

U moru globalnih šokova: kako uspješno navigirati tržišne rizike?

Dr. sc. Ante Žigman

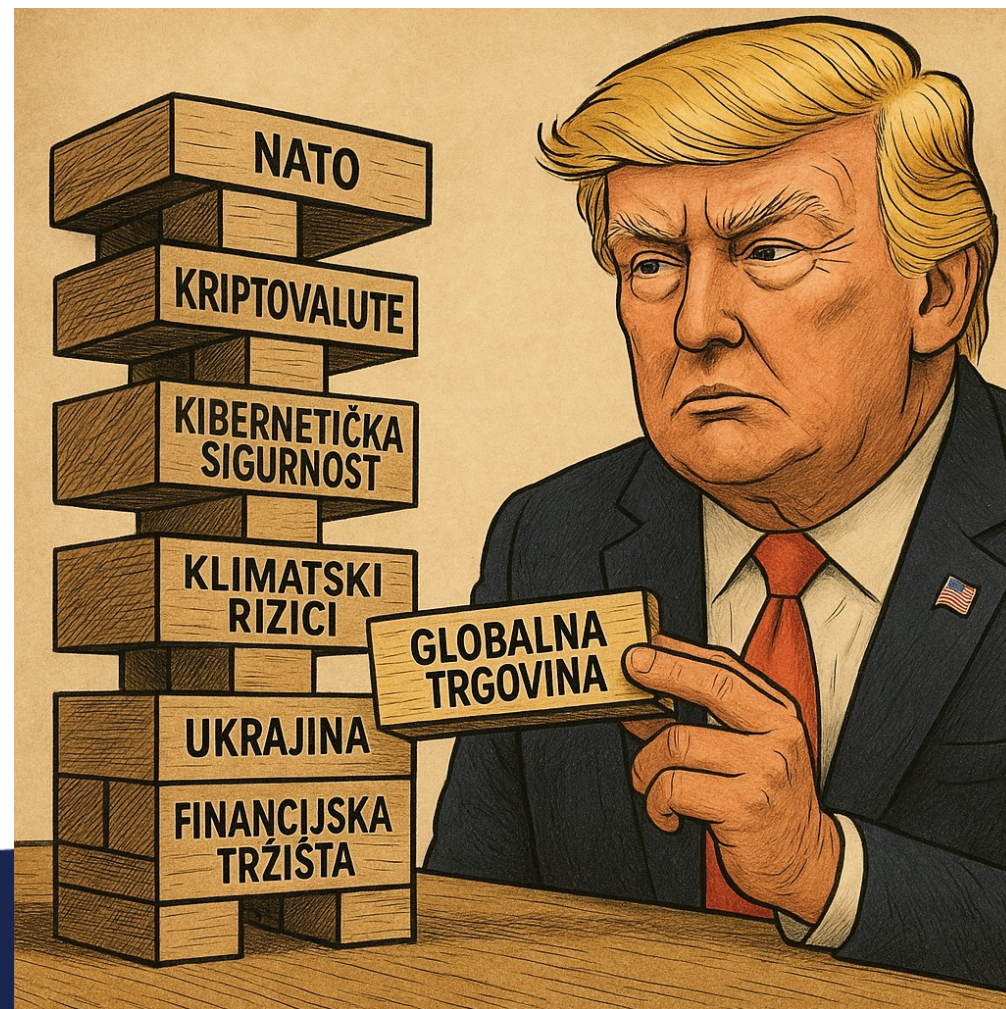
Predsjednik Upravnog vijeća Hanfe

Opatija, 23. svibnja 2025.

HANFA
HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA



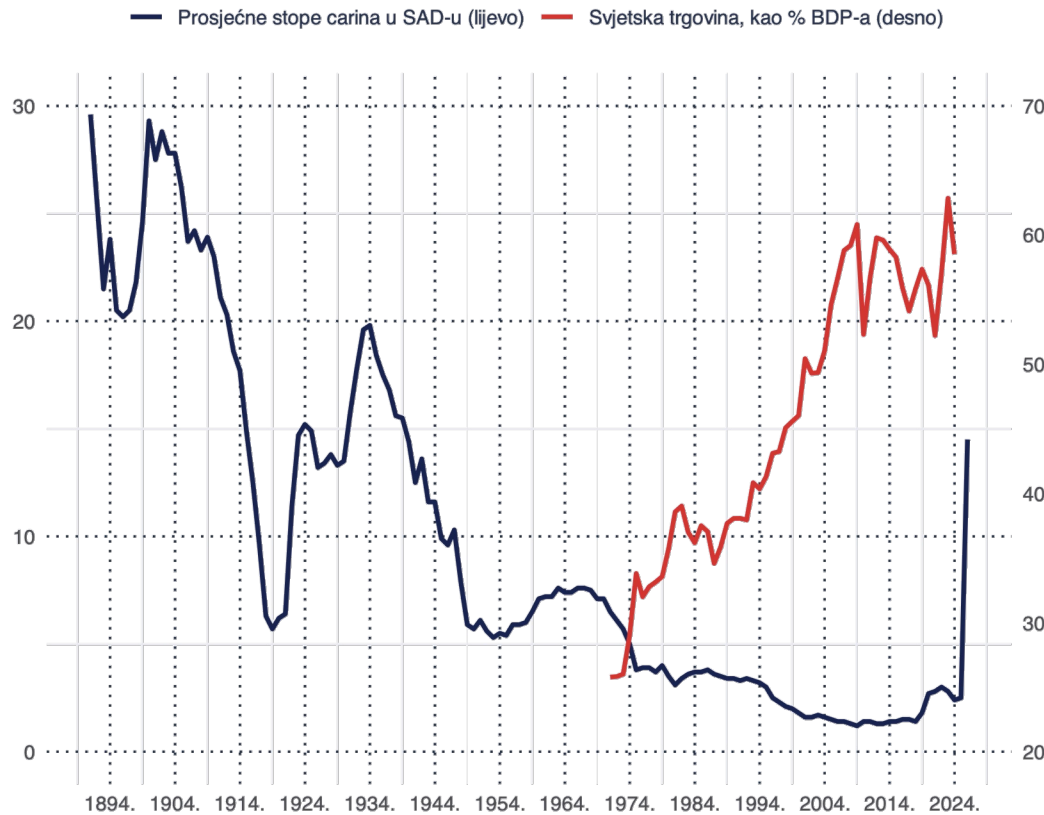
1. Globalno gospodarstvo uplovljava u sporije vode



Dugoročni kontekst carina

Utjecaj Trumpovih carina na svjetsko gospodarstvo u mlrd. USD

Povezanost stope carina u SAD-u i svjetske trgovine



Izvor: World Bank, Visual Capitalist

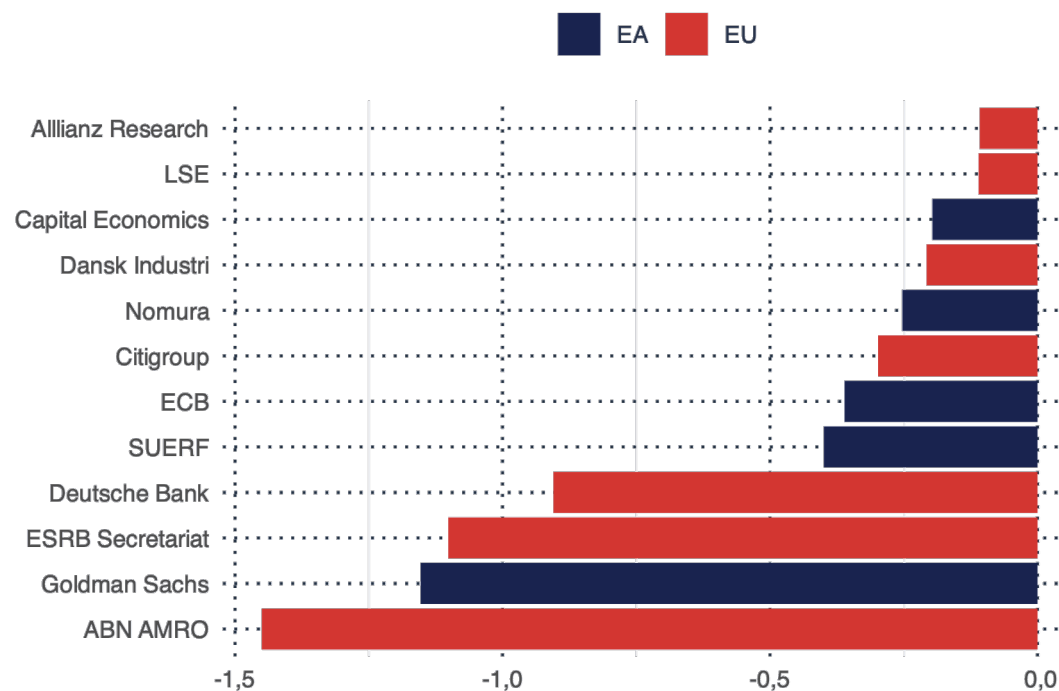
■ Djelomično pauzirano ■ Na snazi ■ Uglavnom pauzirano



Izvor: The Tax Foundation

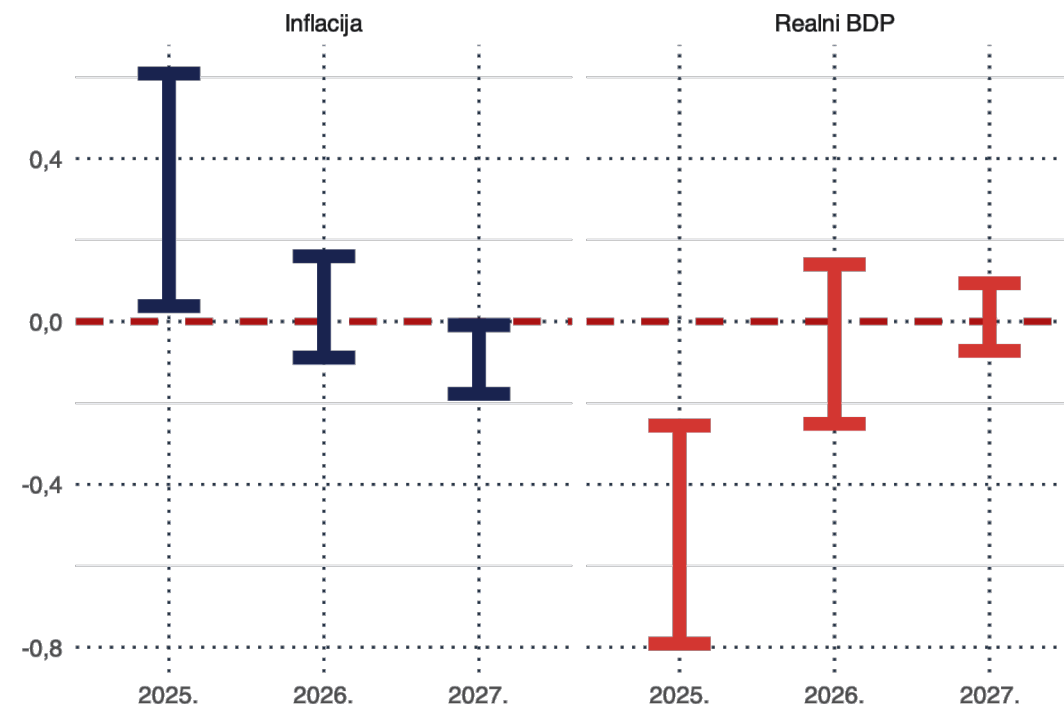
"I don't want anything to go down, but sometimes you have to take medicine to fix something"

Utjecaj uvedenih carina od 10% na rast BDP-a
Postotna promjena u odnosu na temeljni scenarij



Napomena: Prikazane su procjene utjecaja na BDP sa dostupnim informacijama zaključno sa 10. travnja 2025.
Izvor: ESRB

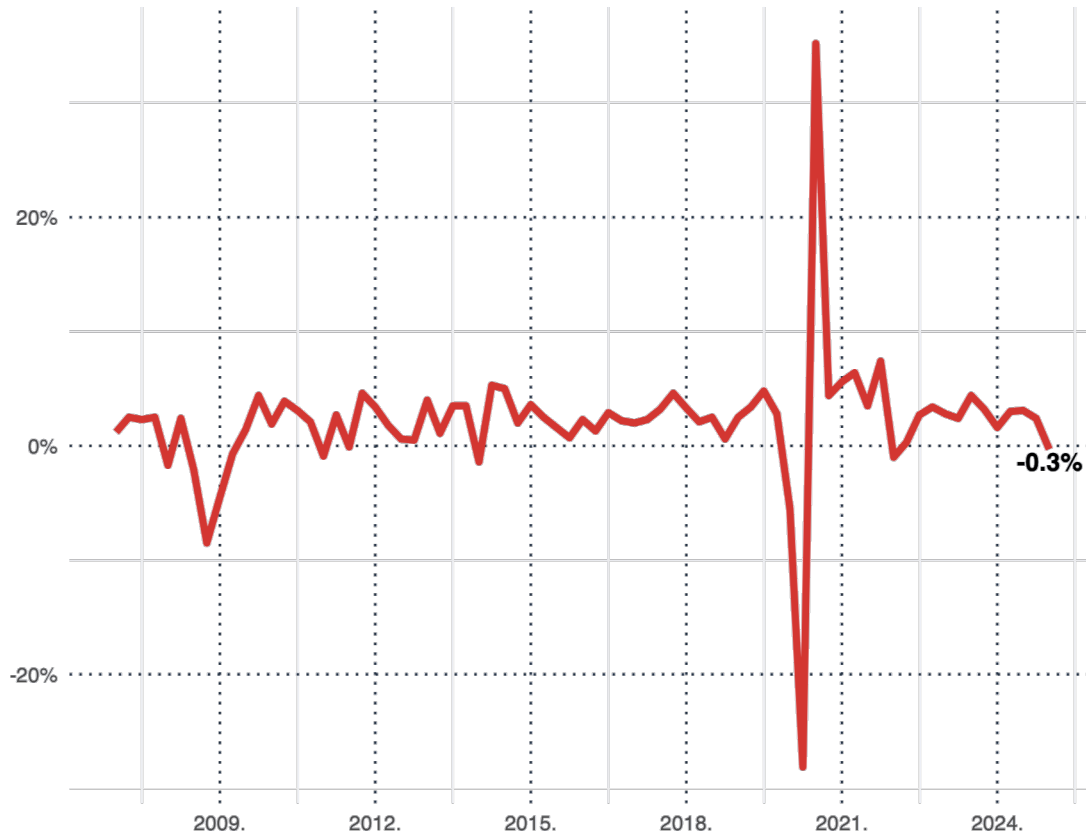
Raspon procijenjenog utjecaja uvedenih carina na makroekonomske pokazatelje euro područja
Postotna promjena u odnosu na temeljni scenarij



Izvor: Izračun ESB-a

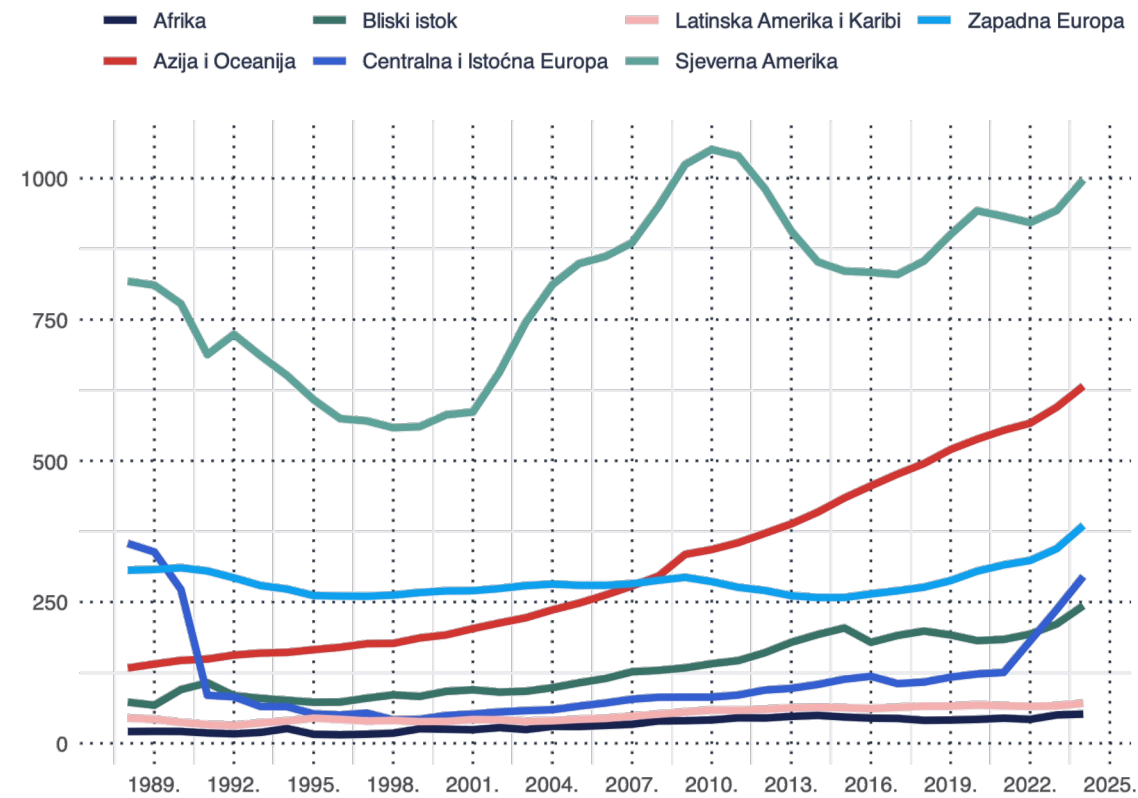
Usporavanje gospodarstva i održivost javnog duga predvode makroekonomske rizike

Godišnja stopa rasta realnog BDP-a u SAD-u



Izvor: US Bureau of Economic Analysis

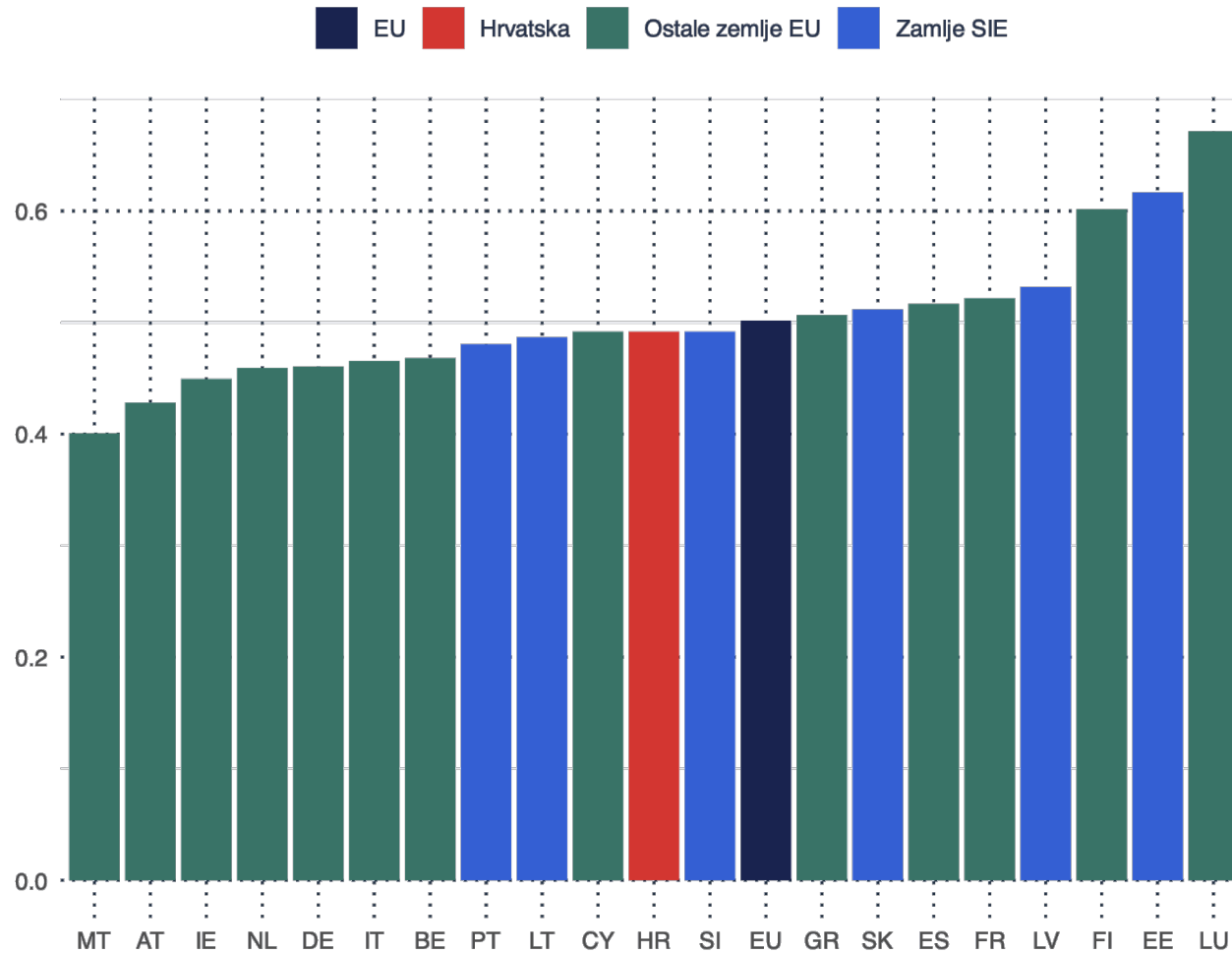
Vojna potrošnja po regijama
U mlrd. USD iz 2023.



Izvor: SIPRI

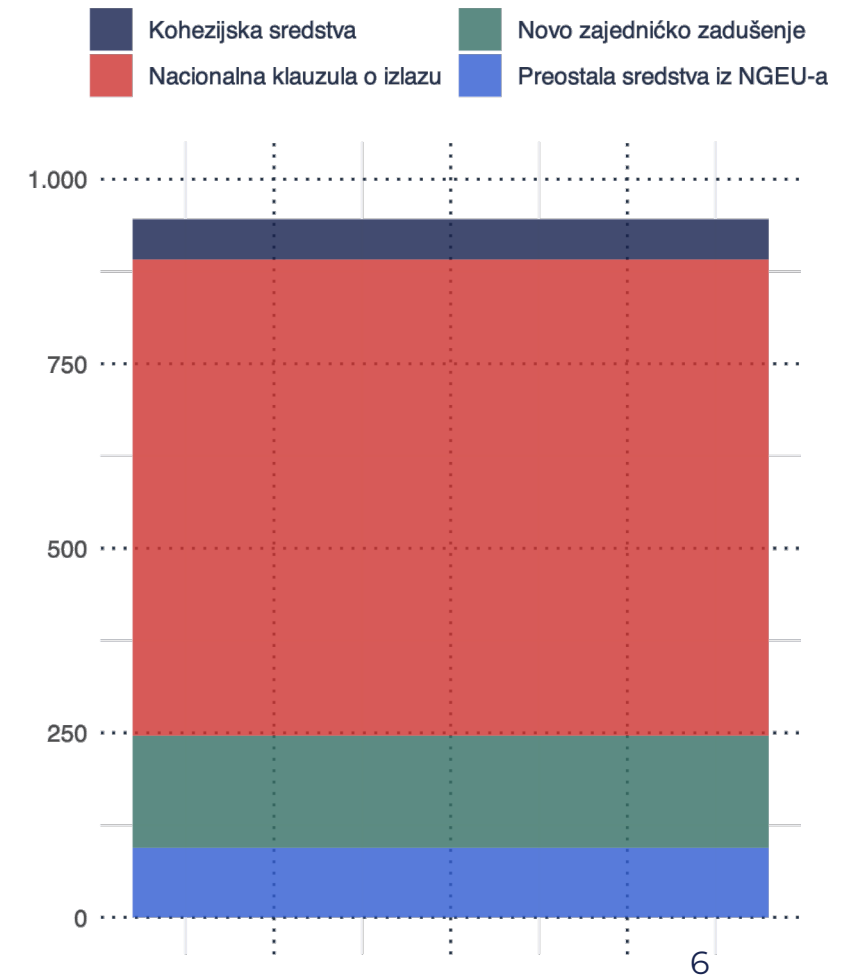
Veći obrambeni izdaci pružiti će ograničenu podršku rastu

Fiskalni multiplikator vojne potrošnje za zemlje EU



Izvor: Morgan Stanley

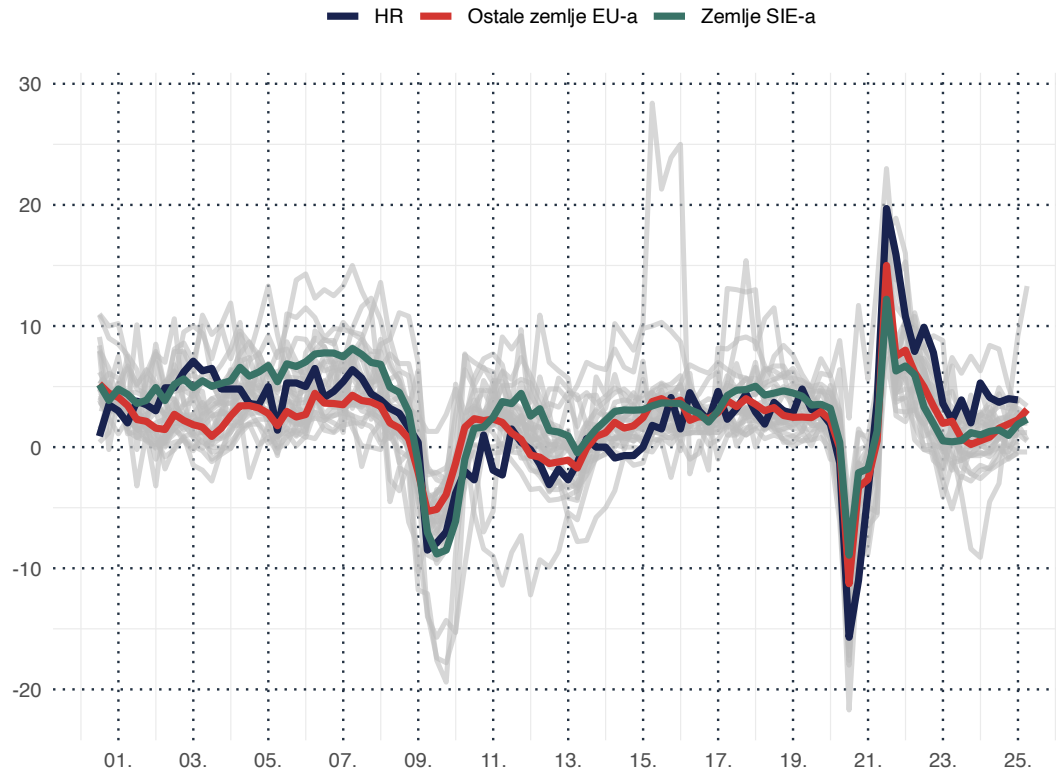
Izvori financiranja za projekt ReArm Europe
U mlrd. EUR



Izvor: Europska komisija

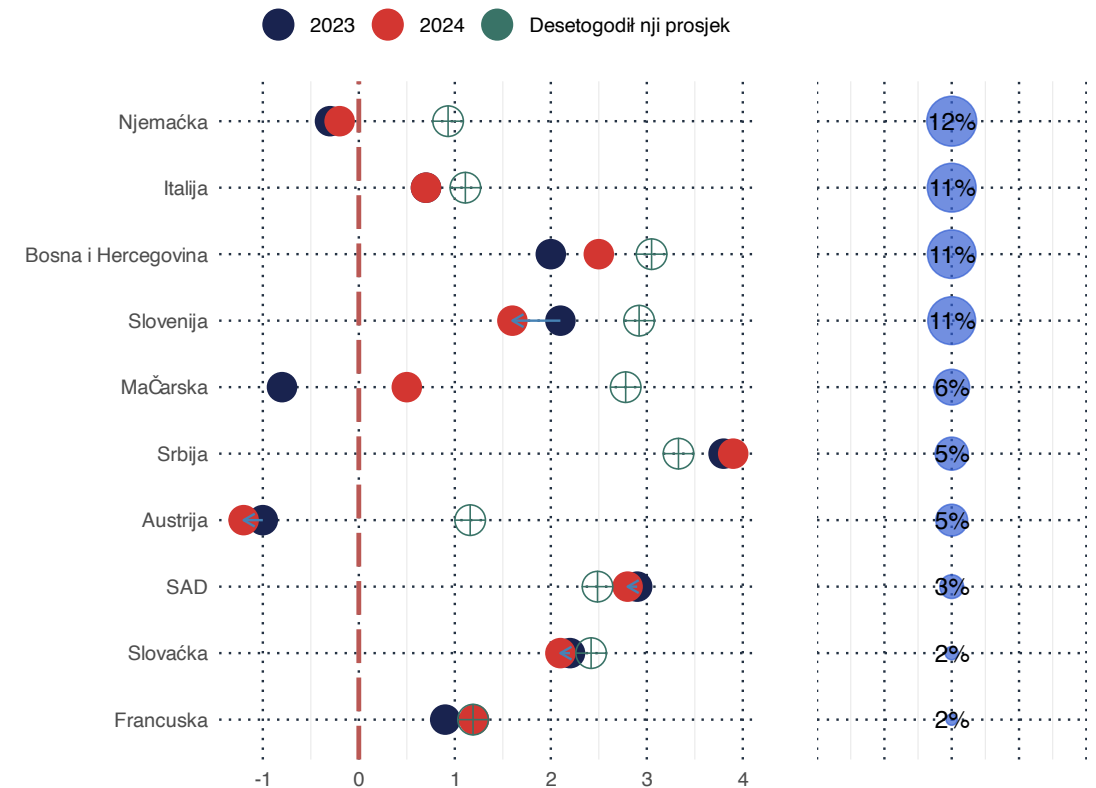
... a domaći rast ovisi o kretanjima u trgovinskim partnerima

Godišnja stopa promjene realnog BDP-a, u %



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

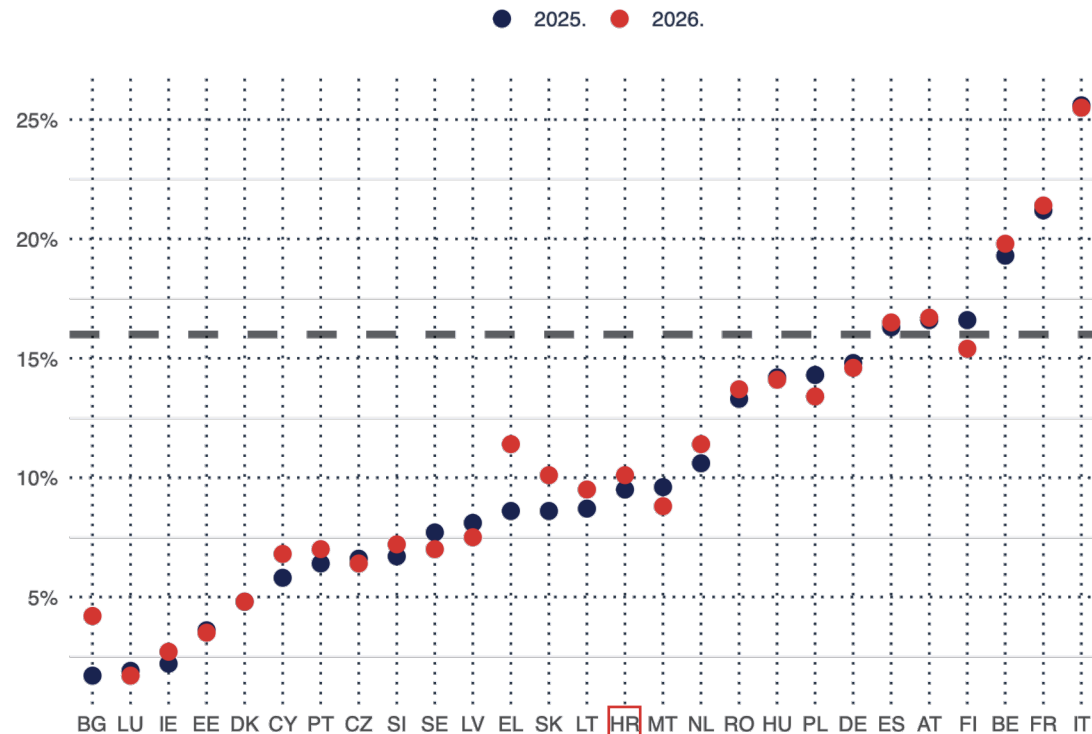
Godišnje stope rasta BDP-a (lijevo) i udio u ukupnom izvozu (desno) najvećih hrvatskih trgovinskih partnera



Izvori: DZS i Eurostat

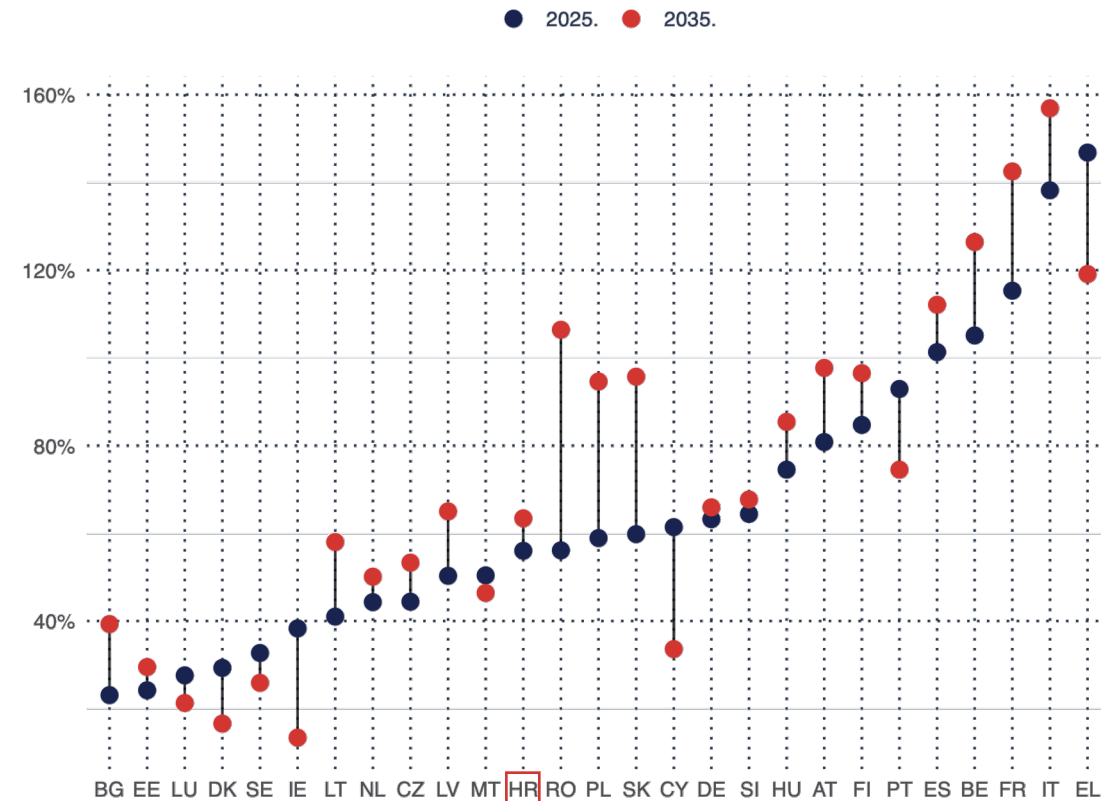
Neke zemlje su izložene riziku promjene tržišnog sentimenta

Projekcije potreba za financiranjem država EU
U postocima BDP-a



Napomena: Potreba za financiranje se računa kao zbroj primarnog deficita, trošaka kamata i vrijednosti obveznica koje dospjevaju za tu godinu. Isprekidana crta prikazuje granicu od 16% za upoziravanje komisije
Izvor: Europska komisija

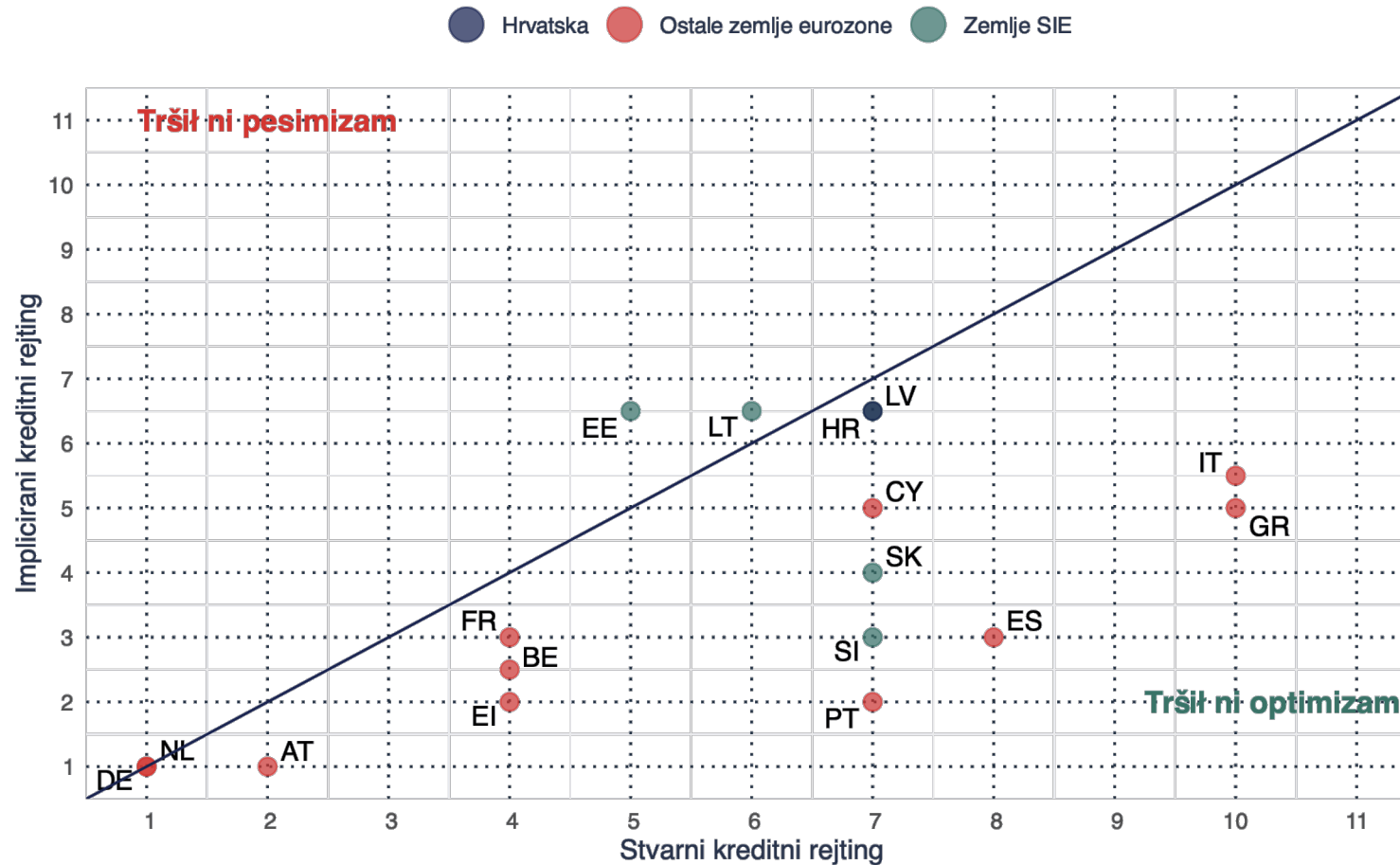
Trenutni i projicirani javni dug u srednjem roku
U postocima BDP-a



Izvor: Europska komisija

Tržišni optimizam pod pritiskom slabih fundamenta

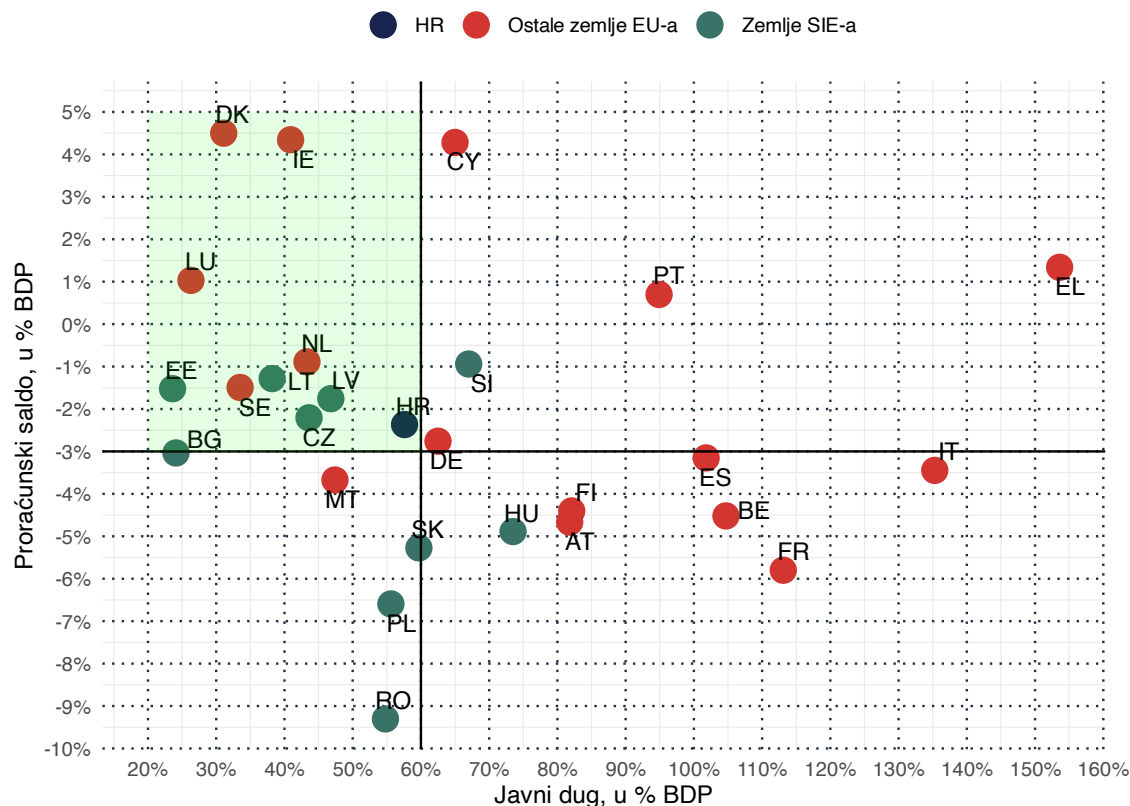
Kreditni rejting za države europodručja 25.4.2025.
1=Aaa 11=Ba1



Napomena: Implicirani kreditni rejting je izveden na temelju tržišnih cijena obveznica i kreditnih izvedenica (Credit default swaps) na temelju Moodys-ove MIR metodologije
Izvor: Moodys Analytics

Fiskalna disciplina omogućila poboljšanje kreditnog rejtinga

Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države, u %

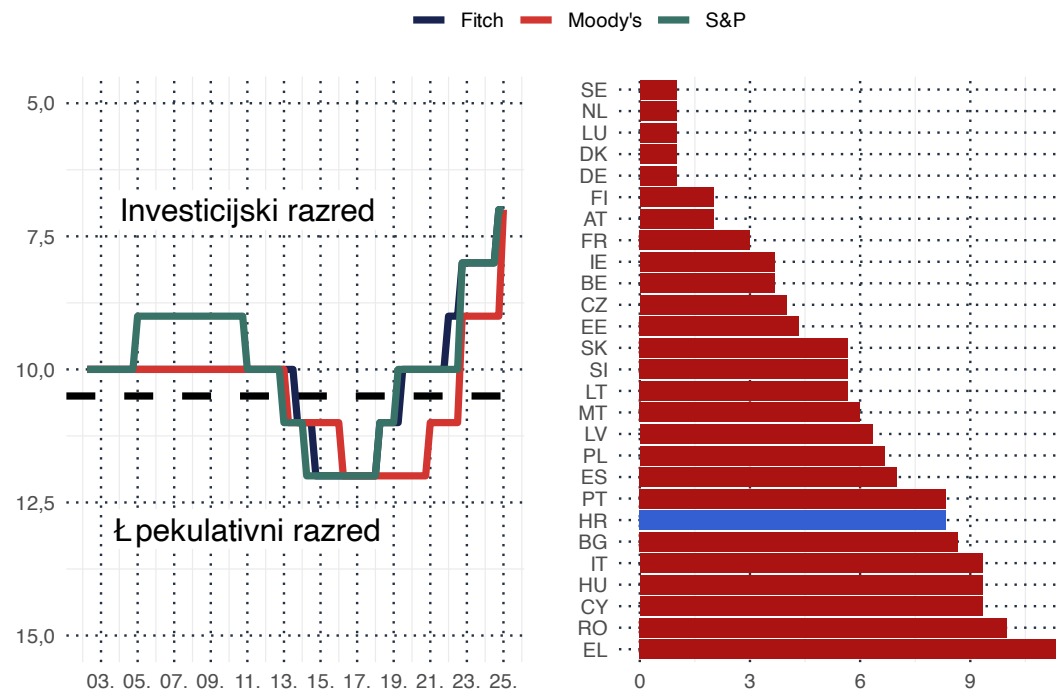


Napomena: Istaknute linije označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta. Podaci se odnose na 31.12.2024. godine.
Izvori: Europska komisija (DG-ECFIN), Eurostat

Numerička vrijednost rejtinga Republike Hrvatske i usporedba sa zemljama EU-a

Kreditni rejtinzi RH obveznica

Međunarodna usporedba numeričkog rejtinga



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 31.12.2024., pri čemu viša vrijednost označava veću rizičnost zemlje.
Izvori: HNB, Trading Economics

HANFA

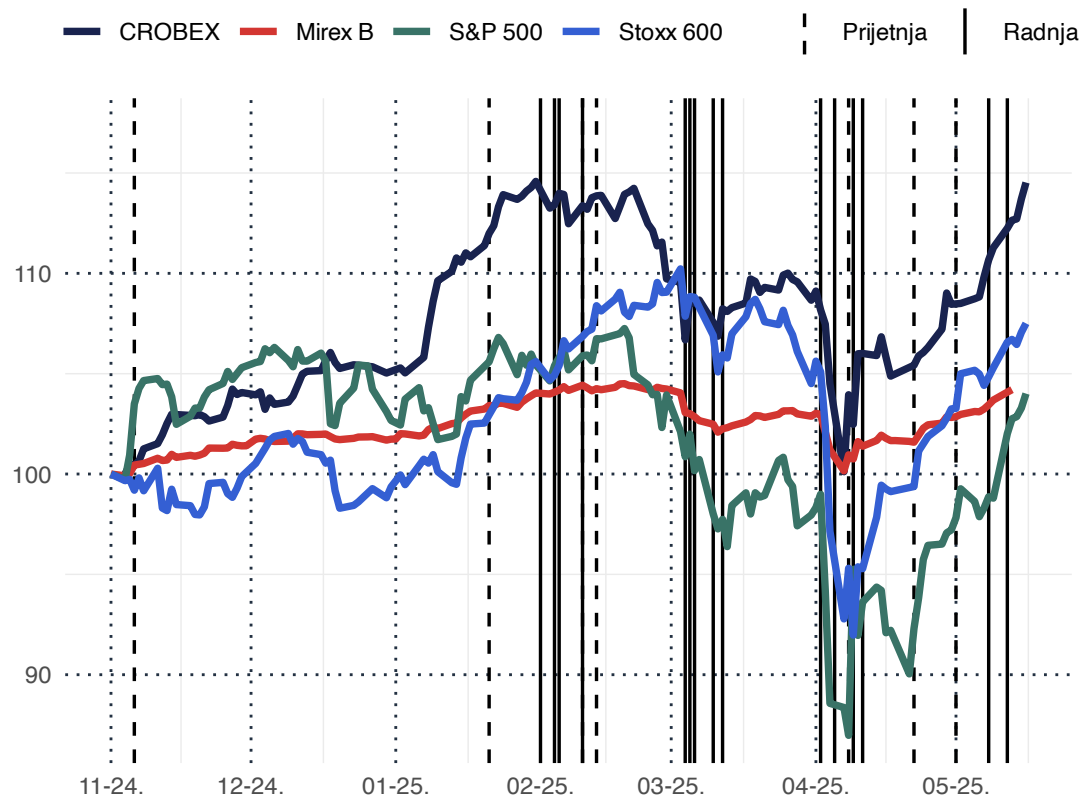
HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

2. Nemirno tržišno more: visoka vrednovanja i neizvjestan smjer



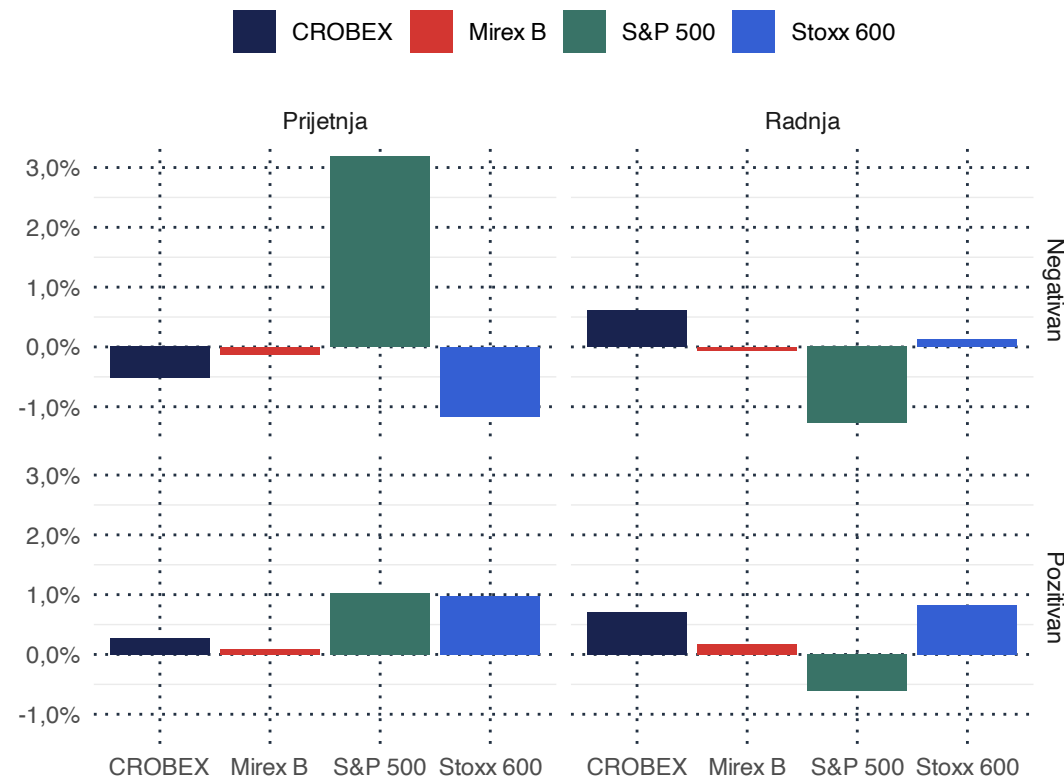
„Make Uncertainty Great Again”

Utjecaj predsjedničkih objava na tržišta



Izvori: Marketstack, Hanfa, ZSE

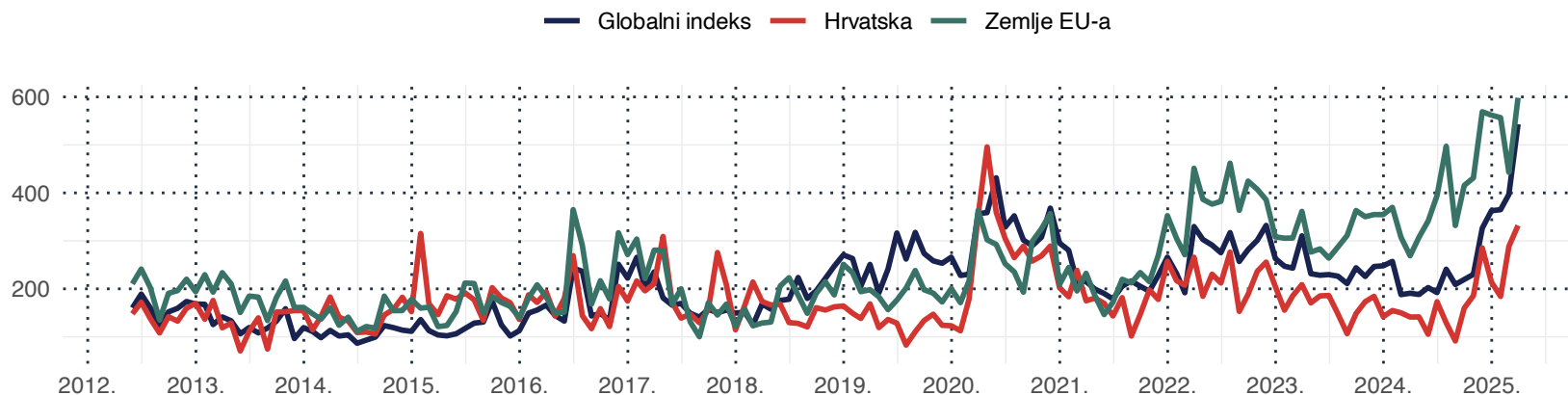
Prosječni povrat dan nakon objave, prema očekivanom smjeru i vrsti objave



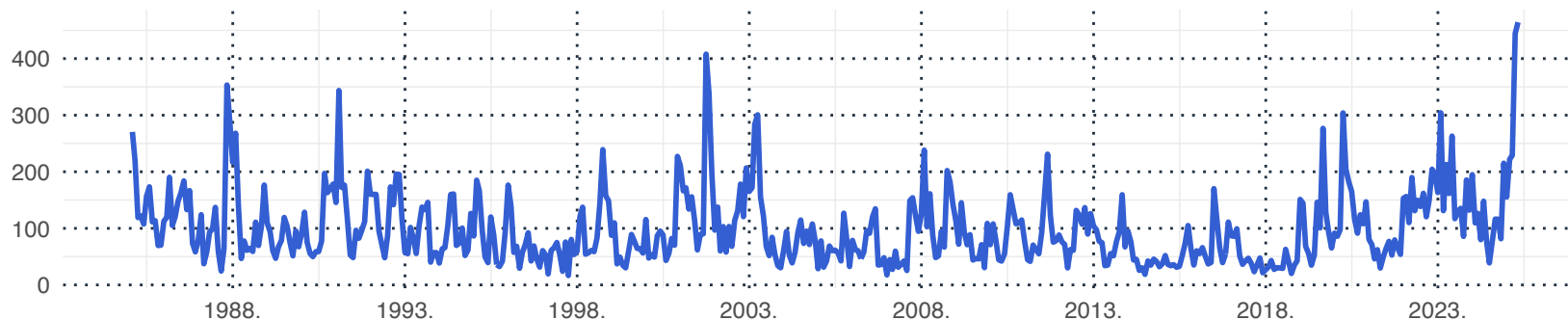
Izvori: Marketstack, Hanfa, ZSE

Globalna neizvjesnost na vrhuncu – i još raste

Indikator neizvjesnosti koju generiraju ekonomske politike



Indikator neizvjesnosti monetarne politike u SAD-u



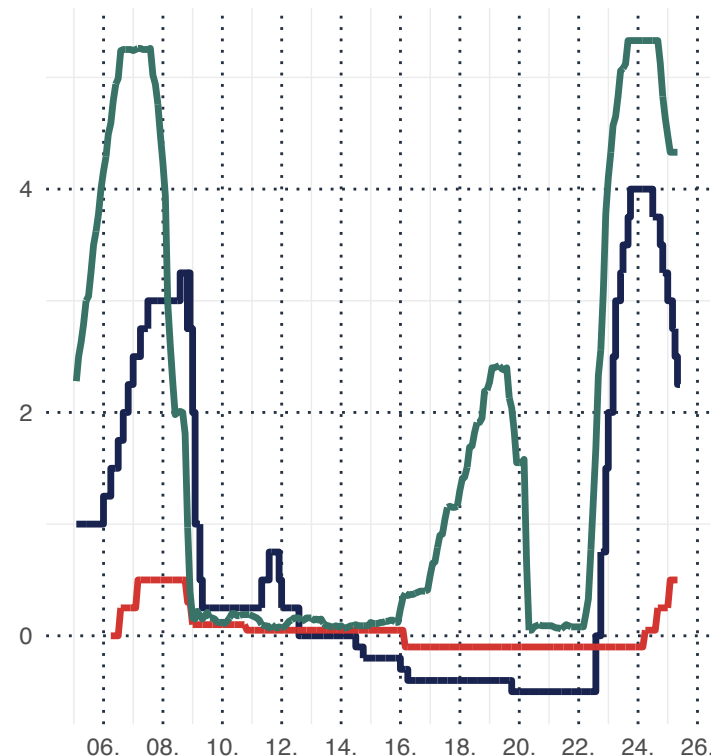
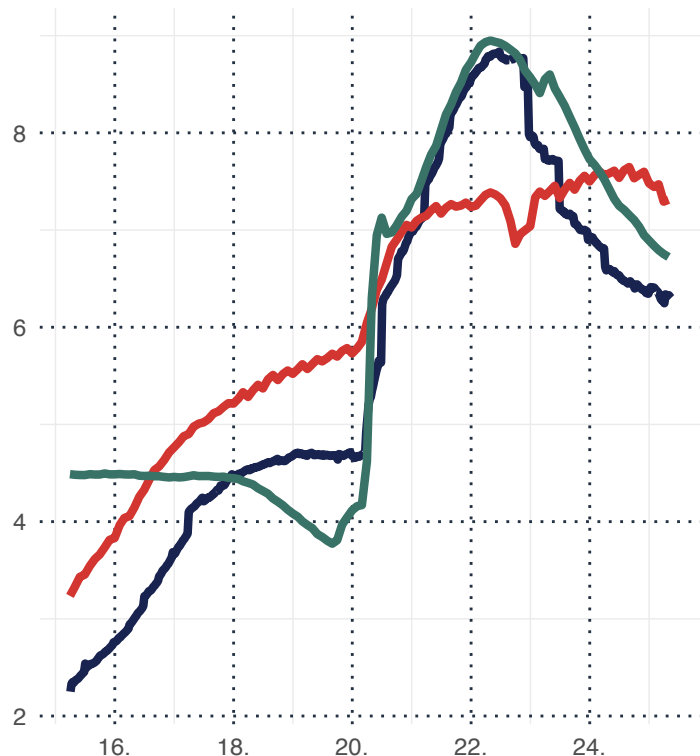
Napomena: Indikator za EU prikazuje prosječnu vrijednost indikatora za Italiju, Njemačku i Francusku.
Izvor: Economic policy uncertainty

Neizvjestan nastavak ciklusa snižavanja kamatnih stopa

Veličina aktive centralnih banaka, u
bilijunima jedinica nacionalne valute

Referentne kamatne stope ESB-a
i FED-a, u %

— EU — Japan — SAD



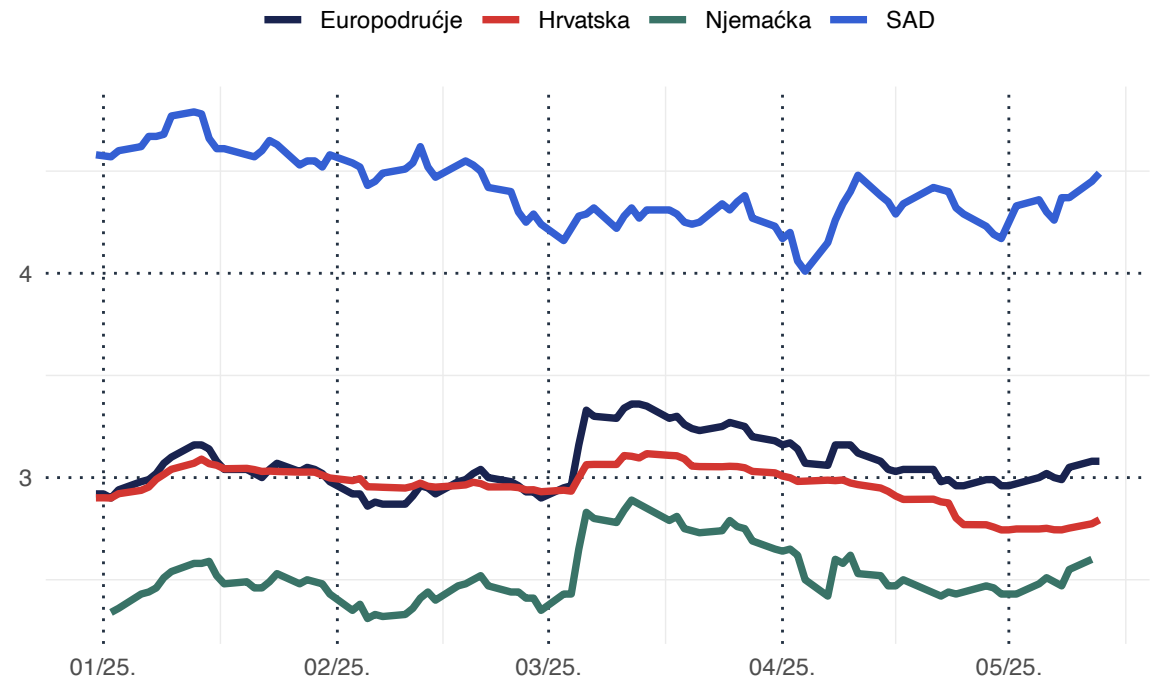
Tečaj je značajno oslabio, no prinosi ostali stabilni

Tečaj USD/EUR



Izvor: ESB

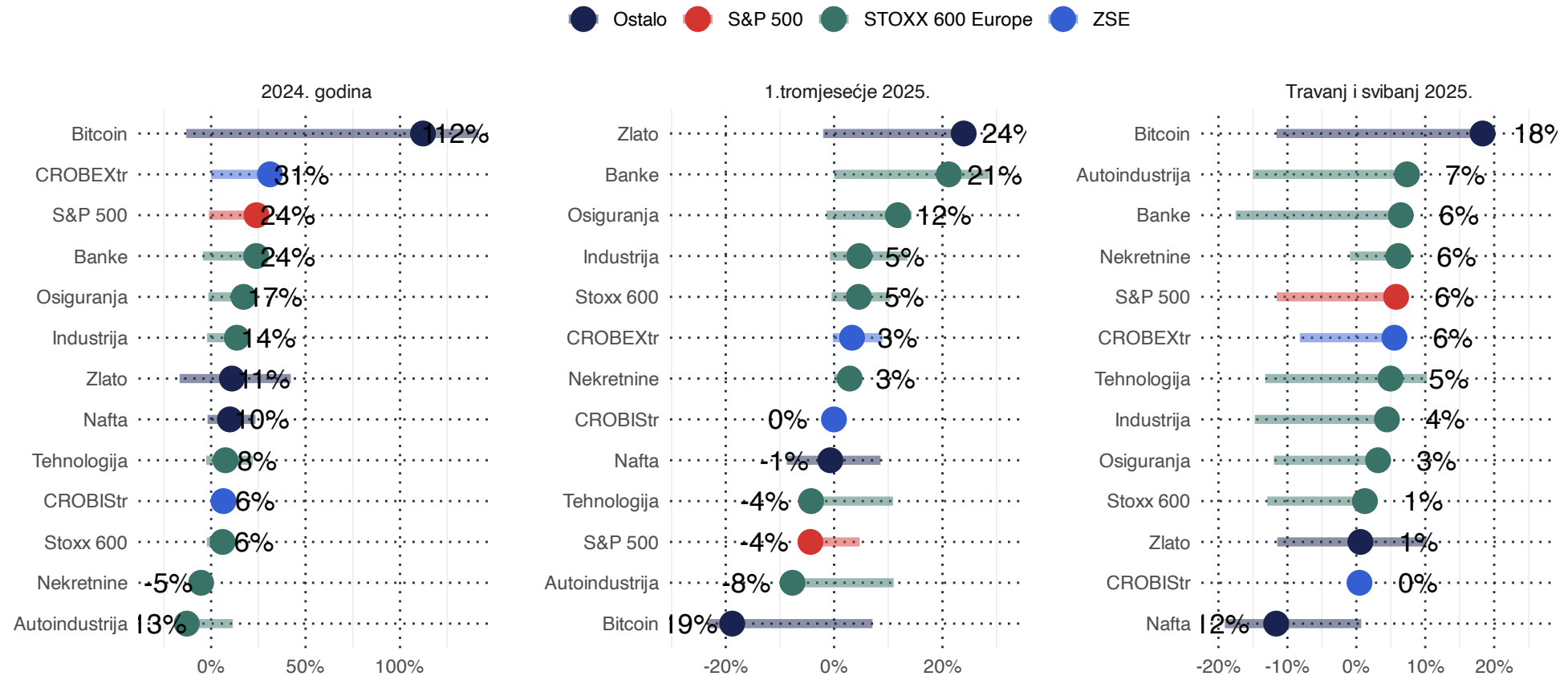
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: Za Hrvatsku su prikazani prosječni prinosi obveznica u portfeljima OMF-ova koje su ročnosti preko 5 godina i koje nisu u HTM portfelju.
Izvori: Eurostat, St. Louis FED

Tržišta traže orijentir: travanj pod znakom nervoze i selektivnih korekcija

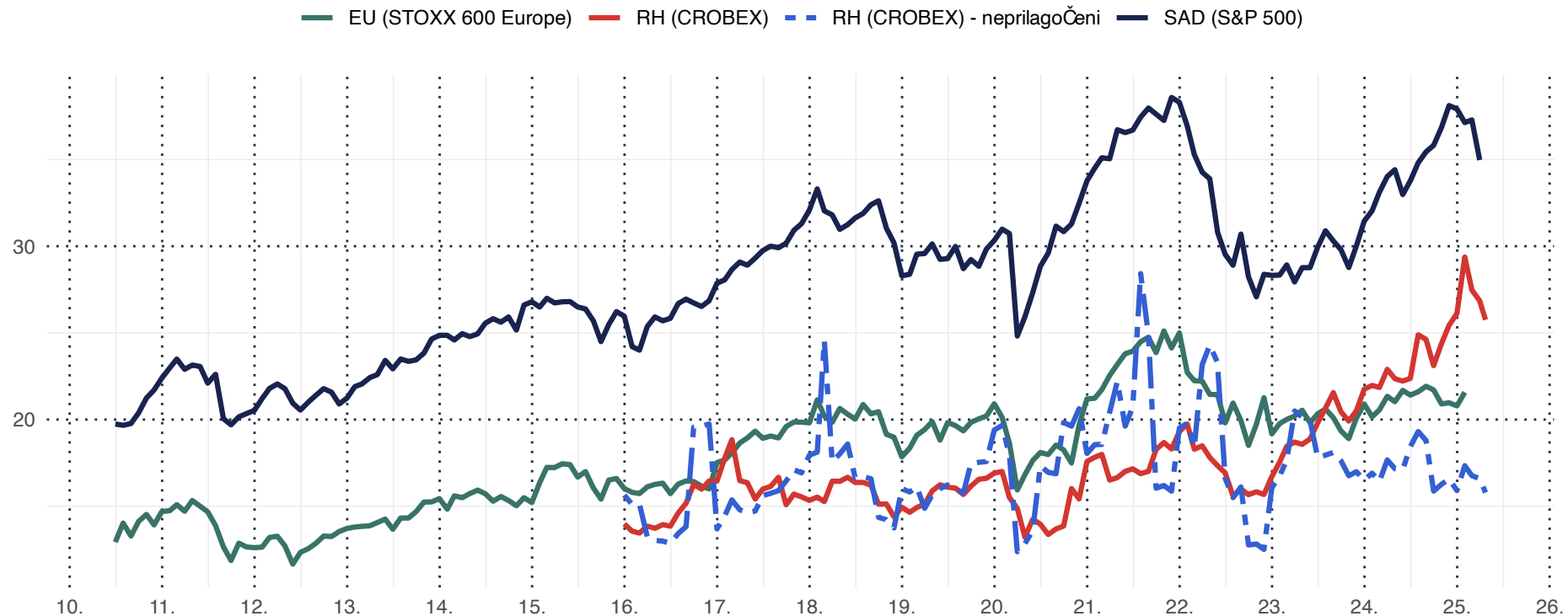
Promjena tržišnih vrijednosti od kraja 2024. do prve polovice svibnja 2025. godine



Napomena: Linije pokazuju raspon vrijednosti, a točke završnu vrijednost na kraju promatranog razdoblja.
Izvori: Marketstack, ZSE, St. Louis FED

Visoka vrednovanja u okruženju potisnute premije za rizik povećavaju rizik korekcije

Ciklički prilagođen omjer cijena i zarada na američkom, europskom i domaćem dioničkom tržištu



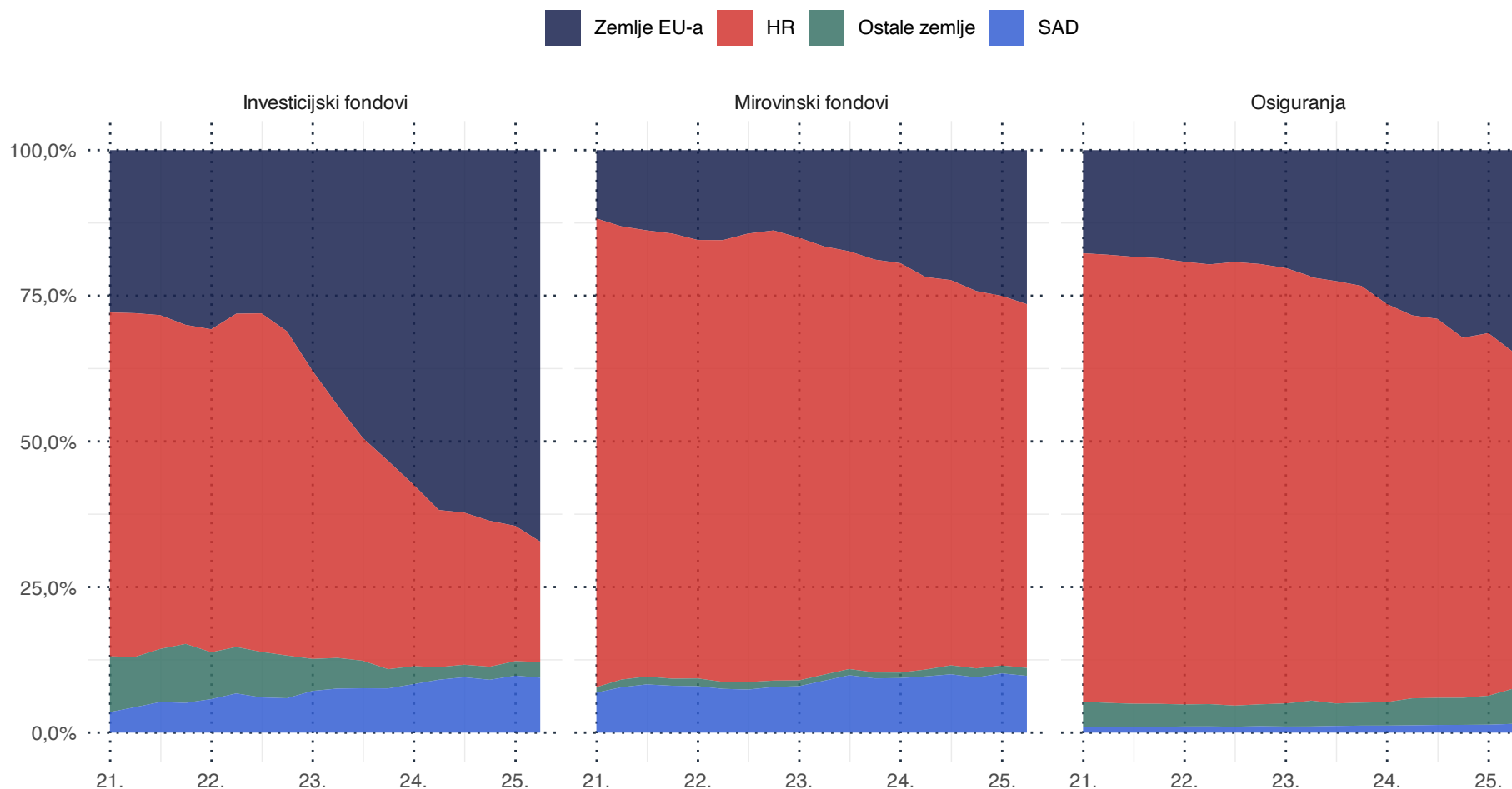
Napomena: Ciklički prilagođeni omjer cijene i zarada poduzeća prikazuje koliko je puta vrijednost pojedine dionice viša od prosječne desetogodišnje zarade koju poduzeće generira po dionici, gdje veća vrijednost označuje relativno višu vrednovanje u odnosu na fundamente, odnosno dodanu vrijednost koju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

3. Sektor financijskih usluga pokazao otpornost pod pritiscima



Izravna izloženost SAD-u je niska, ali neizravni kanali zahtijevaju oprez

Izravna izloženost institucionalnih investitora SAD-u

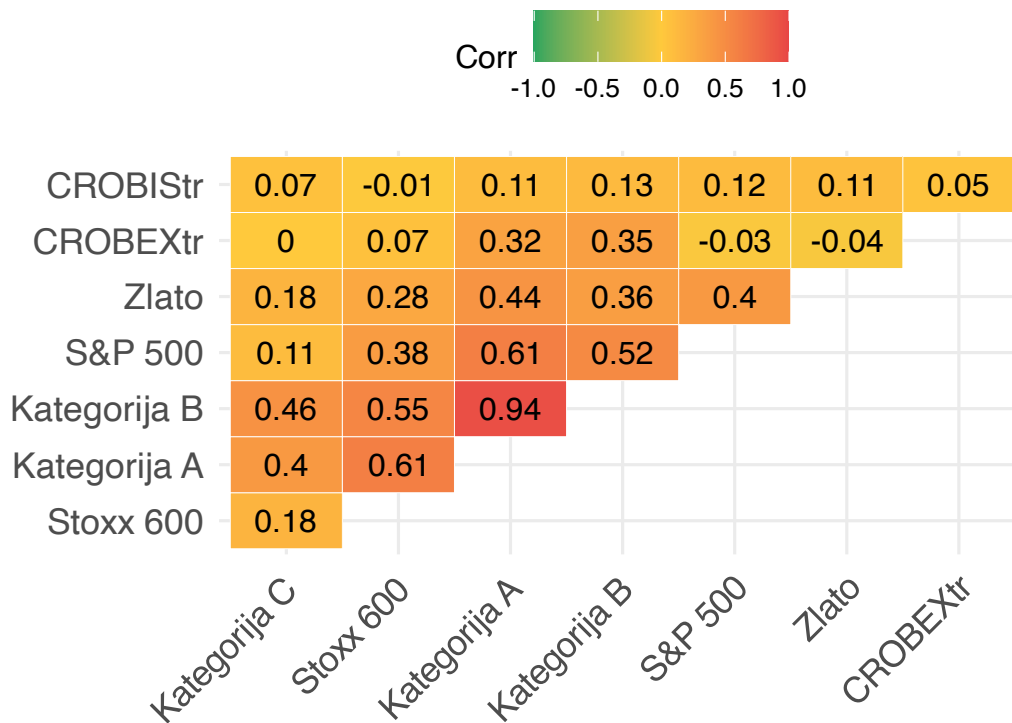


Napomena: Prikazana su samo ulaganja u obveznice, dionice i investicijske fondove.
Izvor: Hanfa

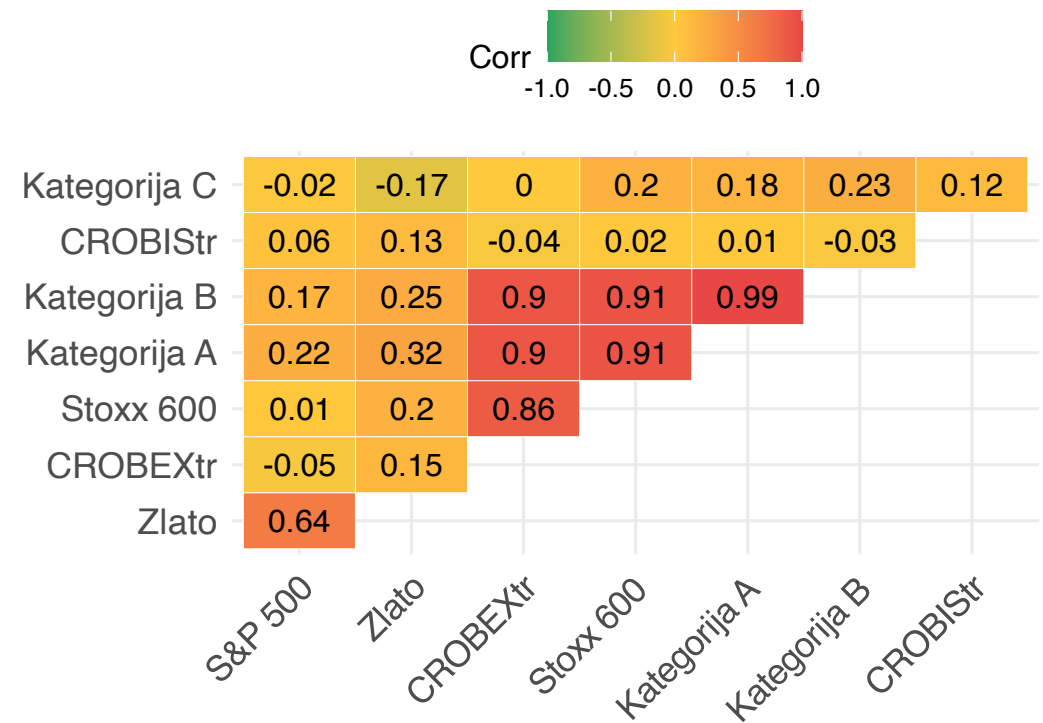
U krizama bliže nego što mislimo: korelacije rastu u stresu

Korelacija prinosa odabranih kategorija financijske imovine

Cijela 2024. godina



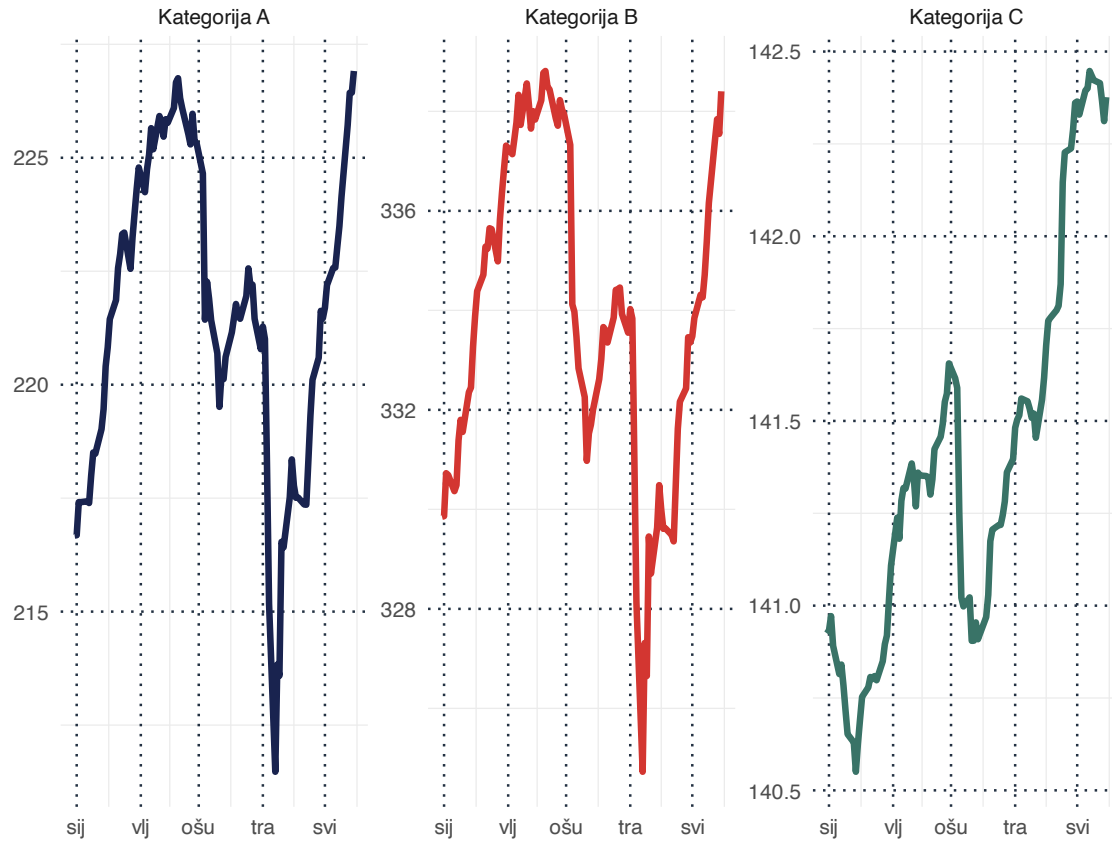
Travanj 2025. godine



Izvori: Marketstack, ZSE, St. Louis FED

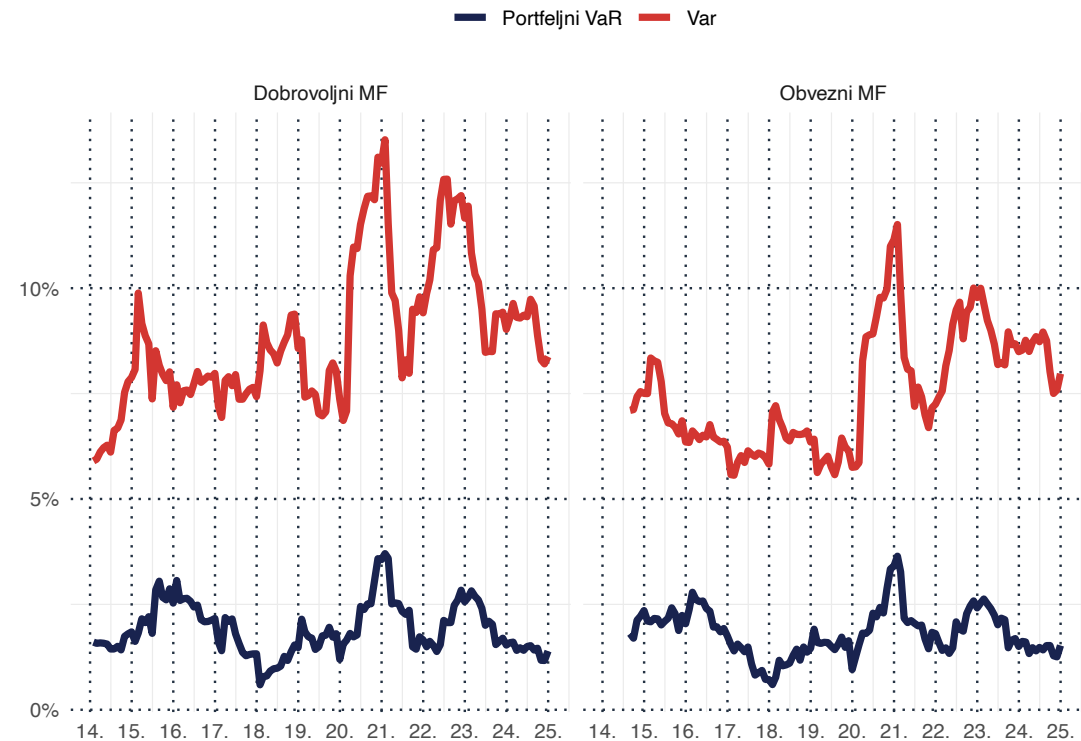
Diversifikacija portfelja ublažila tržišni rizik mirovinskih fondova

Vrijednosti Mirexa, prema kategoriji



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na 15.5.2025.
Izvor: Hanfa

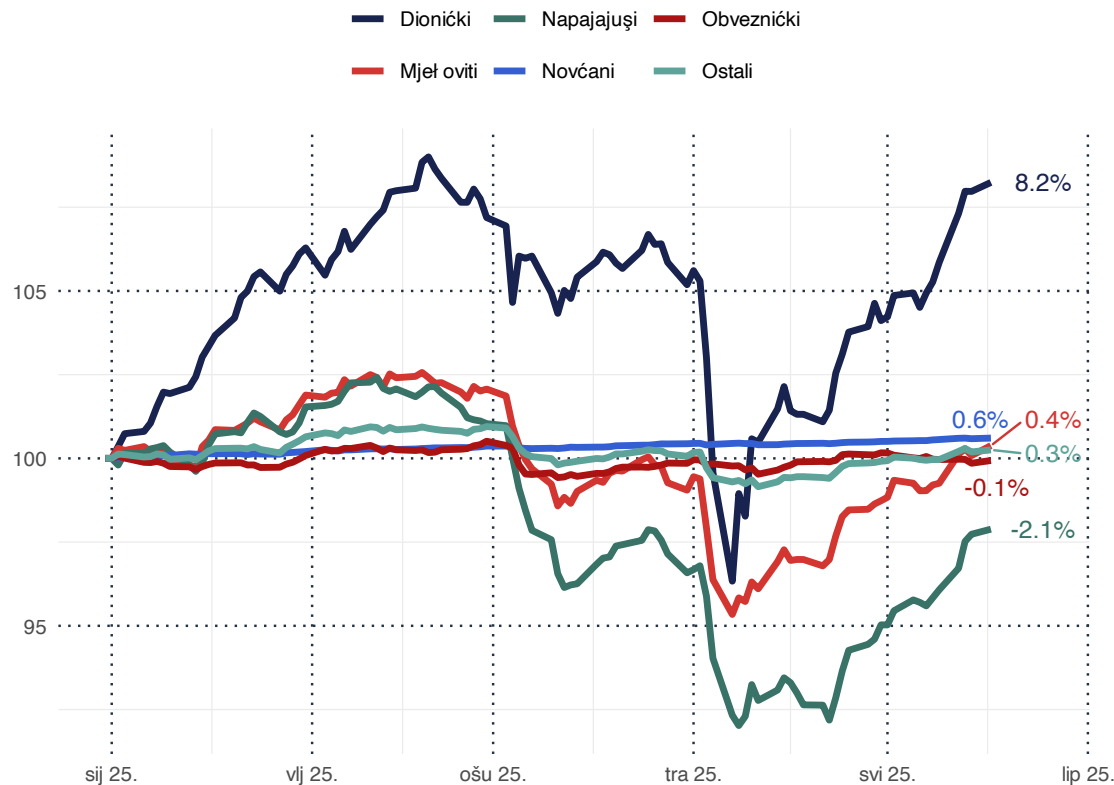
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



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

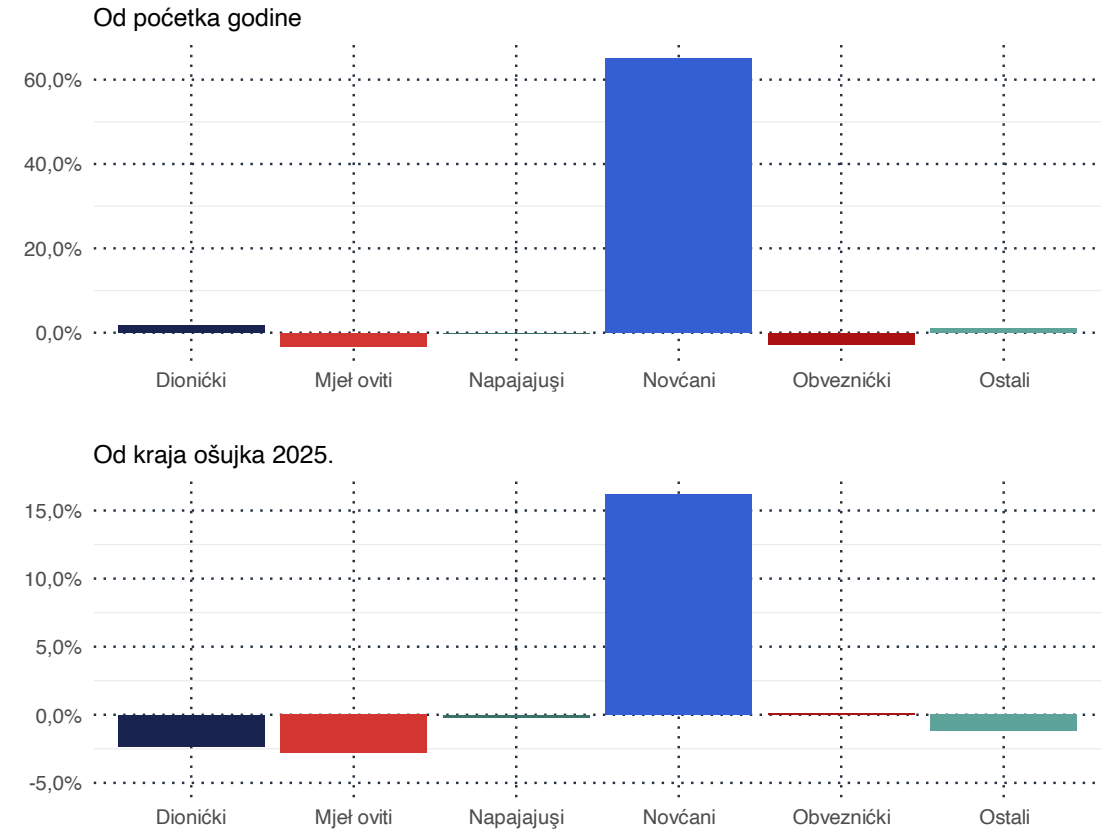
Pritisci na tržištu, ali bez panike: investitori ostali u fondovima

Vrijednost indeksa pojedine kategorije UCITS fondova, 100 = 31.12.2024.



Napomena: Vrijednost indeksa pojedine kategorije predstavlja neto imovinom ponderiranu vrijednost udjela pojedinačnih fondova u uzorku reskaliranu na početni datum. Posljednji podatak odnosi se na 15.5.2025.
Izvor: Hanfa

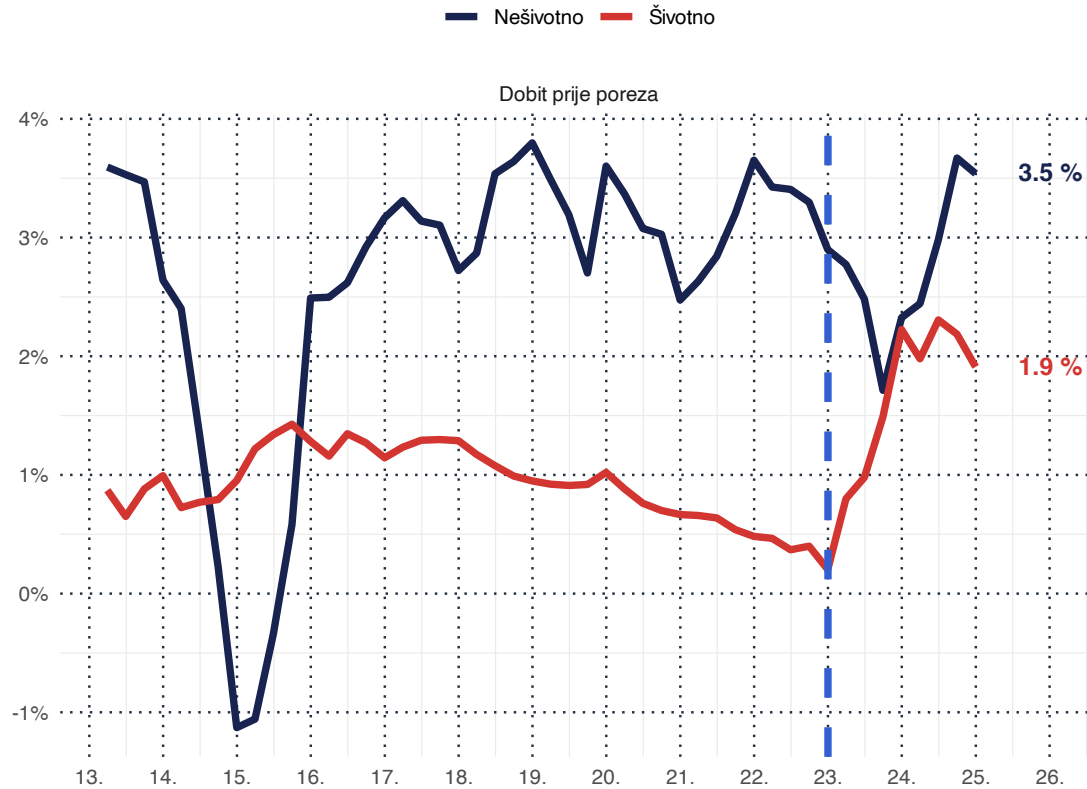
Neto uplate u UCITS fondove u 2025.



Napomena: Posljednji podatak odnosi se na 15.5.2025.
Izvor: Hanfa

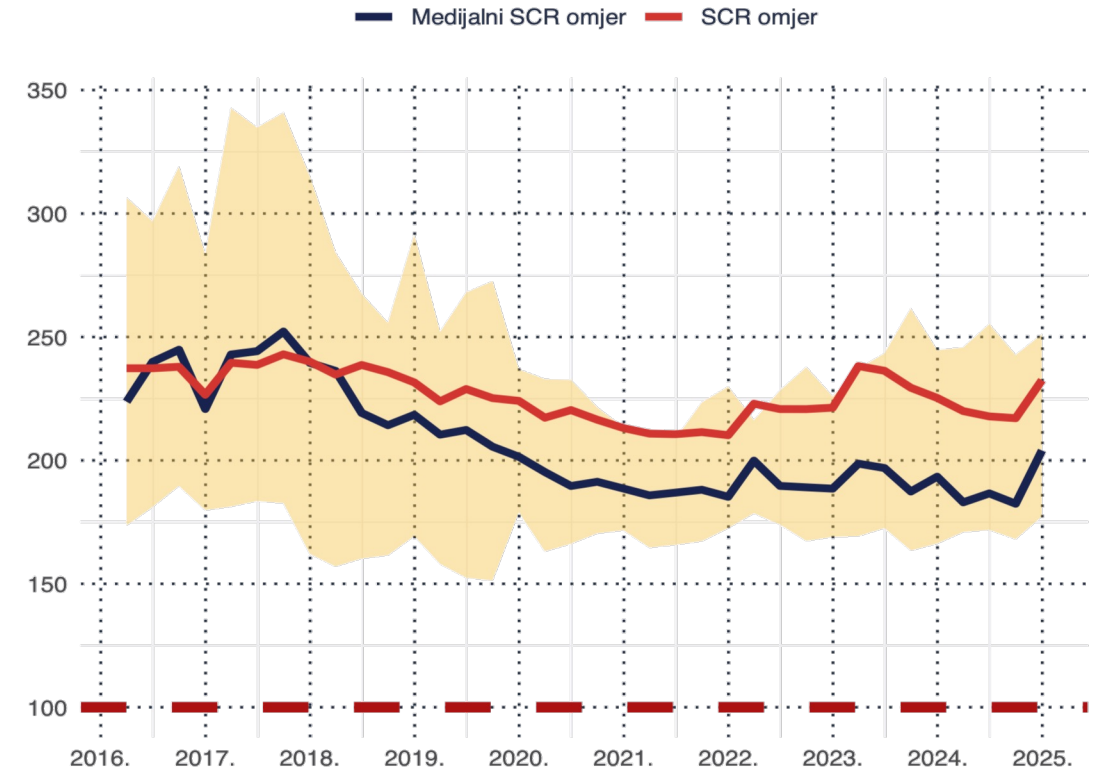
Otpornost osiguratelja je u porastu

Povrat na prosječnu imovinu, u %



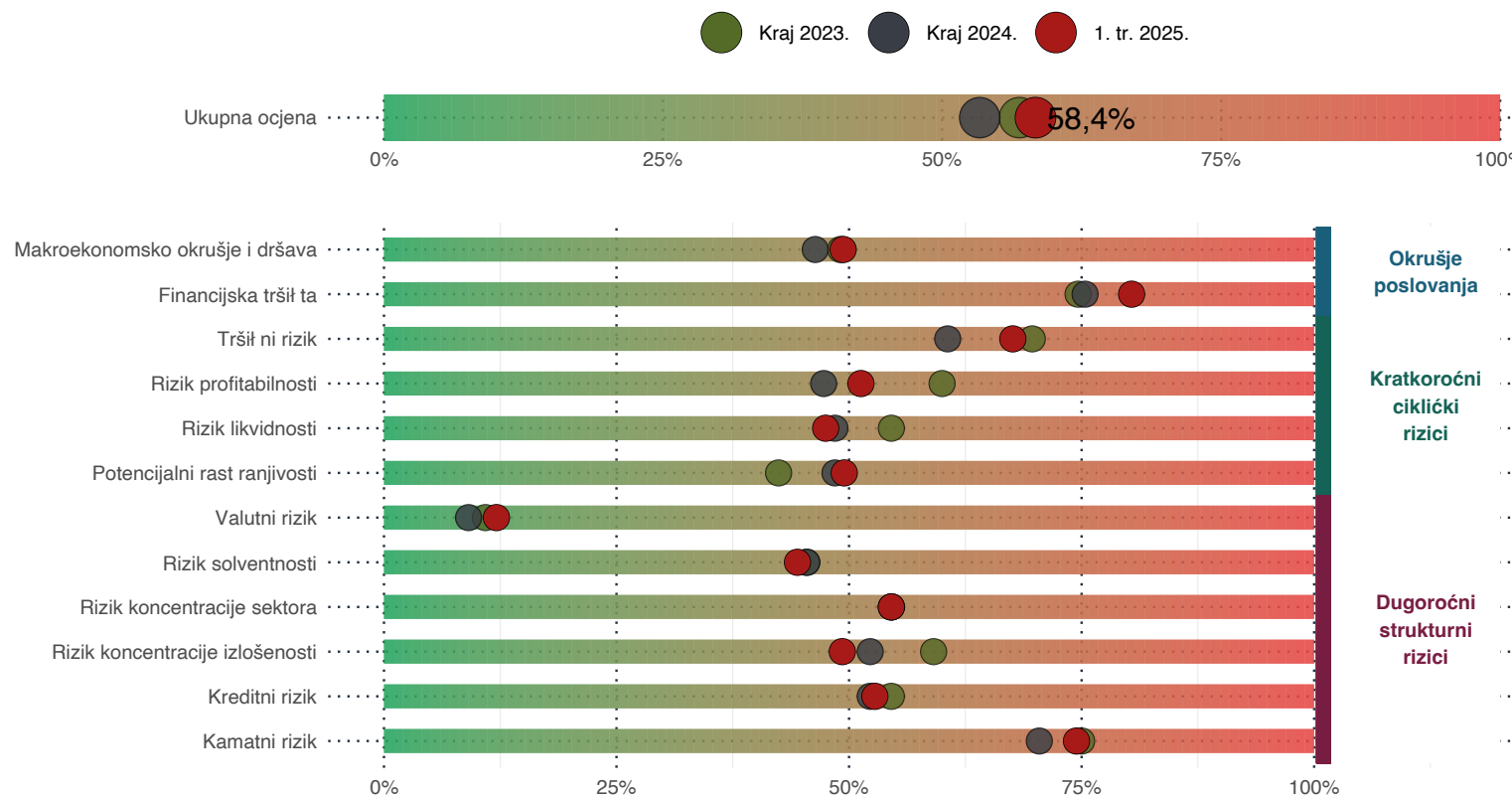
Napomena: Brojčane oznake prikazuju vrijednost pokazatelja profitabilnosti društava za osiguranje na kraju prosinca 2024. godine. Isprekidana vertikalna linija prikazuje početak primjene novog međunarodnog računovodstvenog standarda MSFI 17.
Izvor: Hanfa

Ukupni i medijalni SCR omjer, u %

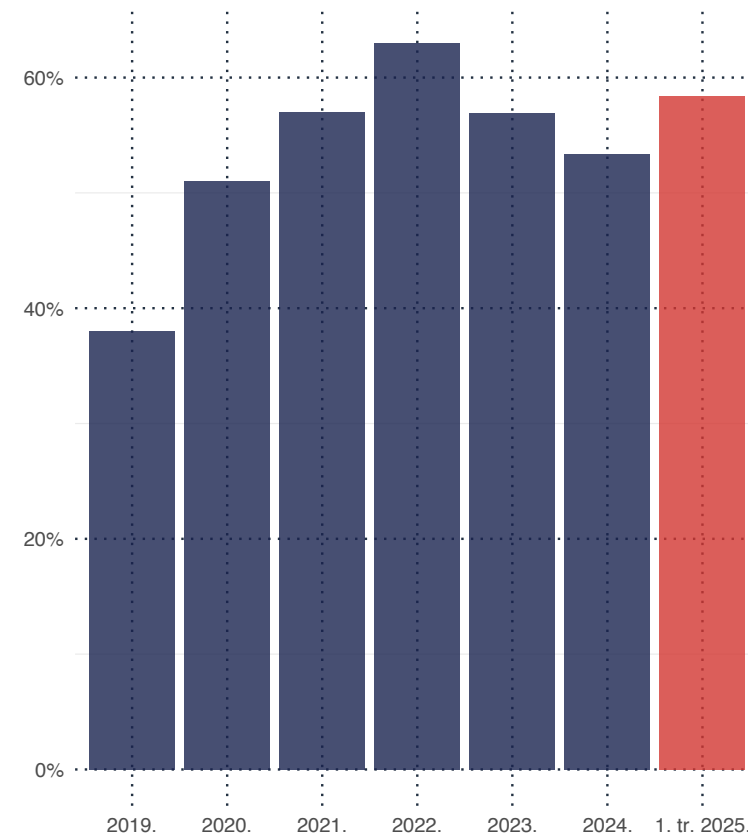


Napomena: Označeno područje označuje interkvartilni raspon SCR omjera po društvima.
Izvor: Hanfa

Sistemske rizici porasli u 2025. godini



Ukupna ocjena sistemskih rizika, u %



Izvor: Hanfa

Izvor: Hanfa

4. Nove karte za sigurniju plovidbu: regulatorne promjene na vidiku



Kako sigurno ploviti kroz regulatorne promjene u 2025. godini?



Održive financije i ESG integracija

- Omnibus
- Revizija SFDR-a



Digitalne financije i tehnološke inovacije

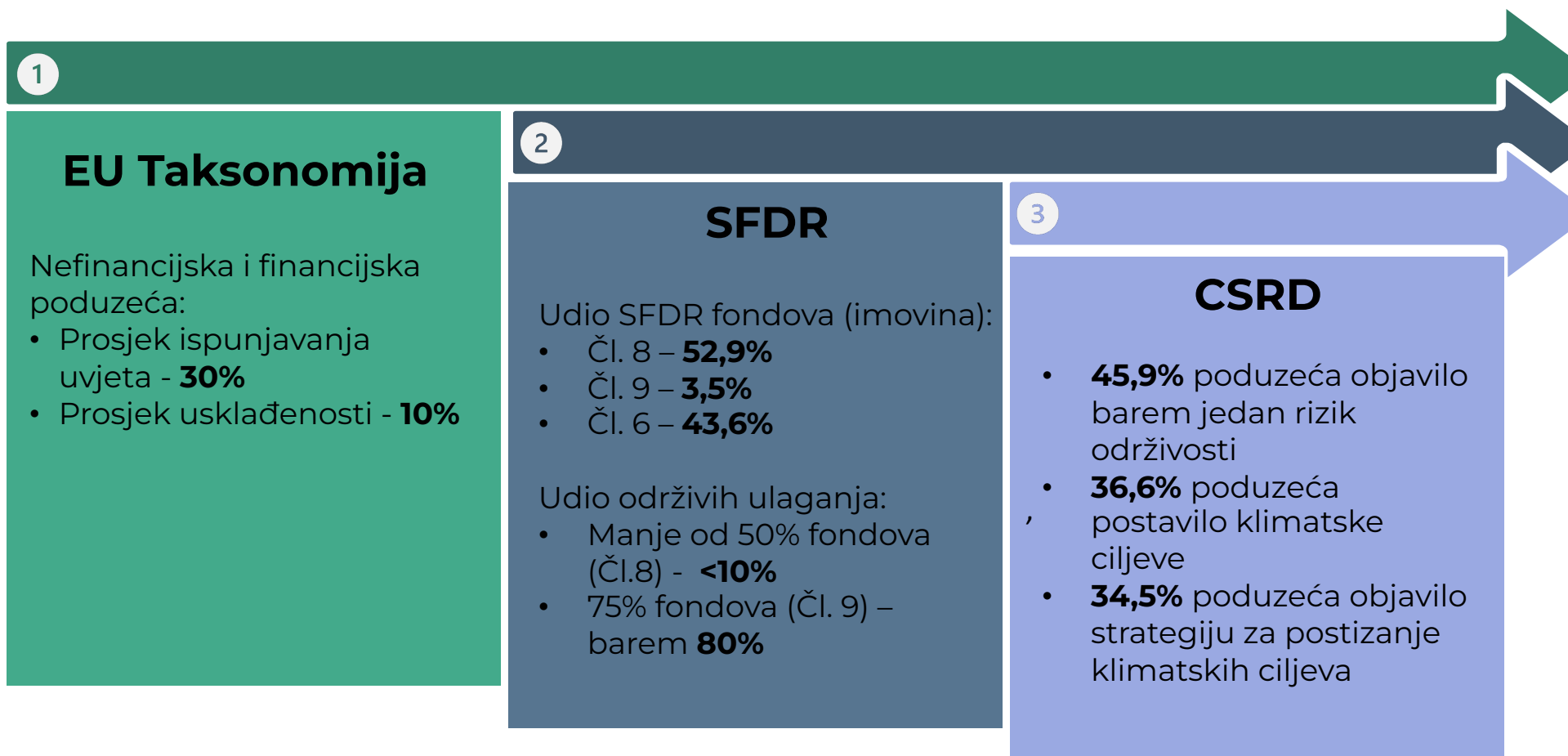
- DORA
- MiCA



Unija tržišta kapitala (CMU)

- Unija štednje i ulaganja (SIU)
- Namira T+1

Održivost pod povećalom: razrađena regulativa i sve zrelija primjena



Manje složenosti, više održivosti


- ⌚ Odgoda primjene od 2 godine (CSRD)
- 📉 Smanjen opseg primjene (CSRD)
 - 👁️ Revizija ESRS-a (CSRD)
- 📄 Pojednostavljenje predložaka izvještavanja (EU taksonomija)
- 📅 Odgoda primjene od 1 godine (CSDDD)
 - ↓
 - 🎯 Povećanje konkurentnosti EU


26.2.2025.
Omnibus

- 📄 Pojednostavljenje ključnih koncepta
 - 📉 Smanjenje zahtjeva za objavu
 - ✓ Kategorizacija održivih financijskih proizvoda
- ↓
- 🎯 Preglednost održivih proizvoda, olakšana održiva ulaganja, produblјivanje tržišta kapitala

2.5.2025.
Revizija
SFDR-a

Omnibus – najvažnije informacije

 Omnibus regulativa predstavlja prijedlog usmjeren na pojednostavljenje pravila o izvještavanju o održivosti kroz izmjene ključnih europskih regulativa – CSRD, CSDDD, CBAM i EU Taksonomije.

 Cilj ove inicijative je povećati konkurentnost Europske unije smanjenjem regulatornog opterećenja za poduzeća, omogućujući im učinkovitije usklađivanje s propisima i poticanje održivog poslovanja.

Koji su glavni prijedlozi?



Odgoda primjene

- 2025 → 2027 – ostali veliki poduzetnici koji nisu do sada bili obuhvaćeni CSRD-om (drugi krug obveznika) – 2 godine odgode
- 2026 → 2028 - MSP uvršteni na burzu, male i jednostavne kreditne institucije te vlastita osiguravajuća društva (treći krug obveznika) - 2 godine odgode



Smanjen opseg primjene

- | | |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EU poduzetnici | 1.000 radnika (prije 500), i
> EUR 50 mil neto prihoda, ili
> EUR 25 mil ukupne imovine |
| Poduzetnici trećih zemalja | > EUR 450 mil EU neto prihoda matice (prije EUR 150 mil)
> EUR 50 mil neto prihoda podružnice (prije EUR 40 mil) |



Revizije i provjera

- Ukida se mogućnost prelaska sa zahtjeva za ograničenom na razumnu provjeru



Pojednostavljeno izvještavanje

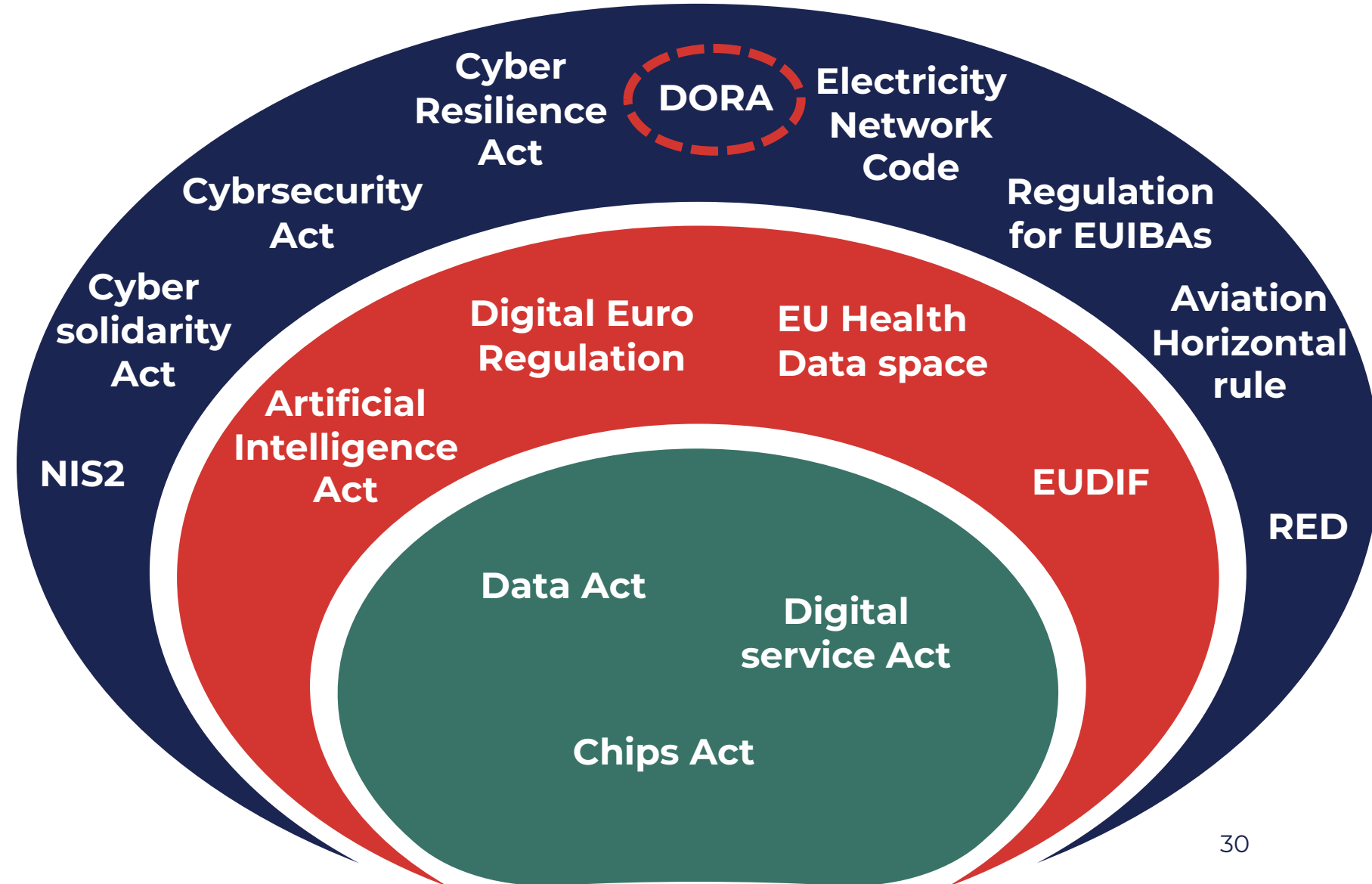
- Revizija ESRS-a s ciljem jasnijeg definiranja odredbi, poboljšane konzistentnosti s drugim propisima i smanjenjem broja zahtjeva
- Ukida se obveza donošenja sektorskih standarda

Slojevi digitalne sigurnosti: EU propisi koji jačaju otpornost

Akti usmjereni na kibernetičku sigurnost

Akti usmjereni na digitalna rješenja za specifične sektore i funkcije

Temeljni zakonodavni akti



DORA: Odgovor na kibernetičke izazove u financijskom sustavu

Područja regulacije DORA-e

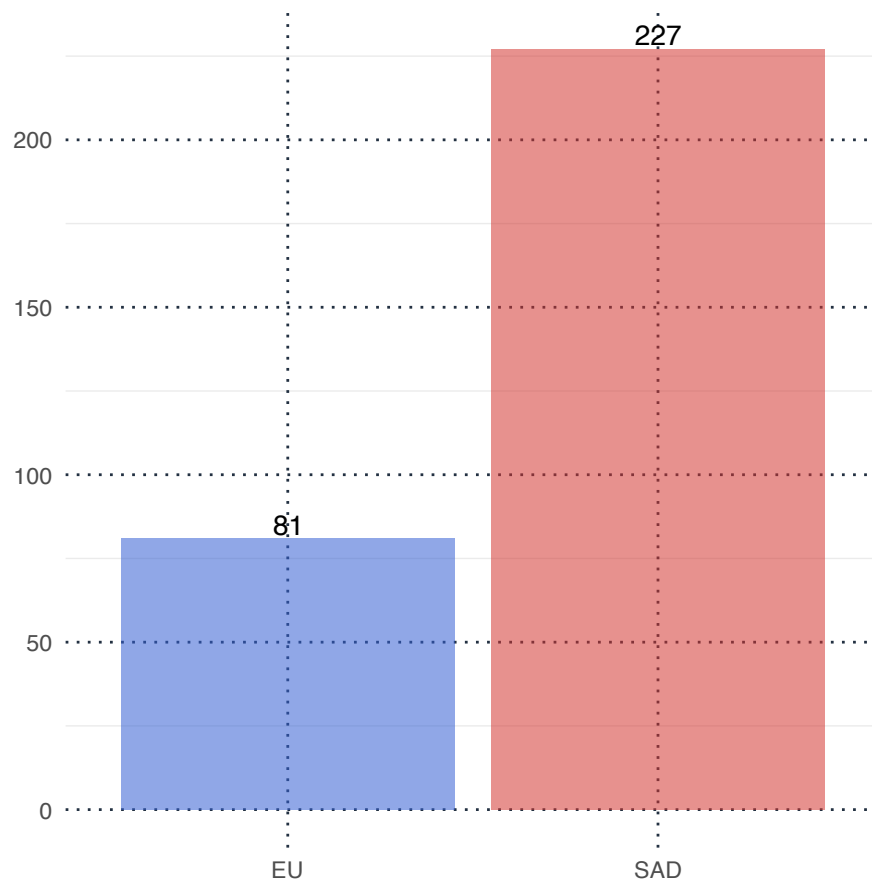


Proširenje regulatornog obuhvata: MiCA i nadzor nad kripto-imovinom

	Pravni oblik i lokacija	Licenciranje	Bijela knjiga	Zaštita potrošača	Odgovorno upravljanje	Financijska stabilnost
ART (HNB)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
EMT (HNB)	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Ostali (HANFA)	✓	✗	✓	✓	✗	✗
CASP (HANFA)	✓	✓	✗	✓	✓	✓

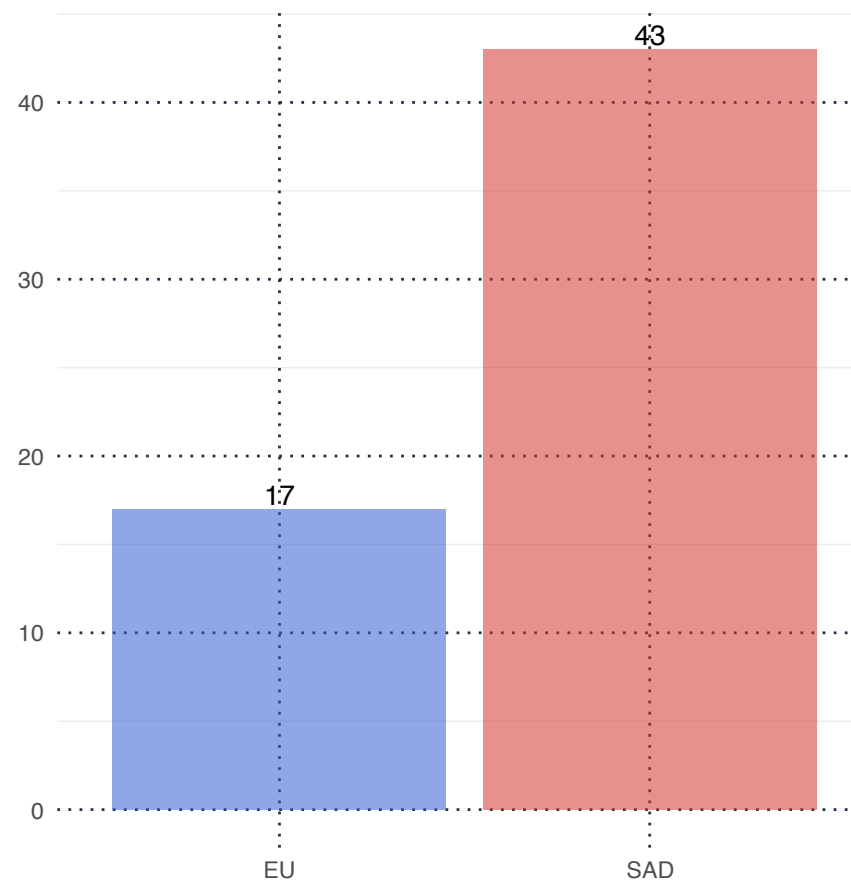
Pitanje od 40 bilijuna USD: Kako potaknuti razvoj EU tržišta kapitala?

Tržište na kapitalizacija u 2024.
U % BDP-a



Izvor: BNP Paribas

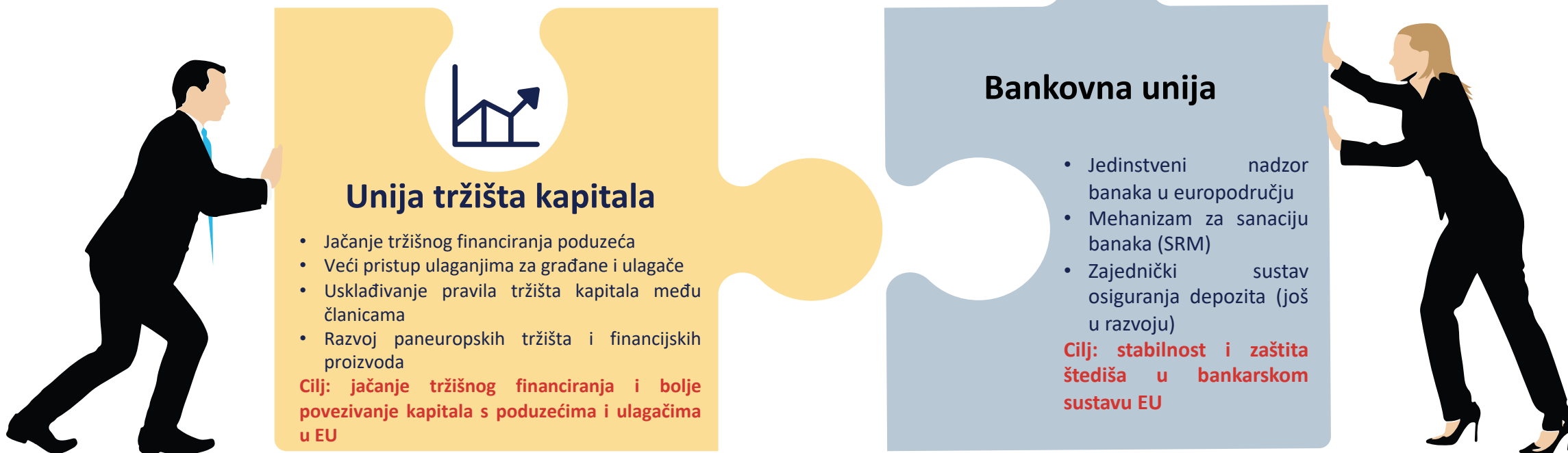
Ulaganja kućanstava u vrijednosne papire u 2025.
U % ukupne financijske imovine



Izvor: WEF

Odgovor: Unija štednje i ulaganja

- Kao odgovor na navedene izazove, u ožujku 2025. EU je usvojila **strategiju Unije štednje i ulaganja (SIU)**.
- Objavom ove strategije EU najavljuje intenziviranje napora na integraciji europskih tržišta kapitala i europskog financijskog sustava općenito.



Kako bolje povezati štednju i ulaganja?

Cilj SIU-a: povećati bogatstvo građana EU-a i ojačati gospodarsku konkurentnost Europske unije

Operativni ciljevi:

- produbljivanje financijske integracije,
- jačanje tržišta kapitala,
- mobilizacija štednje kućanstava
- poboljšanje pristupa kapitalu.

Najavljene reforme u strategiji:



Nova inicijativa, poznate prepreke

- Politički otpor i nacionalni interesi ostaju značajne prepreke kohezivnim reformama i napretku prema jedinstvenom tržištu kapitala.
- Bez brze i jedinstvene akcije Europska unija riskira kontinuirani odljev talenata i kapitala, potkopavajući svoju globalnu konkurentnost u tehnologiji, inovacijama i gospodarskom rastu.

Ključni razlozi za ograničen napredak Unije tržišta kapitala (CMU-a)



Različiti nacionalni interesi
i politički prioriteti



Promjene u
makroekonomskom i
geopolitičkom okruženju



Regulatorna složenost i
kašnjenja u provedbi



Pristup "nisko visećeg voća" i fragmentirani (postepeni) pristup

Izvor: ECB (*Capital markets union: a deep dive - Five measures to foster a single market for capital*)

Namira T+1: mali pomak, veliki signal tržištima

01

Smanjenje rizika namire

Kraći vremenski okvir smanjuje rizik da jedna strana ne ispuni svoju obvezu (tzv. *counterparty risk*).

02

Usklađivanje s međunarodnim praksama

SAD, Kanada i Meksiko već su prešli na T+1

03

Smanjenje kapitalnih zahtjeva

Manja potreba za kolateralom i niži troškovi za posrednike

04

Povećanje otpornosti sustava

Brža namira → manja izloženost stresnim tržišnim uvjetima



Glavne implikacije za tržišne sudionike:



Pozitivni učinci:

- **Niži troškovi namire** za sudionike (posebno za institucionalne investitore i posrednike).
- **Brže oslobađanje kapitala**, što poboljšava likvidnost.
- **Povećana sigurnost** jer se transakcije brže zaključuju.



Izazovi i prilagodbe:

- **Operativni izazovi:** kraći rok zahtijeva **automatizaciju procesa, bržu obradu podataka i jaču koordinaciju** među brokerima, klirinškim kućama, depozitorijima i bankama.
- **Manje vremena za rješavanje pogrešaka** u trgovinama ili obrade (tzv. *trade matching*).
- **Strani investitori (posebno izvan EU)** morat će se prilagoditi promjenama u vremenskim zonama i procesima.
- **Povećan pritisak na završetak aktivnosti unutar istog dana** – naročito u složenim višestranim transakcijama.

HANFA

HRVATSKA AGENCIJA ZA
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

**Hvala vam
na pažnji!**

