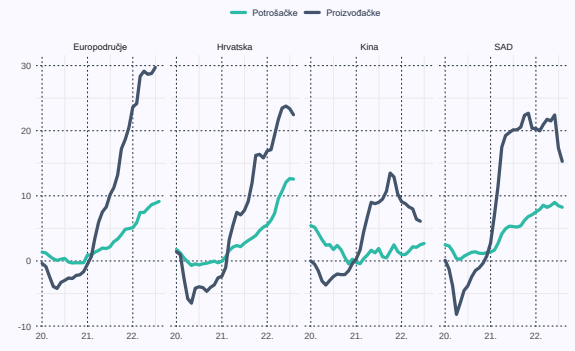
se u 2022. očekivala stopa inflacije od 3,5 %, prema recentnoj projekciji objavljenoj u srpnju ove godine godišnja stopa inflacije ove će godine dosegnuti 7,6 %.

[5] Cijena barela sirove nafte tipa Brent porasla je do kraja svibnja 2022. u odnosu na kraj 2019. za 85 %.

[6] Krajem 2020. godine 47 % uvoza čvrstih fosilnih goriva, 23 % uvoza nafte i naftnih derivata te 39 % uvoza prirodnog plina Europska unija uvozila je iz Rusije.

obzirom na neujednačene epidemiološke mjere, manjak radne snage u segmentu prijevoza i rast cijena energenata i sirovina. To je u uvjetima niskih zaliha stvorilo pritiske na rast troškova proizvodnje. Iako se dinamika proizvođačkih cijena djelomično odražava u potrošačkim, jaz između njih još uvijek postoji i u narednom će razdoblju nastaviti vršiti pritisak na daljnji rast potrošačkih cijena (slika 11.). Stoga je izgledno povećanje fiskalnih potpora s ciljem usporavanja i ublažavanja spomenutog procesa prelijevanja proizvođačkih u potrošačke cijene. Vlada RH sredinom veljače 2022. predstavila je prvi paket mjera u iznosu od 4,8 mlrd. HRK za ublažavanje rasta cijena energenata za kućanstva, nefinancijska poduzeća i socijalno ugrožene skupine. Mjerama se ograničio rast cijena električne energije i plina, a od 1. travnja smanjena je i stopa PDV-a na plin i brojne prehrambene proizvode, kućanstvima su propisane subvencije na cijenu plina te su cijene naftnih derivata više puta fiksirane. Početkom rujna donesen je i drugi paket mjera za zaštitu kućanstava i gospodarstva od rasta cijena u ukupnom iznosu od 21 mlrd. HRK.

Slika 11. Jaz između proizvođačkih i potrošačkih cijena nastavit će vršiti pritisak na daljnji rast potrošačkih cijena
Godišnje stope promjene proizvođačkih i potrošačkih cijena, u %

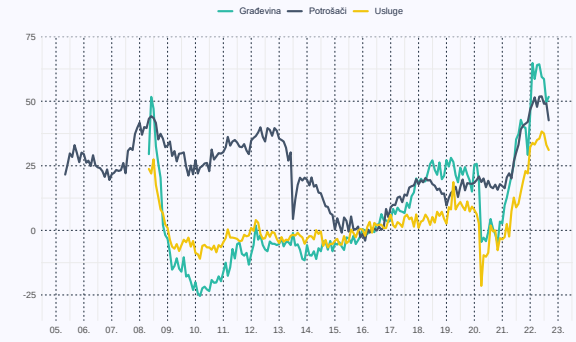


Izvori: Eurostat, St. Louis FED

Konačno, inflacijska očekivanja koja su u međuvremenu bitno osnažena mogla bi dati dodatnu snagu inflatornim kretanjima i otežati njezino obuzdavanje središnjim bankama, posebno ako normalizacija monetarnih uvjeta bude ocijenjena zakašnjelom ili preslabom. Dodatno, na inflacijom smanjenu kupovnu moć zaposlenici bi, osnaženi niskom nezaposlenošću i manjkom radne snage na tržištu rada, mogli kroz sindikalnu pregovaračku polugu potencirati inflacijsku spiralu. No to će bitno ovisiti o sindikalnoj moći u pojedinim zemljama članicama EU-a, koja se međutim općenito značajno smanjila tijekom posljednjih desetljeća. Tako je primjerice u Njemačkoj sindikalna participacija u posljednjih tridesetak godina više nego prepolovljena te se smanjila s 36 %, koliko je zabilježeno 1990., na tek 16 % krajem 2019. godine.

S druge strane, bitno umanjena kupovna moć uslijed trajnije inflacije, uz posljedični rast troškova financiranja i tereta otplate dugova s obzirom na zaoštravanje monetarnih politika, mogla bi izmijeniti potrošačke odluke i odgoditi investicije te time prikočiti gospodarsku aktivnosti u narednom razdoblju. U kojoj bi mjeri takvo gospodarsko usporavanje preko potražne strane moglo obuzdati inflaciju, ovisit će o istodobnom smanjenju inflacijskih pritisaka na strani ponude, na što će ključno utjecati razvoj energetske situacije.

Slika 12. Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća na povišenim razinama
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

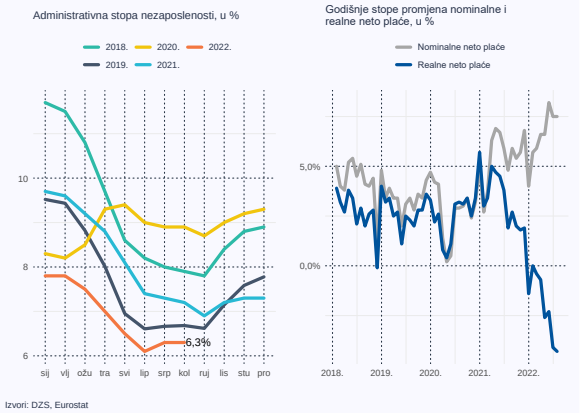
Privatni sektor u iščekivanju rasta kamatnih stopa

Tijekom 2021. u uvjetima ubrzanog gospodarskog oporavka tržište rada nastavilo je bilježiti pozitivne trendove, koji su doveli do ukidanja velikog broja državnih mjera pomoći gospodarstvu. Stoga je godina zaključena sa stopom nezaposlenosti od 7,3 %, što je 0,5 p.b. manje nego na kraju pretpandemijske 2019. i čak 2 p.b. manje u odnosu na 2020. godinu, a poboljšanje otpornosti tržišta rada vidljivo je i u

padu zastupljenosti ugovora na određeno vrijeme[7] (slika 14.). Nezaposlenost se nastavila smanjivati i u 2022. prateći uobičajene sezonske obrasce u vrijeme pojačanih turističkih aktivnosti, a uobičajenu dinamiku nisu poremetile ni geopolitičke turbulencije. Liberalizacija uvoza radne snage[8] u 2021. nije smanjila pritisak na domaće tržište rada (potražnja za radom mjerena OVI indeksom[9] krajem svibnja 2022. značajno je premašivala pretpandemijsku potražnju, slika 14.) pa je upitno koliko su, i bez izraženog sindikalnog pritiska, domaći poslodavci u mogućnosti zadržati postojeće razine nominalnih plaća s obzirom na sve veće raslojavanje nominalnih i realnih plaća, koje održava snažan rast inflacije (slika 13.). Naime, na kraju lipnja 2022. neto plaće zabilježile su nominalan rast od 7,5 % na godišnjoj razini, dok su se istodobno u realnim terminima smanjile za 4,1 %.

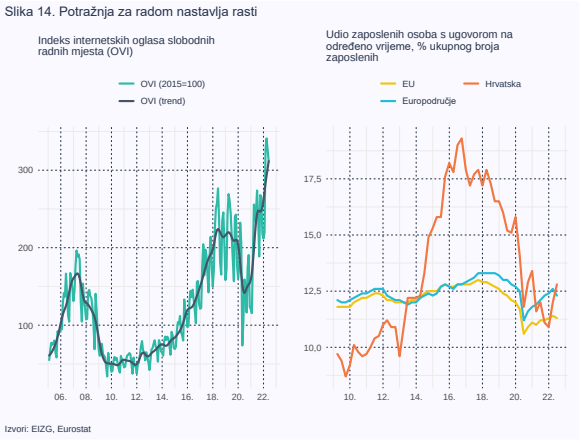
Iako se agregatna razina zaduženosti privatnog sektora na krilima gospodarskog rasta smanjila na pretpandemijske razine (slika 15.), vjerojatno zaoštravanje uvjeta financiranja tijekom ove i naredne godine opteretit će, uz rast općih troškova života i poslovanja, financijsku poziciju kućanstava i poduzeća, posebno onih izloženih promjenjivim kamatnim stopama po kreditnim ugovorima.

Slika 13. Raslojavanje nominanih i realnih plaća povećava ranjivost privatnog sektora



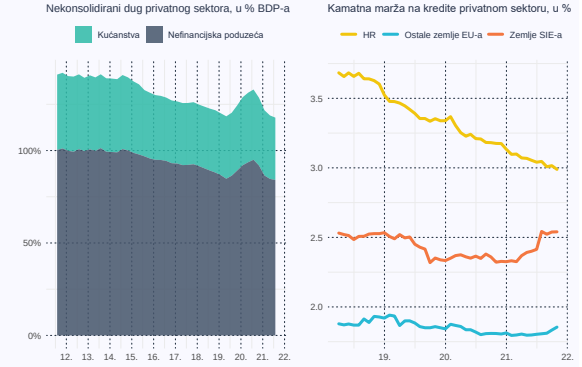
Izvori: DZS, Eurostat

Slika 14. Potražnja za radom nastavlja rasti



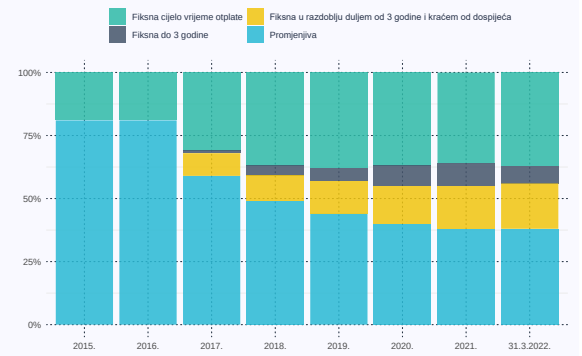
Izvori: EIZG, Eurostat

Slika 15. Relativno visoka kamatna marža na kredite privatnom sektoru nepovoljno će utjecati na buduće otplate u scenariju porasta kamatnih stopa



Izvor: ESB

Slika 16. Najavljeno povećanje kamatnih stopa izravno će utjecati na više od trećine kućanstava



Napomena: Dug po kreditnim karticama i prekoračenja po transakcijskim računima nisu uključeni.
Izvor: HNB

Pad standarda kućanstava, uz slabljenje prihodovne strane zbog nižih realnih dohodaka, intenzivirat će se i zbog porasta tereta otplata dugova s obzirom na zaoštravanje globalnih uvjeta financiranja i posljedičan rast kamatnih stopa (više u poglavlju 3. Financijska tržišta). Iako je izloženost kućanstava kamatnom riziku

[7] Njihov se udio u posljednje dvije godine smanjio za čak 4,9 p.b. te se nakon osam godina nalazi na razini europskog prosjeka.

[8] Zakon o strancima, NN 133/2020

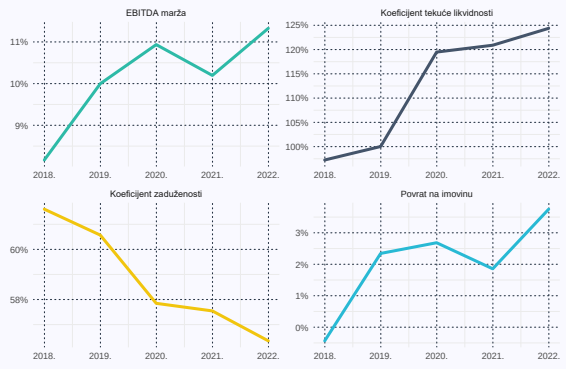
[9] Online Vacancy Index (OVI) mjesečni je indeks *online* oglasa slobodnih radnih mjesta razvijen na Ekonomskom institutu, Zagreb, a izrađuje se jednostavnim prebrojavanjem broja jedinstvenih novih oglasa čiji rokovi prijave završavaju u mjesecu za koji se indeks izračunava. S obzirom na to da se u obzir uzimaju oglasi objavljeni putem samo jednog portala, broj oglasa izražava se kao indeks (bazna godina je 2015.).

gotovo prepolovljena u proteklih šest godina, krajem ožujka 2022. i dalje je čak 38 % kućanstva imalo kreditni ugovor s promjenjivom kamatnom stopom, a još 7 % njih ugovor s fiksnom kamatnom stopom do 3 godine (slika 16.). Stoga je kamatni rizik trenutačno najizraženija ranjivost sektora kućanstava, posebice s obzirom na kamatne marže na kredite privatnom sektoru, koje su u Hrvatskoj još uvijek relativno više u odnosu na usporedive regije (slika 15.).

Kreditni rizik sektora nefinancijskih poduzeća zadržan je na vrlo niskim razinama u 2021., stoga su ukinute gotovo sve državne mjere pomoći. Broj domaćih insolventnih subjekata ostao je stabilan tijekom 2021., a do kraja srpnja 2022. njihov je broj i dodatno smanjen (za 8,8 % u odnosu na kraj prošle godine). Ukupan dug tih subjekata na kraju srpnja 2021. bio je za čak 1,0 mlrd. HRK manji u odnosu na kraj 2020. te je iznosio 5,2 mlrd. HRK. Osim smanjenja duga insolventnih poduzeća, u 2021. smanjena je i agregatna relativna zaduženost cjelokupnog sektora nefinancijskih poduzeća[10] ponajprije zbog ubrzanog rasta gospodarstva, a poboljšani su i ostali pokazatelji poslovanja (slika 17.). Tako je koeficijent zaduženosti na kraju 2021. iznosio 55 %, a povrat na imovinu 3,8 %, što je za 1,9 p.b. više u odnosu na godinu ranije i 1,1 p.b. više u odnosu na pretpandemijsku 2019. godinu. Usto, zahvaljujući fiskalnim mjerama pomoći u promatranom je razdoblju očuvana i dobra likvidnost[11] tog sektora. No unatoč normalizaciji poslovanja i poboljšanju agregatnih pokazatelja neka su poduzeća i dalje ostala ranjiva, posebice ona s visokom polugom, iz koronakrizom relativno pogođenijih sektora ili čije je poslovanje izravno pod utjecajem novih poteškoća u globalnim lancima opskrbe i sve izraženijeg nedostatka radne snage. Kao i kod kućanstava, kamatni je rizik stoga naglašen s obzirom na visoku zastupljenost promjenjivih stopa (oko 40 %), jednako kao i rizik refinanciranja, koji se, međutim, u kratkom roku ne bi trebao reflektirati u značajnom porastu kreditnog rizika.

Slika 17. Poslovanje nefinancijskih poduzeća stabilno

Ključni pokazatelji poslovanja nefinancijskih poduzeća



Izvor: Fina

Javne financije pod utjecajem inflacije i troškova financiranja

Iako rast cijena preko poreznog kanala puni javni proračun, rastuće proračunske potrebe zbog inflacijom povećanih troškova i prilagodbe u fiskalnoj politici u cilju ublažavanja cjenovnog udara na privatni sektor, zajedno sa skupljim novim zaduživanjem, mogli bi usporiti dinamiku poboljšanja fiskalnih pokazatelja zabilježenu u prethodnoj godini.

Normalizacija funkcioniranja gospodarstva s obzirom na postupnu relaksaciju i konačno ukidanje epidemioloških mjera i snažna gospodarska aktivnost poboljšale su pokazatelje zaduženosti javnog sektora u 2021. godini premda je javni dug istodobno povećan za 4,5 % na godišnjoj razini kako bi se osigurala sredstva za financiranje povećanih rashoda zbog mjera pomoći gospodarstvu, servisiranja duga u zdravstvu te troškova plaća javnog sektora. Tako je ukupan dug opće države na kraju 2021. iznosio 79,6 % BDP-a te je bio za 7,7 postotnih bodova niži u odnosu na godinu prije vrativši se tako na silaznu putanju (slika 18.). Na krilima rasta gospodarske aktivnosti taj se pokazatelj nastavio smanjivati i početkom 2022. te je na kraju prvog tromjesečja ove godine iznosio 77,3 % BDP-a. Domaći se javni dug

[10] Krajem ožujka 2022. dug nefinancijskih poduzeća iznosio je 84 % BDP-a i bio je za 10 p.b. manji u odnosu na kraj 2020. godine.

[11] Koeficijent tekuće likvidnosti iznosio je na kraju 2021. godine 124 %.

svojom strukturom u pogledu rezidentnosti vjerovnika i s obzirom na ročnost krajem 2021. nije značajno razlikovao od agregatnih pokazatelja za čitav EU (slika 19.). Najveća razlika očekivano je primjetna u valutnoj strukturi, no s obzirom na očekivano pristupanje Hrvatske europodručju od početka 2023. valutni rizik u tom pogledu gotovo će se u potpunosti eliminirati. Naime, prema izvješću o konvergenciji Europske središnje banke objavljenom početkom lipnja 2022. Hrvatska se nalazi unutar referentnih vrijednosti kriterija konvergencije, isto kao i prema Izvješću o konvergenciji Europske komisije, čiji je zaključak da je Hrvatska spremna za uvođenje eura 1.1.2023. godine.

Uz javni dug, u 2021. u relativnom iznosu smanjen je i deficit opće države, koji je na kraju godine iznosio 2,9 % BDP-a, što je više nego upola manje u odnosu na kraj 2020., kada je iznosio 7,9 %, a sličan je trend nastavljen i u prvom tromjesečju 2022., kada je deficit dodatno smanjen na 2,2 %. Osjetno smanjenje državnog manjka posljedica je ponajprije većih poreznih prihoda u odnosu na 2020. godinu s obzirom na relaksaciju epidemioloških mjera i posljedično veću mobilnost potrošača, ali i rast opće razine cijena. Uz spomenuti porezni kanal, rast cijena pozitivno je djelovao i na prihode opće države kroz kanal doprinosa s obzirom na očuvanje zaposlenosti uz nominalni rast plaća (slika 13.). S druge strane, i rashodi su u 2021. također zabilježili rast, pri čemu su se zamjetno povećali rashodi u kategoriji pomoći[12] (krajem 2021. za čak 30 % u odnosu na godinu prije).

U narednom se razdoblju očekuje nastavak pritiska na rashodovnu stranu proračuna, i to poglavito zbog očekivanih usklađivanja plaća i mirovina s rastom inflacije kao i vjerojatnog porasta fiskalnih izdataka s ciljem ograničavanja rasta cijena. Procijenjene potrebe za financiranjem države tijekom 2022. iznose 16 % BDP-a te se očekuje pad kamatnih rashoda s obzirom na to da bi trošak refinanciranja trebao i dalje biti niži od prosječnog troška dospjelog duga iako će se, s obzirom na rast kamatnih stopa, troškovi zaduživanja u narednom periodu povećavati. Povlačenje sredstava iz EU fondova moglo bi omogućiti djelomično rasterećenje javnih financija u srednjem roku ako apsorpcija sredstava bude na razini alociranih vrijednosti. No zbog brzog oporavka od posljedica koronakrize Hrvatska će prema ažuriranom ključu za dodjelu bespovratnih sredstava državama članicama dobiti manje sredstava iz Mehanizma za oporavak i otpornost Europske komisije od inicijalno predviđenih (oko 5,5 mlrd. EUR bespovratnih sredstava, dok je ranije bilo predviđeno 6,3 mlrd. EUR).

Fokus nositelja fiskalne politike i investitora na tržištu trenutačno je manje na strukturnim, a više na kratkoročnim cikličkim pokazateljima, poglavito na kretanju prinosa na državne obveznice koji su početkom 2022. snažno reagirali na najavljeno zaoštravanje monetarne politike, ali i eskalaciju rata u Ukrajini. Očekivan bijeg ulagatelja u percipirano sigurnija ulaganja posebno je vidljiv u divergenciji prinosa pojedinih skupina zemalja, posebice onih koje su članice europodručja i onih koje nisu. Prinosi na dugoročne državne obveznice RH u prvih su osam mjeseci ove godine porasli za 1,9 p.b. i na kraju kolovoza 2022. iznosili su 2,2 % (slika 20.), što je otprilike na sredini između prinosa zemalja koje su dio europodručja i onih koje nisu[13]. Takva dinamika domaćih prinosa uz već spomenute globalne okidače, rastuću inflaciju i rusko-ukrajinski sukob jednim dijelom odražava i percepciju investitora da je Hrvatska relativno stabilan dužnik posebno s obzirom na očekivani skori ulazak Hrvatske u europodručje, koji su investitori već ugradili u zahtijevane prinose na

[12] Pomoći predstavljaju tekuće ili kapitalne prijenose međunarodnim organizacijama i stranim vladama te unutar opće države (proračunima jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave i izvanproračunskim korisnicima). Kod pomoći unutar opće države, koje čine glavninu te skupine rashoda, državni proračun prenosi sa svoje rashodne strane određena sredstva na temelju zakona.

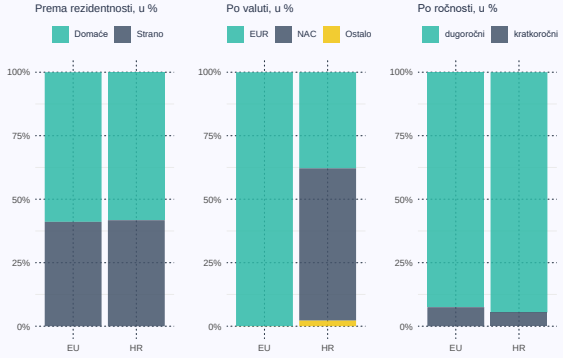
[13] Razlika prinosa zemalja SIE-a koje jesu članice europodručja i prinosa onih koje nisu dio europodručja iznosila je krajem srpnja 2022. godine 4,2 p.b.

dug, a navedeno bi u narednom razdoblju moglo umanjiti relativni rast prinosa koji se očekuje s podizanjem referentnih stopa ESB-a. Skoro priključivanje Hrvatske europodručju odrazilo se i na rejting Hrvatske, koji su sve tri velike rejting agencije ocijenile kao investicijski (slika 25. u poglavlju 3. Financijska tržišta).

Slika 18. Oporavak javnih financija na krilima gospodarskog rasta
Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države, u % nominalnog BDP-a

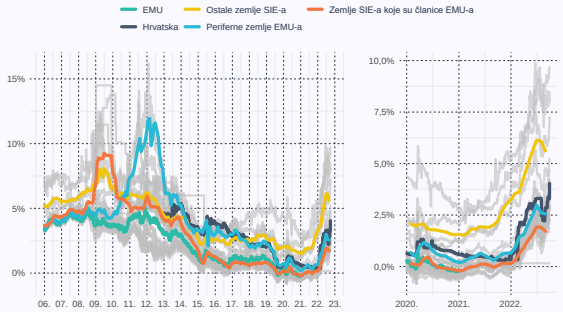
Napomena: Istaknuto područje označuje projekcijske vrijednosti. Istaknute razine označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta.
Izvor: Europska komisija (DG-ECFIN)

Slika 19. U strukturi domaćeg javnog duga prevladavaju dugoročni instrumenti, što djelomično usporava efekt rasta kamatnih stopa na javne financije



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

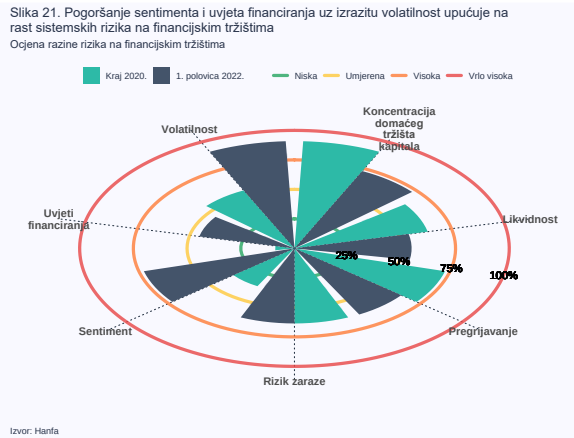
Slika 20. Rast prinosa na državne obveznice pod utjecajem rasta nerizične stope, ali i skoka premije za rizik
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



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

3. Financijska tržišta

Slika 21. Pogoršanje sentimenta i uvjeta financiranja uz izrazitu volatilnost upućuje na rast sistemskih rizika na financijskim tržištima



Izvor: Hanfa

Trend oporavka globalnih financijskih tržišta tijekom 2021. preokrenut je početkom 2022. zbog očekivanog monetarnog zaoštravanja, a tržišni je sentiment dodatno pogoršala agresija na Ukrajinu sredinom veljače. Visoka volatilnost uzrokovana neizvjesnim makroekonomskim i geopolitičkim okružjem negativno je utjecala na sentiment investitora i vrednovanja na financijskim tržištima, a što je dodatno potencirano i samim monetarnim zaoštravanjem s obje strane Atlantika. Rast kamatnih stopa, uz postojeću pandemiju te i dalje prisutnu zategnutost opskrbnih lanaca, ugrožava globalnu dinamiku gospodarskog oporavka zbog osjetljivosti financiranja visokozaduženog korporativnog sektora i opće države na promjene referentnih kamatnih stopa i potencijalni skok još uvijek potisnute globalne premije rizika.

Monetarno okružje i uvjeti financiranja

Tijekom 2021. središnje banke vodećih svjetskih gospodarstava zadržale su akomodirajuću monetarnu politiku, uz postupno smanjenje intenziteta kvantitativnog popuštanja krajem godine zbog jačanja inflacijskih pritisaka. U svjetlu skoka geopolitičkog rizika na istoku Europe i pojačanja inflatornih pritisaka tijekom prve polovice 2022. središnje su banke promjenom mišljenja o prolaznosti inflacije odlučile značajno zaoštriti monetarni stav do kraja 2022. te podići referentne kamatne stope, riskirajući time nastanak recesije.

U SAD-u Federalni odbor za otvoreno tržište već je u ožujku 2022. započeo s povećanjem referentnih kamatnih stopa za 25 baznih bodova, da bi u narednim mjesecima intenzivirao to povećanje[14] pa se krajem kolovoza ciljani raspon nalazio između 2,25 % i 2,50 %.[15] Prema očekivanjima članova Federalnog odbora za otvoreno tržište, potencijalna referentna kamatna stopa koja bi usporila inflacijske pritiske i zauzdala agregatnu potražnju trebala bi biti na razini višoj od 3 % na kraju 2022. Uz navedeno, FED je odlučio započeti proces kvantitativnog stezanja (engl. *quantitative tightening*) prekidom reinvestiranja dospjele glavnice u obveznicko tržište (slika 22.). Najave normalizacije monetarne politike ESB-a bile su pak odgođene za drugo polugodište 2022. te manje indikativne s obzirom na heterogenost makroekonomskih okolnosti u državama članicama i prevladavajući stav kako inflacijska kretanja u europodručju ipak nisu ukorijenjena kao na drugoj strani Atlantika. Tako je rast cijena u europodručju prvenstveno smatran posljedicom šokova na strani ponude i visoke ovisnosti Europe o ruskim energentima, za razliku od SAD-a, gdje agregatna potražnja potpomognuta značajnim fiskalnim i monetarnim stimulansima vrši pritisak na rast cijena. Dodatna otežavajuća okolnost provođenja restriktivne monetarne politike neujednačene su fiskalne pozicije u zemljama

[14] U svibnju je referentna stopa povećana za 50 baznih bodova, a zatim u lipnju za 75 baznih bodova, što je najveće jednokratno povećanje od 1994., da bi krajem srpnja ponovno uslijedilo povećanje od 75 baznih bodova.

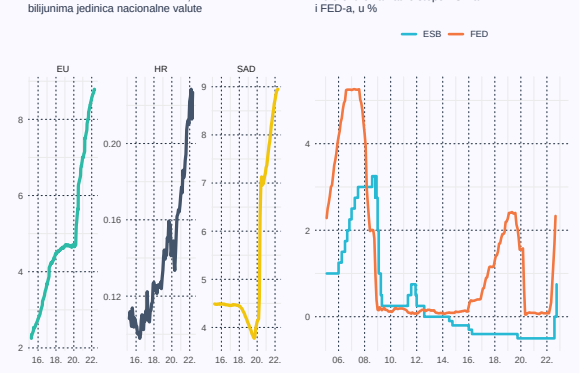
[15] Ključna kamatna stopa na federalna sredstva (engl. *Federal Funds Rate*) kamatna je stopa po kojoj depozitne institucije trguju viškovima likvidnosti te se kreće unutar raspona (engl. *Federal Funds Target Rate*) koji je odredio Federalni odbor za otvoreno tržište.

EU-a, pa su pojedine zemlje puno ranjivije na promjene kamatnih stopa s obzirom na visoke razine akumuliranog javnog duga.

Međutim, kako je inflacijska dinamika u Europi uzela maha, ESB je, uz obustavljanje programa otkupa vrijednosnica PEPP (engl. *pandemic emergency purchase programme*) krajem ožujka 2022., u srpnju prvi put u 11 godina povećao referentnu kamatnu stopu za 50 baznih bodova, više nego što je bilo inicijalno najavljeno.[16] Istodobno je najavljeno daljnje monetarno zaoštravanje s obzirom na mogućnost ukorjenjivanja visoke inflacije u očekivanjima. Ujedno je obustavljen i program otkupa obveznica (engl. *asset purchase programme*) s time da će se nastaviti reinvestiranje glavnice dospjelih obveznica s ciljem održavanja likvidnosti na obvezničkom tržištu.

Tako je višegodišnje razdoblje niskih, pa čak i negativnih kamatnih stopa završeno, no uz posljedično značajno povećanu globalnu zaduženost privatnih i javnih sektora, što u narednom razdoblju otvara mogućnost otežane otplate duga te uz opadajuću profitabilnost i posljedično odgađanje investicija povećava vjerojatnost nastanka recesije.

Slika 22. FED prije započeo s restriktivnom monetarnom politikom u odnosu na ESB



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

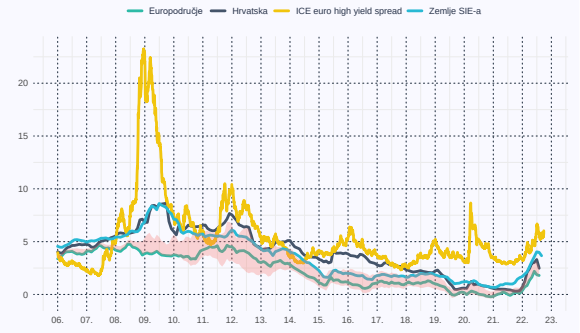
Zaokret monetarne politike uzrokovan nepopustljivim inflacijskim pritiscima, rat u Ukrajini te posljedični rastući rizik od usporavanja gospodarstva prouzročili su skok globalne premije za rizik, a posljedično i prinosa državnih obveznica na globalnoj razini u prvoj polovici 2022. (slika 23.). Tako je prinos na desetogodišnju njemačku državnu obveznicu početkom srpnja 2022. iznosio 1,08 % te je dosegnuo razine iz 2014. godine. No osim što su prinosi porasli s obzirom na očekivano povećanje nerizičnih referentnih stopa, porast averzije prema riziku investitora u okolnostima povećanih neizvjesnosti značajnije je diferencirao trošak zaduživanja pojedinih zemalja EU-a s obzirom na njihovu percipiranu rizičnost. Pritom su prinosi na dugoročne državne obveznice RH početkom srpnja 2022. dosegnuli razinu od 3,31 % (razina posljednji put zabilježena 2016. godine), što je ipak za 0,73 p.b. niže od prosjeka usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe te je odraz izvjesnosti ulaska Hrvatske u europodručje.

Daljnja dinamika i intenzitet rasta kamatnih stopa primarno će ovisiti o inflacijskim pritiscima i projekcijama gospodarskog rasta, zatim o fiskalnim fundamentima, koji su na globalnoj razini značajno pogoršani uslijed otklanjanja posljedica koronakrize na realno gospodarstvo, ali i percepciji rizičnosti pojedine zemlje od strane investitora. Hrvatska početak razdoblja rasta kamatnih stopa tako dočekuje pod pritiskom relativno visoke razine javnog duga od 79,8 % BDP-a na kraju 2021., no ipak s razmjerno povoljnim stanjem proračunskog salda, koji je u 2021. zabilježio nešto manji deficit od prosjeka EU-a[17] (slika 24.).

[16] Početkom rujna ESB je ponovno povećao referentne kamatne stope za 75 baznih bodova, pri čemu kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja u rujnu iznosi 1,25 %.

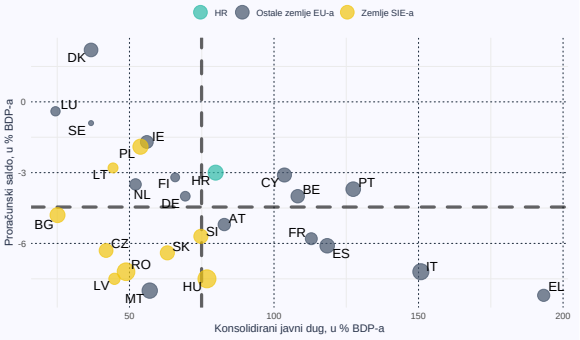
[17] Krajem 2021. deficit Republike Hrvatske iznosio je 3 % BDP-a te je bio 1,6 p.b. ispod prosjeka EU-a.

Slika 23. Prisutan rast premije rizika kod državnih obveznica nižeg investicijskog rejtinga
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



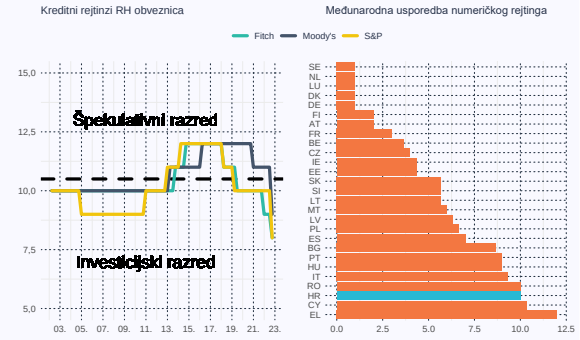
Napomena: ICE euro high yield spread označuje razliku prinosa između indeksa rizičnih korporativnih obveznica na europskim tržištima koje se nalaze ispod investicijskog razreda i trezorskih zapisa. Crveno područje označava interkvartilni raspon prinosa zemalja EU-a.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, St. Louis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

Slika 24. Javne financije rast kamatnih stopa dočekuju pod pritiskom relativno visoke razine duga, unatoč povoljnom stanju financija opće države
Osnovni fiskalni pokazatelji zemalja EU-a na kraju 2021. godine



Napomena: Veličina točke označuje visinu kamatnih rashoda opće države u % BDP-a u 2021. godini. Linije na grafikonu označuju prosječne vrijednosti na kraju 2021. godine.
Izvor: Eurostat

Slika 25. Zadržavanje investicijskog rejtinga u okruženju rastućih prinosa
Numerička vrijednost rejtinga Republike Hrvatske i usporedba sa zemljama EU-a



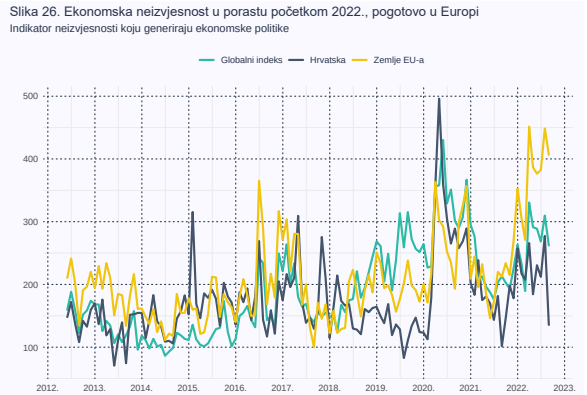
Napomena: Kvantifikacija rejtinga temeljena je na ESB-ovu ključu za mapiranje rejtinga, koji je dodatno proširen informacijama o očekivanom trendu kretanja rejtinga. Numerički rejting izračunat je kao prosjek rejtinga triju agencija na datum 30.6.2022., pri čemu viša vrijednost označava veću rizičnost zemlje.
Izvori: HNB, Trading Economics

Na uvjete financiranja u narednom razdoblju utjecat će i zadržavanje investicijske razine kreditnog rejtinga kao odraz procjene razmjerno stabilnih javnih financija i makroekonomskih kretanja. Investicijski rejting RH agencija Fitch poboljšala je s BBB- na BBB krajem 2021. godine, što je potvrdila agencija S&P u ožujku odnosno agencija Moody's u srpnju, s obzirom na formalni završetak postupka pristupanja europodručju. Time se hrvatska obveznica prvi put u povijesti našla u investicijskom razredu prema trima vodećim agencijama. No unatoč tom poboljšanju kreditnog rejtinga Hrvatska se i dalje nalazi u donjoj polovici zemalja EU-a prema dodijeljenom kreditnom rejtingu, što bi moglo utjecati na viši stupanj percipirane rizičnosti od strane investitora uslijed nastupa nepovoljnih makroekonomskih kretanja (slika 25.).

Sentiment investitora

Globalna neizvjesnost na financijskim tržištima u porastu je od sredine 2021., kada su se intenzivirali inflatorni pritisci te počela prevladavati očekivanja zaoštravanja globalne monetarne politike uz istodobno širenje nove varijante koronavirusa (slika 26.). Rast neizvjesnosti nastavljen je i u 2022. pod utjecajem početka rata u Ukrajini, uvođenja gospodarskih sankcija Rusiji i početka rasta kamatnih stopa. Pritom je rast neizvjesnosti posebice naglašen u Europi zbog uskih trgovinskih i energetskih veza s Rusijom i Ukrajinom te se ona krajem svibnja 2022. nalazila na najvišoj razini u posljednjem desetljeću. Premda je u Hrvatskoj neizvjesnost povećana od sredine 2021., njezina je razina relativno niža u odnosu na inicijalni pandemijski šok iz 2020.

Slika 26. Ekonomska neizvjesnost u porastu početkom 2022., pogotovo u Europi
Indikator neizvjesnosti koju generiraju ekonomske politike



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

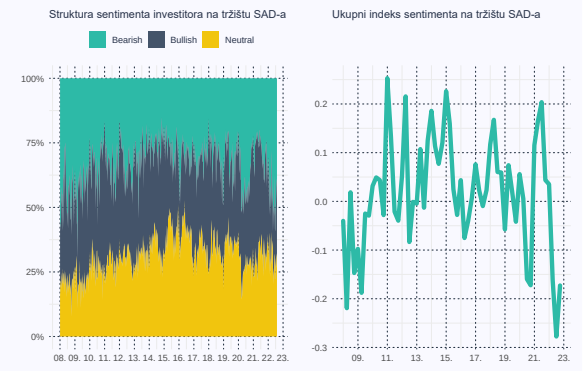
Rastuća neizvjesnost okrenula je sentiment investitora od ekspanzivnog (engl. *bullish*) sentimenta podržanog obiljem likvidnosti tijekom 2020. i 2021. prema opreznom (eng. *bearish*) sentimentu sa zaoštravanjem monetarne politike, ratnim stanjem u Ukrajini te pogoršanjem očekivanja glede realnih trendova u narednom

razdoblju. Posljedično je porasla globalna averzija investitora prema rizičnoj imovini rezultirajući divergencijom prinosa na obveznickim tržištima, snažnim padom vrijednosti rastućih tehnoloških kompanija i bijegom ulagatelja u defanzivne sektore, jačanjem rezervnih valuta i snažnom korekcijom špekulativnog kriptotržišta tijekom prvog polugodišta 2022. U SAD-u je tako indeks sentimenta pao na razine niže čak i u odnosu na razdoblje globalne financijske krize (slika 27.).

Pogoršanje sentimenta na američkom tržištu utjecalo je i na europske investitore, pa tako i na sentiment na domaćem financijskom tržištu. Domaći investicijski sentiment bio je tijekom 2021. u silaznoj putanji, a taj je trend nastavljen i u 2022. godini (slika 28.). S obzirom na potisnuti globalni sentiment i povećanu neizvjesnost, na očekivanja i investicijske sklonosti ulagatelja na domaćem, ali i drugim tržištima u budućem će razdoblju utjecati prilagodba nefinancijskih poduzeća povišenim ulaznim troškovima s obzirom na dolazak zimskog perioda i viših kamatnih stopa, koji će se odraziti na smanjenje marži i zarada korporativnog sektora. Nemogućnost prijenosa viših cijena ulaznih dobara i kamatnih troškova na potrošače mogu se negativno odraziti na tržište rada, materijalizaciju kreditnog rizika u korporativnom sektoru, kao i moguću pojavu recesije, koja bi dodatno potisnula sentiment investitora. Navedena kretanja mogla bi biti dodatno pogoršana novim valovima širenja koronavirusa i problemima u opskrbnim lancima, koje je početkom 2022. dodatno naglasila politika nulte tolerancije na koronavirus u Kini.

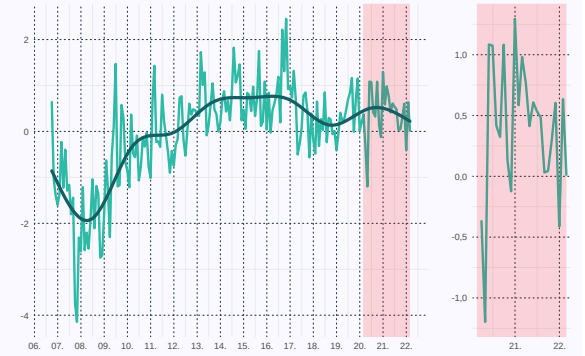
S obzirom na daljnju povišenu globalnu neizvjesnost može se očekivati kako će tržišni sudionici nastaviti konstantno revidirati svoja očekivanja u pogledu kamatnih stopa i inflacije, što sugerira nastavak razdoblja povišene volatilnosti na financijskim tržištima sve do konačne normalizacije monetarnog, makroekonomskog i geopolitičkog okružja.

Slika 27. Osjetan pad ulagačkog optimizma uslijed povećanja kamatnih stopa



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 28. Nastavak trenda pada sentimenta investitora na domaćem tržištu u 2022. godini

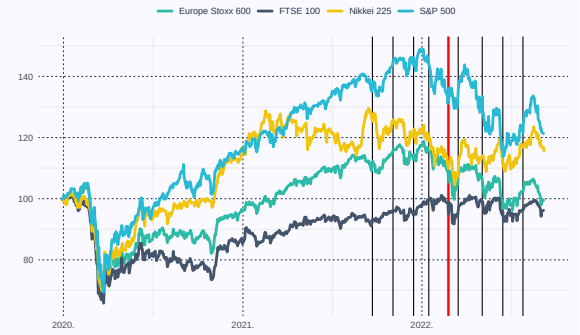


Napomena: Označeno područje označuje krizni period koji započinje 20. veljače 2020. godine.
Izvori: Bloomberg, Google, Hanfa, ZSE

Vrednovanja i volatilnost na financijskim tržištima

Snažan oporavak gospodarstva u sintezi sa stimulativnim monetarnim i fiskalnim mjerama potaknuo je V oporavak vrednovanja na globalnim financijskim tržištima, koji je početkom 2022. preokrenulo značajno pogoršanje sentimenta investitora i rast tržišne volatilnosti pod utjecajem monetarnog zaoštravanja i povećanja geopolitičkog rizika (slika 29.). Dinamičan oporavak vrednovanja iz druge polovice 2020. potaknut izrazito ekspanzivnim monetarnim i fiskalnim politikama dodatno je ubrzan tijekom 2021. pod utjecajem robusnih makroekonomskih kretanja koja nisu usporile ni povremene nove epidemiološke mjere povezane s pojavom novih sojeva koronavirusa. Tako je većina tržišta kraj 2021. dočekala uz snažna vrednovanja značajno iznad pretkriznih, dok je domaće dioničko tržište tijekom 2021. u potpunosti nadoknadilo gubitke s početka koronakrize (slika 30.).

Slika 29. Pozitivna kretanja iz 2021. preokrenuta početkom 2022. pod utjecajem nepovoljnih monetarnih i geopolitičkih okolnosti
Globalni dionički indeksi, 100 = 30.12.2019.



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

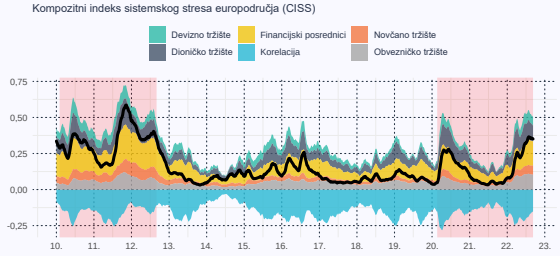
Slika 30. Korekcija vrednovanja u 2022. gotovo potpuno izbrisala rast iz prethodne godine
Vrijednost vodećih dioničkih indeksa u odabranim zemljama EU-a, 100 = 30.12.2019.

Napomena: Vertikalne linije označavaju raspon vrijednosti zabilježenih od kraja 2019. do kraja kolovoza 2022. godine.
Izvor: EOD Historical Data

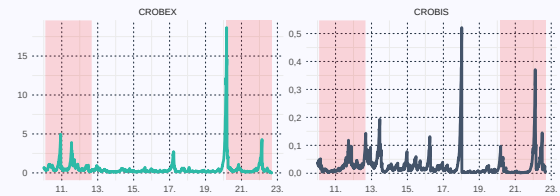
Godinu 2021. također je obilježio i rast makroekonomskih neizvjesnosti prvenstveno izražen u ubrzanju rasta cijena potrošačkih dobara, nastalog dominantno pod utjecajem faktora na strani ponude (poteškoće u dobavnim lancima, rast cijene energije, nedostatci radne snage u esencijalnim djelatnostima), a s početkom 2022. i sve izraženijih faktora na strani potražnje (izmijenjena inflacijska očekivanja, početak rasta nominalne razine plaća). Najave snažnog zaokreta u smjeru monetarne politike vodećih centralnih banaka odrazile su se na rast volatilnosti već krajem godine, kada je u studenome i prosincu najprije zamijećeno usporavanje rasta, dok su s početkom 2022. zabilježene i povremene cjenovne korekcije. Tako se vrijednost CROBEX indeksa u prvih osam mjeseci 2022. spustila za 1,3 %, što je ipak relativno manji pad vrijednosti u odnosu na usporediva tržišta, čime su vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu na kraju kolovoza 2022. ipak bila za 20,6 % viša nego na kraju 2020. godine.

Početak 2022. obilježilo je intenziviranje geopolitičkih tenzija u veljači i uvođenje ekonomskih sankcija u narednim mjesecima, čime je sistemski stres na financijskim tržištima dodatno uvećan na najviše razine od 2011. i europske dužničke krize (slika 31.). Pojava novog vala koronavirusa i parcijalni *lockdown* u Kini oslabili su oporavak globalnog gospodarstva uz istovremeno jačanje inflacijskih pritisaka (više u poglavlju 2. Makroekonomsko okružje), čime je već zaoštrena retorika centralnih banaka u ožujku 2022. prerasla u konkretne mjere monetarnog stezanja kroz rast referentnih kamatnih stopa i smanjenje opsega nekonvencionalnih mjera monetarne politike. Investitori na financijskim tržištima snažno su reagirali na istovremeno pooštrenje uvjeta financiranja i pogoršanje makroekonomskih indikatora kroz prilagodbu portfelja novonastalim okolnostima. Iako hrvatsko gospodarstvo nije direktno izloženo Rusiji i Ukrajini, navedena kretanja rezultirala su skokom volatilnosti na međunarodnim financijskim tržištima, koji se prelio i na domaće tržište kapitala u ožujku 2022. godine (slika 31.).

Slika 31. Sistemski stres na financijskim tržištima europodručja sredinom 2022. dosegnuo najviše razine od 2011. godine i europske dužničke krize
Kompozitni indeks sistemskog stresa europodručja (CISS)



Procijenjena volatilnost vodećeg domaćeg dioničkog i obvezničkog indeksa



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 zaglađenja od 0,94.
Izvori: ESB, Hanfa, ZSE

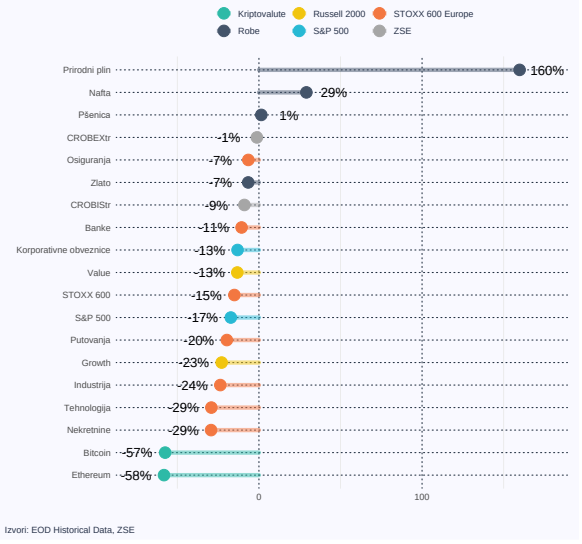
S obzirom na veći utjecaj rasta kamatnih stopa na instrumente s fiksnim novčanim tokovima kroz efekt smanjenja sadašnje vrijednosti uslijed rasta

nerizične diskontne stope, domaće obvezničko tržište relativno je snažnije od dioničkog reagiralo na porast sistemskog stresa. Nakon višestrukog skoka tijekom drugog tromjesečja volatilnost domaćeg obvezničkog i dioničkog tržišta smanjena je tijekom ljetnih mjeseci, no i dalje se nalazi na povišenim razinama u kontekstu vrlo visokih neizvjesnosti u pogledu nadolazeće inflacijske putanje i popratne dinamike zaoštravanja uvjeta financiranja, ali i potencijalnih pritisaka na rast globalne premije rizika. Pod utjecajem rasta prinosa do dospijeća državnih obveznica RH njihova cijena znatno je smanjena u prvih osam mjeseci 2022. (-8,9 %), stoga je vrijednost CROBIS indeksa krajem kolovoza dosegnula je razinu od 171,43, što je najniža razina još od lipnja 2018. godine (slika 32.). Istovremeno su korporativne obveznice[18] na američkom tržištu uslijed implicitnog povećanja kreditnog rizika zabilježile još i izraženije gubitke od 13 % u 2022. godini (slika 32.). S obzirom na izvjestan nastavak zaoštravanja monetarnih uvjeta i posljedični rast referentnih kamatnih stopa, ali i činjenice da se globalna premija za rizik još uvijek nalazi na potisnutim razinama, u kratkom su roku naglašeni rizici daljnjeg smanjenja vrijednosti obvezničkih ulaganja kako na međunarodnim tako i na domaćem tržištu. Navedene rizike potencijalno može ublažiti ulazak RH u europodručje početkom 2023. i dodatno smanjenje premije za rizik, kao i postupno izdanje novih obveznica prilagođenih izmijenjenim uvjetima financiranja u srednjem roku.

Sinteza nepovoljnih kretanja u 2022. godini pogoršala je investicijske okolnosti, koje su se nerazmjerno negativno odrazile na vrednovanja pojedinih klasa financijske imovine, posebice u segmentima relativno rizičnijih i percipirano precijenjenih vrijednosnih papira. Konkretnije, najveću kontrakciju vrijednosti u prvih osam mjeseci 2022. zabilježile su kriptovalute, koje karakterizira inherentno viša rizičnost, a potencijalno i veća precijenjenost, a koje su zabilježile pad vrijednosti od gotovo 60 % u odnosu na kraj 2021. godine. Percepcija relativno visoke precijenjenosti potisnula je i vrednovanja dionica u sektoru nekretnina i tehnoloških kompanija, koje su u istom razdoblju zabilježile kontrakciju od gotovo 30 %. Značajno poskupljenje energenata i dodatni pritisci na dobavne lance oslabili su izglede dionica u sektoru prometa i industrije, koje su zabilježile korekcije više od 20 %. Osim na profitabilnost obvezničkih ulaganja, rast kamatnih stopa negativno se odrazio i na vrednovanja tzv. *growth* kompanija i općenito tehnoloških kompanija koje su svoj prethodni rast temeljile na perspektivi značajnih povrata u dugom roku, a čija je sadašnja vrijednost rastom diskontnih stopa osjetno korigirana naniže. S druge strane, financijske su institucije (poglavito banke i društva za osiguranje, na čiju profitabilnost rast kamatnih stopa djeluje poticajno) ostvarile relativno manje smanjenje vrijednosti od 13 % odnosno 7 %. Gubitke od 7 % u 2022. zabilježile su i investicije u zlato, koje se tradicionalno smatralo investicijskom klasom koja pruža zaštitu od inflacije preispitujući time konvencionalna gledišta investitora.

Slika 32. Heterogeni utjecaj pogoršanja investicijskih okolnosti

Promjena vrijednosti indeksa od kraja 2021. do kraja kolovoza 2022. godine, u %



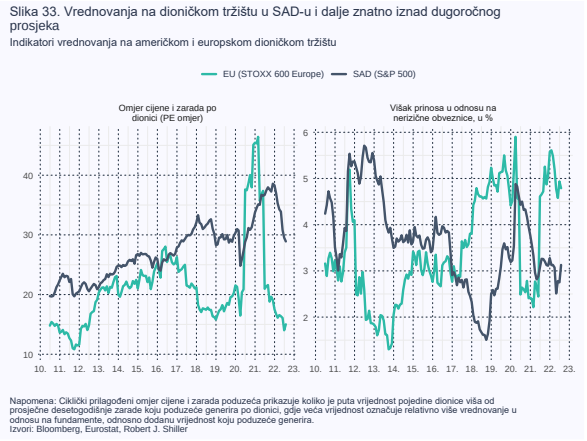
Izvori: EOD Historical Data, ZSE

[18] Opći indeks korporativnih obveznica na američkom tržištu odnosi se na S&P 500 Bond Index Total.

Unatoč opaženim korekcijama, vrednovanja na pojedinim tržištima krajem kolovoza 2022. još uvijek se nalaze na vrlo visokim razinama, znatno iznad dugoročnih prosjeka. I dok domaće dioničko tržište, kao i europska dionička tržišta općenito, ne pokazuju znakove precijenjenosti, visok stupanj precijenjenosti dionica na američkom tržištu (slika 33.) povećava vjerojatnost budućih cjenovnih korekcija, čije posljedice mogu zahvatiti i vrednovanja na percipirano manje precijenjenim tržištima.

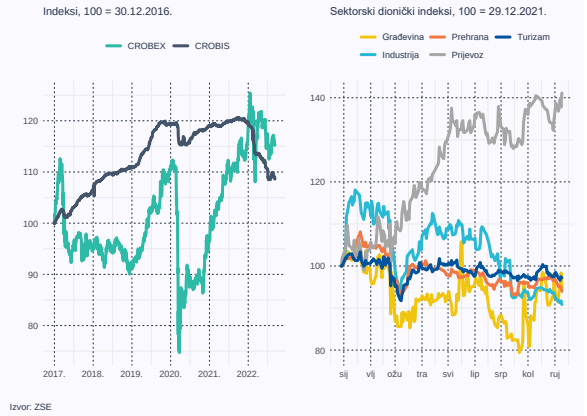
Globalna dionička tržišta u 2021. godini značajno su rasla zbog globalnog gospodarskog oporavka od pandemije te je Federalni odbor za otvoreno tržište zadržao početne mjere podrške koje su uvedene početkom pandemije. Taj je odbor u ožujku 2022. započeo s povećanjem referentnih kamatnih stopa te ih je u lipnju ponovo povećao, na što su globalna dionička tržišta nakon svakog sastanka reagirala kratkotrajnim oporavkom jer je podizanje kamatnih stopa bilo blago i u skladu s očekivanjima (slika 29.). Početkom geopolitičke eskalacije na istoku Europe međunarodna dionička tržišta zabilježila su značajan pad. Glavni uzrok slabosti globalnih dioničkih tržišta promjene su politike Federalnog odbora za otvoreno tržište. Kako je pandemija uzimala maha, FED je uvodio hitne politike za stabilizaciju gospodarstva, što je također potaknulo kupnju dionica i druge rizičnije imovine. Preokret se dogodio u 2022. godini, kada se FED okrenuo strožoj monetarnoj politici, što je značajna promjena u okružju ulaganja. Rat u Ukrajini uzrokovao je dodatan stres na međunarodnim financijskim tržištima, dok u kombinaciji s vrlo visokim vrednovanjima financijske imovine povećava vjerojatnost budućih korekcija cijena na globalnim financijskim tržištima. Visok stupanj precijenjenosti dionica na američkom tržištu i normalizacija monetarne politike FED-a razlozi su relativno nižih viškova prinosa, dok je višak prinosa na europskom tržištu posljedica relativno niže precijenjenosti dionica, kao i odgode podizanja referentnih kamatnih stopa od strane ESB-a, što je dionice učinilo primamljivijom imovinom.

Slika 33. Vrednovanja na dioničkom tržištu u SAD-u i dalje znatno iznad dugoročnog prosjeka



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 34. Iako potisnuta, vrednovanja na domaćem dioničkom tržištu relativno stabilna



Izvor: ZSE

Pogoršanje investicijskog okružja odrazilo se i na domaće tržište, koje je u usporedbi s usporedivim tržištima tijekom prvih osam mjeseci 2022. ipak zadržalo relativnu stabilnost vrednovanja. Navedeno ukazuje na to da investitori na domaćem dioničkom tržištu smatraju kako tržišna vrednovanja u danim okolnostima nisu značajnije precijenjena, ali i očekuju da se opći rast troškova poslovanja za poduzeća neće osjetnije odraziti na njihovo poslovanje u narednom razdoblju. Važan doprinos stabilnosti vrednovanja na domaćem tržištu daju i institucionalni investitori, koji zahvaljujući dostatnoj likvidnosti imaju mogućnost protucikličkog djelovanja kroz ulazak u percipirano podcijenjene vrijednosne papire. Unatoč značajnim oscilacijama tijekom 2022. većina sektorskih indeksa na Zagrebačkoj burzi zabilježila je blago smanjenje vrijednosti u prvih osam mjeseci u rasponu od -1,9 % (građevina) do -6,4 % (industrija). Istodobno je vrijednost

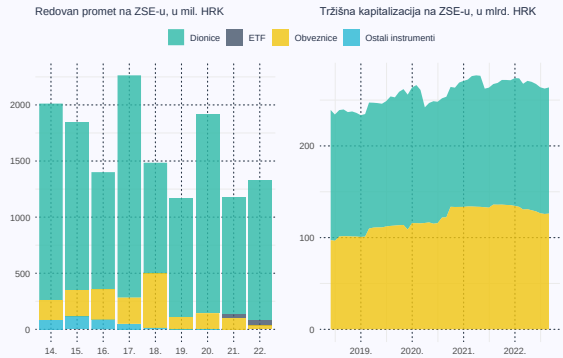
dionica iz sektora prometa narasla za čak 34,8 % pod utjecajem dobrih poslovnih rezultata, koje je dodatno osnažio rast vozarina u prvoj polovici godine. Navedena kretanja sugeriraju da investitori, unatoč još uvijek snažnim makroekonomskim indikatorima i povijesno dobroj turističkoj sezoni, ipak pokazuju određen oprez prema održivosti tih trendova u narednom razdoblju.

Likvidnost i koncentracija tržišta

Povećana tržišna volatilnost odrazila se i na porast redovnog prometa na domaćem tržištu kapitala, koji je u prvih osam mjeseci 2022. dosegao vrijednost od 1,33 mlrd HRK, što je za 13 % više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (slika 35.). Od toga se 93,5 % prometa u 2022. odnosilo na dionice, dok je udio dvaju ETF-ova u ukupnom prometu iznosio 3,8 %, pokazujući da, iako čine tek 0,02 % ukupne tržišne kapitalizacije na kraju kolovoza 2022., ti fondovi tržištu donose dodatan izvor likvidnosti, koja se unatoč blagom povećanju i dalje nalazi na vrlo niskim razinama (u 2021. prometovano je s tek 0,9 % ukupne vrijednosti na tržištu). Tržišna kapitalizacija nije se značajnije promijenila u 2022. (pad od 2,9 % u odnosu na kraj 2021.) te je na kraju kolovoza iznosila 263,8 mlrd. HRK, odnosno 57,0 % bruto domaćeg proizvoda. Pri tome je udio vlasničkih vrijednosnih papira u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji tržišta, unatoč smanjenju broja izdavatelja na 96[19], povećan za 1,3 postotna boda, što je prvenstveno posljedica relativno izraženijeg pada vrijednosti dužničkih vrijednosnih papira na domaćem tržištu.

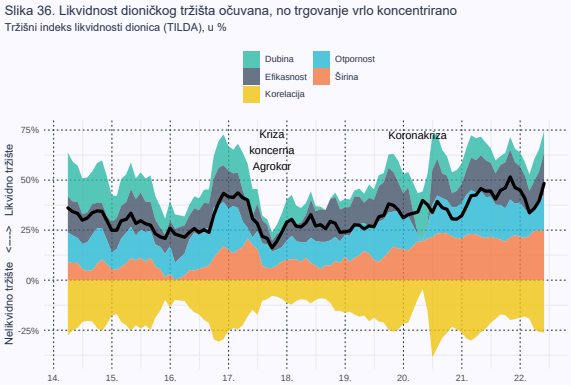
Povrh relativno niske aktivnosti, važna je strukturna karakteristika domaćeg tržišta kapitala i niska likvidnost, čiji je višegodišnji rast u 2022. privremeno zaustavljen (slika 36.). Kompozitni indikator tržišne likvidnosti TILDA (više u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 6) pokazuje da se likvidnost domaćeg dioničkog tržišta nakon privremenog smanjenja u veljači i ožujku oporavila (slika 36.). Pri tome su u 2022. značajno poboljšani pokazatelji širine i otpornosti tržišta, ukazujući na stabilnost cijena vrijednosnih papira unatoč potisnutom opsegu trgovanja. Nakon privremenog smanjenja u veljači 2022. pokazatelj efikasnosti oporavio se u narednom razdoblju, što dodatno odražava stabilizaciju tržišta nakon inicijalnog šoka i početka rata u Ukrajini.

Slika 35. Porast redovnog prometa na domaćem tržištu kapitala u okolnostima povišene volatilnosti



Napomena: Podaci za redovan promet odnose se na prvih osam mjeseci za svaku prikazanu godinu.
Izvori: Hanfa, ZSE

Slika 36. Likvidnost dioničkog tržišta očuvana, no trgovanje vrlo koncentrirano



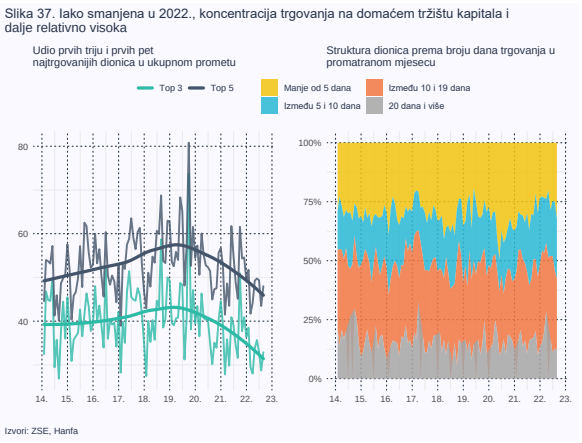
Napomena: Vrijednost prikazanog TILDA indikatora od 100 % označava potpuno likvidno tržište, dok vrijednost od 0 % označava potpuno nelikvidno tržište.
Izvor: Hanfa

Unatoč poboljšanoj likvidnosti aktivnog dijela tržišta jedan od glavnih strukturnih izazova domaćeg tržišta kapitala jest relativno visoka koncentracija trgovanja. Gotovo polovica trgovanja u kolovozu 2022. odnosila se na svega pet dionica, dok se gotovo trećina odnosila na samo tri dionice. Iako su navedeni udjeli smanjeni u odnosu na prethodno višegodišnje razdoblje (slika 37.), oni i dalje ukazuju na relativno visoku koncentraciju trgovanja na domaćem dioničkom tržištu. O relativno niskoj aktivnosti značajnog dijela tržišta govori i opseg dionica kojima se trguje manje od 5 dana u

[19] Na kraju 2021. aktivno je bilo 98 izdavatelja.

mjesecu, a koji je u prvih osam mjeseci 2022. u prosjeku iznosio preko 18 dionica. Istovremeno se prosječno tek s 12 dionica trgovalo gotovo svakodnevno, odnosno više od 20 dana u promatranom mjesecu (slika 37.). Niska aktivnost i visoka koncentracija trgovanja na domaćem tržištu povećava ranjivost tržišta na cikličke sistemske šokove, što je posebice naglašeno u trenutačnim izazovnim financijskim i makroekonomskim okolnostima koje bi se mogle nastaviti i u narednom razdoblju. Iako domaće tržište kapitala ne pokazuje cikličke ranjivosti u pogledu precijenjenosti vrednovanja i nije izravno izloženo gospodarstvima koja su pod sankcijama od početka godine, njegova međunarodna integriranost te nepovoljne strukturne karakteristike izlažu ga povećanom sistemskom riziku u kontekstu mogućih budućih poremećaja na financijskim tržištima.

Slika 37. Iako smanjena u 2022., koncentracija trgovanja na domaćem tržištu kapitala i dalje relativno visoka

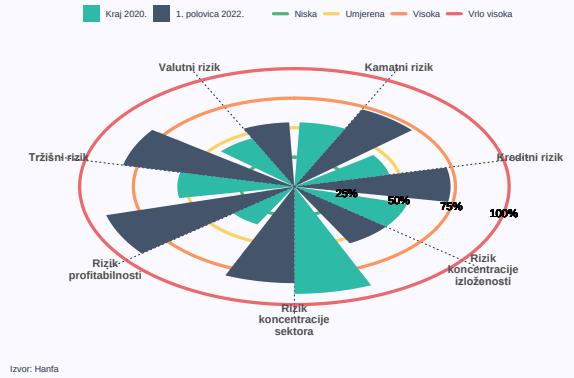


Izvori: ZSE, Hanfa

4. Mirovinski fondovi

Slika 38. 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

Pozitivan investicijski sentiment i obilna likvidnost u 2021. prelili su se u rast cijena na globalnim dioničkim i obvezničkim tržištima, ali i na domaću burzu, pa su obvezni mirovinski fondovi u 2021. ostvarili iznadprosječno visok godišnji prinos od 7,0 %. No početak 2022. godine donio je porast makroekonomskih neizvjesnosti i geopolitičkih tenzija, što je značajno pogoršalo okolnosti na financijskim tržištima te su prinosi mirovinskih fondova u 2022. zašli u negativno područje. S obzirom na to da je riječ o cikličkoj materijalizaciji tržišnog i kamatnog rizika, a da se ujedno smanjuju dugoročni strukturni rizici kojima je mirovinski sustav izložen kroz investicijske politike, poput koncentracije ulaganja i valutnog rizika, u srednjem bi se roku profitabilnost trebala oporaviti. Pritom je izgledno da će na nju u budućem periodu značajnije nego dosad utjecati ulagačka strategija pojedinog fonda i aktivno traženje povrata kroz diversificiranje ulaganja po pojedinim klasama imovine, izdavateljima i valutama.

Ključna ciklička kretanja

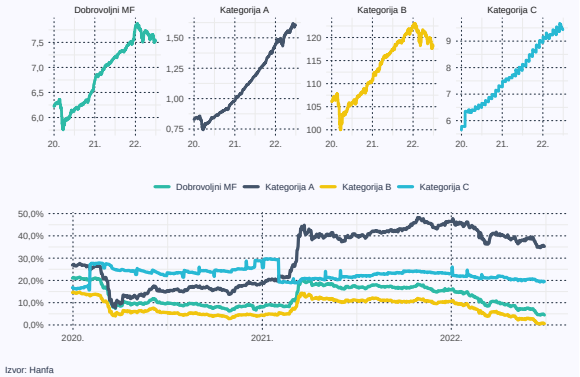
Stabilne neto uplate zajedno s pozitivnim tržišnim kretanjima u 2021. godini doprinijeli su godišnjem porastu neto imovine mirovinskih fondova od 11,7 %, čime je ona dosegnula 140,8 mlrd. HRK (slika 39.). Pri tome je neto imovina obveznih mirovinskih fondova uvećana za 15,0 mlrd. HRK (godišnji porast od 11,9 %), dok su veličinom znatno skromniji dobrovoljni mirovinski fondovi ostvarili porast neto imovine od 1,1 mlrd. HRK odnosno 15,8 %. Međutim, povišene neizvjesnosti u makroekonomskom okružju i na financijskim tržištima (više u poglavljima 2. Makroekonomsko okružje i 3. Financijska tržišta) prekinule su taj rast početkom 2022., što je dodatno intenzivirala invazija Rusije na Ukrajinu. Tako se neto imovina mirovinskih fondova u prvoj polovici 2022. smanjila za 4,2 mlrd. HRK. To je smanjenje prvenstveno posljedica negativnih tržišnih kretanja uslijed cjenovnih korekcija većeg dijela portfelja (dioničkog i obvezničkog), koje su u prvoj polovici 2022. bile izraženije čak i u odnosu na početak koronakrize, odnosno prvo polugodište 2020. godine (slika 40.).

Smanjenje imovine mirovinskih fondova zbog negativnih tržišnih kretanja u 2022. ublažili su pozitivni neto priljevi sredstava. Tako je neto imovina mirovinskih fondova na kraju lipnja 2022. iznosila 136,6 mlrd. HRK, što je za 3,0 % manje u odnosu na kraj 2021. godine. Iako je negativnim tržišnim kretanjima bila pogođena neto imovina svih kategorija obveznih mirovinskih fondova, najsnažnije je pogođena kategorija B. Od početka 2022. neto imovina kategorije A smanjila se za 1,5 %, kategorije B za 2,5 % te kategorije C za 0,01 %. Osim negativnih tržišnih kretanja smanjenju neto imovine kategorije B doprinijeli su povećani odljevi uzrokovani zakonski uvjetovanim prelaskom članova u kategoriju C. Tržišni efekt, s druge strane, neutralizirao je priljev tih sredstava iz kategorije B na imovinu kategorije C. Mirovinski sustav sazrijeva te se u narednom razdoblju može očekivati još više umirovljenja iz 2. stupa, što dosadašnju strategiju generiranja razmjerno visokih prinosa dodatno otežava. Modificiranje strategije kroz veću diversifikaciju po klasama imovine stoga će biti neophodno za postizanje zadovoljavajućih prinosa, posebno kada se u obzir uzme da će ulazak Hrvatske u

europodručje dodatno potisnuti prinose na državne obveznice, dominantnu klasu imovine mirovinskih fondova.

Slika 39. Rast neto imovine mirovinskih fondova prekinut početkom 2022. pod utjecajem tržišnih šokova

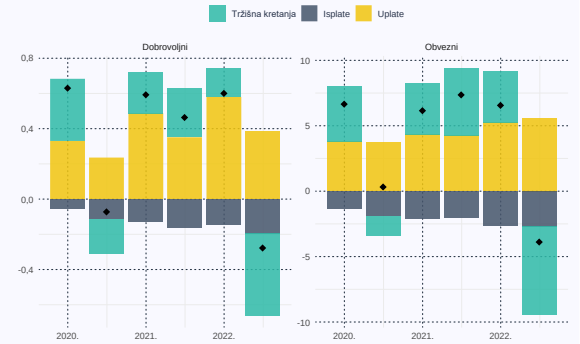
Neto imovina mirovinskih fondova (u mlrd. HRK) i godišnja stopa promjene (u %)



Izvor: Hanfa

Slika 40. Nakon oporavka sektora u 2021. negativna tržišna kretanja u prvoj polovici 2022. nadvladala uplate

Polugodišnja promjena neto imovine mirovinskih fondova, u mlrd. HRK



Izvor: Hanfa

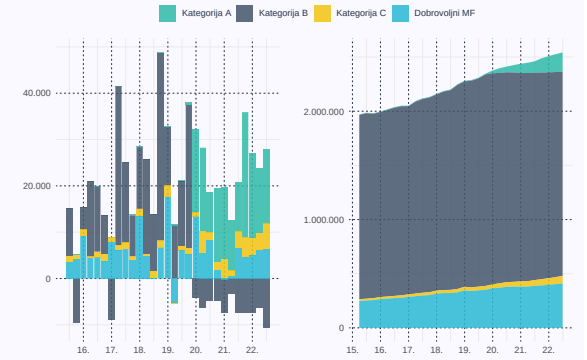
Broj članova mirovinskih fondova u 2021. godini povećao se za 70,5 tisuća, od čega je 53,8 tisuća novih članova obveznih mirovinskih fondova[20], a preostalih 16,7 tisuća dobrovoljnih mirovinskih fondova (slika 41.). Značaj dobrovoljnih mirovinskih fondova nastavio je jačati u 2022., pa je na kraju lipnja broj njihovih članova prešao brojku od 409 tisuća, što je povećanje od 3,2 % ili 12,6 tisuća u odnosu na kraj 2021. godine. Navedena kretanja uglavnom su odraz i dalje povoljnih uvjeta na tržištu rada, premda puni potencijal dobrovoljne mirovinske štednje nije dosegnut, posebno ako se uzmu u obzir svi državni stimulansi kako za poslodavce tako i za zaposlenike, kao i relativna fleksibilnost tog oblika mirovinske štednje u dijelu kumulacije kao i isplate sredstava.

Na kraju lipnja 2022. mirovinski fondovi činili su 30,8 % BDP-a, čime su nastavili dominirati veličinom u sektoru financijskih usluga.

Sistemski značaj mirovinskih fondova proizlazi ne samo iz njihove veličine, već i specifične uloge koju kao domaći institucionalni investitori s dugoročnom investicijskom strategijom i stabilnim novčanim tokovima imaju za domaće tržište. Ti specifični aspekti njihova poslovanja stabilizacijski mogu djelovati i na cijelo financijsko tržište te ostale financijske institucije (banke, društva za osiguranje i dr.) koje na njemu sudjeluju ako mirovinski fondovi protuciklički djeluju na tom tržištu rebalansirajući svoje portfelje oko dugoročne, strateške alokacije ulaganja po pojedinim klasama imovine.

Slika 41. Broj članova mirovinskih fondova dosegnuo 2,5 milijuna

Broj članova i tromjesečna promjena članstva, prema kategoriji mirovinskih fondova



Izvori: Hanfa, REGOS

Strukturna obilježja i rizici

Koncentracija upravljanja sredstvima mirovinskog sustava u okviru 2. i 3. stupa na visokoj je razini s obzirom na tek pet mirovinskih društava koja njima upravljaju[21], no uz jasan trend njezina smanjivanja, posebno u segmentu dobrovoljne mirovinske štednje (slika 42.). Paneuropski osobni mirovinski proizvod (dalje u tekstu: PEPP), kao alternativa dobrovoljnoj mirovinskoj štednji, ima potencijal dodatno povećati konkurenciju na tržištu dobrovoljne mirovinske štednje kroz proširenu listu proizvoda, ali i

[20] Broj članova kategorije A porastao je za 66,8 tisuća, a kategorije C za 12,7 tisuća, dok se u najbrojnijoj kategoriji B broj članova smanjio za 25,7 tisuća.

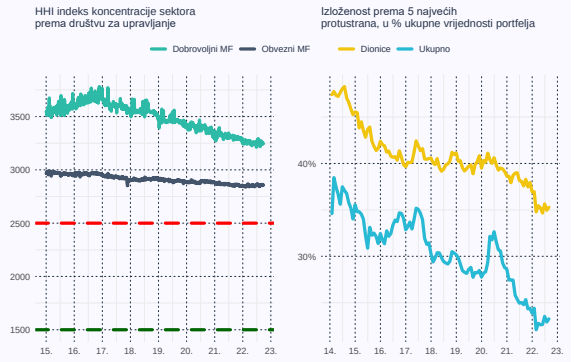
[21] S 40 mirovinskih fondova ukupne vrijednosti imovine od 136,6 mlrd. HRK krajem lipnja 2022. upravlja pet mirovinskih društava.

financijskih institucija koje će ih nuditi (između ostalog i upravitelji imovinom, društva za osiguranje, banke te institucije za strukovno mirovinsko osiguranje[22]).

U 2021. mirovinska su društva nastavila diversificirati ulaganja po pojedinim klasama imovine kroz aktivan rast izloženosti dionicama i investicijskim fondovima. To je, uz istodoban značajan rast njihovih cijena, smanjilo udio obveznica u strukturi imovine obveznih mirovinskih fondova. Tako se na razini svih obveznih mirovinskih fondova udio obvezničkih ulaganja u neto imovini smanjio za 9,4 p.b. u odnosu na kraj 2019. godine na 58,1 % ukupnih ulaganja krajem lipnja 2022. (slika 43.), pri čemu su konzervativnije kategorije fondova B i C prepolovile višak obvezničkih ulaganja u odnosu na zakonski minimum, dok su fondovi kategorije A svoja obveznička ulaganja sveli na zakonsko ograničenje (slika 44.). Izbijanjem pandemije očigledno je došlo do promjena investicijskih politika obveznih mirovinskih fondova s aspekta strateškog alociranja sredstava po pojedinim klasama imovine. Prostor za daljnje realociranje sredstava iz obvezničkih prema dioničkim vrijednosnim papirima, kao i drugim ulaganjima, tako je bitno manji nego prije dvije godine[23] i ograničen je trenutačnim zakonskim odredbama povezanim s limitima pa će nastavak trenda realociranja ulaganja ovisiti o budućim zakonskim izmjenama limita i ograničenjima ulaganja.

Proces daljnje diversifikacije ulaganja mirovinskih fondova koja može pružiti stabilizacijski efekt u slučaju tržišnih poremećaja moguće je, međutim, nastaviti na razini pojedinog izdavatelja s obzirom na to da je na kraju lipnja 2022. trećinu dioničkog portfelja činilo tek pet dionica (slika 36.). No neophodno je pritom da ponuda dopuštenih ulagačkih mogućnosti, odnosno izdavatelja primjerene kvalitete, bude u skladu s investicijskim potencijalom mirovinskih fondova, a što će se uvođenjem eura i eliminiranjem valutnog ograničenja očekivano povećati.

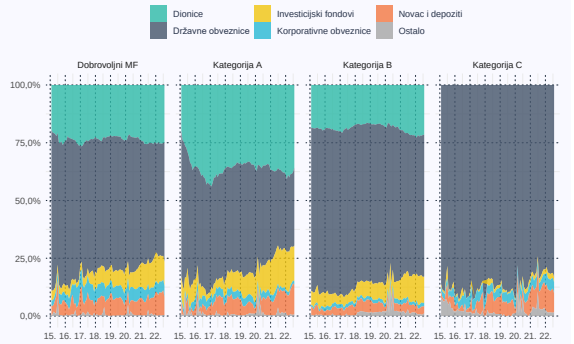
Slika 42. Visoka tržišna i ulagačka koncentracija sektora mirovinskih fondova dodatno smanjena



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

Slika 43. Nastavljen je pozitivan trend ulaganja u dionice i udjele u investicijskim fondovima

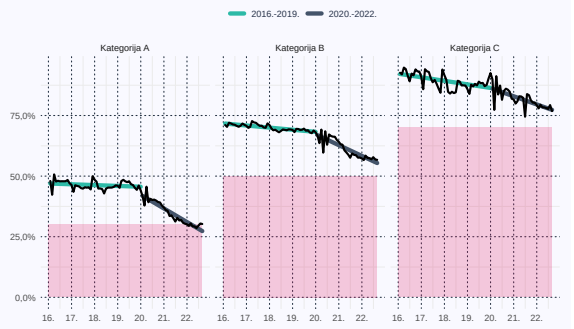
Struktura ulaganja mirovinskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Izvor: Hanfa

Slika 44. 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

Dodatnu fleksibilizaciju ulagačkih mogućnosti i potencijal za daljnju diversifikaciju donijet će uvođenje eura sljedeće godine, kojim će se implicitno ukinuti limiti koji se odnose na valutnu

[22] Uvjeti podnošenja zahtjeva za registraciju PEPP-a definirani su člankom 6. Uredbe (EU) 2019/1239 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o paneuropskom mirovinskom proizvodu (PEPP).

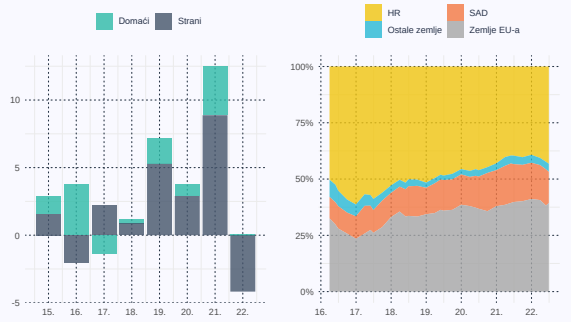
[23] Na kraju lipnja 2022. preostali prostor za alociranje sredstava iz obvezničkih prema ostalim ulaganjima iznosio je 15,6 mlrd. HRK ili 12 % NAV-a obveznih mirovinskih fondova.

usklađenost imovine i obveza u toj valuti[24]. Tako će se, osim same eliminacije tečajnih troškova, osloboditi i prostor za restrukturiranje investicijskih portfelja mirovinskih fondova s obzirom na to da eurska ulaganja više neće podlijegati nikakvim ograničenjima, dok će se istodobno osloboditi prostor od otprilike 20,0 % NAV-a[25] za moguća nova devizna ulaganja. Stoga, uzevši u obzir limitiranost domaćeg dioničkog tržišta u kontekstu ukupnih i individualnih zakonskih ograničenja izloženosti obveznih mirovinskih fondova, izvjestan je nastavak, a vjerojatno i dinamizacija, već prisutnog procesa diversifikacije portfelja po domicilnosti izdavatelja (54,1 % rasta dioničkih ulaganja u 2021. bilo je ostvareno na inozemnim tržištima, slika 45.), odnosno daljnje intenziviranje inozemnih ulaganja i dodatna međunarodna financijska integracija mirovinskih fondova (dionička ulaganja u papire koji se nalaze na tržištima zemalja EU-a dosegla su 48,1 % ukupnih ulaganja u dionice i investicijske fondove krajem 2021., blago nadmašivši domaće izloženosti).

Geografska, odnosno valutna diversfikacija ulaganja umanjuje rizik koncentracije, odnosno izloženost tržišnom riziku koji može nastati na nacionalnom financijskom tržištu, ali ujedno povećava izvor mogućih tržišnih nestabilnosti. Nakon smanjenja na pretkrizne razine tijekom 2021. tržišni rizici blago su povećani početkom 2022. pod utjecajem monetarnih, makroekonomskih i geopolitičkih pritisaka, koji su povećali volatilnost uz pad cijena financijske imovine (više u poglavlju 3. Financijska tržišta). No s obzirom na veću diversificiranost portfelja nego tijekom epidemijom obilježene 2020. portfeljni tržišni rizik kojem su izloženi mirovinski fondovi zadržan je na umjerenim, bitno nižim razinama nego u 2020. (slika 46.).

Slika 45. Glavnina ulaganja u dionice i investicijske fondove usmjerena prema domaćim izloženostima, uz rastući značaj inozemnih izloženosti u recentnom razdoblju

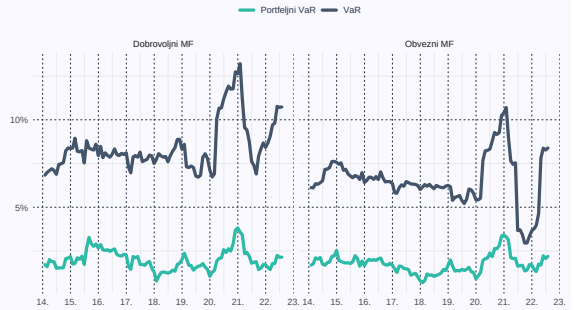
Godišnja promjena i stuktura ulaganja mirovinskih fondova u dionice i investicijske fondove, u mlrd. HRK i u %



Napomena: Podatak za 2022. odnosi se na prvih šest mjeseci.
Izvor: Hanfa

Slika 46. Rast disperzije ulaganja ublažio porast izloženosti mirovinskih fondova tržišnim rizicima u prvoj polovici 2022. godine

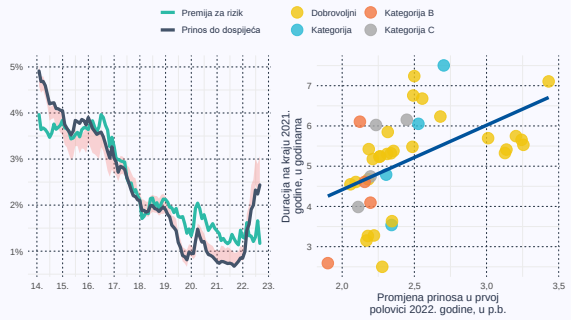
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Napomena: Zelena linija označuje procijenjenu portfeljnu rizičnu vrijednost, dok plava linija označuje rizičnu vrijednost individualnih izloženosti procijenjenih na temelju tjednih povrata tijekom pomičnog prozora od godine dana.
Izvori: EOD Historical Data, Hanfa, ZSE

Slika 47. Rast kamatnih stopa snažnije pogodio portfelje fondova s relativno duljom ročnosti obvezničkog portfelja

Prinosi do dospijeća i duracija obveznickog dijela portfelja mirovinskih fondova, u % i u godinama



Napomena: Indikator premije za rizik prikazuje razliku prinosa obveznickog 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

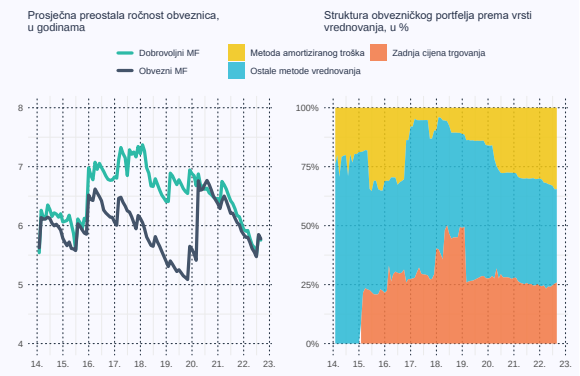
Izloženost mirovinskih fondova kamatnom riziku, koji je jedan od ključnih rizika njihova poslovanja s obzirom na dominantnu zastupljenost obvezničkih ulaganja te dugoročnu investicijsku strategiju, značajno je smanjena tijekom posljednje dvije godine. Mirovinski su fondovi od početka 2020. do kraja lipnja 2022. smanjili

[24] 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.

[25] Procijenjeni iznos smanjenja neto otvorene devizne pozicije obveznih mirovinskih fondova kada bi se euro kao službena valuta u RH uveo krajem lipnja 2022.

ročnost svog obvezničkog portfelja za 1,3 godine u segmentu obveznih odnosno za 1,4 godine u dijelu dobrovoljnih mirovinskih fondova pa je na kraju lipnja 2022. prosječno modificirano vrijeme trajanja obvezničkih ulaganja iznosilo približno 4,2 godine.

Slika 48. Unatoč smanjenju preostale ročnosti obveznica zaoštravanje monetarnih uvjeta povećava izloženost sektora kamatnom riziku



Izvori: Bloomberg, Hanfa

No unatoč tom smanjenju ročnosti, kao i činjenici da se čak trećina obvezničkog portfelja mirovinskih fondova vrednuje prema metodi amortiziranog troška, prema kojoj kratkoročne tržišne fluktuacije ne utječu na vrijednost obveznica, rast kamatnih stopa značajno je smanjio vrijednost imovine fondova u 2022. Tako je prosječni prinos do dospijeća obveznica u portfeljima mirovinskih fondova skočio s 0,54 % na kraju 2021. na 2,66 % na kraju lipnja 2022. godine, što je uz trajanje obvezničkog portfelja od 4,2 godine aproksimativno smanjilo njegovu vrijednost za 5,9 %, odnosno 5,5 mlrd. kuna (slika 47). Navedeno se dogodilo unatoč zadržavanju premije za rizik na povijesno niskim razinama, reflektirajući time okolnosti globalnog rasta referentnih kamatnih stopa. Stoga će, s obzirom na najavljeno daljnje dizanje nerizičnih kamatnih stopa u drugoj polovici 2022., na vrijednost imovine kao i prinose mirovinskih fondova od iznimne važnosti biti zadržavanje premije rizika Hrvatske na vrlo niskim razinama, čemu će pridonijeti i skori ulazak Hrvatske u europodručje.

Prinosi

Pozitivna tržišna kretanja tijekom 2021. u okolnostima još uvijek niskih kamatnih stopa i izdašne likvidnosti rezultirala su značajnim rastom cijena udjela svih mirovinskih fondova. Tako je prosječan ponderirani godišnji prinos obveznih mirovinskih fondova na kraju godine iznosio 7,0 % (povećanje od 6,0 p.b. u odnosu na 2020.), što je za 1,0 p.b iznad višegodišnjeg prosjeka.

Premda su sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova ostvarile pozitivne prinose, bitno snažniji rast vrijednosti dionica u odnosu na obveznice na globalnim tržištima odrazio se u rekordnom godišnjem prinosu riziku najsklonije kategorije A. Tako je prosječni nominalni godišnji prinos kategorije A u 2021. iznosio čak 13,5 % (6,9 p.b. iznad višegodišnjeg prosjeka[26]), kategorije B 7,4 % (1,9 p.b. iznad višegodišnjeg prinosa), dok je prinos riziku najmanje sklone kategorije C bio tek blago pozitivan te je iznosio 0,4 % (slika 50). Visoke prinose od prosječno 6,7 % ostvarili su i dobrovoljni mirovinski fondovi (2,6 p.b. iznad višegodišnjeg prosjeka).

Nepovoljne makroekonomske i geopolitičke okolnosti u 2022. negativno su se odrazile na gotovo sva globalna dionička i obveznička tržišta kroz rast volatilnosti i rekordne korekcije cijena u višegodišnjem razdoblju pa su prinosi mirovinskih fondova u prvoj polovici 2022. značajno smanjeni te su se kretali od –2,7 % do –10,1 %[27] (slika 49).

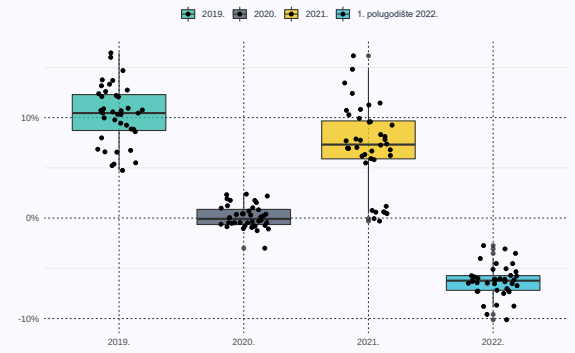
Negativni je učinak pritom bio izraženiji kod klasa imovine s fiksnim novčanim tokovima (obveznice) kroz direktan efekt diskontiranja po višim nerizičnim kamatnim stopama, koje su globalno povećane kao odgovor na inflaciju. Istodobno je ekonomski utjecaj rasta kamatnih stopa kroz više troškove financiranja i poslovne rezultate kompanija na dioničkom tržištu vidljiv s određenom odgodom, posebno u defanzivnim sektorima i gospodarstvima. Treba naglasiti i

[26] Višegodišnji prosjek odnosi se na prosjek izračunat za razdoblje od 31.1.2014. do 31.12.2020.

[27] Od početka godine do lipnja 2022. obvezni mirovinski fondovi kategorije A zabilježili su prinos od -5,1 %, kategorije B od -5,0 % te kategorije C od -4,8 %. Dobrovoljni mirovinski fondovi istodobno su ostvarili prinos od -5,6 %.

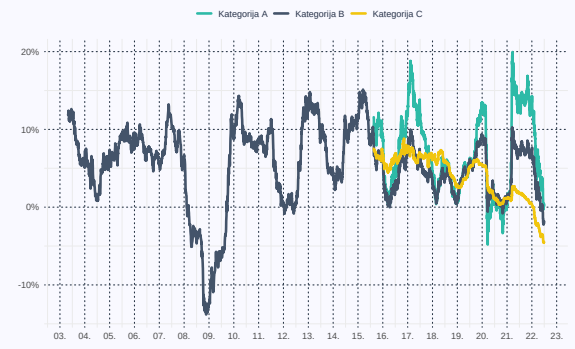
kako se strukturno obilježje niske likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta u 2022. pokazalo kao određeni amortizer prelijevanja šokova s inozemnih tržišta, zbog čega je korekcija cijena domaćih dionica bila značajno blaža (pad od 3,4 % indeksa CROBEXtr) nego što je to bio slučaj na velikim svjetskim burzama (pad od 1,1 % indeksa S&P). Navedeno je rezultiralo time da su mirovinski fondovi s izraženijom orijentacijom prema dioničkim ulaganjima nakon ostvarenih boljih rezultata u pozitivnoj 2021. i u negativnoj 2022. ostvarili relativno bolji prinos nego riziku neskloni, konzervativni fondovi kategorije B i C.

Slika 49. 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 50. Nakon snažnog oporavka u 2021. prvu polovicu 2022. obilježio pad profitabilnosti svih kategorija obveznih mirovinskih fondova
Godišnji prinosi MIREX indeksa, u %



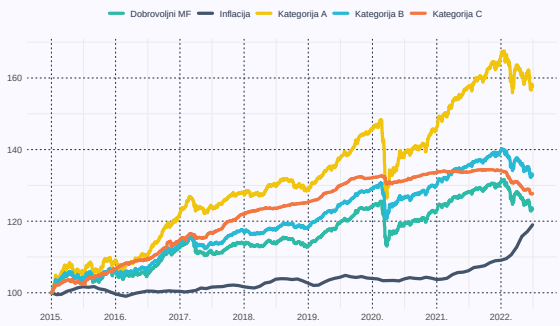
Izvor: Hanfa

S obzirom na to da su mirovinski fondovi dugoročni investitori, njihovu se izvedbu treba promatrati u relativnim terminima, odnosno usporedbom s alternativnim investicijskim klasama ili kroz dulji vremenski horizont (slika 52.) Tako su, primjerice, od početka 2015. do kraja lipnja 2022. obvezni mirovinski fondovi ostvarili kumulativni prinos od 32,9 %, a dobrovoljni mirovinski fondovi od 23,7 %, u odnosu na pad vrijednosti udjela obveznih mirovinskih fondova od 5,0 % i dobrovoljnih mirovinskih fondova od 5,9 % u 2022. (slika 51.).

Slika 51. Iako potisnuta u 2022., vrijednost udjela domaćih mirovinskih fondova relativno stabilna
Kumulativni prinos od početka promatrane godine do kraja lipnja 2022. godine

Napomena: U prikazu prinosa pojedinih kategorija mirovinskih fondova prikazani su imovinom ponderirani prosječni prinosi pojedinačnih fondova u promatranom razdoblju.
Izvori: EOD Historical Data, Hanfa, St. Louis FED

Slika 52. Mirovinski fondovi u posljednjih sedam godina uvećavali vrijednosti udjela svojih članova
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

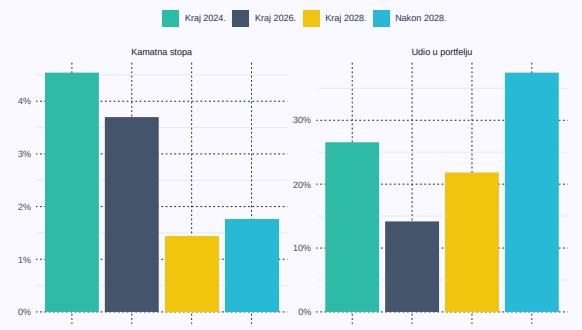
Ostvarivanje prinosa mirovinskih fondova na razinama kakvi su prosječno bili u periodu prije 2019. teško je ostvarivo u budućem razdoblju bez izmjene investicijskih politika i veće diversifikacije, odnosno internacionalizacije ulaganja. Ni izgledno daljnje povećanje referentnih kamatnih stopa, koje će unatoč kratkoročnom negativnom djelovanju na vrijednost obveznickih ulaganja fondova u srednjem roku ipak povećati kamatni prinos novih obveznickih ulaganja i dijelom smanjiti rizik reinvestiranja mirovinskih fondova (do kraja 2024. dospijeva više od 30,0 % obveznickih izdanja s prosječnim kuponom od oko 5,0 %, slika 53.), neće u cijelosti vratiti profitni potencijal domaćih obveznickih ulaganja.

Taj je proces diversifikacije i nastojanja ostvarivanja viših prinosa orijentacijom prema rizičnijim ulaganjima i inozemnim tržištima prisutan tijekom posljednje dvije godine kod

mirovinskih fondova, a intenzitet njegova nastavka ovisit će i o eventualnim budućim izmjenama zakonskog okvira u dijelu investicijskih ograničenja. Iako navedeno povećava izloženost domaćeg mirovinskog sustava izvorima tržišnog i kamatnog odnosno kreditnog rizika, ono ujedno može djelovati stabilizacijski ako je stupanj diversifikacije primjeren (te ukoliko nema globalnog sistemskog šoka kakav je npr. bila pandemija) te povećati prostor mirovinskim društvima za rast tržišnog udjela kroz snažniju tržišnu utakmicu (odvajanjem realiziranih povrata od prosjeka tržišta).

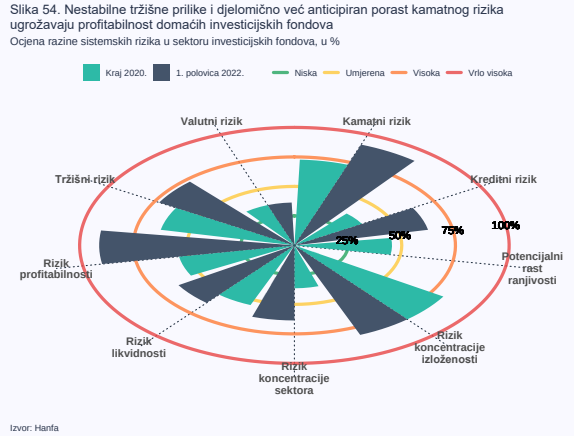
Slika 53. U okolnostima rasta kamatnih stopa rizik reinvestiranja obveznica u srednjem roku smanjen

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

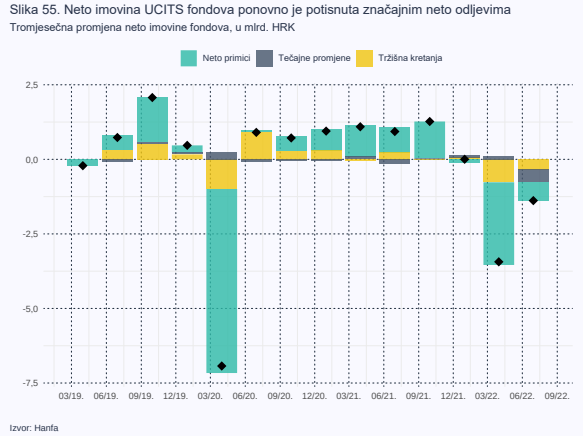
5. Investicijski fondovi

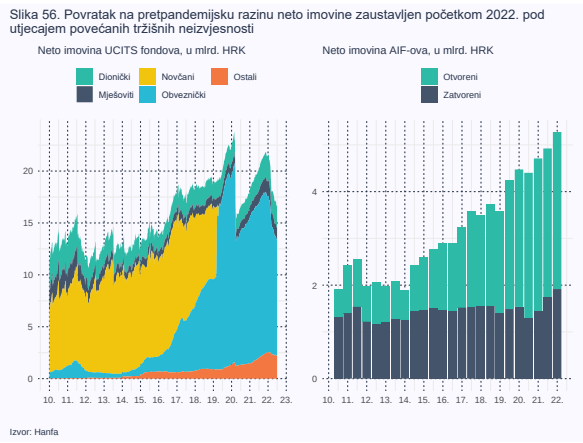


Oporavak i povratak domaće fondovske industrije na razine prije izbijanja pandemije prekinut je pojavom novih nestabilnosti i neizvjesnosti početkom 2022., zbog kojih su ulagatelji novim valom zahtjeva za otkup ponovno stvorili likvidnosne pritiske, a koji su uspješno amortizirani. Premda su fondovi tijekom 2021. u određenoj mjeri smanjili svoje strukturne ranjivosti, ponajprije koncentriranost ulaganja i izloženosti kamatnom riziku skraćivanjem ročnosti ulaganja, izvjesnost daljnjeg rasta ključne kamatne stope ESB-a, koji je već djelomično ugrađen u cijene dužničkih instrumenata, uz utjecaj koji bi moguća recesija imala na tržišni rizik dioničkih vrednovanja mogla bi već negativne povrate fondovskih ulaganja u ostatku ove, kao i u sljedećoj godini, zadržati u negativnom području.

Ključna ciklička kretanja

Nakon vrlo turbulentne 2020. godine investicijski su fondovi u 2021. ostvarili pozitivne poslovne rezultate s obzirom na rast vrednovanja na financijskim tržištima i još uvijek optimističan investicijski sentiment. Tako su neto priljevi u UCITS fondove u 2021. iznosili 3,4 mlrd. HRK, od čega je najveći dio (1,1 mlrd. HRK) bio usmjeren prema obveznickim UCITS fondovima. To je uz snažan rast vrijednosti ulaganja dovelo do rasta ukupne neto imovine UCITS fondova od 16,6 % na godišnjoj razini te je ona na kraju 2021. iznosila 26,7 mlrd. HRK.



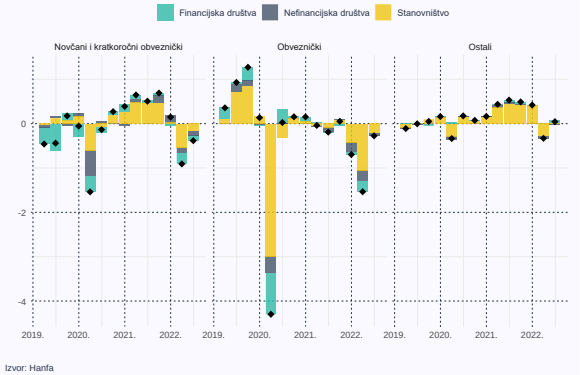


Međutim, nastavak rasta neto imovine do iščekivane pretpandemijske razine zaustavljen je krajem godine pojavom novog vala zaraze koronavirusom i pogoršanjem investicijskog sentimenta povezanog s očekivanim zaoštravanjem monetarnih politika vodećih centralnih banaka (više u poglavlju 3. Financijska tržišta). Cjenovne korekcije na financijskim tržištima dodatno je početkom 2022. potencirao početak rata u Ukrajini, ali i sve izraženiji rast cijena, koji je u lipnju 2022. dosegnuo čak 12,1 % i koji uvelike ugrožava realna kretanja u drugoj polovici godine (više u poglavlju 2. Makroekonomsko okružje). Rast makroekonomskih i geopolitičkih neizvjesnosti poljuljao je domaći investicijski sentiment pa su ulagatelji u prvih šest mjeseci 2022. u neto

iznosu povukli 3,4 mlrd. HRK, odnosno 15,8 % neto imovine UCITS fondova s kraja 2021. (slika 55.). To je uz cjenovne korekcije na strani aktive smanjilo neto imovinu UCITS fondova za 4,8 mlrd. HRK (22,4 %) i potpuno anuliralo pozitivna kretanja iz prethodne godine (slika 56.).

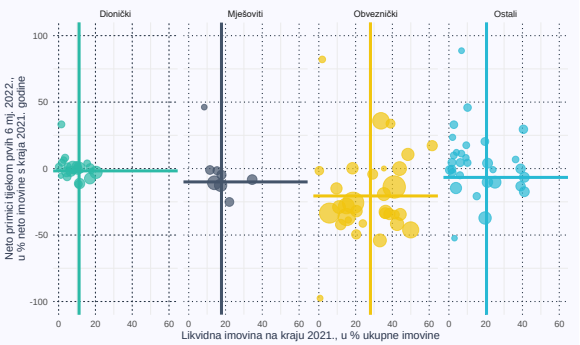
Iako je intenzitet naleta ulagatelja na UCITS fondove uzrokovan recentnim nestabilnostima slabiji nego onaj potaknut izbijanjem prvog vala epidemije početkom 2020., prolongirano razdoblje neto odljeva stvara pritiske na njihovu likvidnosnu poziciju. Kao i na početku koronakrize, smjer novčanog toka najviše diktira najzastupljenija kategorija ulagatelja, stanovništvo.

Slika 57. Odljevi se bilježe dominantno iz obveznićkih fondova te uglavnom iz sektora stanovništva
Tromjesečni neto primici UCITS fondova, u mlrd.HRK



Izvor: Hanfa

Slika 58. Odljevi sredstava najizraženiji u kategoriji obveznićkih fondova, koje ujedno karakterizira viša likvidnost imovine
Odnos veličine odljeva u prva dva tromjesečja 2022. i likvidnosti pojedinog fonda na početku razdoblja

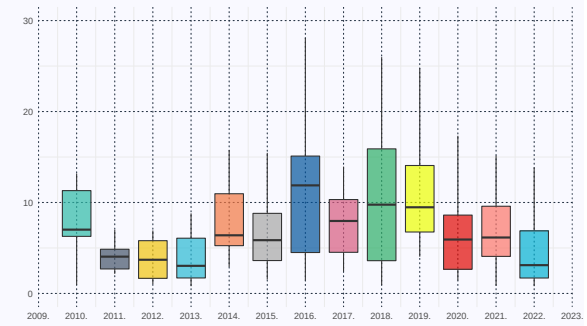


Napomena: Istaknute linije označuju vrijednosti promatranih indikatora na razini cjelokupne kategorije investicijskih UCITS fondova. Veličina točke označuje veličinu fonda mjerenu neto imovinom na kraju 2021. godine.
Izvor: Hanfa

Tradicionalno su domaćim ulagateljima najzanimljiviji obveznički fondovi, koji u stresnim uvjetima trpe i najviše likvidnosne pritiske (slika 57.) s obzirom na to da ta ulaganja često predstavljaju alternativu bankarskim depozitima, odnosno likvidni su amortizer u stresnim uvjetima. Stoga ta sredstva disproporcionalno snažnije reagiraju na iznenadne poremećaje i rast neizvjesnosti kakvi su bili s eskalacijom pandemije ili početkom rata u Ukrajini.

Upravo stoga obveznički fondovi imaju formirane komparativno više razine likvidne imovine u portfeljima (slika 58.), što omogućava apsorpciju relativno značajnih likvidnosnih šokova i osigurava nesmetane isplate i stabilnost sektora u razdoblju povišenog sistemskog stresa. Njihove zalihe likvidnosti uobičajeno višestruko premašuju prosječne kumulirane mjesečne zahtjeve za otkupe udjela (slika 59.).

Slika 59. Zalihe likvidnosti obveznićkih fondova višestruko nadmašuju čak i kumulirane mjesečne bruto odljeve
Distribucija indikatora likvidnosti obveznićkih UCITS fondova

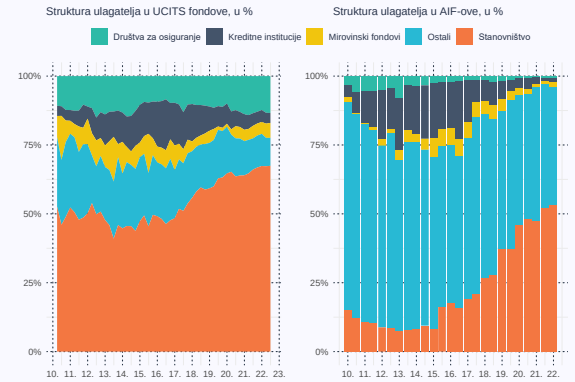


Napomena: Indikator likvidnosti prikazan je kao omjer visokolikvidne imovine i prosječnih kumulativnih mjesečnih odljeva u promatranoj godini. Visokolikvidnu imovinu čine novac, depoziti i instrumenti tržišta novca na zadnji dan u promatranoj godini. Posljednji podatak odnosi se na prvo polugodište 2022.
Izvor: Hanfa

Stanovništvo, kao tradicionalno najzastupljenija kategorija ulagatelja u UCITS fondove (na kraju lipnja 2022. držalo je 67,4 % njihove ukupne neto vrijednosti), posljednjih godina drži dominantnu poziciju i u pasivi alternativnih investicijskih fondova (slika 60.). Sektor stanovništva na kraju 2021. u vlasništvu je 52,6 % neto imovine alternativnih investicijskih fondova, što predstavlja višestruko povećanje s obzirom na to da je na kraju lipnja 2015. taj sektor držao svega 8,5 %. Značajan porast udjela sektora stanovništva u aktivi alternativnih investicijskih fondova odnosi se ipak prvenstveno na ulagatelje s iskustvom, a ne tzv. male ulagatelje. Malim ulagateljima dopušteno je ulaganje samo u AIF-ove s javnom ponudom, a spomenuto se povećanje odnosi na AIF-ove s privatnom ponudom, dakle one AIF-ove čiji se udjeli distribuiraju isključivo fizičkim osobama s iskustvom ili drugim institucionalnim ulagateljima. Neovisno o navedenom, investicijske odluke stanovništva determiniraju novčane tokove investicijskih fondova, posebice

u kriznim razdobljima, te time određuju prirodu rizika likvidnosti.

Slika 60. Porast zanimanja sektora stanovništva za ulaganje u investicijske fondove



Izvor: Hanfa

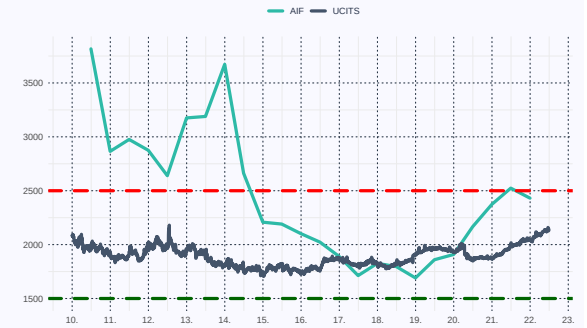
Strukturna obilježja i rizici

Širenje ponude na tržištu investicijskih fondova nastavilo se i u 2021. te početkom 2022., posebno u segmentu ulagačkih mogućnosti povezanih s ciljevima održivosti. Uz novi regulatorni okvir o održivosti[28] ulagateljima se postupno otvara mogućnost ulaganja i u investicijske fondove s tzv. zelenim i održivim strategijama, u prvom koraku u obliku novih napajajućih UCITS fondova. No skora potpuna implementacija novog regulatornog okvira omogućit će fondovima precizno pozicioniranje u području usklađivanja sa zelenim i održivim ciljevima kroz jasno opredjeljenje hoće li i u kojoj mjeri te na koji način svojim investicijskim strategijama i politikama pridonositi tranziciji prema održivom gospodarstvu.

No istovremeno sa širenjem ponude u pogledu ulagačkih strategija, na domaćem tržištu odvija se i proces usporene konsolidacije sektora investicijskih fondova (slika 61.). Izazovno i neizvjesno proteklo razdoblje obilježeno dvama značajnim naletima investitora te korekcijama cijena rezultiralo je smanjenjem broja aktivnih investicijskih fondova, ali i društava za upravljanje na domaćem tržištu. Tako je na kraju lipnja 2022. godine aktivan bio jedan fond te dva društva za upravljanje manje u odnosu na pretpandemijsko razdoblje, odnosno kraj 2019. godine.

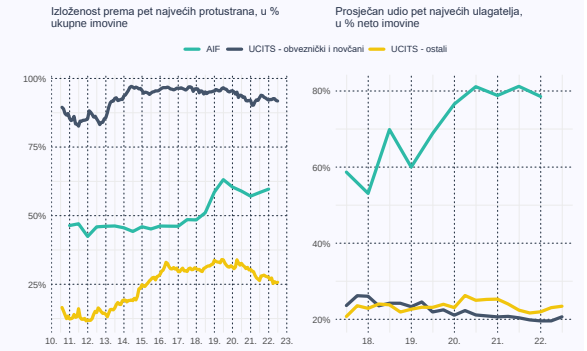
Slika 61. Sektor investicijskih fondova dodatno se konsolidirao u recentnom razdoblju

HHI indeks koncentracije sektora



Napomena: 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 62. Visoka koncentracija ulaganja naglašava potencijalne idiosinkratske rizike u najzastupljenijim protustranama



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

S obzirom na manji broj društava za upravljanje koncentracija upravljanja imovinom povećala se i kod UCITS fondova i kod alternativnih fondova.[29] Sve veća kumulacija neto imovine fondova u manjem broju najvećih društava za upravljanje posebno je izražena u segmentu alternativnih investicijskih fondova, gdje su tri najveća društva za upravljanje na kraju 2021. godine raspolagala sa 76,9 % njihove ukupne neto imovine. No unatoč blagoj konsolidaciji sektor investicijskih fondova i dalje je relativno konkurentan, a širenje ponude u vidu novih ESG napajajućih fondova

[28] Uredba (EU) 2019/2088 Europskog Parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga. Više o održivom financiranju na mrežnim stranicama Hanfe (poveznica)

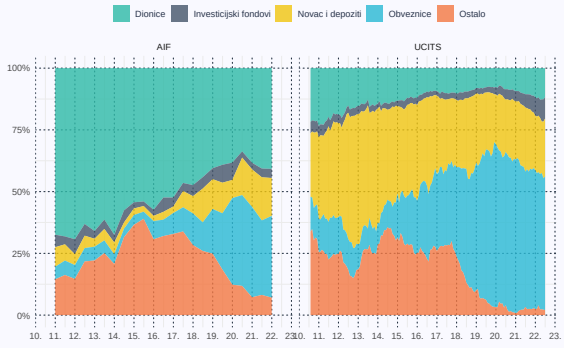
[29] Društva mogu upravljati fondovima iz obje grupe investicijskih fondova (UCITS i AIF) iako neka društva upravljaju samo fondovima iz jedne grupe. Smanjenje broja društava koja upravljaju UCITS fondovima ne znači nužno prestanak rada tih društava, već može značiti prestanak upravljanja UCITS fondom/fondovima i nastavak upravljanja alternativnim fondom/fondovima. Jednako tako, povećanje broja društava koja upravljaju alternativnim fondovima ne mora nužno značiti osnivanje novog društva. U aktivna društva ovdje nisu svrstana ona društva koja, iako su aktivna u registru, ne upravljanju nijednim aktivnim fondom.

te prvog ETF-a i fonda za ulaganje u kriptoimovinu otvara investitorima nove investicijske mogućnosti, ali ih potencijalno izlaže i novim rizicima.

Unatoč razmjerno intenzivnom okretanju inozemnim tržištima koncentracija ulaganja UCITS fondova po pojedinoj klasi imovine, ali i izdavateljima, i dalje je razmjerno povišena (slika 62.). Obveznice su na kraju lipnja 2022. činile 54,1 % njihove ukupne imovine (slika 63.), što je ipak 11,8 p.b. manje nego na kraju 2019. godine. Visoka neizravna međupovezanost sektora financijskih usluga kroz koncentrirana ulaganja u manji broj izdavatelja može potencijalnu materijalizaciju inicijalnog nesistemskog rizika potencirati i kroz efekt zaraze pretvoriti ga u sistemski poremećaj (više u okviru 2. Rizici koji proizlaze iz uzajamne povezanosti sektora financijskih usluga i javnog sektora u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 3). Premda je struktura ulaganja alternativnih investicijskih fondova po pojedinim ulagačkim klasama posljednjih godina bitno disperzirana, s fokusom na konzervativnije ulagačke klase[30], rizike koji mogu proizaći iz visoke koncentracije ulaganja dodatno naglašava i visokokoncentrirana pasiva (na kraju 2021. prosječan udio pet najvećih ulagatelja u neto imovini alternativnih fondova iznosio je 51,3 %), zbog čega pojedini alternativni fondovi ovisno o uvjetima izlaska ulagatelja iz fonda mogu biti u poziciji zatvarati svoja ulaganja po uvjetima koji nisu tržišni, posebno onih ulaganja koja nisu uvrštena na javna mjesta trgovanja.

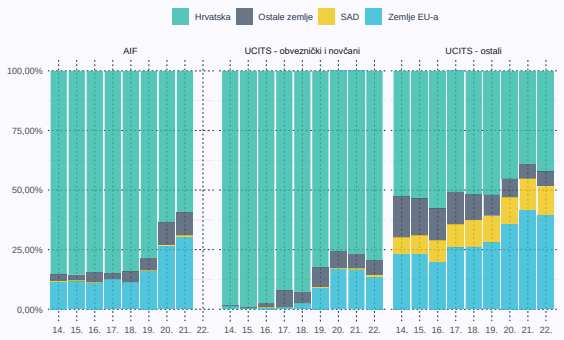
Preusmjeravanja investicijskog fokusa fondova na inozemna tržišta, uglavnom unutar EU-a, intenziviran je tijekom posljednje dvije godine i u dioničkom i u obveznickog segmentu portfelja zbog veće potrebe za diversifikacijom portfelja u potrazi za konkurentnim prinosima. Na kraju lipnja 2022. inozemna ulaganja UCITS fondova činila su 32,5 % njihovih ukupnih ulaganja, što je porast od čak 41,5 % u odnosu na kraj 2019., dok su ista ulaganja alternativnih fondova u odnosu na spomenuto razdoblje gotovo udvostručena (porast od 89,1 %) te je njihov udio na kraju 2021. godine iznosio 40,6 % ukupnih ulaganja alternativnih fondova (slika 64.).

Slika 63. Ulaganja u državne obveznice čine dominantan dio ulaganja investicijskih UCITS fondova na kraju lipnja 2022. godine
Struktura ulaganja investicijskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Izvor: Hanfa

Slika 64. Rast prekograničnih izloženosti kroz ulaganja u vrijednosne papire iz drugih zemalja EU-a
Vrijednost ulaganja UCITS fondova prema rezidentnosti, u mlrd. HRK



Napomena: Zadnji podatak za UCITS fondove odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

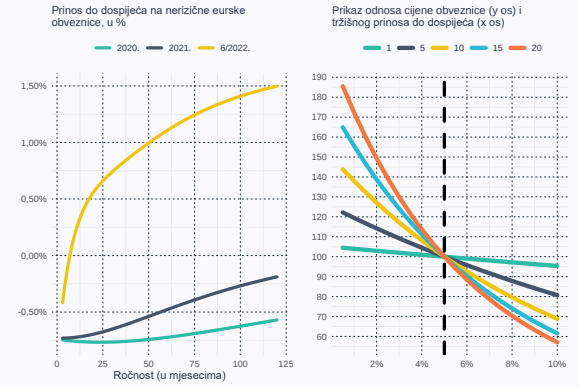
S obzirom na značajan udio obveznica u ukupnoj imovini UCITS fondovi visoko su izloženi direktnom kamatnom riziku.[31] U okolnostima zaoštravanja monetarnih uvjeta na najrelevantnijim financijskim tržištima te uz vrlo visoke razine cijena financijskih instrumenata raste rizik promjene kamatne stope, koja neposredno utječe na cijene svih dužničkih vrijednosnih papira. Kroz efekt diskontiranja rast kamatnih stopa disproporcionalno više pogađa obveznice dulje ročnosti, čiji se novčani tokovi

[30] Proces dezinvestiranja fondova za gospodarsku suradnju (FGS), započet 2017. godine, utjecao je na ukupnu strukturu imovine alternativnih fondova kroz značajno smanjenje ulaganja u udjele društava s ograničenom odgovornošću (smještenih u kategoriju „ostalo" na slici 63.).

[31] Obveznice su na kraju lipnja 2022. činile 54,1 % ukupne imovine UCITS fondova te 33,1 % ukupne imovine alternativnih investicijskih fondova na kraju 2021. godine.

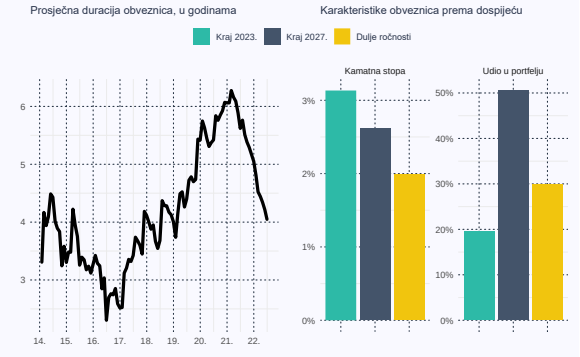
nalaze dalje u budućnosti (slika 65. – desno). Produljenu ročnost obvezničkog portfelja UCITS fondova iz razdoblja niskih prinosa, kada je trajanje povećano za čak 2,9 godina, na ročnost kakva je svojstvena dugoročnijim ulagateljima (od kraja 2016. do kraja 2019.) tijekom 2021. i u prvoj polovici 2022. fondovi su smanjili kako bi ublažili izloženost riziku sve izvjesnijeg rasta kamatnih stopa. Modificirano trajanje obvezničkog portfelja UCITS fondova tako je na kraju lipnja 2022. iznosilo 4 godine (slika 66.).

Slika 65. Obveznice duljih ročnosti snažnije reagiraju na promjenu u uvjetima financiranja



Napomena: Prikazane su obveznice s glavnicom iznosa 100 s kuponom u visini od 5% koji se isplaćuje polugodišnje.
Izvori: Eurostat, Hanfa

Slika 66. U uvjetima rasta kamatnih stopa kratkoročno raste kamatni rizik, ali se istovremeno smanjuje rizik refinanciranja

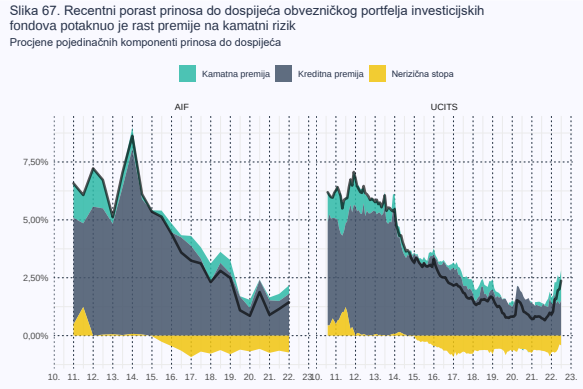


Napomena: Kraj 2023. označuje obveznice koje dospijevaju do 2023., kraj 2027. obveznice koje dospijevaju do kraja 2027., dok dulje ročnosti označavaju obveznice koje dospijevaju nakon 2027. godine.
Izvor: Hanfa

Unatoč takvoj prilagodbi obvezničkog dijela portfelja zahtijevani prinos do dospijeća[32] u uzlaznoj je putanji od kraja 2021. zbog promjene tržišne percepcije u skladu s očekivanjima, što se očituje upravo u rastu kamatne premije (slika 67.), ali i pomaku krivulje prinosa na nerizične eurske obveznice, odnosno rastu nerizične kamatne stope (slika 65. – lijevo).

Prostor za rast prinosa do dospijeća obvezničkog portfelja domaćih investicijskih fondova otvara još uvijek relativno potisnuta premija na kreditni rizik, koja je i dalje na povijesno najnižim razinama. Tržišnu percepciju kreditnog rizika obvezničkog portfelja domaćih UCITS fondova uglavnom determinira kreditni rejting domaćeg fiskusa, koji je dodatno poboljšan i službenom potvrdom o ulasku RH u europodručje. Unatoč tim pozitivnim kretanjima potencijalni skok globalne premije za rizik u narednom razdoblju može se negativno odraziti na tržišnu percepciju kreditnog rizika iako će taj efekt svakako biti manji nego da je RH ostala izvan europodručja.

Slika 67. Recentni porast prinosa do dospijeća obvezničkog portfelja investicijskih fondova potaknuo je rast premije na kamatni rizik



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

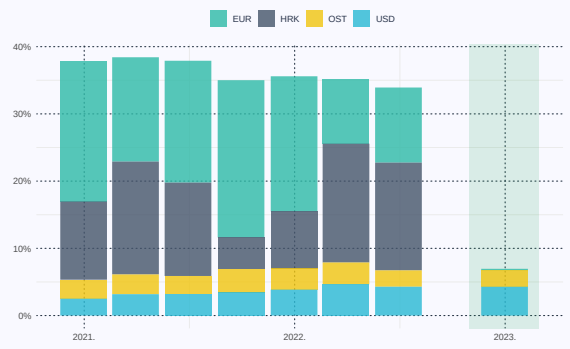
Investicijski fondovi dodatno su kroz smanjenje ročnosti smanjili i rizike reinvestiranja s obzirom na to da petina obvezničkog portfelja dospijeva sljedeće, a čak 50 % do kraja 2027. godine (slika 65.). S njihovim dospijećem izgledno je kako će se ta obveznička ulaganja moći reinvestirati po višim kamatnim stopama i time kompenzirati dio gubitaka zabilježenih početkom 2022. godine.

Ulazak u europodručje donosi značajno smanjenje **valutnog rizika** s obzirom na to da on proizlazi uglavnom iz eurske denominacije cijena udjela ili visoke euriziranosti portfelja domaćih fondova (slika 68.). Iako su domaći UCITS fondovi diversifikacijom portfelja djelomično amortizirali **tržišne rizike** (slika 69.), oni su i dalje na povišenoj razini zbog rastuće

[32] Prinos do dospijeća obveznica, koji se kreće u suprotnom smjeru od tržišnih cijena obveznica, vrlo je važan tržišni indikator koji pruža uvid u opće uvjete financiranja, odnosno razinu kamatnih stopa, ali i percepciju rizičnosti izdavatelja obveznice (više u okviru 1. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično? u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 7).

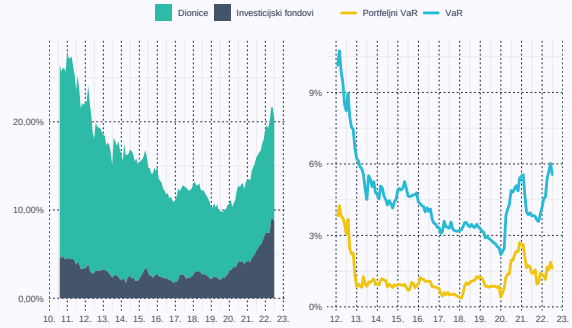
inflacije i očekivanog daljnjeg zaoštravanja monetarne politike, ali i mogućnosti porasta kreditnog rizika u korporativnom sektoru.

Slika 68. Ulazak u europodručje donosi značajno smanjenje valutnog rizika
Otvorena valutna pozicija UCITS 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. Prikazana je procjena otvorene valutne pozicije nakon konverzije na temelju strukture portfelja na kraju lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 69. Skok tržišnog rizika u prvoj polovici 2022. ublažen kroz diversifikaciju portfelja
Procijenjeni gubitak po ulaganjima UCITS fondova u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine

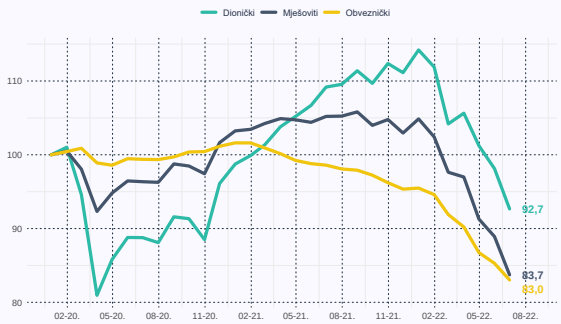


Napomena: Žuta linija označuje procijenjenu porfeljnu rizičnu vrijednost, dok plava linija označuje rizičnu vrijednost individualnih izloženosti procijenjenih na temelju tjednih povrata tijekom pomičnog prozora od godine dana.
Izvor: Hanfa

Prinosi

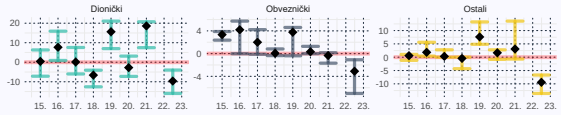
Od početka 2020. do sredine 2022. godine dionički, mješoviti i obveznički UCITS fondovi, uz ubrzani rast opće razine cijena, zabilježili su negativne prinose (slike 70. i 71.). Neizvjesnost koju donosi drugi dio 2022. u pogledu energetske opskrbe, njezina utjecaja na proizvodnju i potrošnju, a time i na ukupnu gospodarsku aktivnost uz rast cijena koji će pratiti i zaoštravanje financijskih uvjeta zadržat će mogućnost daljnjih, pa i izraženijih, korekcija cijena na financijskim tržištima. To će uz neke strukturne ranjivosti domaćih fondova, poput koncentracije i relativne dugoročnosti ulaganja, nastaviti pritiskati prinose fondova, koja je dosad odražavala globalna nepovoljna kretanja (Slika 71.).

Slika 70. Aktualne stope rasta opće razine cijena ugrožavaju profitabilnost domaćih investicijskih fondova
Indeks realne vrijednosti udjela UCITS fondova prema vrsti fonda, 100 = 31.12.2019.

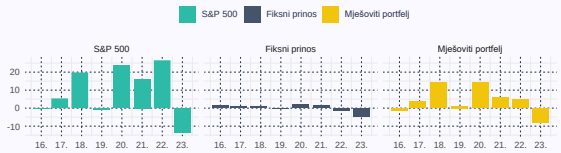


Napomena: Vrijednost indeksa pojedine kategorije predstavlja neto imovinom ponderiranu vrijednost udjela pojedinačnih fondova u uzorku reskaliriranu na početni datum te korigiranu za inflaciju.
Izvor: Hanfa

Slika 71. Investicijski fondovi ostvarivali su konkurentske nominalne prinose u prijašnjim razdobljima, međutim aktualne tržišne nestabilnosti značajno potiskuju njihovu profitabilnost
Medijalne vrijednosti nominalnih godišnjih prinosa UCITS fondova po vrsti fonda, u postotnim bodovima



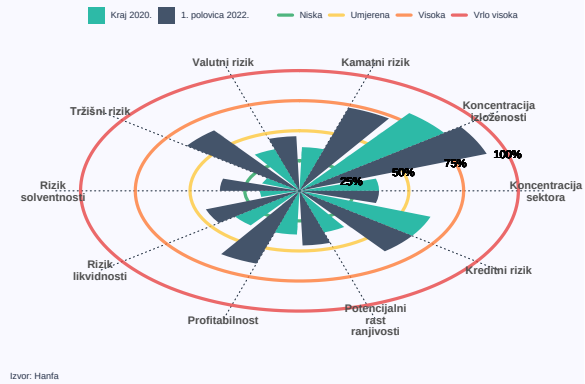
Godišnje stope promjene referentnih tržišnih indeksa, u postotnim bodovima



Napomena: Linijske oznake na gornjoj slici prikazuju interkvartilni raspon prinosa pojedinačnih fondova u uzorku. Posljednji podaci na prikazima pokazuju ostvarenje od početka 2022. godine do kraja lipnja. Fiksni prinos je vrijednost indeksa Bloomberg Euro Aggregate Treasury 3-5 Year, a mješoviti portfelj je vrijednost indeksa Bloomberg US Dynamic Balance Indeks II.
Izvori: Bloomberg, Hanfa

6. Društva za osiguranje

Slika 72. Povećane ranjivosti društava za osiguranje u odnosu na razdoblje prije pandemije



Izvor: Hanfa

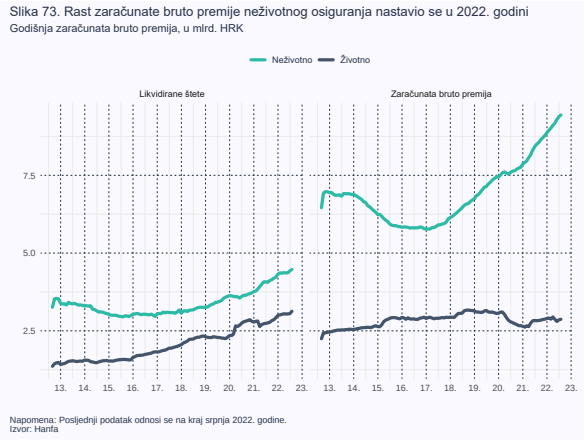
U 2021. sektor osiguranja zabilježio je pozitivna kretanja kroz rast premijskog prihoda i profitabilnosti. Nastavak pozitivnih trendova u osigurateljnom segmentu poslovanja u prvom dijelu 2022. zasjenile su korekcije vrednovanja na financijskim tržištima koje su se negativno odrazile na sveobuhvatnu dobit društava za osiguranje, posebice u segmentu životnih osiguranja. Kreditni rizik kojem su društva za osiguranje izložena zadržan je na umjerenoj razini s obzirom na „tradicionalno" visoku izloženost prema sektoru države, čiji je rejting neposredno pred ulazak u europodručje na najvišoj razini u posljednjih 20 godina. S uvođenjem eura značajno će se smanjiti izloženosti valutnom riziku i potrebni solventni kapital, no uz istodobno smanjenje vlastitih sredstava zbog prelaska na nižu eursku diskontnu krivulju. Solventna pozicija društava bit će stoga blago umanjena, no i dalje na razinama koje omogućavaju stabilnost poslovanja sektora osiguranja u narednim razdobljima.

Ključna ciklička kretanja

Tijekom 2021. nastavljen je oporavak poslovanja sektora osiguranja s obzirom na godišnji rast premijskog prihoda od 11,7 %, pri čemu je gotovo pa dvoznamenkasti rast ostvaren čak i u segmentu životnih osiguranja (9,4 %). Navedeni oporavak životnih osiguranja uslijedio je nakon snažnog pada premijskog prihoda od 13,7 % u 2020. te se on i dalje nalazi na potisnutim razinama (slika 73.). Udio životnih osiguranja u ukupnom premijskom prihodu društava za osiguranje neznatno je smanjen u odnosu na 2020. (24,8 %) te je i dalje značajno manji od europskog prosjeka od 56 %[33], što upućuje na zaključak da su potrebni dodatni napori usmjereni na podizanje svijesti o važnosti i koristima koje pruža životno osiguranje, a koje je u Hrvatskoj dobrim dijelom povezano s bankarskim sektorom i njegovim kreditnim ciklusima.

Slika 73. Rast zaračunate bruto premije neživotnog osiguranja nastavio se u 2022. godini

Godišnja zaračunata bruto premija, u mlrd. HRK



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj srpnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Upravo je pojačana kreditna aktivnost u 2021. zaslužna za rast premijskih prihoda, odnosno broja polica životnog osiguranja, koje se u značajnoj mjeri ugovara putem bankokanala u svojstvu kolaterala za odobrene kredite, a što sektor osiguranja dodatno izlaže rizicima bankarskog poslovanja. Isti trend nastavljen je i u 2022. s obzirom na to da je kod tradicionalnog životnog osiguranja zabilježen rast bruto zaračunate premije od 6,1 % u prvom polugodištu, dok je premija *unit-linked* ugovora narasla za čak 36,7 % u odnosu na kraj 2021. godine (slika 75.), kada su globalna financijska

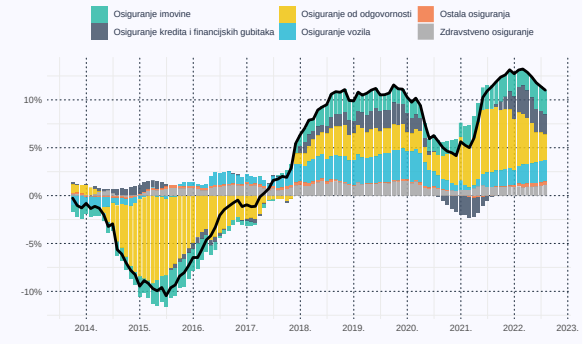
[33] Podatak se odnosi na agregatnu strukturu premija zemalja EGP-a u 2021.

tržišta zabilježila rekordna vrednovanja i rast cijena, što se odrazilo u privlačnosti ugovora o životnom osiguranja s investicijskom komponentnom. Iako su neizvjesnosti na tržištima i dalje visoke uslijed rastućih geopolitičkih i inflatornih pritisaka, u slučaju nastavka razdoblja pojačane stambene kreditne aktivnosti (pod pretpostavkom zadržavanja stope rasta gospodarstva) može se očekivati daljnji rast premije životnih osiguranja.

Istodobno je višegodišnji rast premijskog prihoda neživotnih osiguranja dodatno ubrzan (12,4 %), posebno u segmentu osiguranja kredita (43,6 %). To je prvenstveno potaknuto porastom neizvjesnosti i financijske nestabilnosti nakon početka koronakrize, ali je i nastavak višegodišnjeg trenda tržišnog usvajanja tog proizvoda povezanog s rastom bankovnog kreditiranja. Time je udio te vrste osiguranja u ukupnoj premiji neživotnog osiguranja porastao na 4,2 % na kraju 2021. godine. Gledajući kroz prizmu udjela u ukupnoj premiji neživotnih osiguranja, značajan doprinos rastu došao je od osiguranja imovine, u kojem dominantan dio čini osiguranje od požara i elementarnih šteta i ostala osiguranja imovine. Potresi iz 2020. u Zagrebu i Sisačko-moslavačkoj županiji te rastući troškovi sve učestalijih elementarnih nepogoda stimuliraju rast premije osiguranja imovine jer su ugovori kod predmetnih vrsta osiguranja višegodišnji i u pravilu se sklapaju na razdoblje od pet godina. Uz rast premije osiguranja imovine, snažan doprinos u segmentu neživotnih osiguranja tradicionalno dolazi i od osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila (dalje u tekstu: AO) te osiguranja cestovnih vozila (dalje u tekstu: kasko), koja su u 2021. rasla po dvoznamenkastim stopama (slika 74.). Sve veći broj vozila u prometu te izmjene AO cjenika primarni su razlozi rasta bruto zaračunate premije u predmetnoj vrsti osiguranja.

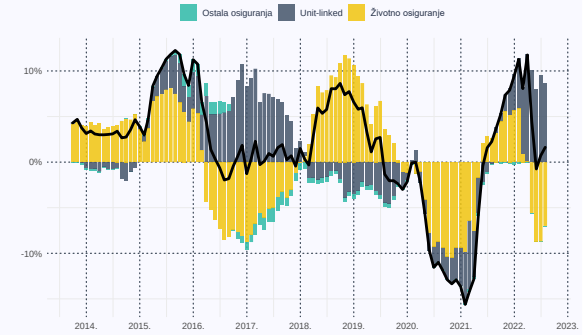
Premijski rast bio je praćen istovjetnim rastom likvidiranih šteta (11,7 %), koje su na kraju 2021. iznosile 7,3 mlrd. HRK. Rast likvidiranih šteta životnih osiguranja (godišnji rast od 7,7 %) posljedica je dozrijevanja portfelja i redovnih isteka ugovora (slika 76.), odnosno nastavka trendova iz prijašnjih razdoblja.

Slika 74. Uz tradicionalno dominantno osiguranje automobila, osiguranje kredita i financijskih gubitaka sve je izražajnija odrednica oporavka premije neživotnog osiguranja početkom 2022. godi
Godišnja promjena zaračunate bruto premije neživotnog osiguranja, u %



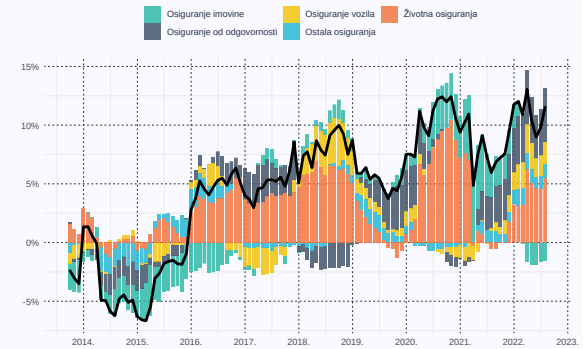
Napomena: Posljednji podatak odnosi se na srpanj 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 75. Zaračunata bruto premija životnog osiguranja ostaje potisnuta u odnosu na pretpandemijske razine
Godišnja promjena zaračunate bruto premije životnog osiguranja, u %



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na srpanj 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 76. Porast isplate šteta u 2022. pod utjecajem autoosiguranja i životnog osiguranja
Godišnja promjena isplaćenih šteta, u %



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na srpanj 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Rast likvidiranih šteta u segmentu neživotnih osiguranja iz prve polovice 2021. nastavljen je i u ostatku godine, što je rezultiralo rastom od 14,6 % na godišnjoj razini (podaci iz 2022. ukazuju na smanjivanje izdataka za likvidirane štete). Najveći doprinos rastu šteta dolazi od AO osiguranja kako zbog rasta broja likvidiranih šteta (12,0 %) tako i zbog rasta cijena rezervnih

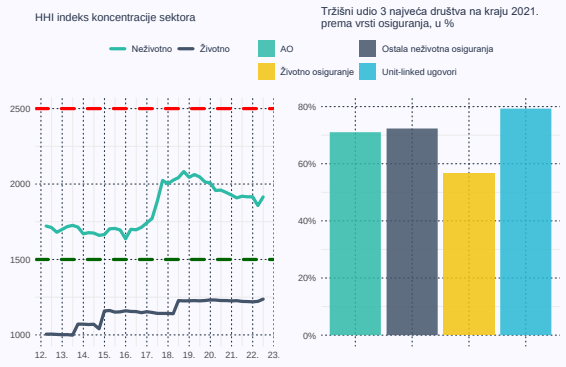
dijelova, koji je dodatno istaknut u 2022. godini. Rast iznosa šteta osiguranja od požara i elementarnih šteta nastavljen je i u 2021., ali uz jasan trend smanjenja broja prijavljenih odštetnih zahtjeva. Odštetni zahtjevi povezani s potresima iz 2020. velikim su dijelom riješeni, pa će na dinamiku broja i visine odštetnih zahtjeva u budućnosti najveći utjecaj imati učestalost i jačina elementarnih nepogoda, koje nažalost postaju sve frekventnije, a predmetna vrsta osiguranja sve relevantnija, čemu u prilog govore i brojne intervencije države bilo kroz sufinanciranje premije osiguranja ili nadoknadu dijela pretrpljene štete.

Strukturna obilježja i rizici

Domaći sektor osiguranja razmjerno je konkurentan na razini ukupnog tržišta, međutim njegovi pojedini segmenti visoko su koncentrirani zbog čega su neka društva sistemski značajna s aspekta pružanja osiguranja od određene vrste rizika. Izrazita koncentracija tržišnog udjela tako je najprisutnija kod obveznog osiguranja od automobilske odgovornosti s obzirom na to da tri najveća društva drže 71 % ukupne premije te vrste osiguranja, a koja pak čini četvrtinu ukupnih premijskih prihoda na razini svih društava. Kod životnog osiguranja navedeni udio iznosi 56,6 %, a kod *unit-linked* ugovora gotovo 80,0 % (slika 77.). Zajedno su ove tri vrste osiguranja su 2021. činile čak 48,8 % ukupne zaračunate bruto premije sektora.

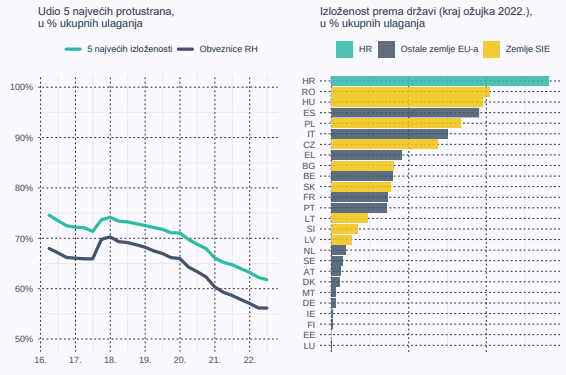
Koncentriranost investicijskog portfelja društava za osiguranje prema pojedinim klasama ulaganja i pojedinim izdavateljima i dalje je visoka, iako je trend diversifikacije prisutan kroz rast vlasničkih investicija te veću usmjerenost na korporativna obveznička izdanja. Razina izloženosti prema pet najvećih izdavatelja (61,4 % ukupnih ulaganja) u velikoj je mjeri uvjetovana razinom izloženosti prema obveznicama RH kao dominantnom vidu ulaganja, koja je na kraju lipnja 2022. iznosila 56,1 % (slika 78.). Time je zastupljenost državnih obveznica RH u portfeljima društava za osiguranje na godišnjoj razini smanjena za gotovo 4 p.b. uz istovremeni rast zastupljenosti korporativnih obveznica (rast od 1,0 p.b. na 4,6 % ukupnih ulaganja) i dionica (rast od 1,0 p.b. na 9,6 % ukupnih ulaganja).

Slika 77. Koncentracija sektora zadržana na umjerenim razinama



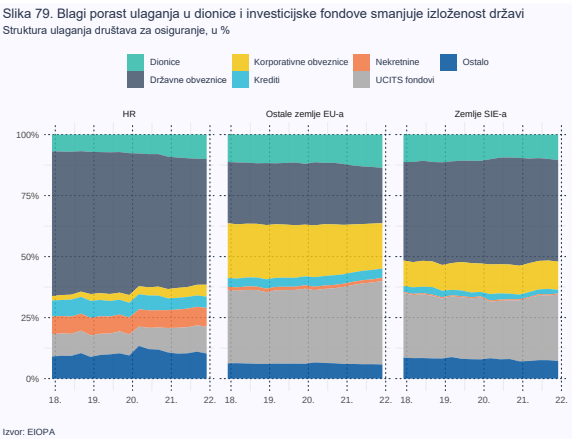
Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima.
Izvori: Hanfa

Slika 78. Rizik koncentracije izloženosti na povišenim razinama, unatoč porastu diversifikacije portfelja u recentnom razdoblju



Izvori: ESB, Hanfa

Slika 79. Blagi porast ulaganja u dionice i investicijske fondove smanjuje izloženost državi



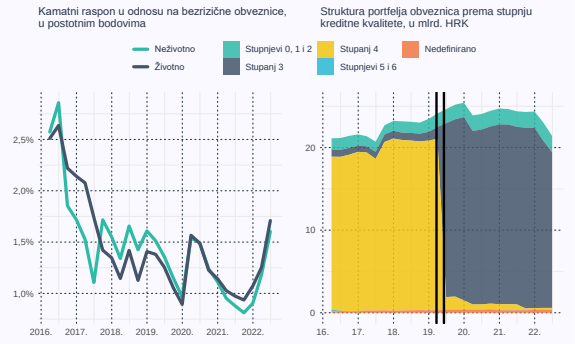
Izvor: EIOPA

Tijekom 2021. povećana su i ulaganja u nekretnine za 0,4 p.b., čime su one na kraju godine činile 7,7 % ukupne imovine društava za osiguranje. Iako nisu dominantna, nekretnine su s aspekta stabilnosti vrlo značajna kategorija ulaganja s obzirom na to da njihova procikličnost i potencijalna precijenjenost u okružju zaoštravanja uvjeta financiranja može naglasiti postojeće tržišne rizike, a u slučaju

njihove materijalizacije može imati i negativan utjecaj na vrijednost imovine te kapitaliziranost društava za osiguranje (više u okviru Tržište financijskih usluga kao izvor sistemskih rizika, u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 2.).

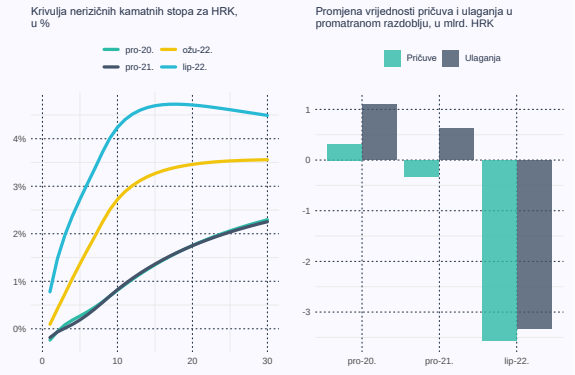
Kreditni rizik kojem su izložena društva za osiguranje u Hrvatskoj zadržan je na umjerenoj razini (slika 80.) s obzirom na „tradicionalno" visoku izloženost prema sektoru države, a čiji je rejting uoči skorog ulaska u europodručje na najvišoj razini u posljednjih 20 godina. Međutim, trenutačna povoljna kreditna percepcija podložna je promjeni uslijed mogućeg iznenadnog pogoršanja globalne premije rizika u postojećim uvjetima povišene globalne ekonomske i geopolitičke neizvjesnosti, koja može imati destabilizirajući utjecaj na financijska tržišta, a posljedično i na domaći sektor osiguranja.

Slika 80. 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 81. Porast kamatnih, odnosno diskontnih stopa ima snažan utjecaj na smanjenje vrijednosti imovine i obveza osiguravatelja



Izvori: EIOPA, Hanfa

Uz kreditni rizik, visoko zastupljena državna obveznička ulaganja značajno izlažu sektor osiguranja i kamatnom riziku, a koji se s monetarnim zaoštravanjem u 2022. dijelom i materijalizirao. Zaokret u monetarnoj politici središnjih banaka kroz podizanje referentnih kamatnih stopa (prvi puta nakon više od 15 godina), kao odgovor na ubrzanu inflaciju, doveo je do značajnog porasta krivulje nerizične kamatne stope (slika 81.). Skok prinosa na državne obveznice negativno je utjecao na vrijednost ulaganja društava za osiguranje. Ulaganja u državne obveznice na kraju lipnja 2022. smanjena su za čak 12,9 % u odnosu na kraj prethodne godine. Taj bi efekt bio i veći da društva za osiguranje tijekom 2021. i 2022. nisu skraćivala ročnost svojih obveznička ulaganja (slika 82.). Istodobni efekt na pasivu društava za osiguranje kroz veći diskontni faktor bio je znatno blaži te su se obveze smanjile za 7,8 % u odnosu na kraj prethodne godine, ističući ukupan negativan neto efekt rasta kamatnih stopa na bilance društava.

Iako su društva za osiguranje skraćivala ročnost svojih ulaganja od kraja 2020., recentni porast kamatnih stopa povećao je njihovu izloženost kamatnom riziku. No učinci rasta kamatnih stopa ne djeluju jednako na segment životnog odnosno neživotnog osiguranja. Za razliku od većine financijskih institucija, poslovanje društava za životno osiguranje u pozitivnoj je relaciji s rastom kamatnih stopa. Glavni je razlog tome činjenica da društva za životno osiguranje u velikoj mjeri premije osiguranika investiraju u dugoročne državne obveznice (ročnost obaveza ovih društava na kraju lipnja 2022. bila je tek za 2,9 godina dulja od ročnosti imovine (slika 82.)), pa promjena kamatnih stopa kao diskontnog faktora novčanih tokova u podjednakoj mjeri utječe na obje strane njihove bilance. Pored toga, rast kamatnih stopa srednjoročno kroz rast obveznickih kupona pozitivno utječe na kamatne prihode društava za životno osiguranje, ali samo u uvjetima pozitivnih realnih kamatnih stopa.

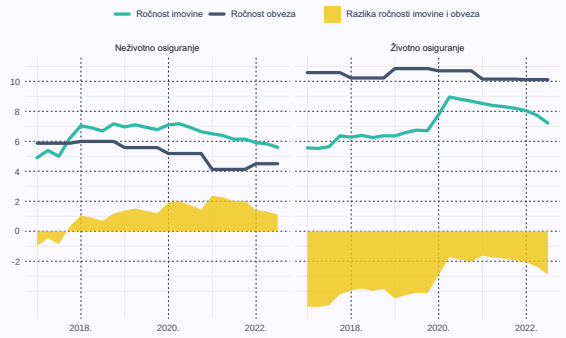
S druge strane, inflatorni pritisci i rast kamatnih stopa u kratkom roku imaju negativan utjecaj na bilancu društava za neživotno osiguranje zbog

relativno dulje ročnosti imovine od obaveza. Stoga ta društva mogu očekivati relativno slabije smanjenje troškova kroz pad iznosa odštetnih zahtjeva ili čak i njihov rast kroz više troškove popravaka i rezervnih dijelova, u odnosu na pad vrijednosti njihovih obveznićkih ulaganja.

Ako se trenutačno povišeni inflatorni pritisci, geopolitičke nestabilnosti i prekidi u globalnim opskrbnim lancima uzrokovani pandemijom nastave, moguć je nastup scenarija s dugoročnijom povišenom inflacijom i niskim (ili čak negativnim) gospodarskim rastom. Međutim, trenutačne analize sugeriraju da je i u slučaju materijalizacije sistemskog šoka i zamjetnijeg rasta prinosa na dugoročne državne obveznice, izloženost društava za osiguranje kamatnom riziku podnošljiva s aspekta stabilnosti kapitala jer bi višak imovine nad obvezama na razini sustava i dalje bio na razinama koje osiguravaju stabilnost te koje su znatno više od regulatornih minimuma, čak i nakon nepovoljnog utjecaja koji će prelazak na euro i povezanu referentnu diskontnu krivulju imati na solventnu poziciju društva (više u poglavlju 9. Testiranje otpornosti na stres).

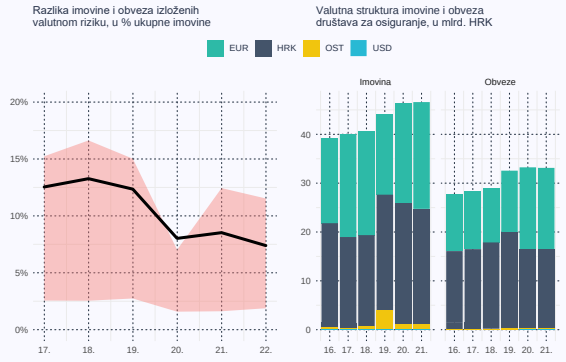
Kao i kod drugih financijskih institucija, glavna će se prednost uvođenja eura kod društava za osiguranje ogledati u značajnom smanjenju njihove izloženosti valutnom riziku, što će se odraziti u manjim potrebama za solventnim kapitalom. Naime, tijekom 2021. neto otvorena devizna pozicija blago je povećana u odnosu na kraj 2020. te je iznosila oko 7,4 % neto imovine (slika 83.), a s obzirom na to da je velik dio devizne imovine i obveza društava za osiguranje upravo denominiran u euru (48,2 % na kraju 2021.) ulazak u europodručje ovaj će rizik u bitnoj mjeri reducirati. To će, uz smanjenje kapitalnog zahtjeva za kamatni rizik te rizik razlike i koncentracije, dovesti do smanjenja ukupnog zahtjeva za potrebni solventni kapital (SCR omjera) jer će društva svoje obaveze istodobno morati diskontirati po nižoj nerizičnoj krivulji za euro pa će posljedično biti smanjena i vlastita sredstva.

Slika 82. Izloženost osiguranja kamatnom riziku proporcionalno se smanjuje s padom ročne neusklađenosti bilance
Pokazatelji preostale ročnosti imovine i obveza društava za osiguranje, u godinama



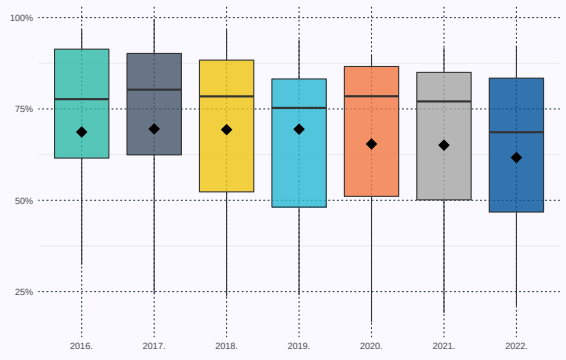
Napomena: Prikazana je ročnost stavki imovine s definiranim dospijećem, odnosno obveznice, zajmovi i strukturirani papiri.
Izvor: Hanfa

Slika 83. Izloženost valutnom riziku zadržana na relativno nižim razinama u odnosu na pretkrizno razdoblje



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

Slika 84. Visoka likvidnost jača otpornost osiguratelja na potencijalne kratkotrajne šokove
Omjer likvidne i ukupne imovine, u %



Napomena: Točka označuje vrijednost indikatora za cjelokupni sustav. Podatak za 2022. prikazuje stanje na kraju lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

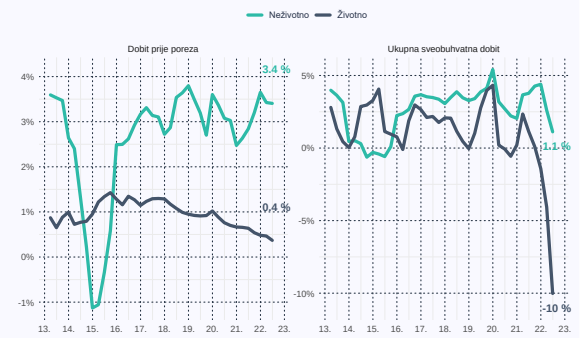
U okruženju niskih kamatnih stopa, kao posljedica potrage za prinosom, likvidnost na razini sektora kontinuirano je smanjivana, osim kroz smanjenje izloženosti domaćim dužničkim instrumentima i kroz rast ulaganja u manje likvidne instrumente. Medijalni omjer likvidne imovine društava za osiguranje na kraju 2021. iznosio je 65,1 %, a krajem lipnja 2022. dodatno je smanjen na 61,7 %. Iako su društva za osiguranje iz Hrvatske na razini sustava likvidnija od prosjeka društava na europskoj razini, udio likvidne imovine pojedinih društava iz Hrvatske kreće se na razini

manjoj od 30 % što ih čini ranjivima na potencijalne likvidnosne pritiske (slika 84.).

Profitabilnost i kapitaliziranost

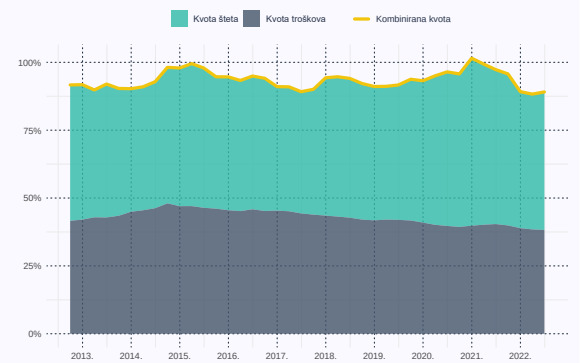
Nakon pada profitabilnosti u oba segmenta poslovanja u 2020., 2021. je obilježio rast profitabilnosti društava za neživotno osiguranje te stagnacija u segmentu životnog osiguranja. Još uvijek niske kamatne stope tijekom 2021. zadržale su profitabilnost društava za životno osiguranje na povijesno niskim razinama pa je povrat na prosječnu imovinu iznosio tek 0,5 %, što je najniža zabilježena razina u proteklih 9 godina (slika 85.). S druge strane, oporavak profitabilnosti neživotnog dijela poslovanja koji je započeo početkom 2021. nastavljen je u ostatku godine pa je u 2021. ostvarena rekordna profitabilnost u posljednjih desetak godina (povrat na prosječnu imovinu iznosio je 3,7 %).

Slika 85. Nepovoljna tržišna kretanja snažno su se odrazila na ukupnu sveobuhvatnu dobit, posebice u segmentu životnih osiguranja
Povrat na prosječnu imovinu, u %



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

Slika 86. Značajno smanjenje kombinirane kvote pod utjecajem smanjenja kvote šteta
Kombinirana bruto kvota neživotnog osiguranja, u % zarađenih premija



Izvor: Hanfa

Rastu profitabilnosti najviše je doprinio kontinuirani rast premija osiguranja (godišnji porast od 12,4 %) te godišnji rast prihoda od ulaganja od 12,5 %. Slabiji porast šteta u dijelu neživotnih osiguranja u odnosu na premijski prihod osjetno je smanjio bruto kombiniranu kvotu koja je krajem godine iznosila svega 89,2 %. Trend smanjenja nastavljen je do kraja lipnja 2022. godine (slika 86.), a istodobno se nisu značajnije promijenili ni ostali pokazatelji profitabilnosti u oba segmenta poslovanja u odnosu na kraj prethodne godine. Međutim, ako trenutačni inflatorni pritisci i geopolitičke nestabilnosti poprime dugoročniji karakter, mogući su potpuno drugačiji trendovi.

Porast kamatnih stopa koji je nastupio kao odgovor na rastuću inflaciju umanjio je sveobuhvatnu dobit društava za osiguranje, prvenstveno kroz smanjenje vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju od 2,9 mlrd. HRK u prvoj polovici 2022., od čega se čak 78 % odnosilo na životna osiguranja. S potencijalnim daljnjim zaoštravanjem uvjeta financiranja, utjecaj na profitabilnost društava za osiguranje u narednom razdoblju mogao bi biti i osjetniji. Na društva za životno osiguranje porast kamatnih stopa srednjoročno ima pozitivan učinak, poglavito kroz rast privlačnosti polica i potencijalno povećanje premija, ali i prihoda od ulaganja, koji su u okruženju niskih kamatnih stopa bili značajno potisnuti. Međutim kratkoročni efekt rasta kamatnih stopa izrazito nepovoljno djeluje na sveobuhvatnu dobit društava za osiguranje života kroz smanjenje imovine koja se vrednuje po tržišnim cijenama, a na temelju koje je godišnji povrat na prosječnu imovinu na kraju lipnja 2022. iznosio čak -10 %. S druge strane, na profitabilnost društva za neživotno osiguranje relativno veći značaj od prihoda od ulaganja ima operativna profitabilnost na temelju zarada od premija. Iako su se nepovoljna tržišna kretanja odrazila na poslovanje i neživotnih osiguranja, oni su prvu polovicu 2022. zatvorili sa tek blagim negativnim rezultatom sveobuhvatne dobiti od -93,4 mil. HRK.

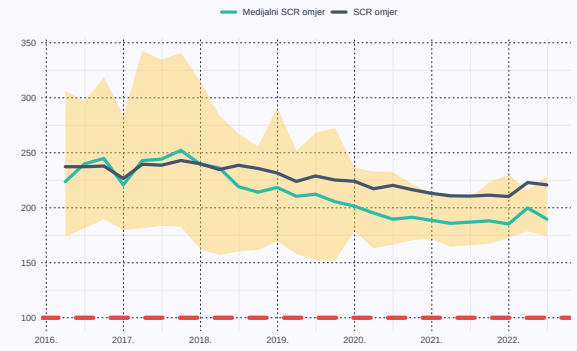
Trend smanjenja kapitaliziranosti sektora osiguranja nastavljen je i tijekom 2021., no unatoč tome kapitalni su amortizeri i dalje visoki te

omogućavaju da ulaskom u europodručje i prelaskom na nižu krivulju prinosa, koja će dodatno nagristi solventnost, stabilnost poslovanja sektora osiguranja na agregatnoj razini ne bude ugrožena. Tijekom 2021. rast kapitalnih zahtjeva bio je veći od povećanja vlastitih sredstava pa je SCR omjer na godišnjoj razini smanjen za 3 p.b., što je ipak manje nego prethodne godine (slika 87.). SCR omjer na razini sustava tako je i dalje iznosio visokih 211,6 %.

Normalizacija monetarnih uvjeta i rast kamatnih stopa u 2022. su kroz pomicanje diskontnih krivulja na više povećali i SCR omjer za čak 10,9 p.b., pa je on na kraju lipnja iznosio 222,5 %. Naime, s porastom diskontnih kamatnih stopa (nerizična kamatna stopa – RFR) smanjena je vrijednost obveza društava za osiguranje, koja je neutralizirala smanjenje vrijednosti njihovih ulaganja, povećavajući tako vlastita sredstva odnosno SCR omjer (slika 88.). Konkretnije, ukupne obveze smanjene su za 2,6 mlrd. kuna (7,8 %), dok je na aktivnoj strani bilance ukupna vrijednost imovine istovremeno smanjena za 2,3 mlrd. kuna (5,0 %).

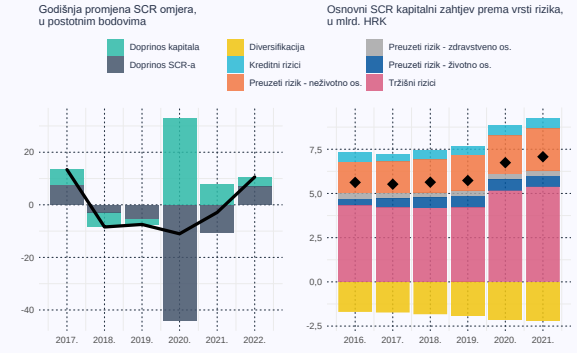
Recentno poboljšanje kapitaliziranosti sektora osiguranja iznimno je bitno s obzirom na značajne strukturne promjene koje će nastupiti početkom 2023. godine. Uvođenje eura imat će negativan utjecaj na SCR omjer, pogotovo kod društava za životno osiguranje. Prelazak na euro kao službenu valutu utjecat će na smanjenje iznosa kako vlastitih sredstava tako i samog kapitalnog zahtjeva SCR-a (prvenstveno najzastupljenijeg modula tržišnih rizika). S obzirom na to da će pritom očekivani pad vlastitih sredstava ipak biti relativno naglašeniji, u konačnici će se blago smanjiti i kapitaliziranost sektora. Rezultati analize uvođenja eura pokazuju relativno mali učinak na SCR omjer kod kompozitnih društava i društava za neživotno osiguranje, dok bi smanjenje SCR omjera kod društava za životno osiguranje na razini tržišta moglo biti veće od 30 p.b. Naime, društva za životno osiguranje karakterizira duža ročnost njihovih obveza, čije će tehničke pričuve uvođenjem nerizične kamatne stope za euro relativno snažnije porasti, umanjujući time implicitno vlastita sredstva, a u konačnici i SCR omjer.

Slika 87. 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

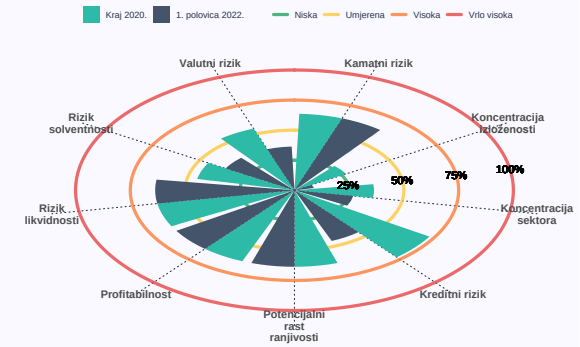
Slika 88. Rast kamatnih stopa kroz smanjenje bilance osiguratelja povećao pokazatelj kapitaliziranosti u prvoj polovici 2022. godine



Napomena: Istaknuta linija na lijevom grafikonu označuje postotnu promjenu SCR omjera, pri čemu se podatak za 2022. odnosi na prvu polovicu godine. Istaknuta oznaka na desnom grafikonu označuje neto vrijednost osnovnog SCR kapitalnog zahtjeva.
Izvor: Hanfa

7. Leasing društva

Slika 89. Profitabilnost leasing društava pod povećanim pritiskom kreditnog rizika
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru leasing društava, u %



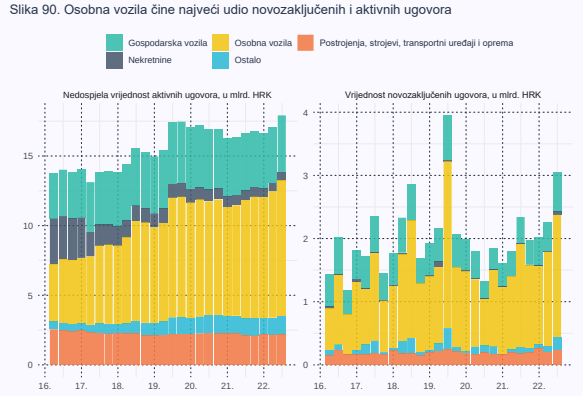
Izvor: Hanfa

Nakon pandemijske 2020. i mjera koje su leasing društva poduzela prema svojim klijentima s ciljem olakšanja posljedica ekonomske situacije, 2021. i 2022. leasing poslovanje u svom obujmu i profitabilnosti snažno se opravilo. Posljedica je to vrlo dobrih rezultata turističkog sektora s kojim je direktno ili indirektno povezan značajan dio leasing ugovora pa je i izloženost kreditnom riziku značajno smanjena. No u okruženju rastućih kamatnih stopa neto kamatna marža i profitabilnost leasing društava mogla bi s obzirom na izraženu ročnu neusklađenost imovine i obaveza biti pod određenim pritiscima.

Ključna ciklička kretanja

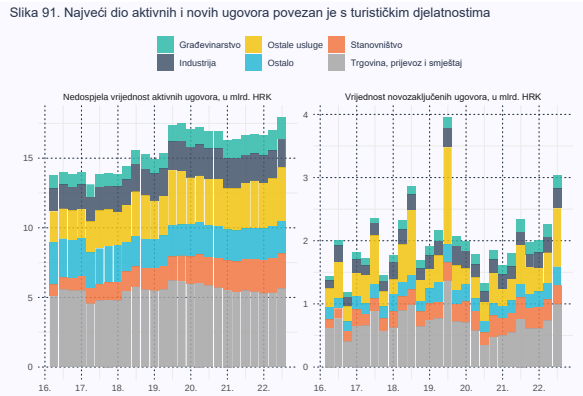
Nakon što je pandemijska 2020. značajno utjecala na poslovanje leasing društava, posebno u pogledu novih poslova, leasing poslovanje se u 2021. godini oporavilo te gotovo vratilo na pretpandemijske razine. Negativni efekti zatvaranja gospodarstva na korporativni sektor premošćeni su uvođenjem mjera i preporuka za ublažavanje negativnih posljedica izvanrednih događaja i u pogledu leasing poslova. Apsorbiranje dijela ovog šoka omogućilo je uredno servisiranje velikog broja ugovora već sljedeće godine i razmjerno brz oporavak poslovanja i profitabilnosti leasing društava. Tako je ukupna imovina leasing društava na kraju drugog tromjesečja 2022. iznosila 21,6 mlrd. kuna, što je 8,9 % više u odnosu na kraj 2020., vrativši se time na pretpandemijske razine. Istodobno je vrijednost aktivnih ugovora na kraju lipnja 2022. bila za 10,3 % viša u odnosu na kraj 2020.

Slika 90. Osobna vozila čine najveći udio novozaključenih i aktivnih ugovora



Napomena: Posljednji podatak za 2022. odnosi se na drugo tromjesečje 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 91. Najveći dio aktivnih i novih ugovora povezan je s turističkim djelatnostima

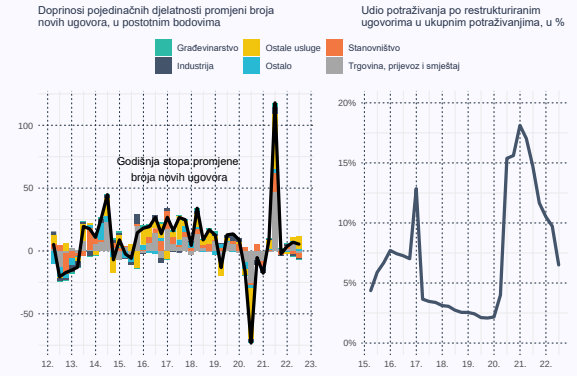


Napomena: Posljednji podatak za 2021. odnosi se na drugo tromjesečje 2021. godine.
Izvor: Hanfa

Oporavak na tržištu leasinga u 2021. praćen je rastom broja i vrijednosti novozaključenih ugovora, smanjenjem broja aktivnih reprograma i smanjenjem potraživanja po restrukturiranim ugovorima. Krajem lipnja 2021. počeo je ubrzani rast novozaključenih ugovora koji se nastavio i početkom 2022. godine. Tako je na kraju lipnja 2022. godišnja stopa rasta broja novozaključenih ugovora bila gotovo 5,5 %, dok je istodobno još značajniji bio porast njihove vrijednosti za 30,2 % s obzirom na značajan rast cijena vozila koji su dominantni objekt leasinga. Porast je većinom generiran u segmentu financijskog leasinga (rast broja ugovora za 7,8 %, odnosno njihove vrijednosti za 34,8 %, u odnosu na lipanj 2021.

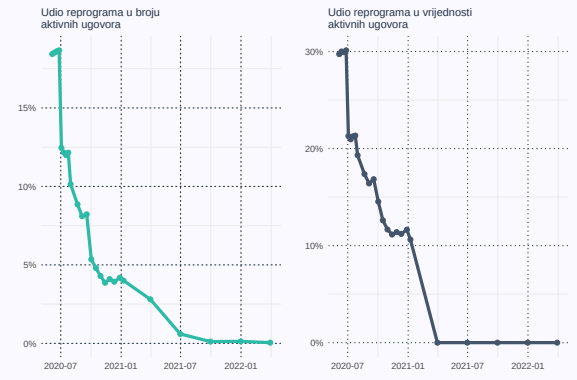
godine), dok je financiranje u segmentu operativnog leasinga blago povećano u odnosu na lipanj 2021. (povećanje broja ugovora za 0,8 %, a njihove vrijednosti za 4,7 %). Rast se najviše očitovao u financiranju nabave vozila (83,4 % vrijednosti novozaključenih ugovora), pri čemu su relativno više financirana vozila za pružanje turističkih i s njima povezanih usluga[34] (najma vozila i plovila te putnički prijevoz), što reflektira oporavak turističkih aktivnosti nakon 2020. godine.

Slika 92. Ubrzan rast novozaključenih ugovora i pad restrukturiranih ugovora



Napomena: Posljednji podatak za 2022. odnosi se na drugo tromjesečje 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 93. Nakon ublažavanja pandemije reprogrami se vraćaju na niske razine



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

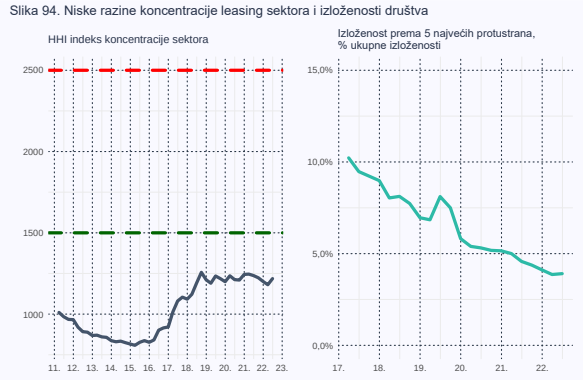
Oporavak nije vidljiv samo u rastu broja i vrijednosti novozaključenih ugovora, već i u dodatnom smanjenju interesa za restrukturiranje postojećih ugovora te smanjenju broja i vrijednosti aktivnih reprograma (slike 92. i 93.). Udio reprograma u ukupnom broju i vrijednosti aktivnih ugovora smanjen je do sredine 2022. za preko 98 % u odnosu na kraj 2020., čime su oni pali na razinu od ispod 1 %, odražavajući smanjenu potrebu klijenata za olakšavanjem servisiranja ugovornih obaveza u okolnostima snažnog gospodarskog rasta.

Snažan rast cijena od sredine 2021. do kraja lipnja 2022. nije se značajnije odrazio na poslovanje leasing društava s obzirom na to da nije umanjio potražnju za financiranjem putem leasinga, pri čemu su pokazatelji kreditnog rizika zadržani na vrlo niskim razinama. Tome je pridonijela uspješna turistička sezona i općenito snažan oporavak gospodarstva koji do kraja lipnja 2022. nije usporio rast ulaznih troškova. Međutim, indirektni efekti inflacije na poslovanje leasing društava kroz rast kamatnih stopa mogli bi se u budućem periodu reflektirati na obujam i profitabilnost poslovanja kroz moguće poteškoće urednog serviranja povećanih obaveza dijela klijenata, ali i djelomično smanjenje postojeće kamatne marže.

Strukturna obilježja i rizici

Mjere kojima su leasing društva svojim klijentima olakšala podnošenje negativnih posljedica zatvaranja gospodarstva i smanjene aktivnosti u 2020., posebno putničkog prijevoza, iako su umanjile profitabilnost društava, nisu ugrozile kontinuitet njihova poslovanja. Broj leasing društava u 2021. ostao je isti kao i prethodne godine pa s obzirom na njihove razmjerno stabilne tržišne udjele, koncentracija na tržištu leasinga nije izražena.

Slika 94. Niske razine koncentracije leasing sektora i izloženosti društva

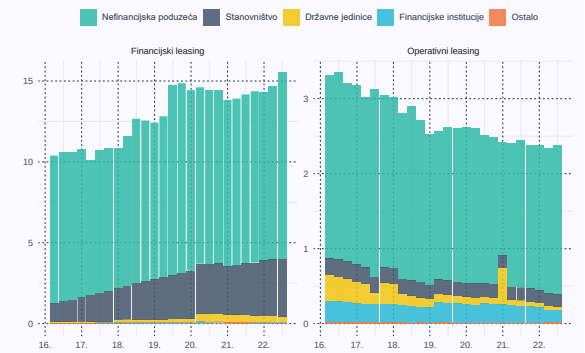


Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranima. U slučaju fondova, koncentracija je prikazana na temelju strukture sektora prema društvima za upravljanje fondova. Podatak za 2022. odnosi se na drugo tromjesečje 2022. godine.
Izvor: Hanfa

[34] Broj novozaključenih ugovora povezanih s turističkim djelatnostima (djelatnosti trgovine, prijevoza i pružanja smještaja) iznosio je 30 % ukupnog broja novih ugovora te 32 % vrijednosti novozaključenih ugovora u razdoblju od 1.1. do 30.6.2022. godine.

Portfelj leasing društava razmjerno koncentriran prema turističkim djelatnostima u uvjetima rasta privredne aktivnosti i snažne turističke potražnje poboljšao je pokazatelje njihova poslovanja. Iako je koncentracija izloženosti prema pojedinim primateljima leasinga niska i u padu (pet najvećih klijenata krajem 2021. činilo je svega 4,11 % ukupne izloženosti, odnosno 3,91 % u lipnju 2022.), leasing poslovanje razmjerno je koncentrirano prema gospodarskoj djelatnosti primatelja leasinga (trgovina, prijevoz i smještaj čine 31,4 % portfelja). Iz ovako strukturiranog portfelja proizlazi visoka ovisnost i koreliranost leasing poslovanja s cikličkim kretanjima u turističkom sektoru, a što se upravo pokazalo tijekom „loše" 2020., odnosno „dobre" 2021. godine.

Slika 95. Visoka izloženost kreditnom riziku leasing poslovanja u korporativnom sektoru
Struktura aktivnih ugovora prema sektoru i vrsti leasinga, u mlrd. HRK



Napomena: Posljednji podatak za 2022. odnosi se na drugo tromjesečje 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 96. Vidljiva povezanost između uspješnosti sektora turizma i vrijednosti novih leasing ugovora

Izvori: DZS, Hanfa

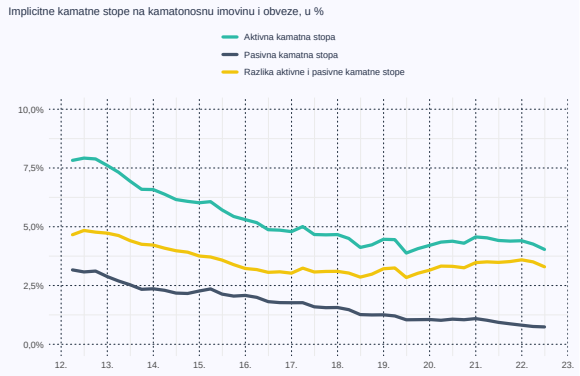
Najizraženiji rizik kojem su leasing društva izložena u narednom razdoblju s obzirom na započetu dinamiku podizanja referentnih kamatnih stopa i zaoštravanja uvjeta financiranja je kamatni rizik te u manjem dijelu i kamatno inducirani kreditni rizik, čija materijalizacija bi mogla umanjiti profitabilnost leasing poslovanja. Povećanje referentnih kamatnih stopa moglo bi se odraziti na povećanje troškova financiranja leasing društava koji su se kontinuirano smanjivali od 2015. povećavajući ujedno kamatnu maržu (slika 97.). Relativna stabilnost izvora financiranja, koja se očituje u visokom udjelu unutargrupnog financiranja (90,4 % u ukupnim izvorima financiranja leasing društava na kraju 2021. čine krediti od matičnih banaka) uz nepromjenjivu kamatnu stopu, mogla bi kratkoročno kompenzirati izvjestan rast kamatnih troškova. Navedena stabilnost izvora financiranja dodatno je naglašena u kontekstu relativno nepromjenjive kamatne strukture svih plasmana na aktivnoj strani bilance leasing društava, gdje je 70,3 % ukupnih plasmana na kraju 2021. odobreno uz fiksnu kamatnu stopu (slika 98.). Takva kamatna struktura plasmana limitira mogućnost materijalizacije kamatno induciranog kreditnog rizika, pri čemu je u dijelu plasmana odobrenih uz promjenjivu kamatnu stopu najveći dio vezan uz kretanje Euribora uz mogućnost promjene kamatne stope u razmjerno kratkom roku do 3 mjeseca.

Kreditni rizik kojem su leasing društva bila izložena s pandemijskim zatvaranjem gospodarstva i prekidom normalnog poslovanja dijela primatelja leasinga, znatno je smanjen tijekom 2021. Udio neprihodonosnih potraživanja u ukupnima krajem 2021. iznosio je 2,7 %, što je za 2 p.b. niže od pretkriznog razdoblja (slika 99.). Pokrivenost neprihodonosnih plasmana rezervacijama je istekom donesenih mjera i nadzornih preporuka povezanih s odobravanjem moratorija[35] prethodno urednim klijentima i nastavka njihova urednog servisiranja krajem 2021. također vraćena na razmjerno visoke

[35] Hanfa je izdala dodatne preporuke leasing društvima s ciljem olakšanja otplate leasinga. (poveznica)

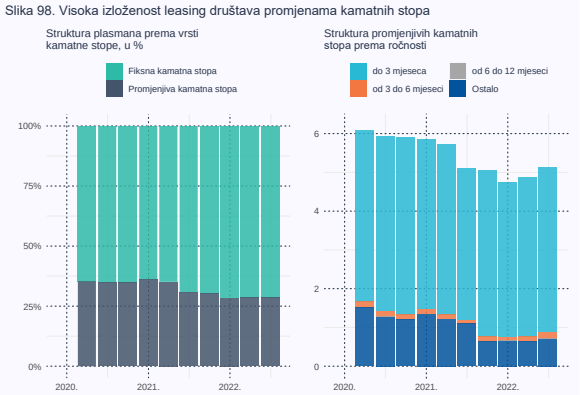
pretkrizne razine. Pokrivenost se početkom 2022. smanjila zbog nižih rezervacija za postojeće neprihodonosne ugovore, ali i blagog rasta takvih ugovora (za 8,8 %) u odnosu na kraj 2021. godine. Unatoč tome, pokrivenost neprihodonosnih plasmana leasing društava na kraju lipnja zadržana je na visokoj razini od 70,7 %.

Slika 97. Kamatne stope trenutačno su na stabilnim razinama



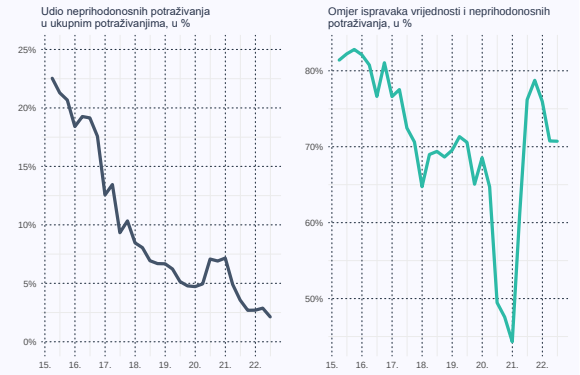
Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 98. Visoka izloženost leasing društava promjenama kamatnih stopa



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

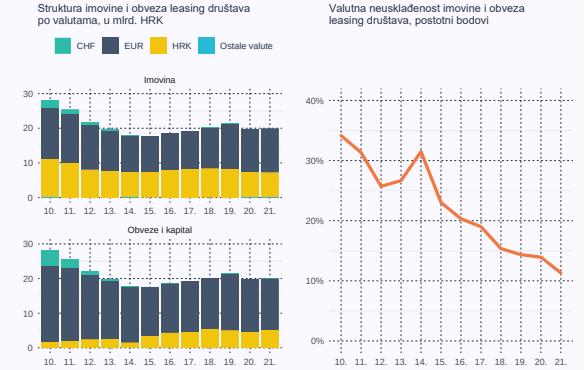
Slika 99. Trend pada kreditnog rizika za leasing društva zaustavljen je krajem 2021. godine



Napomena: Posljednji podatak za 2022. odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

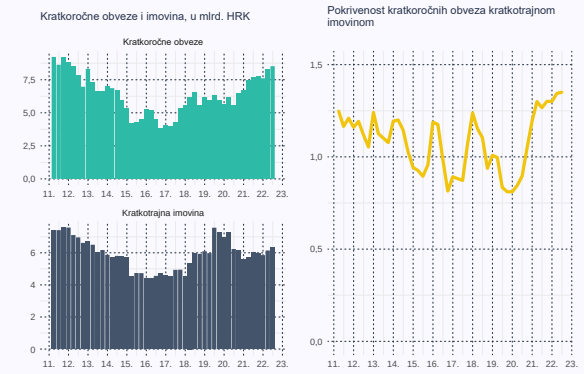
Izloženost leasing društava valutnom riziku na niskim je razinama i u kontinuiranom opadanju, a s usvajanjem eura kao službene valute početkom 2023. taj će rizik gotovo u cijelosti nestati s obzirom na to da je uz kunu euro jedina druga valuta zastupljena u bilancama leasing društava (slika 100.). Valutna neusklađenost imovine i obveza leasing društava na kraju 2021. bila je na najnižim razinama u posljednjih deset godina (11,3 %).

Slika 100. Izloženost valutnom riziku nastavlja se smanjivati u 2021.



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

Slika 101. Likvidnost leasing društava oslabljena u pandemijskom razdoblju



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

Relativno dulje preostalo dospijeće imovine u odnosu na dospijeće obaveza izlaže leasing društva riziku likvidnosti, iako on nije izražen uzevši u obzir razmjernu stabilnost kreditnih obaveza koje dominiraju u pasivi. Značajnije je to što ovakva ročna neusklađenost imovine i obaveza u uvjetima rasta troškova financiranja i dominacije fiksnih kamatnih uvjeta u ugovorima o leasingu dodatno naglašava kamatni rizik kojem su leasing društva izložena. Daljnje skraćivanje ročnosti obaveza izgledno je i u narednom razdoblju upravo s obzirom na još uvijek povišenu neizvjesnost vezanu uz inflatornu dinamiku i posljedičnu monetarnu reakciju. Tako imovina sa srednjoročnim dospijećem od 1 do 3 godine krajem 2021. čini 40 % ukupne aktive, dok je na strani pasive gotovo isti udio obaveza koje

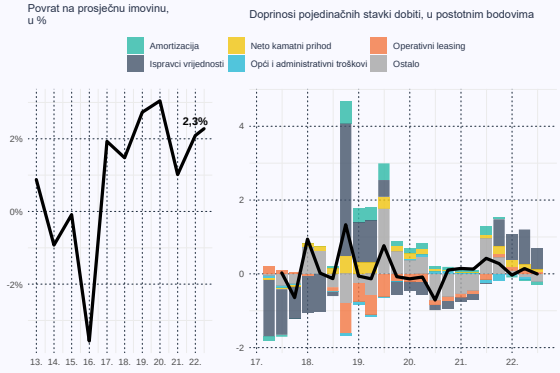
dospijevaju tijekom godine dana. To se očituje i u indikatoru tekuće likvidnosti čiji rast od 2020. ukazuje na blago povećanje rizika likvidnosti u bilancama leasing društava.

Profitabilnost i kapitaliziranost

Gospodarski opravak u 2021. i prvom dijelu 2022. povećao je i profitabilnost leasing društava iako je ona i dalje ispod pretkriznih razina. Daljnji rast profitabilnosti limitiran je postojećom kamatnom i ročnom strukturom bilance društava pa će u okolnostima rasta kamatnih stopa u kratkom roku profitabilnost možda biti smanjena, čak i bez materijalizacije kreditnog rizika. Rast obujma leasing poslovanja u 2021. kroz nove poslove te uredno servisiranje ugovora koji su bili pod moratorijem pandemijske 2020. povećali su povrat na prosječnu imovinu leasing društava na kraju 2021. za 1,1 p.b. u odnosu na godinu ranije. Rast profitabilnosti nastavljen je i u prvom dijelu 2022. pod utjecajem smanjenih ispravaka vrijednosti i povećanja neto kamatnih prihoda te prihoda od operativnog leasinga. Posljedično je povrat na prosječnu imovinu na kraju lipnja 2022. bio na razini od 2,3 % (slika 102.).

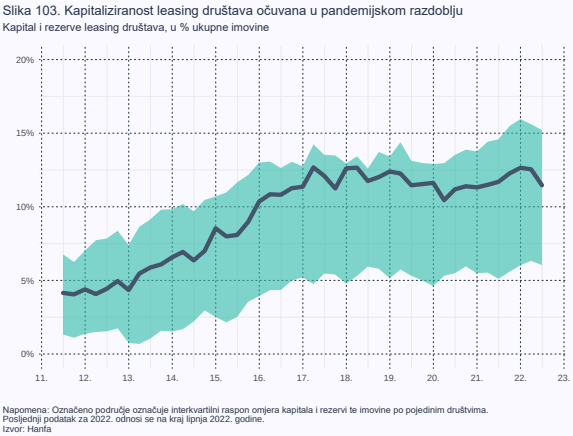
Dobri rezultati poslovanja u 2021. dodatno su povećali kapitaliziranost leasing društava, mjerenu udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, koja je krajem 2021. dosegnula 12,6 %. Tijekom prvog polugodišta 2022. kapitaliziranost je zbog snažnog rasta imovine u prvoj polovici godine blago smanjena te je na kraju lipnja 2022. iznosila 11,5 %, što je za 0,2 p.b. manje u odnosu na pretkriznu razinu s kraja 2019. godine. Recentno povećanje zaliha kapitaliziranosti dodatno osigurava stabilnost sektora leasing društava, čak i u slučaju materijalizacije malo vjerojatnog makroekonomskog šoka koji se nepovoljno odrazio na poslovanje društava (više u poglavlju 9. Testiranje otpornosti na stres).

Slika 102. Profitabilnost leasing društava smanjena nakon izbijanja pandemije



Napomena: Istaknuta brojčana oznaka označava povrat na prosječnu imovinu u lipnju 2022.godine.
Izvor: Hanfa

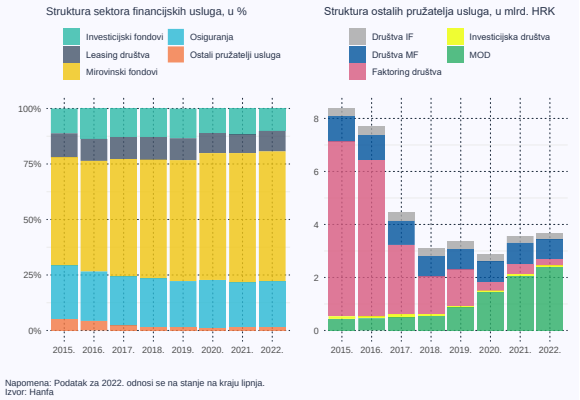
Slika 103. Kapitaliziranost leasing društava očuvana u pandemijskom razdoblju



Napomena: Označeno područje označuje interkvartilni raspon omjera kapitala i rezervi te imovine po pojedinim društvima.
Posljednji podatak za 2022. odnosi se na kraj lipnja 2022. godine.
Izvor: Hanfa

8. Ostali pružatelji financijskih usluga

Slika 104. Udio imovine ostalih pružatelja financijskih usluga u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga krajem drugog tromjesečja 2022. i dalje manji od 2%



Napomena: Podatak za 2022. odnosi se na stanje na kraju lipnja.
Izvor: Hanfa

Struktura sektora financijskih usluga ostala je relativno nepromijenjena tijekom 2021. i 2022. godine uz izraženu i još uvijek rastuću dominaciju mirovinskih fondova[36]. Iako veličinom skromni (1,6 % imovine sektora financijskih usluga na kraju lipnja 2022.), značaj i stabilnost ostalih pružatelja financijskih usluga važna je za nesmetano funkcioniranje sektora financijskih usluga, ali i cjelokupnog financijskog sustava.

Ključna ciklička kretanja

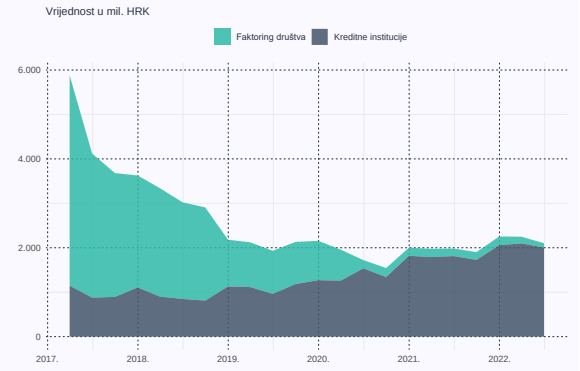
Društva za upravljanje mirovinskim fondovima čine do 0,3 % imovine sektora financijskih usluga, ali odgovorna su za osnivanje mirovinskih fondova i upravljanje njihovom imovinom koja je krajem kolovoza 2022. premašila 142 mlrd. HRK, odnosno gotovo 31 % BDP-a. Mirovinska osiguravajuća društva čine 1,0 % imovine sektora financijskih usluga, ali neizostavna su po pitanju isplata mirovina u okviru obveznog ili dobrovoljnog mirovinskog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje. Osim navedenih, u strukturi ostalih pružatelja financijskih usluga ističu se još i društva za upravljanje investicijskim fondovima, investicijska društva i faktoring društva, koja također vrše specifične i nezamjenjive funkcije u domaćem financijskom sustavu[37] (slika 104.). Upravo zbog uske specijalizacije pojedinih industrija u kojima posluje svega nekoliko društava, tržišna koncentracija ostalih pružatelja financijskih usluga nalazila se na vrlo visokim razinama u gotovo svim industrijama na kraju lipnja 2022. godine (slika 109.). U narednom razdoblju izvjestan je rast značaja ostalih pružatelja financijskih usluga, prvenstveno zbog sve većeg priljeva sredstava u mirovinska osiguravajuća društva na temelju porasta broja korisnika, a čija je imovina samo u 2021. narasla za 633,6 mil. HRK (44,0 %).

Broj aktivnih faktoring društava (četiri) ostao je nepromijenjen tijekom 2021. i prvog dijela 2022., no njihova se imovina nastavila smanjivati pa je u odnosu na kraj 2020. bila za 27,6 % manja te je iznosila 235,5 mil. HRK. Posljedica je to smanjene potražnje za proizvodima faktoringa od strane nefinancijskih poduzeća, čime je smanjen opseg poslovanja i broj aktivnih faktoring društava, ali i izmještanja dijela poslovanja izravno u kreditne institucije. Tako su potraživanja po poslovima faktoringa u kreditnim institucijama nastavila rasti u 2021. i prvoj polovici 2022. (na kraju lipnja 2022. iznosila su 2,0 mlrd. HRK), čime su ukupna potraživanja po poslovima faktoringa u domaćem financijskom sustavu zadržana na razini višegodišnjeg prosjeka od otprilike 2 mlrd. HRK (slika 105.). U strukturi portfelja faktoring društava i dalje dominantan oblik potraživanja čini klasični faktoring čiji je udio na kraju lipnja 2022. iznosio 82,0 % (slika 106.).

[36] Imovina mirovinskih fondova činila je 58,6 % ukupne imovine sektora financijskih usluga na kraju 2. tromjesečja 2022., što zajedno s društvima za osiguranje, investicijskim fondovima i leasing društvima obuhvaća 98,4 % imovine sektora financijskih usluga.

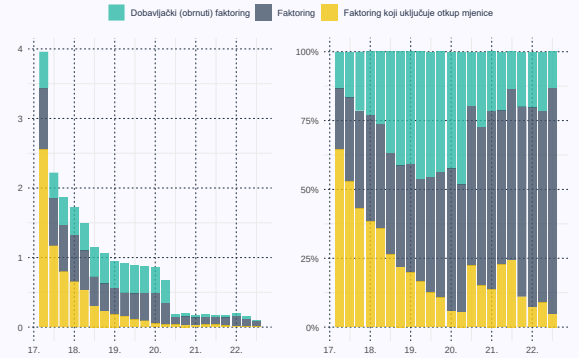
[37] Više o ulozi pojedinih kategorija pružatelja financijskih usluga u financijskom posredovanju može se pronaći na stranicama Hanfe namijenjenim potrošačima.

Slika 105. Nastavljen rast potraživanja po poslovima faktoringa u kreditnim institucijama
Vrijednost potraživanja po poslovima faktoringa, u mil. HRK



Izvor: Hanfa, HNB

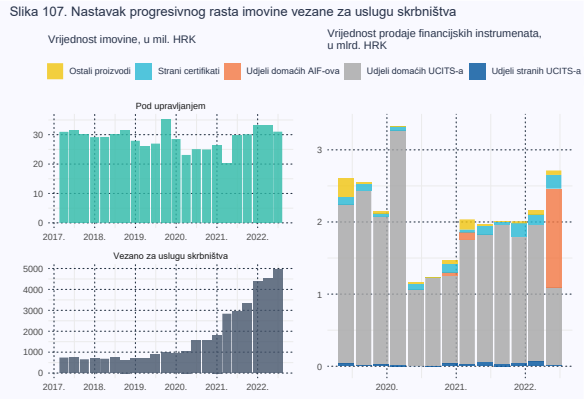
Slika 106. Bez značajnijih promjena u strukturi poslovanja faktoring društava u 2022.
Struktura portfelja faktoring društava, u mlrd. HRK (lijevo) i u % (desno)



Izvor: Hanfa

Na kraju lipnja 2022. poslovalo je pet investicijskih društava, što predstavlja smanjenje za dva društva u odnosu na kraj 2020. Unatoč navedenom, vrijednost imovine investicijskih društava i dalje nastavlja rasti zbog povećanja obujma poslovanja s obzirom na financijskim tržištima vrlo dobru 2021. godinu. Što se tiče aktivnosti posredovanja u prodaji financijskih instrumenata, najzastupljeniju aktivnost prodaje udjela domaćih UCITS fondova (87,4 % ukupne prodaje na kraju ožujka 2022.) nadmašila je prodaja udjela domaćih AIF-ova[38] koja je činila 50,5 % ukupne prodaje na kraju lipnja 2022. godine. Treba istaknuti kako je to posljedica tek jedne specifične i neučestale transakcije, ne i trajnije promjene strukture distribucije udjela u fondovima. Imovina vezana uz usluge skrbništva nastavlja svoj ubrzani rast od 2020. te je na kraju lipnja 2022. dosegnula 5,0 mlrd. HRK (porast od 172,4 % u odnosu na kraj 2020.). Unatoč tome, većina skrbničkih usluga i dalje se odvija posredstvom kreditnih institucija (slika 107.).

Slika 107. Nastavak progresivnog rasta imovine vezane za uslugu skrbništva



Napomena: Vrijednost prodaje udjela domaćih AIF-ova odnosi se na jednu uplatu od strane jednog klijenta.
Izvor: Hanfa

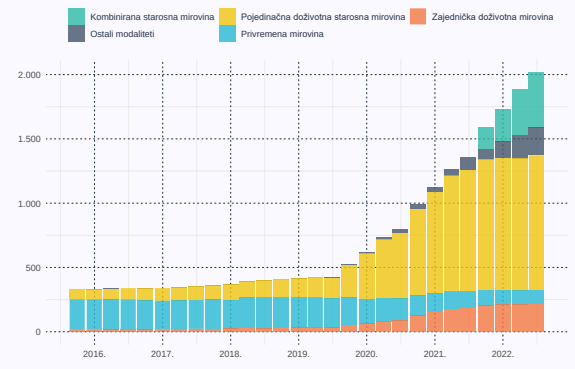
U 2021. s radom je počelo novo mirovinsko osiguravajuće društvo, čime je povećana konkurencija na tržištu nakon više od 20 godina od implementacije višestupnog mirovinskog osiguranja te proširen skup mogućnosti izbora programa isplate mirovina u okviru obveznog i dobrovoljnog mirovinskog osiguranja. Zakonskim izmjenama mirovinskog sustava[39] iz 2019., kojima je omogućen odabir između dva sustava u kojima će se moći ostvarivati mirovina (mirovina samo u I. stupu ili kombinirana mirovina iz oba obavezna stupa mirovinskog osiguranja) te kojima je omogućena isplata dodatka na mirovinu u oba navedena slučaja, povećan je interes za kombinirane mirovine. To se odrazilo na povećanje broja korisnika navedenih mirovina te ubrzanje priljeva sredstava osiguranika iz mirovinskih fondova u mirovinska osiguravajuća društva. Posljedično, od kraja 2020. mirovinska osiguravajuća društva bilježe ubrzani rast tehničkih pričuva koje su na kraju lipnja 2022. iznosile 2,0 mlrd. HRK, što je povećanje od 79,6 % u odnosu na kraj 2020. (slika 108.). Sve veći značaj kombiniranih mirovina vidljiv je i u strukturi tehničkih pričuva jer tehničke pričuve za navedene mirovine samo dvije godine od zakonskih izmjena čine čak 21,2 % ukupnih tehničkih pričuva MOD-ova te se nalaze na drugom mjestu odmah iza tehničkih pričuva za pojedinačnu doživotnu starosnu

[38] Vrijednost prodaje udjela domaćih AIF-ova odnosi se na jednu uplatu od strane jednog klijenta.

[39] Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju (NN, br. 115/18)

mirovinu koje su na kraju lipnja 2022. činile 51,9 % ukupnih tehničkih pričuva MOD-ova.

Slika 108. Daljnji rast priljeva sredstava u mirovinska osiguravajuća društva
Stanje tehničkih pričuva prema vrsti mirovinskog programa, u mil. HRK



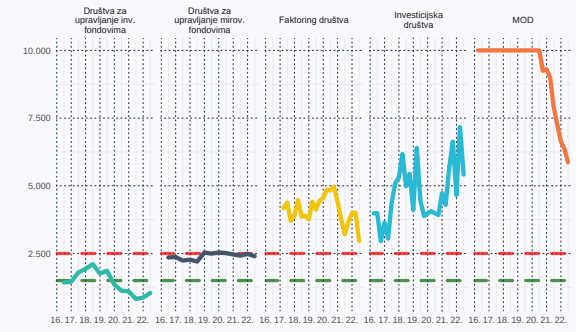
Izvor: Hanfa

Strukturna obilježja i rizici

Koncentracija u segmentu pružatelja specifičnih financijskih usluga razmjerno je visoka, iako se u pojedinim segmentima smanjuje. Tako je u 2021. osnivanjem drugog MOD-a značajno smanjena koncentracija u području isplata mirovina iz obveznog mirovinskog osiguranja (slika 109.), a isto je zakonskim izmjenama realizirano i u dijelu isplata dobrovoljnih mirovina. Istodobno je koncentracija u segmentu društava za upravljanje investicijskim fondovima na umjerenoj razini s obzirom na relativno veću brojnost društava (23 na kraju lipnja 2022.) i relativno ravnomjernu raspodjelu veličine njihove imovine. Na povećanje koncentracije investicijskih društava u 2021. i prvoj polovici 2022. najviše je utjecalo dodatno akumuliranje neto imovine kod najvećeg investicijskog društva na tržištu.

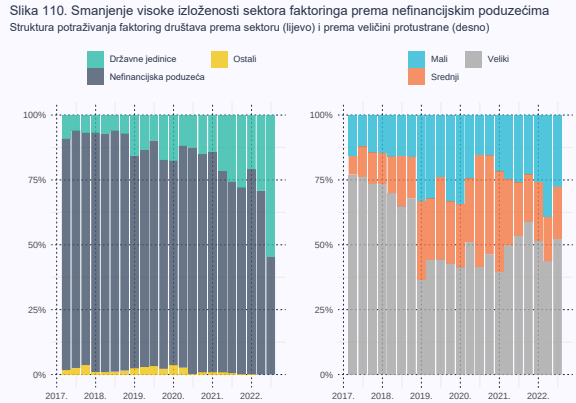
Faktoring društva u svojem poslovanju redovito posluju sa sektorom nefinancijskih poduzeća, čime su izložena potencijalnoj materijalizaciji kreditnog rizika u svojim bilancama. Navedena su potraživanja na kraju lipnja 2022. činila 45,3 % ukupnih plasmana. Od ukupnih potraživanja 47,7 % odnosilo se na mala i srednje velika poduzeća (slika 110.), koja su se povijesno pokazala relativno ranjivijim u uvjetima zaoštravanja uvjeta financiranja. Većinu plasmana, čak 82,0 % na kraju lipnja 2022., činio je klasični faktoring od čega je 98,8 % bilo s regresom[40], uz prvenstveno kratkoročni vijek financiranja s ročnostima do 3 ili do 6 mjeseci[41]. Navedeno smanjuje razinu izloženosti faktoring društava kreditnom riziku koji se međutim ne može zanemariti u trenutačnom okružju rastućih troškova poslovanja nefinancijskih poduzeća.

Slika 109. 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

Slika 110. Smanjenje visoke izloženosti sektora faktoringa prema nefinancijskim poduzećima
Struktura potraživanja faktoring društava prema sektoru (lijevo) i prema veličini protustrane (desno)



Izvor: Hanfa

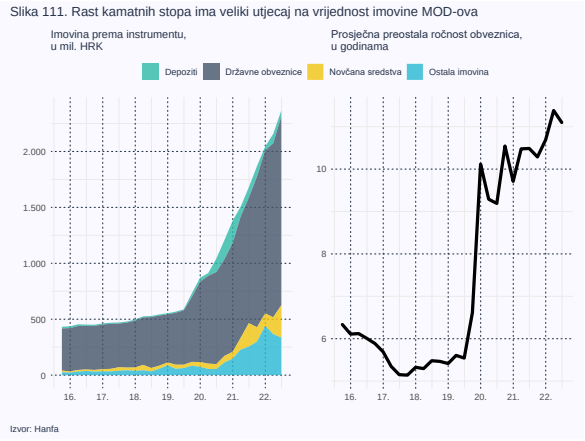
Kamatni rizik najistaknutiji je sistemski rizik u segmentu mirovinskih osiguravajućih društava, kod kojih na kraju lipnja 2022. godine 71,3 % ukupnog portfelja čine državne obveznice, a čija je prosječna preostala ročnost na kraju lipnja 2022. iznosila 11,1 godinu (slika 111.). U trenutačnom scenariju općeg rasta kamatnih stopa, to u kratkom roku MOD-ove izlaže rastućem riziku gubitaka uslijed pada vrijednosti obveznica u portfelju. Istovremeno je na strani

[40] Regresni faktoring je posao faktoringa u kojem dobavljač jamči pružatelju usluga faktoringa za obvezu kupca. (Zakon o faktoringu, NN, br. 94/14, članak 10. stavak 1.)

[41] Financiranja s ročnosti do 3 ili 6 mjeseci na kraju lipnja 2022. godine čine 94,6 % od ukupnih potraživanja.

pasive rastuća inflacija kroz zakonsko usklađenje mirovina, što u konačnici povećava tehničke pričuve MOD-ova i stavlja dodatan pritisak na kapitaliziranost društava. Navedeni rast tehničkih pričuva djelomično amortizira rast nerizičnih kamatnih stopa, koji umanjuje sadašnju vrijednost budućih obveza MOD-ova, odnosno vrijednost tehničkih pričuva. Neto efekt navedenih kanala utjecaja recentnih makroekonomskih kretanja na vrijednost tehničkih pričuva MOD-ova ovisit će o dinamici kretanja opće razine cijena i nerizičnih kamatnih stopa u narednom razdoblju.

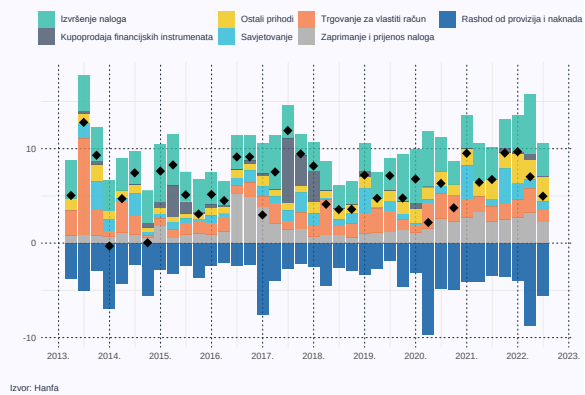
Slika 111. Rast kamatnih stopa ima veliki utjecaj na vrijednost imovine MOD-ova



Izvor: Hanfa

Slika 112. Situacija na tržištu kapitala reflektira se na poslovanje investicijskih društava

Neto prihodi investicijskih društava prema vrsti aktivnosti, u mil. HRK



Izvor: Hanfa

Investicijska društva, koja glavninu prihoda ostvaruju putem aktivnosti izvršenja te zaprimanja i prijenosa naloga, uvelike su izložena tržišnom riziku i sentimentu investitora (slika 112.). Navedenim rizicima također su izložena i društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima s obzirom na to da im glavnina prihoda dolazi od naknade za upravljanje imovinom, a koja se temelji na njezinoj neto vrijednosti. No dok su odljevi iz mirovinskih fondova zakonski definirani, materijalizacija tržišnih rizika jače pogađa društva za upravljanje investicijskim fondovima s obzirom na to da tržišni rizici kroz neto odljeve dodatno mogu umanjiti profitabilnost investicijskih fondova (više u okviru 1. Rizik likvidnosti UCITS fondova). Navedeno je dodatno naglašeno u trenutačnim okolnostima negativnih prinosa na tržištu i povećanih neto odljeva (više u dijelu 5. Investicijski fondovi).

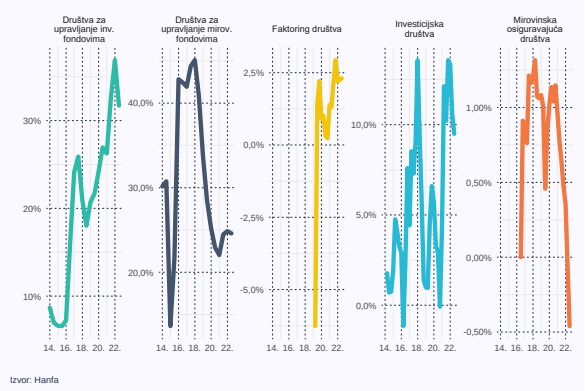
Profitabilnost i solventnost

Društva za upravljanje investicijskim fondovima i dalje imaju visoku profitabilnost (povrat na imovinu na kraju lipnja 2022. iznosio je 31,7 %), koja je proizašla iz pozitivnih tržišnih kretanja i posljedičnog rasta imovine fondova (više u dijelu 5. Investicijski fondovi) pod njihovim upravljanjem (povećanje prihoda od naknada za upravljanje u 2021. godini za 14,6 % u odnosu na prosinac 2020. godine). Isti su čimbenici utjecali i na društva za upravljanje mirovinskim fondovima (povrat na imovinu u lipnju 2022. iznosio je 24,6 %), čime je zaustavljen njezin dosadašnji trend pada (slika 113.). Navedeni preokret najvećim je dijelom uzrokovan povećanjem prihoda od upravljačke naknade u 2021. godini za 8,2 % u odnosu na prosinac 2020. godine. Ti su prihodi rasli zbog rasta imovine kojom mirovinska društva upravljaju (ta je imovina na kraju lipnja 2022. iznosila približno 136 mlrd. HRK, što je porast od 8,6 % u odnosu na kraj 2020.) s obzirom na to da je zakonom propisano smanjenje same visine naknade (s početnih 0,388 % u 2019. smanjila se za 16,0 % i iznosila 0,284 % u 2021. godini)[42].

Godišnje smanjenje dobiti prije poreza sektora faktoringa u 2021. za 5,9 % nije značajnije utjecalo na profitabilnost sektora, koja je od drugog tromjesečja 2021. na stabilnim razinama većim od 2 % (slika 113.).

[42] Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju (NN, br. 115/18)

Slika 113. Profitabilnost kod gotovo svih ostalih pružatelja financijskih usluga veća nego krajem 202 godine



Izvor: Hanfa

Povrat na prosječnu imovinu mirovinskih osiguravajućih društava nastavio se smanjivati tijekom cijele 2021. te je u lipnju 2022. iznosio 0,5 %. Navedeno je uzrokovano smanjenjem bruto dobiti koja je na kraju 2021. bila za 43,4 % manja u odnosu na prethodnu godinu, a s obzirom na to da je u 2021. s radom počelo novo mirovinsko osiguravajuće društvo, kojemu se kroz 2021. u financijskim rezultatima odražava početak operativnog rada, navedeno je dodatno doprinijelo padu profitabilnosti mirovinskih osiguravajućih društava. Smanjenje bruto dobiti nastavljeno je i u drugom tromjesečju 2022. na kraju kojega je ostvaren gubitak u iznosu od 13,4 mil HRK, čime je povrat na prosječnu imovinu pao na -0,5 % (slika 113.). Rizik gubitaka koji bi nastao uslijed pada vrijednosti obveznica u portfelju zbog potencijalnog rasta kamatnih stopa, kao i moguće povećanje tehničkih pričuva povezano s recentnim inflacijskim kretanjima, stvaraju dodatan pritisak na profitabilnost MOD-ova u narednom razdoblju. To dodatno naglašava važnost zadržavanja adekvatne razine solventnosti sustava (slika 114.) kako ne bi bila ugrožena u okolnostima daljnjeg rasta kamatnih stopa.

Investicijska društva su u 2021., koja je na financijskim tržištima u pogledu povrata bila vrlo uspješna, ostvarila rekordnu profitabilnost (13,3 %) zbog rasta prihoda s osnove obavljenih investicijskih usluga. No iako se u drugom tromjesečju 2022. povrat na prosječnu imovinu smanjio na 9,5 %, zbog izraženijeg rasta ukupne imovine sektora s osnove prodaje dužničkih vrijednosnih papira i slabije ostvarenih prihoda u prvoj polovici 2022. godine u odnosu na prethodnu godinu, navedeni je i više nego duplo veći u usporedbi sa povratom od 4,4 % na kraju 2020. godine. Unatoč navedenom, stopa kapitaliziranosti sektora investicijskih društava i dalje je na visokim razinama i značajno iznad regulatornog zahtjeva, što investicijskim društvima omogućuje apsorpciju potencijalnih dodatnih sistemskih šokova.

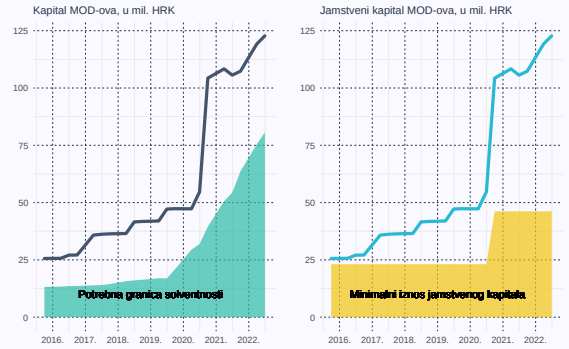
Stupanjem na snagu Uredbe o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva[43] (IFR) i Direktive o investicijskim društvima[44] (IFD) promijenio se izračun kapitalnih zahtjeva i stopa kapitala počevši s primjenom od rujna 2021. (slika 115.) te je zamijenio dotadašnji okvir izvorno dizajniran za banke. Uredba je osmišljena na način da bolje odražava prirodu, veličinu i složenost aktivnosti investicijskih društava te joj je cilj uvesti proporcionalnija pravila za investicijska društva koja će im pružati veću zaštitu od rizika. Jedan od ključnih aspekata novog okvira je taj što osigurava jednostavnije i prilagođenije kapitalne zahtjeve za investicijska društva. Prema IFR-u i IFD-u investicijska društva klasificiraju se u četiri klase od kojih će dvije koje broje većinu investicijskih društava u EU-u podlijegati pravilima novog okvira o bonitetnim zahtjevima, izuzev najvećih i najsistematičnijih investicijskih društava. Sva investicijska društva u Hrvatskoj, s obzirom na svoju razmjerno malu veličinu, podliježu pravilima novog okvira o bonitetnim zahtjevima. Osim promjena u vezi s kapitalnim zahtjevima, IFR i IFD također donose izmjene koje se tiču rizika koncentracije, rizika likvidnosti, zahtjeva za izvješćivanje, internog

[43] Uredba (EU) 2019/2033 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva i o izmjeni uredaba (EU) br. 1093/2010, (EU) br. 575/2013, (EU) br. 600/2014 i (EU) br. 806/2014 (SL L 314)

[44] Direktiva (EU) 2019/2034 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o bonitetnom nadzoru nad investicijskim društvima i izmjeni direktiva 2002/87/EZ, 2009/65/EZ, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU i 2014/65/EU (SL L 314)

upravljanja, transparentnosti, sustava upravljanja rizicima i sustava nagrađivanja.

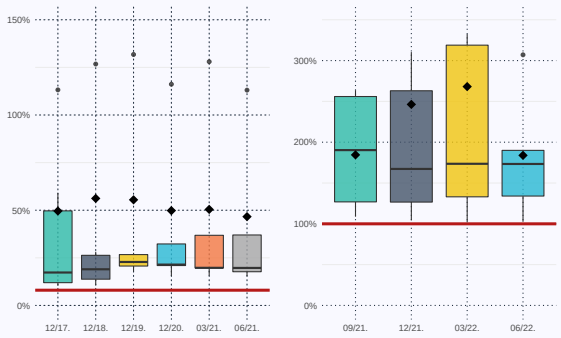
Slika 114. Adekvatnost kapitala mirovinskih osiguravajućih društava i dalje na zadovoljavajućim razinama



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

Slika 115. Visoka kapitaliziranost investicijskih društava zadržana i u 2022. godini

Stopa ukupnog kapitala investicijskih društava, u % rizikom ponderirane aktive



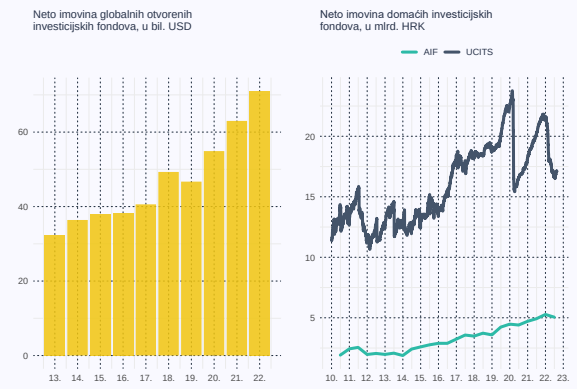
Napomena: Istaknuta oznaka označuje stopu ukupnog kapitala za sustav. Istaknuta vodoravna linija na grafikonu označuje stopu minimalne razine ukupnog kapitala. Od 9. mjeseca 2021. počinje primjena Uredbe (EU) 2019/2033 o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva kojom se promijenio način izražavanja stope ukupnog kapitala te minimalna razina ukupnog kapitala.
Izvor: Hanfa

Okvir 1. Rizik likvidnosti UCITS fondova

Uvod

Na kraju lipnja 2022. investicijski fondovi upravljali su imovinom u vrijednosti od 21,9 mlrd. HRK, odnosno 4,7 % BDP-a, što ih (promatrano u terminima veličine) čini trećom najznačajnijom sastavnicom domaćeg sektora financijskih usluga, nakon mirovinskih fondova i društava za osiguranje. Značaj investicijskih fondova za financijski sustav dodatno proizlazi iz njihova utjecaja na cijene vrijednosnih papira kroz aktivno sudjelovanje na financijskim tržištima, čime pozitivno doprinose likvidnosti domaćeg tržišta kapitala, ali i potencijalno sudjeluju u propagiranju, a u ekstremnim slučajevima i pojačavanju sistemskog šoka.

Slika 1. Značaj investicijskih fonodva višestruko porastao u proteklom desetljeću

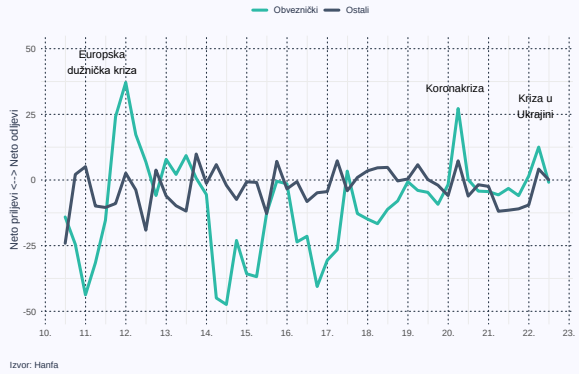


Izvori: Hanfa, ICI, Statista

S obzirom na njihovu jednostavnost i širinu ponude koja investitorima osigurava dostupnost investicijskih mogućnosti s različitim profilima rizičnosti, investicijski fondovi su u recentnom razdoblju postali sve izraženiji oblik kolektivnog ulaganja (slika 1.). Tako je globalna vrijednost sredstava pod upravljanjem otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od kraja 2012. do kraja 2021. više nego udvostručena s 32,3 na 71,1 bilijuna USD, dosegnuvši razinu od 73,8 % globalnog BDP-a. Istovremeno je vrijednost sredstava pod upravljanjem domaćih investicijskih fondova porasla za 83,2 % i to prvenstveno pod utjecajem priljeva sredstava fizičkih osoba koja su na kraju 2021. činila 64,7 % ukupnih sredstava uloženih u domaće investicijske fondove. No upravo u njihovoj otvorenosti i dostupnosti sredstava, koja se u pravilu isplaćuju u svega nekoliko radnih dana po zaprimanju zahtjeva za isplatom, leži najizraženiji rizik za njihovo poslovanje – rizik likvidnosti. Štoviše, međunarodne institucije označavaju rizik likvidnosti i prisiljene prodaje imovine (engl. *fire sale*) i posljedični utjecaj na cijene vrijednosnih papira kao jedan od najznačajnijih izvora sistemskog rizika u sektoru investicijskih fondova[45].

Slika 2. Priljevi i odljevi sredstava relativno stabilni uz iznimku nekoliko stresnih epizoda

Tromjesečni neto odljevi sredstava iz UCITS fondova, u % neto imovine s kraja prethodnog razdoblja



Izvor: Hanfa

Dvije recentne epizode iznenadnih i značajnih odljeva sredstava iz sektora investicijskih fondova (slika 2.) ukazale su na potrebu za dubljim razumijevanjem potencijalnih posljedica materijalizacije rizika likvidnosti u sektoru investicijskih fondova za stabilnost sektora financijskih usluga. Navedeno se sastoji od dva ključna koraka: 1.) razumijevanja vanjskih (makroekonomskih i financijskih) i idiosinkratskih (specifične karakteristike fonda) uzroka odljeva sredstava, te 2.) utjecaja pojačanih odljeva sredstava na cijene vrijednosnih papira u portfeljima investicijskih fondova kroz mogući efekt rasprodaje imovine. Brojna su istraživanja

[45] Office of Financial Research, 2013.; MMF, 2015.

pokazala prisutnost tzv. prednosti prvog izlaska[46] (engl. *first mover advantage*) koja u scenariju nepovoljnog vanjskog šoka rezultira pojačanim odljevima sredstava iz investicijskih fondova (Qi, Goldstein i Jiang, 2010.; Falato, Goldstein i Ali, 2020.). Coval i Stafford (2007.) empirijski su pokazali da koncentrirane prodaje udjela u investicijskim fondovima vrše značajan cjenovni pritisak na dioničko tržište, što često rezultira transakcijskim cijenama daleko od temeljne vrijednosti.

Uključivanje rizika likvidnosti u metodologiju testiranja otpornosti na stres prepoznato je i kao neizostavan element u ocjeni stabilnosti sektora investicijskih fondova. Primjerice, FSB u svojim preporukama preporučuje regulatorima uvođenje testiranja otpornosti na stres rizika likvidnosti na razini pojedinog fonda s ciljem usmjeravanja upravljanja fondovima i prevencije pojave sistemskih rizika u sektoru (FSB 2017.). Nedugo zatim ESRB preporučuje ESMA-i razvoj smjernica za provođenje testiranja otpornosti na stres likvidnosti investicijskih fondova (ESRB 2018.), koje su krajem 2019. stupile na snagu za novčane fondove (ESMA 2019.), a krajem rujna 2020. i za UCITS fondove i AIF-ove (ESMA 2020.).

Osim za mikrobonitetne svrhe ocjene stabilnosti pojedinog fonda, testiranje otpornosti na stres važan je analitički alat i za provođenje makrobonitetne politike, stoga je Hanfa u 2020. svoje makrobonitetne analitičke alate dodatno proširila uvođenjem makroekonomskog testiranja otpornosti sektora financijskih usluga na stres (više u okviru 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga, u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 4). Iako je početna iteracija testiranja ispitivala otpornost investicijskih fondova na vanjske šokove, ona je koristila pretpostavku statične bilance, što je uvođenjem procjene dinamičnih odljeva sredstava i posljedičnog dodatnog efekta na cijene vrijednosnih papira uz razna druga unapređenja izmijenjeno u posljednjoj iteraciji vježbe testiranja otpornosti na stres (više u poglavlju 9. Testiranje otpornosti na stres).

Metodologija

S obzirom na to da spomenuti modeli za procjenu rizika likvidnosti u sektoru čine sastavni dio vježbe testiranja otpornosti na stres, oni osim teorijske utemeljenosti moraju zadovoljiti i operativne pretpostavke metodološkog okvira testiranja. Drugim riječima, struktura korištenih modela djelomično je određena skupom indikatora koji se simuliraju u sklopu makroekonomskog stresnog scenarija, ali i duljinom simulacijskog horizonta od 6 tromjesečja. U ocjeni rizika likvidnosti fokus je, zbog njihove otvorenosti, stavljen na UCITS fondove, pri čemu se promatraju tromjesečni podaci u razdoblju od kraja lipnja 2011. do kraja lipnja 2022., čime je pokriveno nekoliko epizoda značajnih sistemskih odljeva sredstava iz sektora (slika 2.). Primijenjena je uobičajena procedura isključivanja ekstremnih vrijednosti[47] priljeva i odljeva[48] kako bi se uzorak očistio od epizoda prikupljanja sredstava novonastalog fonda, odnosno likvidacije fonda.

Metodologija procjene rizika likvidnosti u sektoru investicijskih fondova sastoji se od dva koraka koji se zasebno modelski procjenjuju (slika 3.). Prvi se korak odnosi na procjenu veličine odljeva s kojima se fondovi mogu suočiti u ovisnosti o određenim makroekonomskim i financijskim okolnostima, ali i idiosinkratskim karakteristikama koje ih manje ili više izlažu riziku iznenadnih i značajnih odljeva sredstava. U drugom se koraku potom procjenjuje relacija između opaženih odljeva sredstava i promjene vrijednosti imovine fonda, kontrolirajući pri tome

[46] Prednost prvog izlaska je konkurentska prednost investitora koji u slučaju brze reakcije i likvidacije udjela u okolnostima nepovoljnog scenarija može (barem teoretski) izbjeći značajnije gubitke. Iako navedena reakcija investitora potencijalno umanjuje individualne gubitke, ona nepovoljno djeluje na ulaganja ostalih investitora i stabilnost fonda općenito.

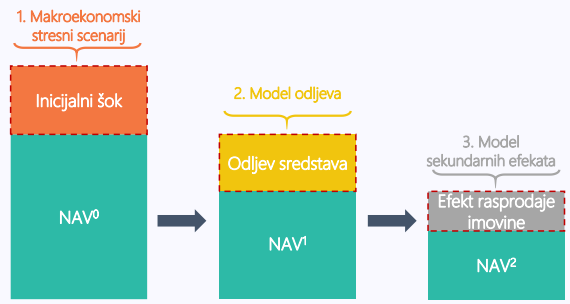
[47] Ovim je korakom isključeno 3,43 % opservacija.

[48] Isključena su opažanja priljeva i odljeva viših od 50 % neto imovine fonda u promatranom tromjesečju.

utjecaj egzogenih čimbenika i uzimajući u obzir određene karakteristike fonda. Pri tome je važno naglasiti da se dinamika prikazanih šokova, unatoč skiciranom teorijskom sekvencijalnom prikazu, odvija istovremeno u cjelokupnom razdoblju prisutnosti sistemskog šoka, gdje se ti šokovi u određenom dijelu nadopunjavaju i pojačavaju.

Slika 3. Shematski prikaz dinamike šokova kojima su investicijski fondovi izloženi u nepovoljnom stresnom scenariju

Kretanje neto imovine investicijskog fonda u stresnom scenariju vanjskih šokova, odljeva sredstava i sekundarnih efekata na vrijednost imovine fonda



Izvor: Hanfa

Model odljeva sredstava u prvom koraku procijenjen je korištenjem panel regresije s fiksnim efektima na uzorku od 98 UCITS fondova koji su u promatranom razdoblju bili aktivni dulje od 3 godine, što u konačnici čini 2.432 opažanja. Formalni prikaz relacije glasi:

$$y_t^i = \alpha^i + \beta * x_t^i + \gamma * z_t + \varepsilon_t^i,$$

gdje je y_t^i zavisna varijabla odljeva sredstava fonda i u promatranom tromjesečju t izraženog u postotku neto imovine s kraja prethodnog tromjesečja, x_t^i je vektor idiosinkratskih varijabli koje odražavaju određene karakteristike fonda, z_t je vektor makroekonomskih varijabli koje odražavaju financijsko okružje u kojem se sektor nalazi, a ε_t^i je procijenjena pogreška modela. Panel regresija omogućuje istovremeno testiranje utjecaja i makroekonomskih i idiosinkratskih varijabli, odnosno pojedinih karakteristika fonda na neto odljeve sredstava, kontrolirajući pri tome relaciju za sve neopažene karakteristike fonda koje su sadržane u članu α^i. Zbog namjene modela za potrebe vježbe testiranja otpornosti na stres s vrlo kratkim simulacijskim horizontom, ali i prirode samih odljeva koji se javljaju iznenada i u vrlo kratkom roku, odabrana je statična panel regresija (bez autokorelacijskog člana). Pri tome se dodatno koristi pretpostavka da kretanja u sektoru UCITS fondova ne utječu na makroekonomske varijable koje se u modelima javljaju bez vremenskog pomaka, dok se sve idiosinkratske varijable javljaju s pomakom od jednog tromjesečja kako bi se izbjegao problem endogenosti. Kako bi se adresirao problem multikolinearnosti nezavisnih varijabli, visoko korelirane varijable koriste se u zasebnim specifikacijama.

U različitim specifikacijama modela korištene su sljedeće makroekonomske varijable: 1.) indikator *stresa na financijskim tržištima,* koji je aproksimiran kretanjem kompozitnog indikatora sistemskog stresa na europskim obveznickim tržištima[49], 2.) tromjesečna *promjena prinosa na dugoročne državne obveznice* Republike Hrvatske, 3.) *realna stopa godišnje promjene bruto domaćeg proizvoda* RH. Prve dvije varijable aproksimiraju opće uvjete na financijskim tržištima koji se očituju u neizvjesnosti na tržištu i u uvjetima financiranja, dok realna stopa promjene BDP-a aproksimira makroekonomsko okružje.

Na temelju ekonomske teorije i dostupnosti podataka u određenim specifikacijama modela korištene su sljedeće idiosinkratske varijable na razini pojedinog fonda: 1.) *trogodišnji prosječni prinos fonda,* za koji se očekuje negativna relacija jer su brojni autori pokazali snažnu negativnu vezu između neto odljeva sredstava i uspješnosti fonda, 2.) *naknade fonda* iskazane u % neto imovine, jer prisutnost naknada (izlaznih naknada i naknada za upravljanje) može utjecati na odluku investitora o povlačenju sredstava, a čiji smjer relacije nije jednoznačan i ovisi o strukturi i visini naknada fonda, 3.) *koncentracija ulagatelja* iskazana kao udio pet najvećih ulagatelja – očekuje se pozitivna relacija jer su brojna empirijska istraživanja pokazala da

[49] Više informacija o indikatoru dostupno je na sljedećoj poveznici.

koncentracija ulagatelja pozitivno doprinosi vjerojatnosti pojave značajnih odljeva u kriznim epizodama, 4.) *udio fizičkih osoba* u strukturi ulagatelja – također se očekuje pozitivna relacija, jer su istraživanja na primjeru dioničkih ulaganja pokazala da mali *„retail"* investitori pokazuju veću averziju prema riziku i izraženiju tendenciju za povlačenjem sredstava u kriznim okolnostima, 5.) *obveznički fond – dummy* varijabla kojom se nastoji procijeniti ponašaju li se investitori u obveznicke fondove fundamentalno drugačije od ostalih u stresnim epizodama; očekuje se pozitivna vrijednost koeficijenta s obzirom na to da su u proteklim kriznim epizodama obveznički fondovi zabilježili relativno značajnije odljeve sredstava, 6.) *udio likvidne imovine* trebao bi negativno utjecati na odljeve sredstava jer visoka razina likvidnosti štiti fond od materijalizacije scenarija rasprodaje imovine po cijenama nižim od tržišne, 7.) *veličina fonda* (iskazana kao logaritmirana vrijednost neto imovine fonda) trebala bi biti u negativnoj relaciji s odljevima jer relativno veliki fondovi često imaju širu bazu ulagatelja i percipiraju se stabilnijima od relativno manjih fondova, 8.) *volatilnost prinosa* kao indikator rizičnosti fonda trebala bi, uz pretpostavku jednake averzije prema riziku svih ulagatelja, imati pozitivnu relaciju s odljevima.

Tablica 1. Prikaz rezultata procjene različitih modela odljeva sredstava iz UCITS fondova

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost
Makroekonomske varijable								
Stres na financijskim tržištima	49,556	0(***)	75,421	0(***)	46,585	0,0001(***)	40,344	0,0006(***)
Tromjesečna promjena prinosa	2,924	0(***)			2,863	0(***)	3,142	0(***)
Realna promjena BDP-a			0,077	0,0711(.)				
Idiosinkratske varijable								
Trogodišnji prinos fonda	-1,616	0(***)	-1,931	0(***)	-1,865	0(***)	-1,884	0(***)
Naknade fonda			0,469	0,4994()				
Koncentracija ulagatelja	0,391	0,0005(***)	0,360	0,0014(**)	0,285	0,0164(*)	0,366	0,0011(**)
Udio fizičkih osoba					-0,041	0,0605(.)		
Obveznički fond (*dummy* var.)	-0,335	0,7453()						
Udio likvidne imovine							0,010	0,5616()
Veličina fonda			2,873	0(***)	2,878	0(***)	2,691	0(***)
Trogodišnja volatilnost prinosa							-0,320	0,0329(*)
Opće karakteristike modela								
Broj fondova	98		98		98		98	
Broj opservacija	2432		2432		2432		2432	
R^2	5,351%		6,564%		7,459%		7,523%	
Prilagođeni R^2	1,206%		2,430%		3,365%		3,390%	
F statistika	26,3346		27,2580		31,2745		27,0447	
P-vrijednost F-statistike	0,00000		0,00000		0,00000		0,00000	

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

Izvor: Hanfa

Rezultati

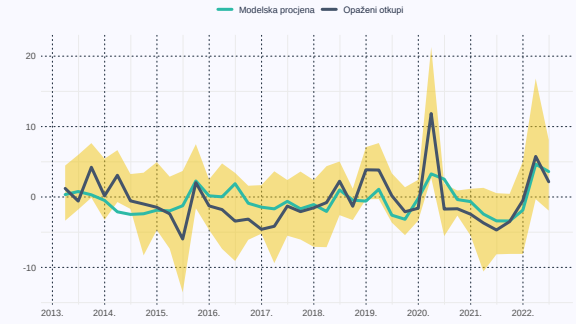
U nastavku su prikazani rezultati procijenjenih modela. U svim prikazanim relacijama primjetno je da investitori značajno reagiraju na kretanje makroekonomskih varijabli, i to najsnažnije na porast stresa na financijskim tržištima i zaoštravanje uvjeta financiranja koje se očituje u tromjesečnoj promjeni prinosa na državne obveznice. Snažna reakcija na promjenu kamatnih stopa očekivana je, prvenstveno iz velike izloženosti sektora dugoročnim dužničkim instrumentima, a procijenjena reakcija bila je vidljiva i početkom 2022. kada su investitori reagirali na porast referentnih kamatnih stopa (više u poglavlju 5. Investicijski fondovi). Relacija između realne stope promjene BDP-a i odljeva tek je marginalno značajna i pokazuje suprotan predznak od očekivanoga, što je prvenstveno rezultat kašnjenja makroekonomskih varijabli za financijskima gdje tržišta i investitori reagiraju na gospodarske vijesti mnogo brže nego što one budu vidljive u službenim podacima. U promatranim relacijama ponovno je pokazan

snažan utjecaj povijesnih rezultata fonda na neto odljeve, gdje fondovi koji su u prethodnom trogodišnjem razdoblju ostvarili više prinose u prosjeku ostvaruju manje neto odljeve, odnosno više se sredstava unese u fond nego što ih izađe. Time su još jednom i na primjeru domaćih UCITS fondova potvrđeni rezultati brojnih radova koji su empirijski pokazali konveksnu relaciju između prinosa i očekivanog neto priljeva sredstava, koja može dovesti do procikličnog ponašanja upravitelja i povećati sistemske rizike sektora. Prociklično preuzimanje kreditnog i kamatnog rizika domaćih UCITS fondova, barem u dijelu obvezničkog portfelja, nije opaženo na sistemskoj razini u recentnom razdoblju (više u okviru 1. Ponašaju li se domaći institucionalni investitori prociklično? u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 7).

Koncentracija ulagatelja također je važna odrednica neto odljeva, gdje su relativno koncentriraniji fondovi pod većim pritiskom potencijalnih značajnih odljeva sredstava, što je ponovno u skladu s ekonomskom teorijom i brojnim empirijskim rezultatima. Ostale karakteristike fonda koje značajno utječu na neto odljeve su veličina fonda i prethodna volatilnost, koje pokazuju suprotne predznake od očekivanih. Navedeni su rezultati specifičnost domaćeg sektora UCITS fondova, gdje su u proteklim kriznim epizodama relativno veliki i po prinosima stabilni obvenički fondovi zabilježili disproporcionalno velike odljeve sredstava. Takva se kretanja mogu povezati s povećanom averzijom prema riziku investitora u obvezničke fondove, ali i povećanim potrebama za likvidnošću investitora u tim kriznim epizodama, a koju pohranjuju u obvezničke fondove. Poseban sistemski status novčanih i kratkoročnih obvezničkih fondova koji proizlazi iz njihove veličine i ranjivosti na iznenadne odljeve prepoznao je i ESRB, koji je krajem 2021. donio Preporuku o reformi novčanih fondova (ESRB/2021/9) s ciljem adresiranja rizika likvidnosti. Preporukom se na razini EU-a nastoji unaprijediti zakonodavstvo kojim bi se između ostaloga osiguralo uvođenje novih instrumenata za upravljanje likvidnošću u osnivačke akte fonda, smanjenje likvidnosne transformacije novčanih fondova te unaprjeđenje praćenja i testiranja otpornosti fondova na stres.

Ostale karakteristike fonda (naknade fonda, udio fizičkih obveza u strukturi ulagatelja, likvidnost fonda) nisu se pokazale značajnim prediktorima budućih odljeva sredstava. Navedeni rezultati ne isključuju mogućnost da spomenute karakteristike fonda utječu na odluke investitora, no na promatranom uzorku koji karakterizira značajna volatilnost zavisne varijable[50] nisu pokazali konzistentne i statistički značajne rezultate.

Slika 4. Neto odljeve sredstava iz investicijskih UCITS fondova karakterizira značajna volatilnost između pojedinih fondova i kroz vrijeme
Prikaz prosječnih opaženih odljeva i pripadajuće modelske procjene, u % neto imovine



Napomena: Prikazana je modelska procjena neto odljeva sredstava na primjeru Modela 1. prikazanog u Tablici 1. Označeno područje prikazuje interkvartilni raspon neto odljeva sredstava iz pojedinačnih fondova u promatranom tromjesečju.
Izvor: Hanfa

Sekundarni utjecaj na prinose fonda i implikacije na financijsku stabilnost

Procijenjeni odljevi sredstava sastavni su dio poslovanja investicijskih fondova koji u slučaju dostatne likvidnosti fondova i tržišta kapitala ne bi trebali proizvesti sekundarne efekte na financijskom tržištu. Drugim riječima, ako neto odljevi nisu sistemski značajni i tržišna likvidnost, kao i likvidnost samih fondova, je dostatna, tada oni ne bi trebali utjecati na cijene vrijednosnih papira u portfelju kroz proces rasprodaje imovine fonda, a posljedično i na cijene udjela fonda. Međutim, epizode sistemskog stresa, kao

[50] Relativno visoka volatilnost odljeva reflektira se i u statistikama R2 i prilagođeni R2, koje čak i za panel regresije imaju relativno niske vrijednosti, a što je razumljivo s obzirom na iznenadnu prirodu neto odljeva iz investicijskih fondova.

primjerice na početku koronakrize, potencijalno mogu prouzročiti dodatan udar na cijene.

Kako bi se provjerila prisutnost ovog utjecaja i njegov intenzitet, u drugom je koraku procijenjena jednostavna linearna regresija između tromjesečnih prinosa, odnosno promjena cijena udjela fonda i opaženih neto odljeva sredstava, kontrolirana za tržišna kretanja.

Kontrolna varijabla je *tromjesečni prinos benchmarka*[51] koji aproksimira sve tržišne utjecaje na prinose promatranog fonda koji su zbog sličnosti portfelja uvelike konzistentni za sve fondove u promatranoj kategoriji. Ova varijabla u sebi sadrži dio tržišne reakcije na prisilnu prodaju imovine fondova suočenih s odljevima, odnosno dio sekundarnih učinaka odljeva sredstava fondova, a koji su isti za sve fondove na tržištu, neovisno o tome jesu li oni suočeni s odljevima ili ne, odnosno reagiraju li na te odljeve prodajom imovine ili ne.

Uz nju, dodatna varijabla u modelu su i sami odljevi sredstava po pojedinom fondu kojim se mjeri utjecaj veličine odljeva na prinose onih fondova koji su, po implicitnoj pretpostavci, morali na njih reagirati predajom imovine. U obzir nisu uzete ostale idiosinkratske karakteristike fondova, stoga se u ovom koraku koristi obična linearna regresija gdje se svi fondovi tretiraju podjednako. Budući da je u ovom koraku naglasak na potencijalne negativne efekte neto odljeva na cijene, uzorak je ograničen samo na tromjesečja u kojima su zabilježeni neto odljevi sredstava, pri čemu je ponovno provedena uobičajena procedura isključivanja ekstremnih vrijednosti.

Rezultati ukazuju na prisutnost sekundarnog efekta neto odljeva na cijene vrijednosnih papira u portfelju UCITS fondova, odnosno na njihove prinose, gdje neto odljev sredstava u iznosu od 1 % ukupne vrijednosti neto imovine fonda rezultira dodatnim pritiskom na pad prinosa fonda od 4,3 bazna boda, uz pad cijena koji je već sadržan u korekciji benchmarka, odnosno tržišnoj reakciji koja pogađa sve fondove izložene toj imovini. Pri tome se veličina efekta ne razlikuje značajnije između obveznićkih i ostalih fondova, unatoč činjenici da obveznički fondovi povijesno bilježe značajnije odljeve, no istovremeno su im portfelji sastavljeni od relativno likvidnije imovine koju su u ekstremnoj situaciji s početka koronakrize dodatno podržale tržišne operacije središnje banke.

Tablica 2. Prikaz rezultata procjene sekundarnog utjecaja odljeva na vrijednost portfelja UCITS fondova

	Model 1 (cijeli uzorak)		Model 2 (obveznički fondovi)		Model 3 (ostali fondovi)	
	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost	Koeficijenti	P-vrijednost i signifikantnost
Slobodni član	-0,108	0,2962()	0,219	0,1561()	-0,149	0,2142()
Benchmark prinos	0,950	0(***)	0,681	0(***)	0,957	0(***)
Neto odljevi	**-0,043**	0,0194(*)	**-0,057**	0,0276(*)	**-0,044**	0,0411(*)
Opće karakteristike modela						
Broj opservacija	1951		327		1624	
R^2	63,03%		30,08%		64,27%	
Prilagođeni R^2	62,99%		29,65%		64,22%	
F statistika	1661,00		69,69		1458,00	
P-vrijednost F-statistike	0,00000		0,00000		0,00000	

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

Iako procijenjeni sekundarni efekti neto odljeva u prosjeku ne sugeriraju sistemski značajan dodatan gubitak vrijednosti u portfeljima domaćih UCITS fondova, koji po implicitnoj pretpostavci reagiraju na odljeve, potrebno je u obzir uzeti i činjenicu da su pojedini fondovi u proteklim kriznim epizodama zabilježili i odljeve veće od 30 % neto imovine fonda u jednom tromjesečju pa ukupan gubitak vrijednosti, odnosno smanjenje cijena udjela u fondu može biti materijalno.

Također je važno uzeti u obzir i tehnička ograničenja korištenog pristupa, a koje se ogledaju u tome da je ukupni sekundarni učinak odljeva sredstava iz fondova na njihove prinose u stresnim uvjetima sadržan i u utjecaju smanjenog benchmarka koji pogađa sve financijske institucije izložene nekoj klasi imovine (kroz prisilnu prodaju po netržišnim uvjetima,

[51] *Benchmark* za pojedinu kategoriju UCITS fonda (obveznički, dionički, mješoviti, novčani, napajajući i ostali) čini agregatni prinos kategorije kojoj fond pripada.

engl. fire sales) i u utjecaju veličine neto odljeva pojedinog fonda te ga nije moguće u ovom pristupu cjelovito izraziti. Dodatno u promatranoj relaciji nije moguće izolirati utjecaj činjenice da se na horizontu od jednog tromjesečja jedan dio inicijalnog likvidnosnog šoka nadomjesti kasnijim uplatama novih sredstava. Osim toga, važno je naglasiti i nelinearni karakter sistemskih epizoda u kojima se promatrani efekti odljeva sredstava međusobno sinkroniziraju i potencijalno nadopunjuju, a koji su primijenjenom procjenom prosječnog utjecaja odljeva na cijene podcijenjeni.

Reference

Coval, Joshua i Erik Stafford, 2007., *„Asset fire sales (and purchases) in equity markets"*, Journal of Financial Economics 86, 479–512.

MMF (2015.), *"The asset management industry and financial stability"*, Global Financial Stability Report, April.

Office of Financial Research (2013.), *"Asset management and financial stability"*, September.

FSB (2017.), *"Policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities"*, January.

ESRB (2018.), *„Preporuka o likvidnosnim rizicima i rizicima financijske poluge u investicijskim fondovima"*, Službeni list Europske unije, 2018/C 151/1.

ESMA (2019.), *„Smjernice o scenarijima testiranja otpornosti na stres u skladu s Uredbom o novčanim fondovima"*

ESMA (2020.), *„Smjernice o testiranju otpornosti likvidnosti na stres kod UCITS-a i AIF-ova"*

Falato, Antonio, Itay Goldstein i Ali Horta¸csu, 2020., *„Financial fragility in the covid-19 crisis: The case of investment funds in corporate bond markets"*, Technical report, National Bureau of Economic Research.

Chen, Qi, Itay Goldstein i Wei Jiang, 2010., *„Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows"*, Journal of Financial Economics 97, 239–2

Okvir 2. Sistemski kibernetički rizik

Sistemske kibernetičke prijetnje i financijska stabilnost

Tijekom posljednjih desetljeća globalni financijski sustav postao je digitaliziraniji i međusobno povezaniji. Kako bi se ekonomski procesi nesmetano odvijali, od financijskog sustava zahtijeva se da pouzdano izvršava svoje ključne funkcije: štedno-kreditne usluge i općenito financiranje, platne usluge, trgovanje vrijednosnim papirima kao i povezane usluge namire. U izvršenju tih ključnih funkcija financijski sustav kritički se oslanja na robusnost infrastrukture informacijske i komunikacijske tehnologije (dalje u tekstu: IKT) te povjerljivost, integritet i dostupnost podataka sustava. Zbog svega navedenog, povećava se opasnost od kibernetičkih incidenata kao jednog i sve značajnijeg izvora operativnog rizika, a koji može imati sistemski utjecaj.

Kibernetički rizik karakteriziraju ključne značajke koje ga u kombinaciji razlikuju od drugih izvora operativnog rizika: brzina i razmjer širenja koji proizlazi iz međusobne povezanosti različitih informacijskih sustava. Incidenti se stoga mogu lako proširiti po sektorima i izvan geografskih granica uključujući i subjekte koji nisu primarni cilj. Zlonamjerni kibernetički incidenti postaju sve intenzivniji i sve češći, što ilustrira visoku razinu sofisticiranosti i koordinaciju koju su akteri prijetnji u stanju postići (slika 1.).ESRB je razvio analitički okvir za procjenu kako kibernetička prijetnja može postati izvor sistemskog rizika za financijski sustav (ESRB, 2020.). Konceptualni model obuhvaća četiri faze: 1. kontekst, odnosno okolnosti u kojima kibernetički incident[52] nastaje; 2. šok u vidu idiosinkratskih poteškoća tehničke prirode i narušenih poslovnih procesa, 3. zaraza, odnosno propagiranje i širenje inicijalnog šoka kroz sustav čime se stvara nepovjerenje i narušava integritet financijskog sustava te 4. sistemski događaj kada financijski sustav više nije u mogućnosti nastaviti izvršavati poslovne procese direktno time ugrožavajući financijsku stabilnost. Stoga je ključni element u evoluiranju idiosinkratskog kibernetičkog incidenta u sistemsku krizu povjerenje javnosti u financijski sustav.

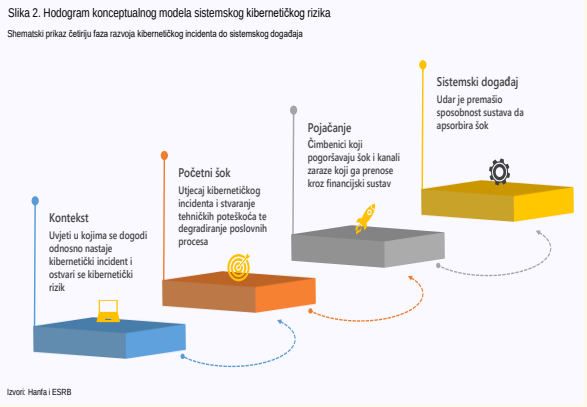
Slika 1. Obilježja kibernetičkog rizika

Shematski prikaz obilježja kibernetičkog rizika

Izvori: Hanfa i ESRB

Slika 2. Hodogram konceptualnog modela sistemskog kibernetičkog rizika

Shematski prikaz četiriju faza razvoja kibernetičkog incidenta do sistemskog događaja



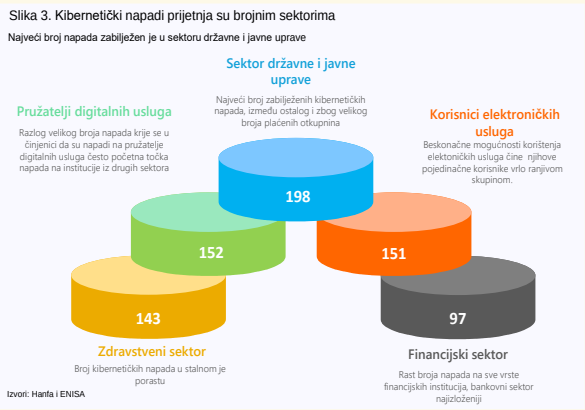
Izvori: Hanfa i ESRB

[52] Gdje se najčešće radi o kibernetičkim napadima kao što su: *phishing* (napadi gdje se napadači lažno predstavljaju s ciljem otuđenja privatnih informacija korisnika usluga), *ransomware* (napadi u kojima napadači od korisnika traže otkupninu kako bi im omogućili ponovno korištenje digitalnih usluga) i DDoS (*Distributed Denial of Service* – zagušenje mreže zlonamjernim sadržajem koji dovodi do privremenog zastoja).

Kibernetički incidenti prijetnja su brojnim institucijama i sektorima

Ubrzani proces digitalizacije i sveprisutne promjene u obrascima rada (od početka 2020. 40 % radnika u EU-u prešlo je na rad na daljinu[53]) koji su nastupili kao odgovor na pandemiju koronavirusa, stvorili su nove prilike za kibernetičke napade. Agencija za kibernetičku sigurnost EU-a (dalje u tekstu: ENISA) izvijestila je o otkrivanju 230.000 novih napada zlonamjernim softverom u razdoblju od siječnja 2019. do travnja 2020., dok je Europolova procjena prijetnje od ozbiljnog i organiziranog kibernetičkog kriminala u 2021. istaknula primjetan porast broja napada na državne institucije i velike tvrtke. Većina napada predstavlja ciljane napade na institucije i tijela u EU-u, kao i na kritičnu infrastrukturu pojedine države članice. Prema podacima ENISA-e, u razdoblju od travnja 2020. do srpnja 2021. na području EU-a najveći broj napada izvršen je na tijela i institucije u sektorima državne i javne administracije, pružatelja digitalnih usluga, korisnika internetskih usluga, zdravstvene zaštite i u financijskom sektoru.

Slika 3. Kibernetički napadi prijetnja su brojnim sektorima



U sektoru državne i javne administracije pohranjena je široka lepeza osjetljivih informacija, što ga čini poželjnom metom kibernetičkih napada. Podaci vladinih agencija privlačni su hakerima jer isprepleteni sustavi sadrže ogromne količine informacija o stanovništvu i tvrtkama koje su povezane putem raznih platformi. Osim toga, informacijski sustavi i tehnologija javnog sektora brzo rastu, a s njima i količina pohranjenih podataka. Kako pohrana podataka postaje sve složenija (pohrana podataka na serverima, engl. *cloud data storage*), vlade se suočavaju s izazovom razvoja sigurnosne tehnologije koja će odolijevati sve brojnijim i ozbiljnijim napadima. Financijske institucije tradicionalno spadaju među vodeće mete kibernetičkih napada. Banke, ali i ostale financijske institucije smatraju se tvornicama novca, a akterima napada nude se višestruki načini zarade, bilo kroz iznudu, krađu ili prijevaru. To je i razlog zašto je gotovo 90 % svih napada na financijske institucije pokrenuto iz financijskih motiva.

Kibernetički napadi[54] obično nisu ograničeni na jedan određeni sektor i u većini slučajeva utječu na više njih. U mnogim slučajevima kibernetički napad počinje na nekom od temeljnih IKT sustava koji se koristi u više sektora i koji ima nižu razinu kibernetičke sigurnosti. Naime, kod većine ciljanih napada koriste se razlike u zrelosti kibernetičke sigurnosti među sektorima, koja je u pravilu proporcionalna njihovoj popularnosti. To je i jedan od razloga što je velik broj incidenata bio usmjeren na državnu i javnu administraciju (veliki broj različitih IKT sustava) te pružatelje digitalnih usluga. Realno je očekivati da će potonji, s obzirom na horizontalno pružanje usluga brojnim sektorima, a samim time i velike međusektorske povezanosti biti predmet brojnih kibernetičkih prijetnji i u budućem razdoblju.

Aktivnosti i pogled regulatora na kibernetički rizik

Kibernetički rizik u fokusu je međunarodnih nacionalnih regulatornih tijela. Pojedinačni napori institucija da upravljaju kibernetičkim rizikom razvijali su se simultano s razvojem IKT-

[53] Izvor: ENISA

[54] Popis značajnih kibernetičkih incidenata na globalnoj razini od 2006. moguće je pronaći i na stranicama CSIS-a (*Center for Strategic and International Studies*).

a, dok su se koordinirani regulatorni napori razvili u posljednjih nekoliko godina. Priroda kibernetičkog rizika (koji je bez granica) čini koordinaciju na međunarodnoj razini izuzetno važnom. ESRB je 2017. osnovao Europsku sistemsku kibernetičku grupu (engl. *European Systemic Cyber Group*, dalje u tekstu: ESCG) kako bi se analiziralo sistemski kibernetički rizik u EU-u. Mandat ESCG-a zahtijeva od grupe da ispita ranjivosti kibernetičke sigurnosti i njihov potencijalni utjecaj na financijsku stabilnost. Važnost kibernetičkom riziku na operativnoj razini dale su ESMA[55], EIOPA[56] i ESA[57] (engl. *European Supervisory Authorities*, dalje u tekstu: europska nadzorna tijela) objavljujući analize utjecaja rizika na tržišta kapitala i osiguranja u EU-u. Kibernetičke prijetnje na tržištima kapitala mogu dovesti do rušenja sustava i nemogućnosti nadzora trgovanja, stoga je bitno postaviti stabilan sustav zaštite kriznog upravljanja. Osiguravajuće tvrtke meta su kibernetičkih napada jer posjeduju značajne količine povjerljivih podataka o osiguranicima, stoga je stabilan sustav zaštite neophodan.

Početkom 2022. ESRB je objavio preporuku o uspostavi paneuropskog sistemskog okvira za odgovor na kibernetičke incidente (engl. *European Systemic Cyber Incident Coordination Framework*, dalje u tekstu: EU-SCICF). Cilj je EU-SCICF-a povećanje razine pripremljenosti financijskih tijela u EU-u na način da definiraju učinkovitiji odgovor na kibernetički incident tako da razmjena informacija između subjekata kibernetičkog napada i nadležnih regulatornih institucija bude učinkovita i brza kako ne bi došlo do ostvarenja rizika zaraze. Drugi cilj EU-SCICF-a je premostiti sve poteškoće u koordinaciji i komunikaciji između samih financijskih regulatornih tijela, s drugim sektorima te drugim ključnim akterima na međunarodnoj razini, odnosno regulatornim institucijama na razini EU-a.

EU-SCICF je prvi, prijeko potreban, korak u smjeru onoga što je predviđeno prijedlogom Zakona o digitalnoj operativnoj otpornosti (engl. *Digital Operational Resilience Act*, dalje u tekstu: DORA). DORA je standard upravljanja rizikom IKT koji je Europska komisija objavila 2020. godine. EU-SCICF sa svojim makrobonitetnim fokusom može pomoći u rješavanju mogućih kibernetičkih nedostataka nadopunjavajući smjernice koje predlaže DORA. Budući da je DORA uglavnom usmjerena na pojedinačne institucije, EU-SCICF bi nadopunio njezine preporuke svojim makrobonitetnim pristupom. Cilj je DORA-e da osigura da svi sudionici u financijskom sustavu imaju potrebne zaštitne mjere za ublažavanje kibernetičkih napada. Predloženo zakonodavstvo zahtijevat će od tvrtki da osiguraju da mogu izdržati sve vrste poremećaja i prijetnji povezanih s IKT-om. Smjernice također uvode nadzorni okvir za ključne pružatelje trećih strana, kao što su pružatelji usluga u oblaku.

Očekivanja u narednim godinama

Opisane aktivnosti Europske komisije i europskih nadzornih tijela[58] u području regulacije IKT-a i kibernetičke sigurnosti ključne su za sigurnu digitalnu transformaciju i povećanu razinu kibernetičke otpornosti europskih financijskih institucija. Predloženom uredbom DORA, Europska komisija bavi se krucijalnim pitanjima i nadilazi postojeće strukture kako bi vodila put prema budućoj održivosti europskog financijskog sektora. U narednim godinama sva

[55] „ESMA SUPERVISION TO FOCUS ON DATA, BREXIT AND CYBERSECURITY IN 2019", ESMA, 2019.

[56] "Understanding Cyber Insurance – A Structured Dialogue with Insurance Companies", EIOPA, 2018.

[57] "Joint Advice of the European Supervisory Authorities to the European Commission on the costs and benefits of developing a coherent cyber resilience testing framework for significant market participants and infrastructures within the whole EU financial sector", ESA, 2019.

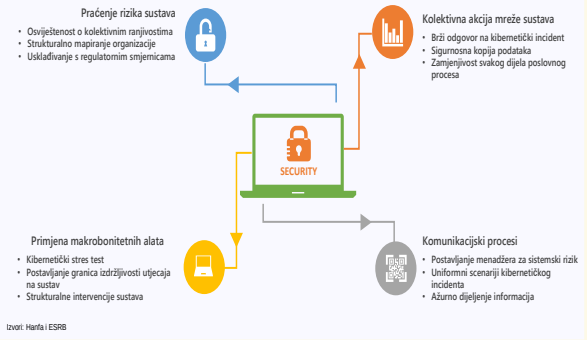
[58] Europska nadzorna tijela – ESMA, EBA i EIOPA

će nadležna regulatorna tijela financijskih sustava u EU-u odrediti kontaktnu točku u slučaju kibernetičkog incidenta, koja bi zatim izvijestila europska nadzorna tijela. Ta jedinstvena kontaktna točka tek treba biti uspostavljena, a po direktivi NIS[59] (koja se primjenjuje u RH Zakonom o kibernetičkoj sigurnosti operatora ključnih usluga i davatelja digitalnih usluga[60]) to bi bio Ured Vijeća za nacionalnu sigurnost. Spomenuti popis kontakata olakšat će razvoj paneuropskog sistemskog okvira i kad EU-SCICF bude uspostavljen, kontaktne točke i ESRB bit će obaviješteni u slučaju većeg kibernetičkog incidenta. Cilj je kontaktnih točaka uspostava mjere ublažavanja rizika zaraze kao katalizatora individualnog kibernetičkog incidenta u sistemski događaj (slika 2.). Za puno operativno funkcioniranje EU-SCICF-a nužno je međutim osigurati adekvatne resurse na razini svih sudionika sustava kao i otkloniti eventualne zakonske prepreke koje bi sprječavale financijska tijela u EU-u da razmjenjuju informacije i usvoje EU-SCICF.

No pored uspostavljanja i operativnog funkcioniranja sustava EU-SCICF, nužno je i dalje razvijati makrobonitetne alate za identificiranje i ublažavanje sistemskog rizika uzrokovanog kibernetičkim napadom (slika 4.). U narednim godinama bi stoga regulatorne financijske institucije trebale ispitati svoju otpornost u slučaju kibernetičkog incidenta, a što uključuje i slučajeve kada se incident dogodi kod proceduralno bliske institucije te pružatelja IKT infrastrukture. No pored testiranja koje bi same financijske institucije trebale provesti za svoje sustave, i makrobonitetne regulatori bi na razini ukupnog financijskog sustava trebali ispitati otpornost na ovakve kibernetičke incidente, pa će tako tijekom 2022. ESRB razviti sustav testiranja otpornosti financijskog sustava EU-a na kibernetičke napade.

Slika 4. Makrobonitetni alati za ublažavanje sistemskog kibernetičkog rizika

Shematski prikaz ključnih sastavnica makrobonitetnih alata za sistemsku sigurnost



Izvori: Hanfa i ESRB

Reference

ESB (2021.), *„IT and cyber risk: a constant challenge"*

ESRB (2020.), *„Systemic cyber risk"*

ESRB (2021.), *„Recommendation on pan-European systemic cyber incident coordination framework for relevant authorities"*

ESRB (2022.), *„Mitigating systemic cyber risk"*

Greg Ros (2020.), *„The making of a cyber crash: a conceptual model for systemic risk in the financial sector"*

Philipp S. Krüger, Jan-Philipp Brauchle (2021.), *„The European Union, Cybersecurity, and the Financial Sector: A Primer"*

[59] Direktiva (EU) 2016/1148 Europskog parlamenta i Vijeća od 6. srpnja 2016. o mjerama za visoku zajedničku razinu sigurnosti mrežnih i informacijskih sustava širom Unije, SL L 194

[60] NN, br. 64/2018

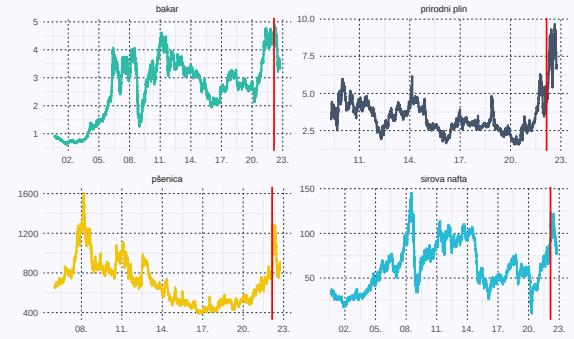
9. Testiranje otpornosti na stres

Smirivanje pandemije koronavirusa nije donijelo očekivani predah za nositelje ekonomskih politika s obzirom na eskalaciju geopolitičkih napetosti u veljači 2022. koja je preko noći promijenila percepciju inflacijom obilježenog, *postcovid* oporavka. U recentnom razdoblju kada su neizvjesnosti povišene, a projekcije uvelike determinirane tijekom ratnog, ali i energetskog sukoba, testiranje otpornosti na stres osobito je izazovno, ali i važno za preispitivanje dostatnosti kapaciteta sektora financijskih usluga za apsorpciju novih šokova koji su mogući. Rezultati provedene vježbe pokazali su da bi u zamišljenom stresnom scenariju koji se zasniva na pretpostavci produljenog razdoblja visoke inflacije u kombinaciji s anemičnim ili vjerojatnije negativnim gospodarskim rastom, agregatna otpornost cijelog sektora financijskih usluga ostala zadovoljavajuća, iako bi profitabilnost određenog dijela sustava mogla biti značajno ugrožena.

Uvodno

Nakon izazovnog dvogodišnjeg razdoblja koje je obilježila zdravstvena i ekonomska neizvjesnost uzrokovana pandemijom koronavirusa, fokus je sredinom veljače 2022. iznenadno prebačen na potencijalno novi izvor sistemskog rizika: rusko-ukrajinski sukob koji je preko noći izmijenio percepciju gospodarskog oporavka i potencirao postojeće izazove s obuzdavanjem ubrzanog rasta cijena (detaljnije u poglavlju 2. Makroekonomsko okružje). Jedna od izglednih posljedica sukoba, koja će neminovno utjecati na globalno gospodarstvo, jest energetska kriza, dijelom već započeta s obzirom na zabilježen vrlo visoki rast cijena energenata, ali i ostalih dobara u proteklom razdoblju (slika 116.), uz smanjenje njihove dostupnosti. Konačne amplitude rasta cijena nije moguće jednostavno odrediti i ovise o cijelom nizu čimbenika, među kojima je najvažniji razvoj i ishod geopolitičke situacije i s time povezan utjecaj uvedenih sankcija Rusiji i Bjelorusiji. Stoga je početna pozicija ovogodišnje vježbe, slično kao i prošlogodišnja, svojevrsno stresna, a prošlogodišnji pristup „testiranja otpornosti na stres u razdoblju stresa" primjenjiv i u ovoj vježbi.

Slika 116. Eskalacija geopolitičke situacije na istoku Europe dovela je do poremećaja cijena na robnim tržištima
Cijene različitih roba, u dolarima



Napomena: Crvena linija označava datum početka ruske invazije na Ukrajinu.
Izvor: EOD Historical Data

Obilježja simulacije

U svrhu kontinuiranog praćenja promjene sistemskih rizika, odnosno sposobnosti sektora financijskih usluga da podnese neočekivane gubitke koje bi materijalizacija sistemskih rizika mogla generirati i tako ugroziti stabilnost sustava, provodi se godišnje testiranje otpornosti sektora financijskih usluga na stres. Početnu točku nove iteracije testiranja otpornosti na stres čine podaci za kraj prvog polugodišta 2022., a vremenski horizont nije se mijenjao te su u temeljnom i stresnom scenariju simulirane vrijednosti glavnih makroekonomskih pokazatelja, kao i ključnih pokazatelja poslovanja sektora financijskih usluga u narednih šest tromjesečja, tj. do kraja 2023. godine. Glavna tehnička izmjena u odnosu na prošlogodišnji pristup jest nadopunjavanje

postavljenog okvira[61] novim modelima za sektor leasinga, osiguranja i investicijske fondove s ciljem što preciznije procjene propagacije inicijalno kalibriranih šokova kroz sustav, te njihova utjecaja na pokazatelje poslovanja sektora financijskih usluga.

U dosad provedenim vježbama testiranja otpornosti na stres sektor leasinga nije bio uključen u simulaciju s obzirom na to da je poslovanje leasing društava u protekle dvije godine obilježilo reprogramiranje postojećih ugovora s ciljem olakšavanja otplate primateljima leasinga[62] u okolnostima pandemije, pa bi uključivanje sektora leasinga u okvir testiranja otpornosti na stres u trenutku „nestandardnog" poslovanja bilo izrazito kompleksno. Stoga je nakon isteka gotovo svih reprograma[63] i ovaj dio sektora financijskih usluga integriran u vježbu kroz satelitski model profitabilnosti. Za povezivanje je korištena regresijska analiza na panel podacima s fiksnim efektima[64] kojom su se nastojale uvažiti potencijalne razlike u poslovnim modelima pojedinih društava, ali se i osiguralo razmjerno zadovoljavajuće prenošenje simuliranih makrošokova na njihovu dobit. Sa stajališta makroekonomskog testiranja otpornosti na stres u kojem je naglasak na agregatnim sektorskim pokazateljima i njihovu kretanju u temeljnom i stresnom scenariju, model pokazuje zadovoljavajuće performanse. U modelu dobit leasing društva[65] ovisi o strukturi portfelja društva[66], makroekonomskim uvjetima koji su opisani kroz godišnju stopu rasta BDP-a te o kamatnoj marži, tj. razlici aktivne i pasivne kamatne stope[67]. Spomenuti model nadopunjen je modelskim procjenama udjela neprihodujućih potraživanja i ispravaka vrijednosti[68], čime je zaokružena simulacija profitabilnosti leasing društava.

Druga tehnička izmjena ovog testiranja u odnosu na prošlogodišnje jest proširenje skupa pokazatelja kojima se prati poslovanje društava za osiguranje. Informacije o promjeni imovine društava za osiguranje i ocjeni viška imovine nad obvezama u temeljnom i stresnom scenariju nadopunjene su procjenama dobiti u simuliranom horizontu, pri čemu su zasebno modelirani prihodi skupine životnih i neživotnih osiguranja zbog razlika u prirodi poslovanja. Tehnički, slično kao i kod leasing društava, korištena je panel regresija s fiksnim efektima, a analiza je pokazala da je za procjenu budućih neto prihoda uz autoregresivnu komponentu očekivano važna i makroekonomska situacija[69]. Konačno, likvidnost investicijskih fondova neizbježno je pitanje u svakoj kriznoj epizodi, pa tako i u simuliranoj kakva je ova. Stoga je u ovogodišnjoj iteraciji testiranja otpornosti veća pozornost posvećena i tom pitanju kako je

[61] Postojeći okvir slijedi koncept opisan u okviru 1. Simulacija efekata koronakrize na stabilnost sektora financijskih usluga, u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika, br. 4.

[62] Više o poslovanju leasing društava u prvoj godini koronakrize u okviru 1. Poslovanje leasing društava u koronakrizi, u publikaciji Makroprudencijalni skener, br. 5.

[63] Krajem lipnja 2022. aktivno je bilo tek 0,7 % ukupno odobrenih reprograma.

[64] Riječ je o modelu u kojem su individualni efekti za svako leasing društvo direktno uključeni u model kao fiksni parametri preko varijabilnih slobodnih članova.

[65] Zavisna varijabla u modelu je dobit prije poreza umanjena za ispravke vrijednosti i izražena kao postotak imovine. Kako bi model imao bolje performanse, iz serije podataka izbačene su ekstremne vrijednosti za koje je zavisna varijabla veća od 150 % ili manja od -150 %.

[66] Struktura portfelja uključena je u model preko udjela potraživanja po financijskom leasingu u ukupnom portfelju potraživanja.

[67] Aktivna kamatna stopa izračunata je kao omjer kamatnih prihoda i potraživanja, dok je pasivna kamatna stopa procijenjena kao omjer kamatnih rashoda i obveza leasing društava.

[68] Panel regresijom s fiksnim efektima procijenjen je udio neprihodujućih potraživanja koji u modelu ovisi o autoregresivnoj komponenti s vremenskim pomakom od tri mjeseca jer se kvarenje kvalitete potraživanja događa s određenim vremenskim odmakom, stopi rasta BDP-a i kamatnoj marži. Slično tome, ispravci vrijednosti u modelu računaju se u ovisnosti o autoregresivnoj komponenti s pomakom od četiri tromjesečja, promjeni udjela neprihodujućih potraživanja u ukupnim potraživanjima, te o stopi rasta BDP-a s pomakom od dva tromjesečja.

[69] Za model životnih osiguranja makroekonomski uvjeti opisani su preko stope nezaposlenosti, a za model neživotnih osiguranja preko stope realnog rasta BDP-a.

detaljno opisano u okviru 1. Rizik likvidnosti UCITS fondova.

Temeljni scenarij

Perspektiva snažnog ekonomskog oporavka od zdravstvene krize, koja je početkom 2020. pogodila većinu svjetskih ekonomija i bila presedan u novijoj povijesti s obzirom na njezine karakteristike i brzinu širenja, preko noći je promijenjena eskalacijom napetosti na istoku Europe, a ekonomski procesi (poput rasta inflacije) koji su okarakterizirani kao kratkotrajni postali su srednjoročna pitanja. Višegodišnje razdoblje niskih kamatnih stopa postupno se okončava, a stagflacija postaje opasnost u koju bi ekonomije mogle upasti u srednjem roku. U takvom ozračju visokih neizvjesnosti raspon mogućih ostvarenja ovogodišnjeg temeljnog scenarija mnogo je širi, a vjerojatnost pogreške mnogo veća nego što je to bio slučaj u stabilnijim razdobljima jer je priroda ove krize mnogo kompleksnija nego one iz 2008.

Temeljni scenarij polazi od pretpostavke izostanka novih globalnih šokova koji bi mogli ugroziti predviđenu dinamiku oporavka, te pretpostavke da su tržišta u svoja očekivanja već uključila većinu posljedica geopolitičkog sukoba. U tom bi se scenariju domaći gospodarski oporavak trebao nastaviti u ovoj i idućoj godini, premda nešto sporijom dinamikom nego u 2021. Do kraja 2022. očekuje se realni godišnji porast BDP za 4,8 %, dok u 2023. očekivani rast iznosi 4,2 % (tablica 1.).

U takvim uvjetima razmjerno solidnog rasta fokus će biti na smirivanju stope inflacije u srednjem roku s obzirom na to da se u kratkoročnom razdoblju (do kraja ove godine) procjenjuje da će stopa inflacije ostati povišena te na kraju 2022. iznositi 15,9 %, dok se za iduću godinu očekuje usporavanje rasta[70]. Pritom temeljni scenarij pretpostavlja stabilizaciju globalnog tržišta energenata do kraja ove godine, kao i normalizaciju globalnih poljoprivrednih tržišta što su, između ostalih, nužni preduvjeti za obuzdavanje inflacije na globalnoj, a posljedično i na domaćoj razini.

Smirivanje inflatornih pritisaka pozitivno bi utjecalo i na ostale makroekonomske pokazatelje, koji bi zadržali razmjerno stabilne putanje oporavka, pa se u temeljnom scenariju očekuje zadržavanje stope nezaposlenosti na niskim razinama uz nastavak blagog rasta nominalnih bruto plaća. Premda je pritisak na rast plaća potaknut visokim stopama inflacije u nekoj mjeri već prisutan, u temeljnom se scenariju pretpostavlja da do inflacijske spirale ne bi trebalo doći, tj. ne procjenjuju se sekundarni učinci rastućih stopa inflacije na plaće.

S obzirom na promjenu smjera monetarne politike vodećih centralnih banka (više u poglavlju 3. Financijska tržišta), kamatne stope će do kraja simuliranog razdoblja porasti, no očekivani rast kamatnih stopa bi do kraja 2023. trebao ostati umjeren, odnosno ne bi trebao prelaziti redom 2,0 p.b. i 3,2 p.b. za kratkoročne, odnosno dugoročne kamatne stope.

Neizvjesno okružje utjecat će i na potražnju za stambenim nekretninama, kao i na cijene čiji bi se dvoznamenkasti rast zabilježen u prvom tromjesečju 2022. ipak trebao usporiti do kraja simulacijskog horizonta, premda se preokret trenda rasta u temeljnom scenariju ne očekuje. Pristupanjem Hrvatske europodručju početkom iduće godine hrvatsko tržište nekretnina postat će stranim ulagateljima još atraktivnije, pa bi inozemna potražnja mogla porasti, dok će domaću kočiti realno niži dohodci kućanstava i rastuće kamatne stope. U takvom se okružju u 2022. očekuje rast cijena stambenih nekretnina od 12,7 %, dok bi u 2023. rast trebao biti tek nešto umjereniji i iznositi 9,2 %.

U drugom dijelu ove i tijekom iduće godine očekuje se nastavak poboljšanja fiskalnih pokazatelja, primarno zbog povećanih prihoda od poreza uslijed povišenih razina cijena i očekivanog rasta gospodarske aktivnosti, no

[70] Na kraju 2023. prognozirana stopa inflacije iznosi 9,0 %.

snažniji će oporavak ograničavati rashodovna strana proračuna opterećena troškovima novih mjera za ublažavanje rasta cijena i očekivano poskupljivanje novog zaduživanja. Stoga se u simuliranom razdoblju očekuje porast apsolutnog pokazatelja zaduženosti države, ali i pad relativnog omjera duga i BDP-a na 69,6 % na kraju 2022. odnosno 63,7 % do kraja iduće godine. Istodobno se ne očekuje značajno produbljivanje proračunskog manjka, pa bi deficit mogao iznositi 1,7 % BDP-a u 2022., odnosno 3 % BDP-a u 2023. godini. Iako će naredno razdoblje biti osobito izazovno za nositelje fiskalne politike obzirom na promjene u smjeru monetarnih politika vodećih centralnih banaka i posljedični rast prinosa, pritisak na domaće javne financije djelomično će ublažiti priključenje Hrvatske europodručju 1. siječnja iduće godine (više u poglavlju 2. Makroekonomsko okružje).

Opisani temeljni scenarij izložen je negativnim rizicima, a njegova ostvarenja primarno će ovisiti o globalnim kretanjima, ponajviše o ishodu geopolitičke situacije i s time povezanim potencijalnim daljnjem intenziviranjem energetske krize.

Stresni scenarij

Inicijalni šok ovogodišnjeg stresnog scenarija, čije bi ostvarenje moglo imati sistemske posljedice, produbljivanje je energetske krize uzrokovane nastavkom rusko-ukrajinskog sukoba i posljedičnim daljnjim pogoršanjem geopolitičkih odnosa na relaciji Rusija – EU, što bi stvorilo nove probleme u opskrbnim lancima i onemogućilo obuzdavanje inflacijskih stopa. To bi podrazumijevalo značajne volatilnosti cijena energenata, ali i pomanjkanje njihovih količina dostatnih za neometano funkcioniranje izrazito energetski uvoznih gospodarstava, poglavito europskih. Naime, zbog geografske blizine i trgovinskih odnosa s Rusijom i Ukrajinom, zemlje EU-a značajno su izložene rusko-ukrajinskom konfliktu (slika 117.), pri čemu Njemačka i Italija, glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri, imaju najveću ovisnost o ruskom plinu među velikim zemljama europodručja (slika 118.), a zamjenjivost tih izvora energije u kratkom roku nije jednostavna[71]. Prema recentnim istraživanjima[72] elastičnost supstitucije u kratkom roku je niska, ali raste proporcionalno s duljinom vremenskog horizonta, pa veličina ekonomskih gubitaka prvenstveno ovisi o vremenskom okviru tijekom kojeg se prilagodbe odvijaju. Stoga bi značajno smanjenje uvoza energenata iz Rusije na razine nedostatne za nastavak neometanog funkcioniranja gospodarstva, snažno i brzo utjecalo na gotovo sve makroekonomske pokazatelje europodručja, u prvom redu cijene i gospodarsku aktivnost, a nove nestabilnosti na strani ponude znatno bi ograničile utjecaj monetarnih politika na smirivanje rasta inflacije.

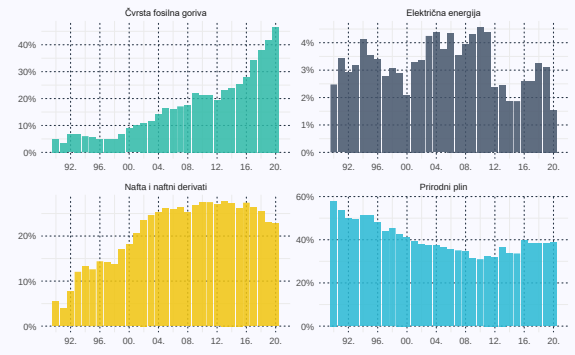
U tom bi se scenariju monetarnim mjerama moralo djelovati brže i snažnije od predviđenog, što bi u kombinaciji s ostalim poremećajima gurnulo gospodarstva u recesiju, posebno periferne ekonomije s izraženim strukturnim ranjivostima. U takvom neizvjesnom okružju stopa inflacije bi nastavila rasti, a trend se ne bi preokrenuo ni do kraja simulacijskog horizonta jer bi, uz inicijalno simulirane čimbenike na strani ponude (engl. *cost-push inflation*), čimbenici na strani potražnje (engl. *demand-pull inflation*) dodatno potencirali njezin rast, kao i vjerojatna pojava inflacijske spirale. Takva kretanja u konačnici bi dovela do više i dugotrajnije inflacije s negativnim učincima na osobnu potrošnju i investicije. Dinamika globalnih cijena preslikala bi se i na domaću inflaciju koja bi krajem 2022. iznosila 18,6 %, dok bi se u 2023. zadržala na povišenoj razini od 11,9 %.

[71] Europska komisija je sredinom svibnja 2022. donijela REPowerEU, plan da Europa postane neovisna o ruskim fosilnim gorivima znatno prije 2030. u kontekstu ruske invazije na Ukrajinu.

[72] Vidjeti Bachmann R., Baqaee D., Bayer C., Kuhn M., Löschel A., Moll B., Peichl A., Pittel K. i Schularick M. (2022): `What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia', ECONtribute Policy Brief, br. 28/2022

Slika 117. Prije izbijanja sukoba, Rusija je bila važan opskrbljivač Europske unije energentima

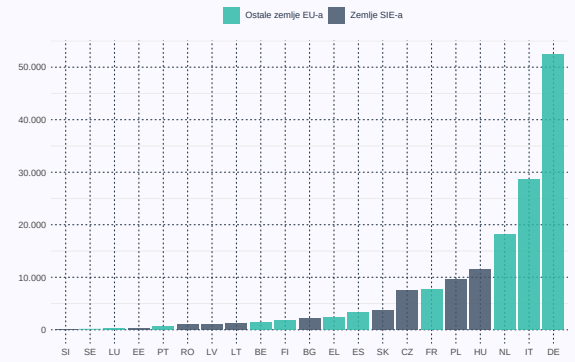
Uvoz različitih energetata iz Rusije u Europsku uniju, u % ukupnog uvoza



Izvor: Eurostat

Slika 118. Njemačka i Italija prednjače u uvozu prirodnog plina iz Rusije

Uvoz prirodnog plina iz Rusije za 2020. godinu po zemljama, u mil. kubičnih metara



Izvor: Eurostat

Izostanak stabilizacije inflacije u srednjoročnom razdoblju generirao bi dodatnu kočnicu ekonomskoj aktivnosti, a predviđena nova kontrakcija gospodarstava europodručja snažno bi narušila perspektivu oporavka domaćeg gospodarstva koje bi u simuliranim stresnim uvjetima u 2022. stagniralo, dok bi u 2023. zabilježilo snažnu korekciju od -6,1 %. Osim snažnog pada BDP-a i početka nove recesije te visokih stopa inflacije, prelijevanje inozemnih šokova u kombinaciji s domaćim strukturnim ranjivostima pogoršalo bi i ostale makroekonomske pokazatelje, pa bi stopa nezaposlenosti porasla za 1,3 p.b. do kraja iduće godine, uz anemičan rast nominalnih plaća.

Slabiji gospodarski izgledi i stroži financijski uvjeti utjecali bi i na korekcije cijena nekretnina, posebice u ekonomijama s većim neravnotežama i znatnijom precijenjenošću na tom tržištu. U Hrvatskoj bi se u simuliranom stresnom scenariju u 2023. cijene nekretnina smanjile za 0,9 %, čime bi se zaustavio snažan rast od gotovo 40 % zabilježen u proteklih šest godina.

Simulirani recesijski uvjeti neminovno bi se odrazili i na pogoršanje javnih financija, a stupanj pogoršanja ovisio bi o početnim pozicijama jer su proračuni nekih zemalja još uvijek znatno opterećeni mjerama potpore gospodarstvu zbog pandemije koronavirusa i/ili mjerama za ublažavanje efekata inflacije. Domaći bi javni dug na kraju simulacijskog horizonta iznosio 75,2 % BDP-a, a proračunski bi se manjak dodatno produbio i iznosio -8,4 % na kraju 2023. godine.

Uz udar na smanjenje prihoda zbog pada agregatnog dohotka koji ne bi kompenzirali inflacijom povećani porezni priljevi, javne financije dodatno bi opteretili i veći troškovi kamata s obzirom na povećanje prinosa na dugoročne državne obveznice koji bi u stresnom scenariju krajem 2023. iznosili 5,8 %.

Snažno zaoštravanje uvjeta financiranja u kratkom vremenskom razdoblju uzrokovalo bi znatan financijski stres: nagli porast volatilnosti i prilagodbu cijena financijske imovine što bi u kombinaciji s ostalim negativnim makroekonomskim trendovima imalo snažan utjecaj na cjelokupni financijski sustav.

Tablica 1. Makroekonomski scenarij

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

							Temeljni scenarij		Stresni scenarij	
Pokazatelj	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2022.	2023.
Bruto domaći proizvod (god. st. realnog rasta)	4.6	2.9	2.8	3.0	-7.4	9.7	4.8	4.2	0.7	-6.1
Inflacija (u %)	0.7	1.3	1.0	1.3	-0.3	5.2	15.9	9.0	18.6	11.9
Stopa nezaposlenosti (u % aktivnog stanovništva)	12.6	9.8	7.4	6.2	8.6	6.6	5.8	5.0	6.3	7.9
Bruto plaće (god. st. nominalnog rasta)	1.7	2.8	5.2	4.8	3.7	4.6	3.0	1.9	3.3	2.1
Cijene nekretnina (god. st. rasta)	0.8	7.6	4.7	10.0	6.4	9.1	12.7	9.2	9.3	-0.9
Razina javnog duga (u % BDP-a)	79.8	76.7	73.3	71.1	87.3	79.8	69.6	63.7	71.6	75.2
Saldo opće države (u % BDP-a)	-0.9	0.8	0.0	0.2	-7.3	-2.9	-1.7	-3.0	-2.8	-8.4
Prinos na državne obveznice (u %)	3.0	2.5	2.0	0.6	0.6	0.4	3.3	3.8	3.7	5.8
Krediti banaka realnom sektoru (god. st. rasta)	0.0	1.2	0.0	2.3	1.1	1.2	7.2	5.1	6.5	2.3
Kratkoročne kamatne stope (u %)	6.7	6.1	5.8	5.3	5.0	4.5	5.2	6.5	5.6	8.0
Dugoročne kamatne stope (u %)	5.5	4.6	4.7	4.0	3.8	2.4	3.9	5.6	4.2	7.0
Šok na dioničkom tržištu (razina VaR-a)							30.0	40.0	2.5	1.0
Šok na tržištu investicijskih fondova (razina VaR-a)							30.0	40.0	2.5	1.0
Šok na tečaj (razina VaR-a)							50.0	60.0	75.0	90.0

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

Izvor: Hanfa

Rezultati vježbe testiranja otpornosti na stres

Opisane nestabilnosti s početka 2022. (te njihove izravne i neizravne posljedice) odredile su kretanja realnih i financijskih fundamenata koji utječu na poslovanje sektora financijskih usluga, stoga se u temeljnom scenariju, čak i u slučaju izostanka novih šokova, do kraja ove godine ne očekuje njihova potpuna apsorpcija. Na kraju 2022. očekuje se smanjenje ukupne imovine sektora financijskih usluga[73] za 3,8 % u odnosu na kraj 2021., ponajprije zbog značajnog smanjenja neto imovine investicijskih fondova u prvom polugodištu 2022., dok se u 2023. očekuje oporavak (neto)imovine svih pružatelja financijskih usluga i rast za 5,4 % na godišnjoj razini.

Unatoč smanjenju neto imovine mirovinskih fondova u prvom polugodištu ove godine (za 4,2 mlrd. HRK pod utjecajem tržišnih kretanja), u nastavku godine se u temeljnom scenariju ipak očekuje djelomični oporavak (slika 119.), pa bi na kraju izazovne 2022. neto imovina mirovinskih fondova mogla biti tek 0,7 % manja u odnosu na 2021., dok bi u 2023. nastavila stabilno rasti.[74] Primarni generator očekivanog rasta neto imovine mirovinskih fondova su stabilne neto uplate (slika 121.) s obzirom na projicirane povoljne uvijete na tržištu rada u cijelom simulacijskom razdoblju (tablica 1.). Uz neto imovinu, iznimno neizvjesna prva polovina 2022. godine utjecala je i na smanjenje njihovih prinosa (više u poglavlju 4. Mirovinski fondovi), pa se u temeljnom scenariju do kraja godine ne očekuje potpuni oporavak, dok bi se u 2023. prinosi trebali vratiti u pozitivno područje, ali i zadržati na potisnutim razinama (manjim od 2 %, slika 120.).

Nakon zabilježenih iznadprosječnih neto odljeva iz investicijskih fondova u prvom polugodištu 2022. potaknutih pojačanim oprezom investitora zbog rasta makroekonomskih i geopolitičkih neizvjesnosti, čime se preokrenuo pozitivan trend iz 2021. godine (više u poglavlju 5. Investicijski fondovi), u nastavku ove godine očekuje se daljnje smanjenje njihove neto imovine, no bitno sporijom dinamikom (za 3,1 % u odnosu na kraj prvog polugodišta 2022.). U opisanom temeljnom scenariju, koji podrazumijeva izostanak novih šokova, u 2023. bi se neto imovina djelomično oporavila (porast za 4,3 % na godišnjoj razini) zbog pozitivnih neto uplata, iako bi i dalje bila ispod razine s kraja 2021. godine. Uz manju neto imovinu, izgledno je da će investicijski fondovi na kraju

[73] Uključuje društva za osiguranje, mirovinske i investicijske fondove koji čine 90 % domaćeg sektora financijskih usluga.

[74] U temeljnom se scenariju na kraju 2023. očekuje da će neto imovina mirovinskih fondova biti 4,8 % veća u odnosu na projiciranu vrijednost s kraja 2022. godine.

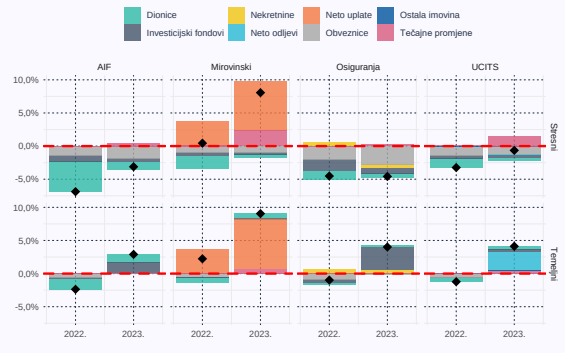
ove godine zabilježiti i negativne prinose (u rasponu od -4,2 % za dioničke fondove do -0,6 % za obveznicke) dok se iduće godine očekuje njihov djelomičan oporavak (raspon očekivanih prinosa je od 0,4 % za obveznicke do 5,5 % za dioničke).

Uz mirovinske i investicijske fondove, i imovina društva za osiguranje i alternativnih investicijskih fondova u temeljnom scenariju prati sličnu dinamiku, tj. smanjuje se u ovoj i raste u idućoj godini. Očekivani agregatni efekt jest marginalno smanjenje imovine u promatranom dvogodišnjem razdoblju[75], no profitabilnost ovih sektora ne bi se trebala značajnije promijeniti[76]. Očekivani povrat na imovinu društava za osiguranje na kraju 2023. na razini je dugoročnog prosjeka koji za razdoblje od 2016. do 2021. iznosi 2 %.

Slično tome, u temeljnom se scenariju ne očekuje ni značajna promjena glavnih pokazatelja poslovanja leasing društava (slika 121.), sektora koji je u ovogodišnju vježbu uključen prvi put. I dok se za povrat na imovinu i omjer kapitala i imovine leasing društava očekuje da će krajem 2023. biti na razini dugoročnog prosjeka[77], kvaliteta portfelja bi se, na krilima gospodarskog rasta i boljih makroekonomskih uvjeta u 2023., trebala nastaviti poboljšavati.

Slika 119. Heterogen učinak stresnih okolnosti na imovinu sektora financijskih usluga

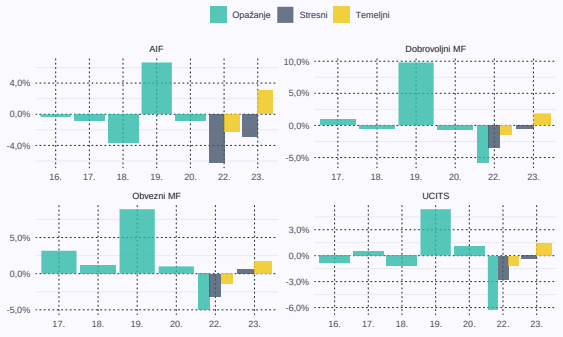
Dekompozicija relativne promjene imovine sektora u različitim scenarijima, u %



Napomena: S obzirom na dostupnost podataka, promjena imovine na kraju 2022. kod mirovinskih i UCITS fondova te društava za osiguranja prikazana je u odnosu na kraj lipnja 2022., a kod AIF fondova u odnosu na kraj 2021. godine.
Izvor: Hanfa

Slika 120. Prinosi fondova u stresnom scenariju proporcionalni preuzetoj razini rizika

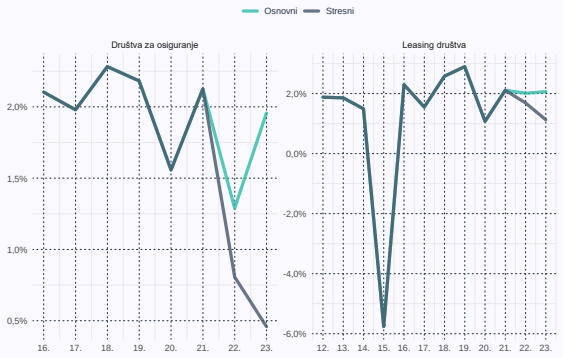
Prinosi mirovinskih i investicijskih fondova u simuliranim scenarijima, u %



Napomena: S obzirom na dostupnost podatka, vrijednosti za 2022. u slučaju mirovinskih i UCITS fondova te društava za osiguranja prikazuju opažene prinose u prvoj polovici godine i procjenu prinosa u drugoj polovici godine, a kod AIF fondova prikazuju procijenjene prinose za cijelu 2022. godinu.
Izvor: Hanfa

Slika 121. Simulirani stres umanjio bi profitabilnost društava za osiguranje i leasing društava

Povrat na imovinu za društva za osiguranje i leasing društva, u %



Izvor: Hanfa

U simuliranom stresnom scenariju nepovoljna kretanja u makroekonomskom okružju u kombinaciji s pojačanim stresom na financijskim tržištima zaustavila bi rast (neto)imovine sektora financijskih usluga koja bi se do kraja 2023. smanjila za 4,4 % u odnosu na vrijednost zabilježenu na kraju 2021. godine. Od svih sektora uključenih u vježbu, jedino bi mirovinski fondovi u simulacijskom razdoblju zabilježili povećanje neto imovine s obzirom na to da bi neto priljevi djelomično amortizirali simulirane tržišne korekcije cijene financijske imovine. No simulirani stres neminovno bi utjecao na njihovu cijenu udjela i prinose koji bi na kraju prve godine simulacijskog horizonta bili u negativnom području, a na kraju 2023. stagnirali (slika 120.).

[75] Za imovinu društava za osiguranje u temeljnom se scenariju očekuje smanjenje za 0,2 %, a za imovinu AIF-ova za 0,6 % u razdoblju od 2021. do 2023. godine.

[76] Prinosi AIF-ova će u temeljnom scenariju u 2022. iznositi -2,3 %, a na kraju 2023. 3,0 %.

[77] Prosjek povrata na imovinu leasing društava u razdoblju od 2017. do 2021. iznosio je 2,0 %, dok prosjek omjera kapitala i imovine za isto razdoblje iznosi 16,4 %.

Mnogo snažniji utjecaj simulirani bi stresni scenarij imao na investicijske UCITS fondove, već djelomično oslabljene velikim odljevima u prvom polugodištu 2022., čija bi se neto imovina u slučaju materijalizacije opisanih šokova do kraja 2023. smanjila za 11,6 % u odnosu na vrijednost zabilježenu u lipnju 2022. godine. Naime, negativna tržišna kretanja i visoka neizvjesnost dodatno bi smanjili neto imovinu za 2 mlrd. HRK i gurnuli je ispod razine zabilježene u ožujku 2020., u prvom udaru koronakrize. U takvim stresnim uvjetima, sve kategorije investicijskih fondova zabilježile bi negativne prinose koji bi se i na kraju iduće godine zadržali u negativnom području (slika 120.). Međutim, znatno važniji i dugoročniji učinak na profitabilnost fondovske industrije od simulirane energetske krize imalo bi potencijalno trajnije narušavanje sentimenta ionako konzervativnih domaćih ulagatelja s obzirom na učestale krizne epizode i velike tržišne turbulencije u proteklom razdoblju.

Istodobno se projicirana kretanja imovine i prinosa AIF-ova u stresnom scenariju ne razlikuju bitno od trendova uočenih kod investicijskih fondova, pa bi se njihova imovina u 2022. smanjila za 6,4 % , a u 2023. za dodatnih 3,1 %, primarno zbog korekcija na dioničkom i obveznickom tržištu.

Već u prvoj godini stresa narušeni tržišni uvjeti odrazili bi se i na imovinu društava za osiguranje, koja bi se u simulacijskom horizontu smanjila za 8,5 %[78]. Spomenuto smanjenje primarno bi odražavalo rast prinosa na domaće državne obveznice u stresnom scenariju, dominantnu kategoriju u portfelju društva za osiguranje, dok je doprinos promjene cijene udjela investicijskih fondova i negativnih kretanja na tržištu nekretnina ipak nešto manji (slika 119.). Krizne okolnosti snažno bi utjecale i na pogoršanje pokazatelja profitabilnosti društava za osiguranje (slika 121.), a nešto manji efekt simulirani bi šokovi imali na leasing društva, iako bi se i njihova profitabilnost mjerena povratom na imovinu u simulacijskom horizontu smanjila za 1,2 p.b. Uz smanjenu dobit, i kvaliteta kreditnog portfelja leasing društava bi se narušila, no kako je proces kvarenja portfelja dugoročnije prirode (sporije se kvari, ali i sporije popravlja), u ovoj se vježbi, čiji je horizont šest tromjesečja, ne može u potpunosti ocijeniti učinak stresa na povećanje kreditnog rizika.

Zaključak

Izazovno makroekonomsko i financijsko okružje koje je obilježilo prvo polugodište 2022. djelomično je otežalo kalibraciju inicijalnih šokova u ovogodišnjoj vježbi testiranja otpornosti na stres obzirom na to da se početne vrijednosti određenih (makroekonomskih) pokazatelja već nalaze na samom rubnom dijelu distribucije (npr. stopa inflacije). Stoga je zadovoljavanje uvjeta da stresni scenarij bude „malo vjerojatan, ali moguć" osobito izazovno. Kreirani stresni scenarij u ovogodišnjoj vježbi znatno je pesimističniji u odnosu na onaj iz prošlogodišnjeg testiranja[79], a i vjerojatnost njegova ostvarenja je veća. S druge strane, opisana očekivana kretanja u temeljnom scenariju koja će utjecati na poslovanje sektora financijskih usluga izložena su negativnim rizicima i uvelike će ovisiti o razvoju zdravstvene i geopolitičke situacije, kao i o efikasnosti politika u stabilizaciji rasta cijena.

Rezultati provedenog testiranja otpornosti na stres ukazuju na to da bi potencijalna nova krizna epizoda snažno utjecala na sve analizirane segmente sektora financijskih usluga smanjujući njihovu imovinu i profitabilnost te povećavajući sistemske rizike u cijelom sektoru financijskih usluga. Uvažavajući pretpostavke postavljenog metodološkog okvira, rezultati također pokazuju da bi u slučaju ostvarenja stresnog scenarija (ili nekog njegova dijela) agregatna otpornost sektora ostala

[78] Na kraju 2022. godišnja stopa promjene imovine društava za osiguranje iznosila bi -4,3 %, dok bi u 2023. kontrakcija iznosila bi 4,4 %.

[79] Vidjeti tablicu 1. Makroekonomski scenarij u poglavlju Testiranje otpornosti na stres u publikaciji Financijska stabilnost, br. 1.

zadovoljavajuća, iako bi profitabilnost određenog dijela sustava mogla biti ugrožena, ponajprije subjekata čije je poslovanje i trenutačno znatno opterećeno visokim neizvjesnostima. Geopolitička kretanja, uspješnost u obuzdavanju inflacije i (ne)nastupanje energetske krize uvelike će odrediti stupanj stresa u narednom razdoblju, koji će propagacijom kroz makroekonomsko i financijsko okružje utjecati i na rezultate sektora financijskih usluga.

Popis kratica

AIF – alternativni investicijski fond
AO – osiguranje od odgovornosti za upotrebu motornih vozila
BDP – bruto domaći proizvod
CSIS – Centar za strateške i međunarodne studije (eng. Center for Strategic and International Studies)
CHF – švicarski franak
DDoS – zagušenje mreže zlonamjernim sadržajem koji dovodi do privremenog zastoja (eng. Distributed Denial of Service)
DORA – Zakona o digitalnoj operativnoj otpornosti (engl. Digital Operational Resilience Act)
ECDC - Europski centar za prevenciju i kontrolu bolesti (engl. *European Centre for Disease Prevention and Control*)
EGP – Europski gospodarski prostor
EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)
EMU – Ekonomska i monetarna unija (eng. Economic and Monetary Union)
ENISA – Agencija za kibernetičku sigurnost EU-a (eng. European Union Agency for Cybersecurity)
ESA – Europska nadzorna tijela (eng. European Supervisory Authorities)
ESB – Europska središnja banka
ESCG – Europska sistemska kibernetička grupa (engl. *European Systemic Cyber Group*)
ESMA – Europska agencija za vrijednosne papire i tržište kapitala (eng. European Securities and Markets Authority)
ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)
ETF – (engl. *Exchange-Traded Fund*)
EU – Europska unija
EU-SCICF – Paneuropski sistemski okvira za odgovor na kibernetičke incidente (engl. European Systemic Cyber Incident Coordination Framework)
EUR – euro
FED – Sustav federalnih rezervi (engl. *Federal Reserve System*)
FGS – Fondova za gospodarsku suradnju
FSB – Odbor za financijsku stabilnost (eng. Financial Stability Bord)
Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – hrvatska kuna
IEA – Međunarodna agencija za energiju
IF – investicijski fondovi
IFD – Direktiva o investicijskim društvima
IFR – Uredba o bonitetnim zahtjevima za investicijska društva
IKT – Informacijska i komunikacijska tehnologija
MF – mirovinski fondovi
MMF – Međunarodni monetarni fond (eng. International Monetary Fund)
mil. – milijun
mlrd. – milijarda
MOD – mirovinsko osiguravajuće društvo

NAV – Neto sadašnja vrijednost (eng. Net asset value)

OVI – Online Vacancy Index

p.b. – postotni bod

PEPP – Paneuropski osobni mirovinski proizvod (eng. Pan-European Personal Pension Product)

REGOS - Središnji registar osiguranika

ROA – povrat na imovinu (engl. *Return on Assets*)

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

TILDA – Kompozitni indikator tržišne likvidnosti

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

USD – američki dolar

ZSE – Zagrebačka burza

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CH – Švicarska; CZ – Češka; DE – Njemačka; DK – Danska; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FR – Francuska; GB – Velika Britanija; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; IS – Island; LI – Lihtenštajn: LT – Litva; LU – Luksemburg; LV – Latvija; MK – Makedonija; MT – Malta; NL – Nizozemska; NO – Norveška; PT – Portugal; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SAD – Sjedinjene Američke Države; SE – Švedska; SI – Slovenija; SK – Slovačka; UK – Ujedinjena Kraljevina

HANFA