



Makroprudencijalni skener rizika

Treće tromjesečje 2024.

Broj XI, prosinac 2024.



SADRŽAJ

1. Uvodno	1
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja	4
2.1. Makroekonomsko okružje	4
2.2. Financijsko okružje.....	9
3. Rizici sektora financijskih usluga.....	15
3.1. Kratkoročni rizici.....	15
3.2. Dugoročni rizici.....	20
Okvir 1. Investicijski fondovi s dospijećem – sigurni prinosi ili tihi rizik?.....	25
Popis kratica	31

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2671-2067

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

1. UVODNO

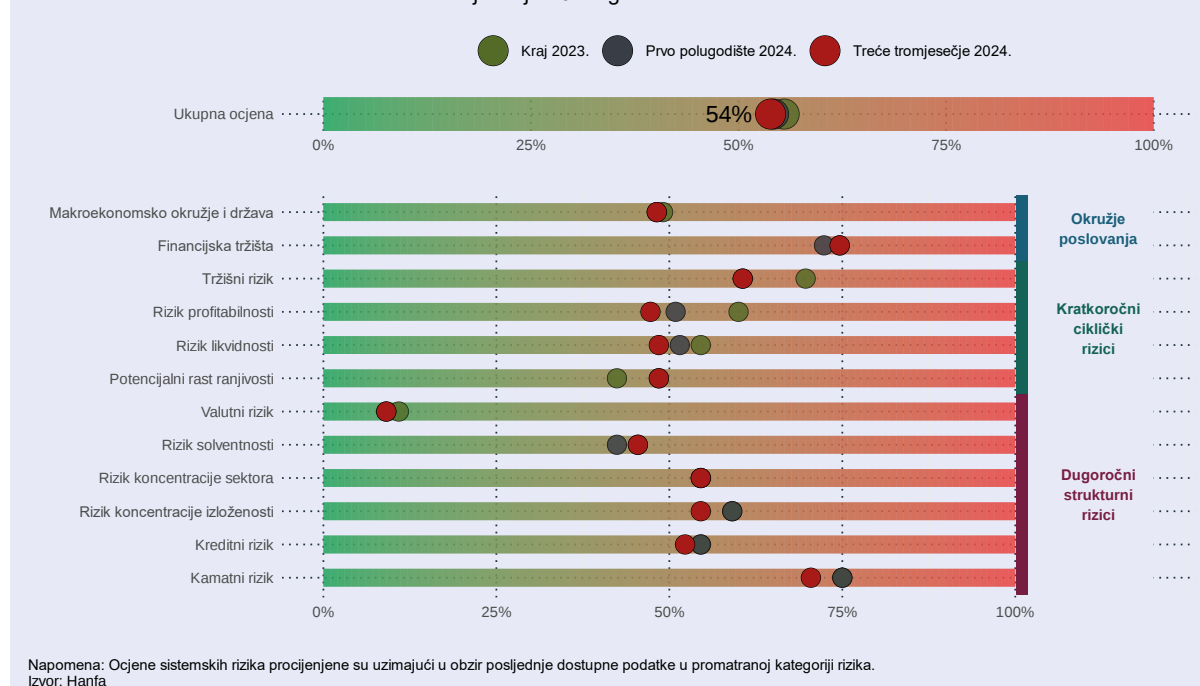
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih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

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

Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih rizika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, potrebno je razviti i odgovarajući skup instrumenata i alata, odnosno politika usmjerenih na očuvanje 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.

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

Slika 1. Matrica sistemskih rizika za treće tromjesečje 2024. godine



Razina sistemskih rizika sektora finansijskih usluga blago je smanjena u trećem tromjesečju 2024. godine. Ublaženi inflatorni pritisci i otpornost globalnog gospodarstva smanjili su sistemske rizike koji proizlaze iz međunarodnog makroekonomskog okruženja. Iako izraženi rast cijena nekretnina ostaje istaknuti kratkoročni rizik, otporan gospodarski rast i poboljšani pokazatelji javnih financija rezultirali su poboljšanjem kreditnog rejtinga Republike Hrvatske, što je dodatno umanjilo sistemske rizike koji proizlaze iz domaćeg gospodarstva. U finansijskom okruženju promjena smjera monetarne politike i optimističan sentiment investitora pozitivno su utjecali na vrednovanja, što se odrazilo na oporavak profitabilnosti sektora u trećem tromjesečju 2024. godine.

Međutim, ključni rizici za domaći sektor finansijskih usluga i dalje su kamatni rizik i s njime povezani tržišni rizici. Strukturna obilježja domaćeg sektora finansijskih usluga, poput koncentracije izloženosti institucionalnih investitora i niske aktivnosti domaćeg tržišta kapitala, pokazala su određena poboljšanja, ali i dalje mogu dodatno naglasiti gubitke sektora u slučaju rasta globalno potisnute premije za rizik. Pritom su zalihe likvidnosti i solventnosti sektora zadržane na visokim razinama, pružajući dodatnu zaštitu sektora od iznenadnih šokova. Unatoč blagom smanjenju, sistemski rizici u sektoru finansijskih usluga ostaju povišeni zbog naglašenih cikličkih rizika u finansijskom okruženju, uključujući geopolitičke neizvjesnosti i relativno visoka tržišna vrednovanja, koja povećavaju vjerojatnost nastanka i potencijalni učinak malo vjerojatnog, no mogućeg sistemskog šoka.

2. RIZICI MAKROEKONOMSKOG I FINACIJSKOG OKRUŽJA

2.1. Makroekonomsko okružje

Razina sistemskih rizika s uporištem u makroekonomskom okružju nije se znatnije izmijenila u odnosu na početak ove godine te se na kraju rujna ocjenjuje umjerenom. Glavni su razlozi stabilan gospodarski rast, koji podržava otporno tržište rada, i nastavak pada stope inflacije. Poboljšanje kreditnog rejtinga Hrvatske na povijesno najvišu razinu također povoljno utječe na stabilnost javnog duga, a posredno i na rizike u sektoru finansijskih usluga čija su dominantna ulagačka klasa upravo državne obveznice RH. Premda se do kraja godine očekuje nastavak relativno povoljnih trendova, u slučaju dodatnog pogoršavanja osjetljive geopolitičke situacije praćene nepovoljnim cjenovnim šokovima na međunarodnim tržištima moguće je pogoršanje inflacijskih pritisaka i usporavanje gospodarskih kretanja s nepovoljnim utjecajem na sistemske rizike u sektoru finansijskih usluga.

Tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2024. domaće je gospodarstvo nastavilo rasti solidnom dinamikom. Nakon zabilježenog godišnjeg rasta od 4,0 % u prvom tromjesečju ove godine, krajem lipnja i rujna godišnje su stope rasta iznosile 3,5 % odnosno 3,9 %¹ (slika 2.1.), a

rast je unatoč pesimističnijim očekivanjima krajem 2023. i dalje među najsnažnijima u EU-u². Povoljna kretanja u domaćem gospodarstvu odraz su postojanog snažnog rasta osobne potrošnje i bruto investicija, dok je neto izvoz jedina komponenta BDP-a koja se u promatranom razdoblju smanjila. Niska nezaposlenost i rast realnih dohodaka u kombinaciji s usporavanjem inflacije poduprli su osobnu potrošnju, koja je na godišnjoj razini porasla za 6,0 % odnosno 5,5 % tijekom drugog i trećeg tromjesečja. Istodobno su investicijske aktivnosti dodatno intenzivirane³. Takva kretanja djelomično su odraz korištenja sredstava iz fondova EU-a i dodatne ekspanzije građevinske aktivnosti⁴. S druge strane, neto izvoz se u promatranom razdoblju smanjio, prvenstveno zbog pada izvoza usluga⁵ što djelomično odražava prigušeni oporavak u pojedinim članicama EU-a te znatan porast cijena usluga, koji se nepovoljno odrazio na realnu turističku potrošnju u predsezoni. Usporavanje europskog gospodarstva, potaknuto slabijim industrijskim aktivnostima i rastućom neizvjesnošću, utjecalo je na smanjenje vanjske potražnje, čime se dodatno ističe ovisnost Hrvatske o gospodarskim kretanjima u europskom okružju i naglašavaju potencijalni izazovi za očuvanje

¹ Prema prvim procjenama DZS-a

² Prema podacima Eurostata na godišnjoj su razini snažniji rast u drugom tromjesečju ostvarile Malta (8,0 %), Danska (4,4 %), Poljska (4,3 %) i Cipar (3,7 %).

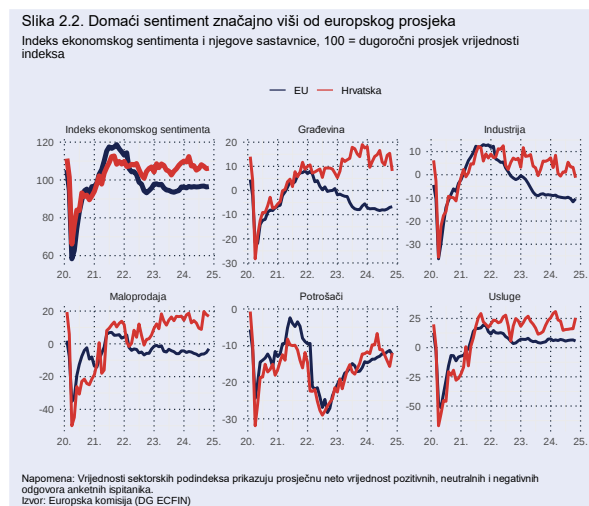
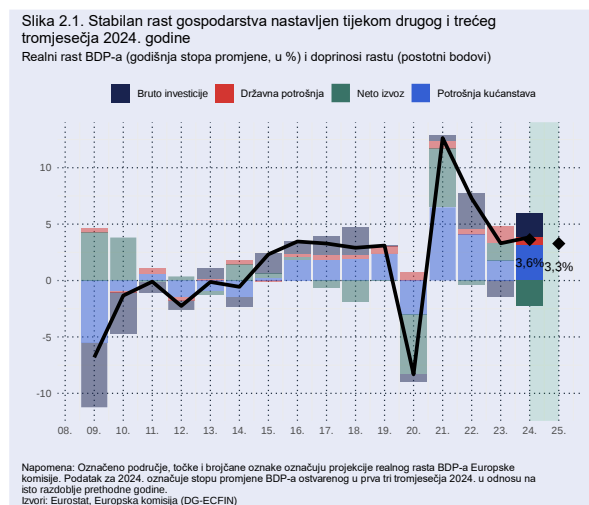
³ Bruto investicije porasle su za 11,7 % u drugom i 9,2 % u trećem tromjesečju 2024.

⁴ Prema podacima DZS-a kalendarski prilagođen indeks obujama građevinskih radova u rujnu 2024. porastao je za 14,6 % na godišnjoj razini.

⁵ U drugom je tromjesečju ukupan izvoz smanjen za 1,3 % na godišnjoj razini kao posljedica smanjenja izvoza usluga, koji je u istom razdoblju smanjen za 5,2 %.

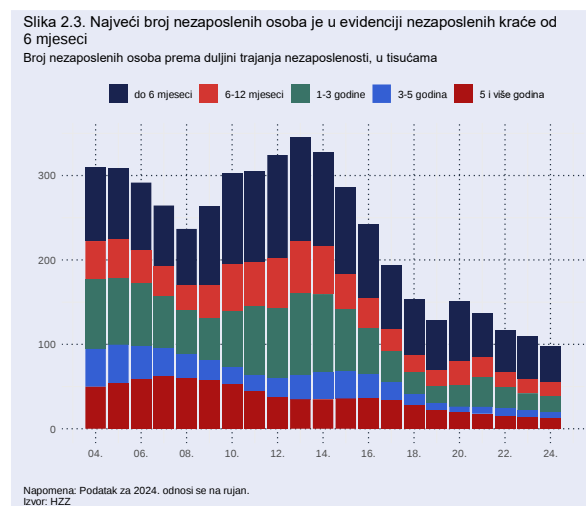
dinamičnog rasta u uvjetima slabljenja ekonomske aktivnosti unutar Unije.

Povoljna kretanja u gospodarstvu odražavaju se i na pokazatelje ekonomskog raspoloženja, koje je i dalje iznad dugoročnog prosjeka te značajno više od sentimenta EU-a (slika 2.2.). Iako se potrošački sentiment blago smanjio, to su nadoknadila pozitivna kretanja u segmentu građevine, usluga i maloprodaje.



Slična putanja rasta hrvatskog gospodarstva očekuje se i u ostatku ove te tijekom iduće godine⁶, a glavni izvori rizika povezani su s kretanjima na

međunarodnoj sceni. Potencijalno daljnje pogoršanje ionako nestabilne globalne geopolitičke situacije utjecalo bi na ekonomsku aktivnost europodručja, a neminovno bi se odrazilo i na domaće makroekonomske pokazatelje, prvenstveno kroz ponovno jačanje inflacijskih pritisaka, ali i na prekograničnu razmjenu dobara i usluga. Osim geopolitičkih rizika, važan izvor rizika su i mogući poremećaji u svjetskoj trgovini do kojih bi moglo doći uslijed potencijalnog zaoštavanja američke carinske politike spram trgovinskih partnera nakon nedavnih predsjedničkih izbora.



Tržište rada podržava povoljna kretanja u gospodarstvu dosegnuvši u rujnu povijesno nisku stopu nezaposlenosti od 4,6 % i broj nezaposlenih radnika koji je pao ispod 85 tisuća⁷. Nastavak smanjenja nezaposlenosti i rast broja zaposlenih uz istodobno povećanje nominalnih i realnih plaća obilježili su kretanja na tržištu rada u trećem tromjesečju 2024. godine. Stopa registrirane nezaposlenosti je krajem rujna iznosila povijesno niskih 4,6 %, a neto plaće su na kraju rujna porasle za

⁶ Prema **jesenskoj projekciji Europske komisije** u 2024. će godišnja stopa rasta iznositi 3,6 %, a u 2025. 3,3 %.

⁷ Prema podacima DZS-a

14,4 % u nominalnim i 12,6 % u realnim terminima na godišnjoj razini. Na porast plaća značajno je utjecalo i povećanje osobnog odbitka te porezne izmjene s početka godine, kao i reforma sustava plaća u javnom sektoru, koja je obuhvatila gotovo 55 tisuća državnih službenika i namještenika te 186 tisuća javnih službenika⁸. Jačanje realnih dohodaka i napregnuto tržište rada pozitivno doprinosi rastu osobne potrošnje i sveukupnom gospodarskom rastu (slika 2.1), a poticaj daljnjoj potrošnji trebale bi dati i **najavljene Vladine porezne reforme**, kojima bi se, među ostalim izmjenama⁹, trebao porezno rasteretiti dohodak zaposlenika i umirovljenika¹⁰.

U promatranom razdoblju strukturne karakteristike tržišta rada nisu znatnije izmijenjene pri čemu se ističe nedostatak radne snage. Prema podacima HZZ-a od 2016. je broj nezaposlenih osoba kontinuirano manji od broja traženih radnika, a na visoku potražnju za radom ukazuje i indeks *online* oglasa slobodnih radnih mjesta¹¹. Stoga većina nezaposlenih osoba pronade zaposlenje unutar godine dana¹² (slika 2.3.). Liberalizacija uvoza radne snage tijekom posljednjih godina i sve veća participacija stranih radnika na tržištu rada tako je samo djelomično smanjila pritisak na domaće tržište rada. Na povećanje

nesrazmjera broja nezaposlenih i broja traženih radnika utječe i niska stopa aktivnosti koja je za Hrvatsku među najnižima u Europi¹³. Takva kretanja i u narednom će razdoblju podržavati rast nominalnih plaća, što će doprinijeti rastu osobne potrošnje, ali i potencijalno otežati obuzdavanje inflacije usluga te vraćanje ukupne inflacije na ciljane razine.

Cjenovna kretanja nastavila su se poboljšavati i u trećem tromjesečju, no inflacija je i dalje iznad europskog prosjeka. Krajem kolovoza stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena iznosila je 3,0 % (slika 2.4.) spustivši se razinu na kojoj je posljednji put bila prije tri godine, nakon čega je uslijedilo ponovno ubrzanje na 3,6 % koliko je zabilježeno u listopadu 2024. godine. Na ukupnu razinu cijena povoljno se odrazila razmjerna stabilnost cijene energenata i sirovina¹⁴, a najveći doprinos trenutačnim razinama inflacije dolazi iz kategorije restorana i hotela te ostalih dobara. Inflacija usluga izraženija je od ostalih komponenti, djelomično zbog utjecaja turističke sezone, ali i veće osjetljivosti cijena usluga na porast plaća u odnosu na ostale komponente inflacije. Ustrajnost cijena usluga odražava se i u pokazateljima temeljne inflacije, koja je na kraju studenoga iznosila 4,3 % te je i dalje bila viša od agregatne stope inflacije, iako

⁸ Više informacija o reformi može se pronaći na **poveznici**.

⁹ Primarno je najavljena porezna izmjena usmjerena na oporezivanje imovine, prvenstveno nekretnina.

¹⁰ Prema prvim najavama porezno rasterećenje rada će se novom poreznom reformom provesti povećanjem neoporezivog dijela plaće, povećanjem broja poreznih obveznika obuhvaćenih samo nižom stopom poreza na dohodak, povećanjem iznosa pojedinih neoporezivih primitaka te smanjenjem gornje granice za utvrđivanje stopa poreza na dohodak.

¹¹ Krajem listopada je pokazatelj OVI (engl. *Online vacancy index*) bio 7,2 % manji na godišnjoj razini.

¹² Gotovo 60 % nezaposlenih osoba koje aktivno traže posao u evidenciji nezaposlenih su manje od godinu dana.

¹³ Prema podacima Eurostata samo su Grčka, Italija i Rumunjska na kraju lipnja 2024. imale manju stopu aktivnosti od Hrvatske, čija je stopa iznosila 54,1 %.

¹⁴ Cijene nafte su na kraju listopada 2024. bile manje za 15,6 % na godišnjoj razini, dok je cijena prirodnog plina u istom razdoblju smanjena za 4,5 %.

je taj jaz značajno smanjen u odnosu na prvo tromjesečje (slika 2.5.). Kategorija hrane je u prvih deset mjeseci 2024., slično kao i tijekom 2023., i dalje velikim dijelom utjecala na rast cijena.

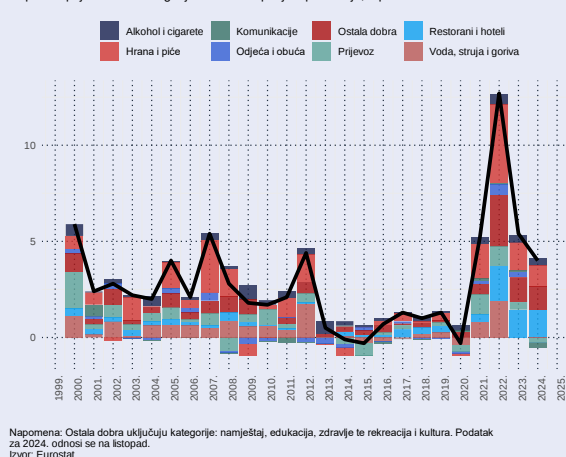
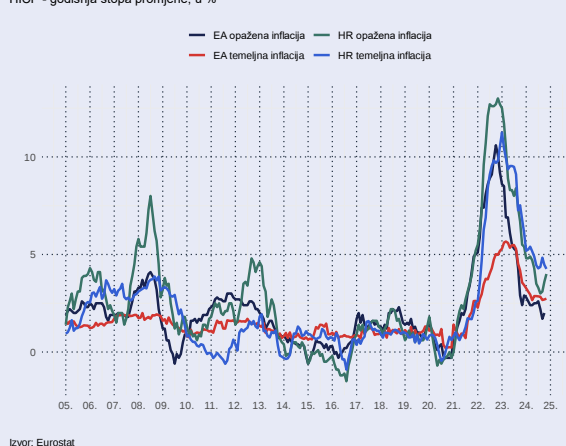
Očekivano usporavanje rasta cijena do kraja ove godine trebalo bi smanjiti jaz između domaćih i europskih stopa inflacije¹⁵. Postupno smanjivanje subvencija za energente koje je Vlada predvidjela novim, **sedmim paketom mjera za zaštitu kućanstava i gospodarstva od rasta cijena** ne bi trebalo imati značajniji učinak na produbljivanje tog jaza. Konačno obuzdavanje inflacije i njezino zadržavanje na ciljanim razinama ovisit će o nizu vanjskih čimbenika, odnosno o razvoju geopolitičke situacije i uspješnosti europske monetarne politike, ali i domaćim faktorima kao što su: nastavak gospodarskog rasta temeljenog na osobnoj potrošnji, inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća te kretanja na tržištu rada, prije svega dinamika plaća.

Jedan od važnih potencijalnih izvora rizika za domaće makroekonomsko okruženje jesu kretanja na tržištu nekretnina. Cijene stambenih nekretnina nastavile su rast otpočet još 2017. i u drugom tromjesečju 2024. s godišnjim rastom od 10 %, što je iznad prosjeka EU-a i europodručja. Posljedica je to uglavnom snažne domaće potražnje, koja ne posustaje u uvjetima snažnog tržišta rada i rasta raspoloživih dohodaka, dok je inozemna potražnja u istom razdoblju ostala umjerena. Takva su kretanja važna i

za sektor financijskih usluga s obzirom na njegovu povezanost s nekretninskim tržištem kroz 2,3 % ukupnih ulaganja u tom obliku imovine¹⁶.

Slika 2.4. Inflacija u padu

Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovima

Slika 2.5. Jaz između temeljne i opažene inflacije u Hrvatskoj smanjen, ali i dalje prisutan
HICP - godišnja stopa promjene, u %

Povoljna makroekonomska kretanja i fiskalna disciplina rezultirali su daljnjim poboljšanjem kreditnog rejtinga Hrvatske¹⁷, koji je krajem rujna dosegnuo svoju najvišu razinu (slika 2.6.). Poboljšanje je odraz pozitivnih gospodarskih pokazatelja, nastavka fiskalne konsolidacije, uspješne provedbe Nacionalnog plana oporavka i otpornosti, kao i političke stabilnosti. Smanjenje

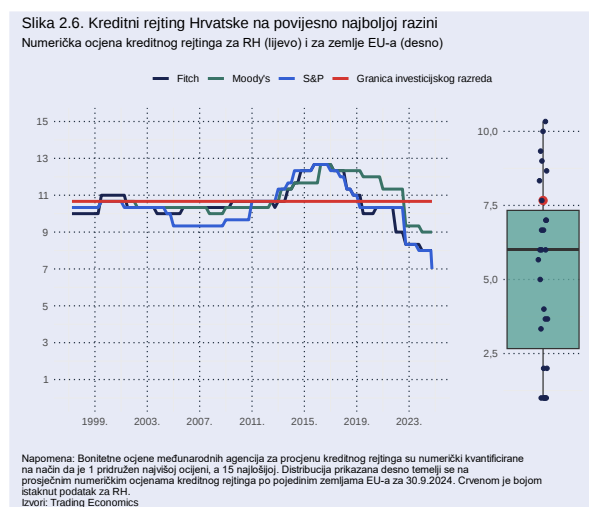
¹⁵ Krajem listopada je stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena iznosila 2,3 % za EU i 2,0 % za europodručje.

¹⁶ Vidjeti **okvir 1. Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju**

stabilnost sektora financijskih usluga u RH? u Financijskoj stabilnosti broj 3.

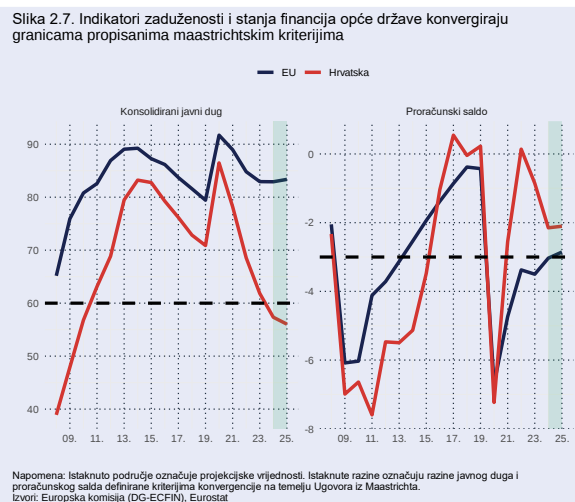
¹⁷ Agencija Fitch je u rujnu povisila kreditnu ocjenu Hrvatske na A- uz stabilne izgleda, a S&P na AAA- s pozitivnim izgledima.

percepcije rizičnosti hrvatskog gospodarstva povoljno će utjecati na cjelokupnu financijsku stabilnost, a posredno i na sektor financijskih usluga. Naime, s obzirom na visoku zastupljenost državnih obveznica RH u ulaganjima sektora financijskih usluga (slika 3.10.) prinosi na državne obveznice koji, između ostalog, ovise o tržišnoj percepciji državnog duga, uvelike utječu na vrijednost postojećih ulaganja. Porastom kreditnog rejtinga raste i privlačnost ulaganja u obveznice RH iz perspektive inozemnih investitora, što može smanjiti troškove zaduživanja države i povećati likvidnost na tržištu državnog duga. Takva kretanja doprinose jačanju stabilnosti javnog duga, dok istovremeno smanjenje premije rizika smanjuje izloženost sektora financijskih usluga potencijalnim tržišnim šokovima.



Osim poboljšanja kreditnog rejtinga, u promatranom se razdoblju nastavio poboljšavati i relativni pokazatelj zaduženosti opće države, primarno pod utjecajem nominalnog rasta BDP-a. Krajem lipnja javni je dug iznosio 60,1 % BDP-a i na godišnjoj se razini smanjio za

5,7 p.b. (slika 2.7.) Uz očekivani nastavak gospodarskog rasta javni dug bi se do kraja 2024. trebao približiti maastrichtskom kriteriju od 60 % BDP-a. Za razliku od javnog duga, u ovoj se godini očekuje produbljivanje manjka opće države na 2,1 % BDP-a (slika 2.7.) kao posljedica rasta rashoda zbog izmjene zakona o plaćama u javnom sektoru i mjerama socijalne pomoći, kao i rashoda koji se odnose na nadoknadu za troškove energije na temelju Vladinih paketa mjera. Na dinamiku i razinu proračunskog deficita u idućoj će godini utjecati i spomenute najavljene nove porezne izmjene čiji agregatni učinak još uvijek nije procijenjen. No deficit opće države bi se prema projekcijama Europske komisije trebao zadržati unutar kriterija konvergencije od 3 %.



Početkom srpnja ove godine izdana je druga narodna obveznica, što je ukupno peto izdanje državnih vrijednosnih papira koje su mogli direktno kupiti građani od veljače 2023. godine¹⁸. Unatoč nešto slabijoj potražnji u odnosu na prošlogodišnje prvo izdanje narodne obveznice¹⁹, sudjelovanje građana u

¹⁸ Građani su u izdanju sudjelovali s 158,3 mil. EUR, dok su preostali iznos od 591,7 mil. EUR uplatili institucionalni investitori.

¹⁹ U drugom izdanju narodne obveznice sudjelovalo je 6457 građana.

financiranju države pozitivno doprinosi proširenju baze investitora i stabilnosti javnog duga, s potencijalnim pozitivnim implikacijama na razvoj domaćeg tržišta kapitala. Smanjenje javnog duga i povoljniji uvjeti zaduživanja kroz smanjenje referentnih kamatnih stopa i poboljšanje kreditnog rejtinga države smanjuju rizike održivosti javnog duga, a indirektno i sistemske rizike u sektoru financijskih usluga.

2.2. Financijsko okružje

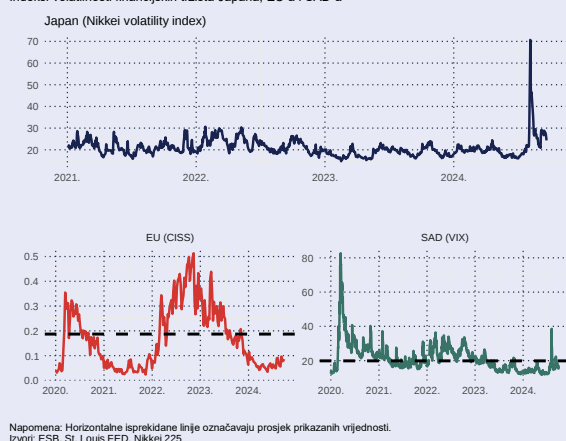
Unatoč pojedinim skokovima volatilnosti u trećem tromjesečju, globalna financijska tržišta nastavila su pozitivnu izvedbu potaknutu solidnim makroekonomskim indikatorima i dosežanjem vrhunca kamatnog ciklusa. Potisnuta premija rizika i dalje se reflektira u mogućoj precijenjenosti dioničkih tržišta, pri čemu je izražena koncentracija trgovanja, pogotovo u segmentu tzv. kompanija u rastu (engl. *growth companies*). Globalni trendovi pozitivno utječu i na domaće tržište kapitala. Optimistična očekivanja investitora i nastavak geopolitičkih tenzija potenciraju iznenadnu korekciju vrednovanja, koja bi se nepovoljno odrazila na profitabilnost sektora financijskih usluga u slučaju materijalizacije novih šokova.

Početak trećeg tromjesečja 2024. bio je obilježen kratkotrajnim skokovima

volatilnosti, koji su ukazali na osjetljivost financijskih tržišta na monetarna kretanja u okolnostima oslabljenih gospodarskih pokazatelja vodećih svjetskih gospodarstava (slika 2.8.). Nakon trenda smanjenja volatilnosti od početka 2023. tržišta su početkom kolovoza oštro reagirala na podizanje kamatnih stopa od strane središnje banke Japana za 25 b.b. što je dovelo do aprecijacije jena i potaknulo investitore na masovnu prodaju imovine kako bi pokrili svoje dugove.²⁰

Slika 2.8. Kratkotrajna volatilnost na japanskom financijskom tržištu odrazila se na ostala vodeća tržišta, pogotovo na SAD

Indeksi volatilnosti financijskih tržišta Japana, EU-a i SAD-a



Napomena: Horizontalne isprekidane linije označavaju prosjek prikazanih vrijednosti.

Izvori: ESB, St. Louis FED, Nikkei 225

Pored toga, podaci o slabljenju tržišta rada i korporativnih zarada u SAD-u pridonijeli su strahovima dijela ulagatelja i kratkoročno povećali recesijska očekivanja. Vodeći svjetski indeksi zabilježili su snažniju jednodnevnu korekciju početkom kolovoza²¹, no gubitci su ubrzo anulirani pogonjeni pozitivnim sentimentom investitora. Iako su se pokazali kratkotrajnima, skokovi volatilnosti ukazuju na visoku razinu osjetljivosti

²⁰ Investitori su koristili tzv. *currency carry trade* strategiju, koja se zasniva na kamatnom diferencijalu, a koja podrazumijeva zaduživanje u domaćoj valuti uz niske kamatne stope i ulaganje sredstava u inozemnu financijsku imovinu uz relativno više kamatne stope. Porast kamatnih

stopa i aprecijacija valute rezultirali su likvidacijom značajnog broja pozicija, ali i paničnom prodajom dijela investitora.

²¹ S&P 500 i Eurostoxx su 5. kolovoza zabilježili korekciju od 3 % odnosno 1,8 %.

financijskih tržišta, koja će ostati na povišenim razinama do kraja godine s obzirom na neizvjesnu geopolitičku situaciju i implikacije rezultata predsjedničkih izbora u SAD-u.

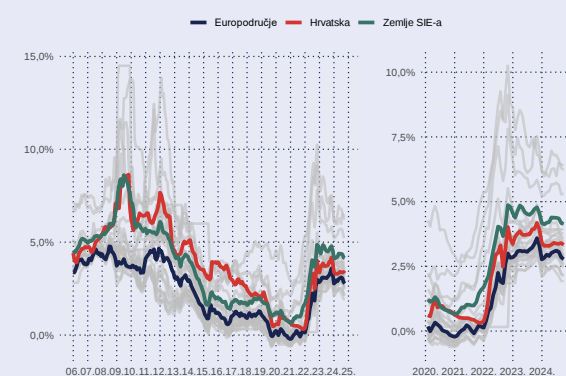
No generalni optimizam investitora u pogledu gospodarskog rasta vidljiv je i u normalizaciji krivulje prinosa koja se u rujnu više ne nalazi u negativnom teritoriju (slika 2.9.). Stabilni makroekonomski fundamenti u SAD-u i izbjegavanje tehničke recesije u EU-u zadržali su prinose na dugoročne državne obveznice na razinama s početka godine (slika 2.10.). I dok su očekivana, a potom i realizirana, smanjenja kamatnih stopa od strane Feda (50 baznih bodova u rujnu) i ECB-a (25 baznih bodova u lipnju i rujnu) smanjila prinose na kratkoročni dug, vrednovanja dugoročnih državnih obveznica već su odražavala spomenuto spuštanje kamatnih stopa, ali i sve snažnije makroekonomske indikatore koji su zadržali desetogodišnje prinose europodručja na razini od 2,2 %.

Slika 2.9. S obzirom na to da je faza normalizacije krivulje prinosa prethodila nastancima prijašnjih kriza, nastupanje recesije i dalje je moguće
Razlika između prinosa na desetogodišnje i dvogodišnje državne obveznice, u %



Napomena: Krivulja prinosa europodručja prikazuje prosjek prinosa na državne obveznice zemalja europodručja koje imaju AAA odnosno Aaa investicijski rejting. Vertikalne linije predstavljaju datume početka recesija u SAD-u.
Izvor: Eurostat, US Treasury

Slika 2.10. Prinosi državnih obveznica RH bilježe poboljšanje povodom nastavka pozitivnih makroekonomskih fundamenata
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %

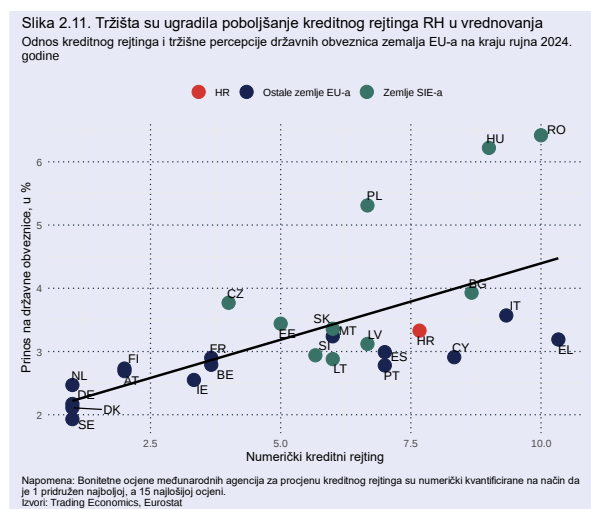


Napomena: Sivo označene linije prikazuju kretanje indikatora za pojedinačne zemlje EU-a. Zemlje SIIE-a čine BG, CZ, EE, HU, LV, LT, PL, RO, SK i SI.
Izvor: Eurostat

Povratak pozitivnog nagiba krivulje prinosa upućuje na optimistična očekivanja tržišnih aktera, no faza normalizacije krivulje povijesno se pokazala kritičnim trenutkom u nastanku prethodnih recesija. Stoga se tržišna očekivanja o uspješnom „mekom prizemljenju“ i dalje smatraju optimističnima, a potencijalno i uranjenima.

Početak faze ublažavanja monetarne politike ESB-a u trećem tromjesečju odrazio se na prinose zemalja europodručja, koji su početkom rujna zabilježili pad od 26 baznih bodova u odnosu na lipanj kada je započet ciklus smanjenja kamatnih stopa. Prinosi na obveznice RH su se nakon vrhunca od 4,2 % u studenome 2023. primirili na razinama između 3 % i 3,5 % od početka 2024., pri čemu se raspon u odnosu na državne obveznice europodručja očuvao na razini od 0,55 baznih bodova na kraju rujna 2024. godine (slika 2.10.). Gospodarski rast brži od prosjeka europskih zemalja i očekivanja pada javnog duga prema razini od 60 % BDP-a rezultirali su podizanjem kreditnog rejtinga od strane agencije za kreditni

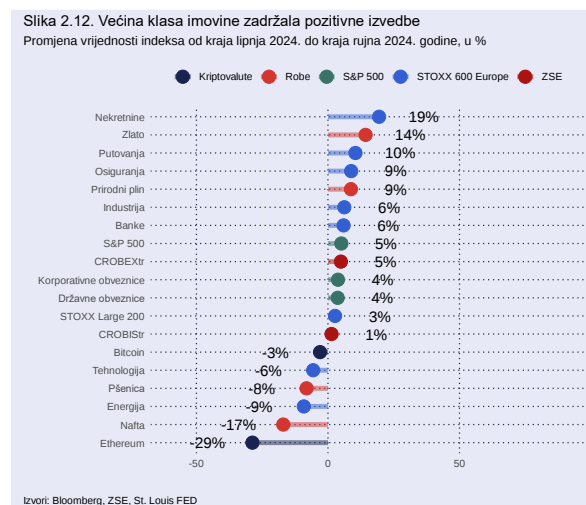
rejting Standard & Poor's na razinu A- s pozitivnim izgledima, što je najviši kreditni rejting u povijesti Hrvatske. S obzirom na to da su tržišni prinosi RH ispod prosjeka u odnosu na dodijeljeni kreditni rejting, vidljivo je da su tržišni akteri već ugradili u očekivanja ovo poboljšanje kreditnog rejtinga i održavanje stabilnih javnih financija RH u kratkom roku (slika 2.11).



Globalni općeniti rast cijena gotovo svih klasa financijske imovine nastavljen je u trećem tromjesečju, potaknut snižavanjem referentnih kamatnih stopa i optimističnim sentimentom investitora (slika 2.12.).

Ublažavanje monetarne politike dalo je prostora dioničkom tržištu za nastavak rasta vrednovanja (indeks S&P500 zabilježio je rast od 5 % u trećem tromjesečju) te je stimuliralo vrednovanja onih klasa imovine čija se vrednovanja tradicionalno kreću u smjeru suprotnom od kamatnih stopa, poput nekretnina (rast od 19 %) te državnih i korporativnih obveznica (rast od 4 %). Kratkotrajne volatilnosti i

korporativni rezultati lošiji od očekivanih rezultirali su blagim i kratkotrajnim ispuhivanjem cijena kriptovaluta (pad cijene Bitcoina od 3 %) i tehnološkog sektora (od 6 %) koji je u prethodnom razdoblju bilježio rekordne vrijednosti. Nastavak rasta cijene zlata od 14 % u trećem tromjesečju 2024. sugerira nešto veći oprez investitora u odnosu na prvi dio godine kao posljedica intenziviranja geopolitičkih tenzija u Europi i Bliskom istoku. Usporavanje kineskog gospodarstva i anemični rast u Europi pridonijeli su padu cijene nafte (-17 %), dok su pojačane geopolitičke napetosti na Bliskom istoku dovele do zabrinutosti oko opskrbe prirodnim plinom, što je rezultiralo rastom cijena od 9 %.

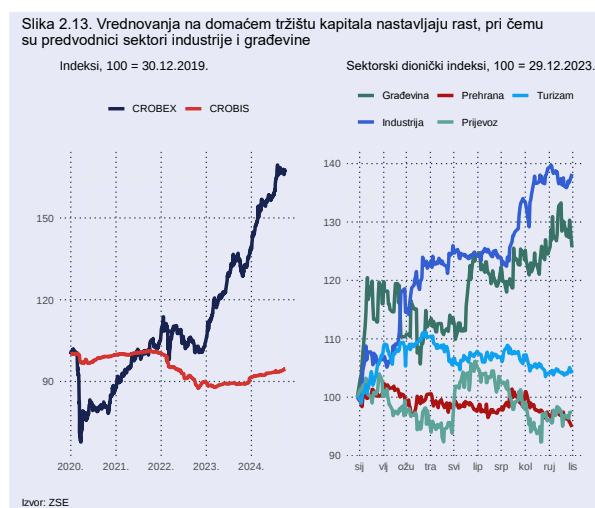


Rizik iznenadne i snažne korekcije cijena još uvijek je naglašen na američkom tržištu kapitala s obzirom na visoka vrednovanja koja predvode dionice s visokom tržišnom kapitalizacijom u segmentu rastućih kompanija. Potisnuta premija rizika i rast korporativne dobiti²² generiraju

²² Krajem kolovoza sastavnice indeksa S&P 500 zabilježile su rast dobiti od 10 % u drugom

tromjesečju u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

daljnji rast vrednovanja na dioničkom tržištu u SAD-u, a koji bi se mogao nastaviti i u ostatku 2024. godine. Primjetna je disperzija zarada među pojedinim sektorima, pri čemu su u drugom tromjesečju najbolje poslovne rezultate ostvarili tehnološki i financijski sektor. S druge strane, europsko tržište kapitala ne odstupa značajnije od fundamenata s obzirom na zabrinutosti oko gospodarskog rasta i geopolitičkih tenzija, ali su vrednovanja i dalje ranjiva na potencijalni skok globalno potisnute premije rizika.



Domaće tržište kapitala nastavlja bilježiti snažan rast cijena odražavajući stabilan gospodarski rast, odnosno pozitivna ostvarenja u korporativnom sektoru (slika 2.13). Glavni dionički indeks CROBEX u trećem je tromjesečju zabilježio porast od 3,8 % približavajući se granici od 3000 indeksnih bodova, dok je obveznički

indeks CROBIS u istom razdoblju zabilježio neznatno poboljšanje od 0,7 %. Pritom je i dalje na razinama ispod recentnog vrhunca s kraja 2022. godine. Sektori koji predvode rast na domaćem dioničkom tržištu od početka 2024. su sektor industrije (36,7 %) i građevine (27,4 %) prvenstveno zbog rasta korporativne dobiti te ugovorenih poslova pojedinih sastavnica²³. Relativno slabiji rast ostvario je sektor turizma (4,9 %) unatoč dobroj turističkoj sezoni, dok su sektori prijevoza i prehrane na kraju rujna zabilježili pad od 3,5 %.

S obzirom na rastući interes za ulaganje na domaćem tržištu²⁴, osim dužničkih vrijednosnih papira, povećana je i ponuda pasivnih oblika ulaganja čije su glavno obilježje jednostavnost i niski troškovi te pristup investitora inozemnim tržištima. Pozitivan trend proširenja ponude očituje se uvrštavanjem petog ETF-a u lipnju, koji pruža izloženost rumunjskim državnim obveznicama s dospeljećem između 5 i 10 godina te na obvezničkom tržištu izdavanjem dviju novih državnih obveznica²⁵ u srpnju. Navedeno je rezultiralo porastom ukupnog prometa na ZSE-u od gotovo 28 % u trećem tromjesečju, pri čemu najveći udio zauzimaju dionice (83 %), a zatim slijede obveznice (9,5 %). S obzirom na nizak udio u tržišnoj kapitalizaciji od 0,13 %, ETF-ovi su u trećem tromjesečju

²³ Strelovit rast od početka 2024. u sektoru industrije zabilježile su kompanije Končar d.d. (96 %), Končar D&ST (102 %) i Brodogradilište Viktor Lenac (34 %), dok je sektor građevine predvodio Dalekovod d.d. s rastom od 45 %.

²⁴ U prvih 18 mjeseci od izdavanja prve narodne obveznice otvoreno je više od 43.500 novih računa u SKDD-u.

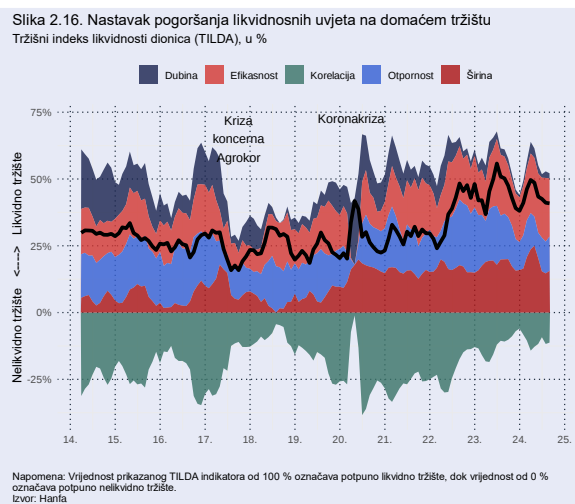
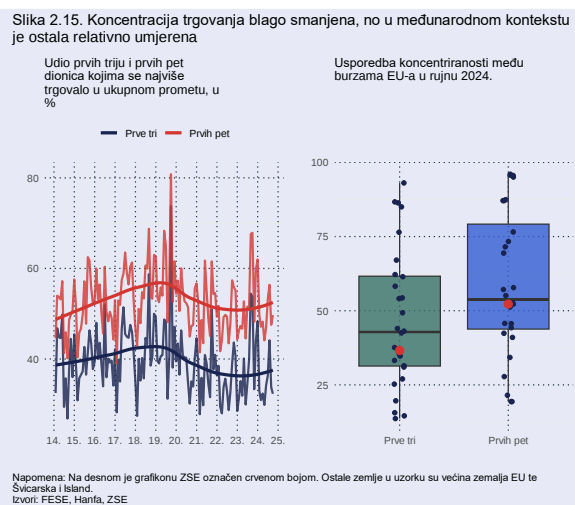
²⁵ Izdana je trogodišnja obveznica u iznosu od 750 mil. EUR, od čega su 158,3 mil. EUR uplatili građani, dok su u izdanju druge obveznice s rokom dospeljeća od 10 godina sudjelovali isključivo institucionalni investitori u iznosu od 1,25 mlrd. EUR.

zauzimali oko 7 % ukupnog prometa što ukazuje na rastuću atraktivnost ove vrste financijskog instrumenta. Kombinacija proširenja ponude i rasta cijena dionica rezultirala je povećanjem ukupne tržišne kapitalizacije na ZSE-u u trećem tromjesečju za 5,7 %, pri čemu je krajem rujna dosegnuta rekordna razina od 47,4 mlrd. EUR, od čega dionice i obveznice čine 53,8 % odnosno 46,1 %.



Zamjetan je i porast omjera cijena i zarada na domaćem tržištu što je rezultat pozitivnih poslovnih rezultata, solidnih stopa gospodarskog rasta i pozitivnog sentimenta investitora. Tako ciklički prilagođeni omjer cijena i zarada²⁶ sugerira potencijalno snažniju precijenjenost zbog relativno nižih zarada u prošlom desetljeću, čime je procijenjeno da su cijene 26 puta veće od zarada. S druge strane, neprilagođeni PE omjer nalazi se na umjerenim razinama, pri čemu su cijene dionica bile 18 puta veće od zarada izdavatelja (slika 2.14.) što sugerira da zarade

izdavatelja u proteklom razdoblju prate vrednovanja na domaćem tržištu. Iako su vrednovanja na domaćem tržištu kapitala daleko od vrednovanja zabilježenih u prethodnom ciklusu prije krize 2008. godine, mogući nastavak udaljavanja tržišnih cijena od pokazatelja poslovanja kompanija potencira rizik iznenadne korekcije cijena u slučaju šokova, što posredno izlaže investitore tržišnom riziku i riziku pada profitabilnosti.



Rast vrednovanja i tržišne aktivnosti odrazili su se i na pokazatelje koncentracije trgovanja na domaćem

²⁶ Ciklički prilagođeni omjer cijena i zarada (engl. *Cyclically adjusted price to earnings ratio*) predstavlja omjer cijene dionice i prosječnih

zarada kompanije u zadnjih 10 godina prilagođenih za inflaciju.

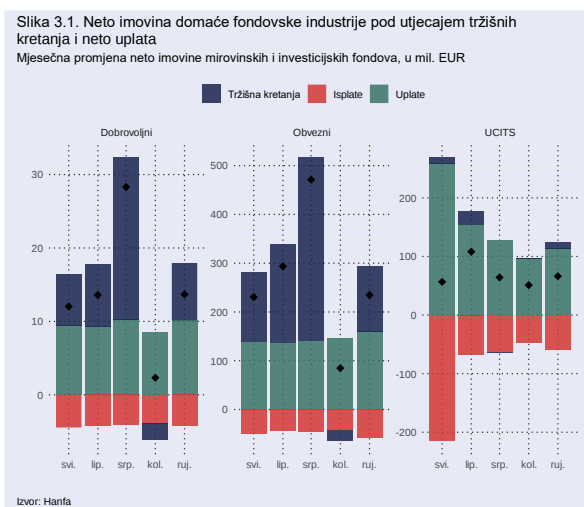
dioničkom tržištu. Naime, u rujnu je udio prvih pet i prvih triju dionica u ukupnom prometu iznosio 49,7 % odnosno 32,3 %, čime se koncentriranost nalazila na relativno nižim razinama u odnosu na dugoročni prosjek. Tako se domaće tržište kapitala krajem rujna nalazilo u donjem dijelu distribucije prema pokazateljima koncentracije trgovanja (slika 2.15.) u usporedbi sa sličnim tržištima EU-a. S druge strane, pokazatelj likvidnosti na domaćem tržištu bilježi blago pogoršanje od ožujka (slika 2.16.). Komponente indeksa

TILDA koje su zabilježile značajnije smanjenje su širina i dubina, što implicira zadržavanje zabilježenog porasta trgovanja u relativno malom segmentu likvidnijih dionica te naglašava strukturni rizik koncentriranosti trgovine na domaćem tržištu, koje pokazuje znakove divergencije između najlikvidnijih izdanja te ostatka tržišta na koji se nije prelio opaženi porast aktivnosti i vrednovanja.

3. RIZICI SEKTORA FINANCIJSKIH USLUGA

3.1. Kratkoročni rizici

Izloženost sektora financijskih usluga kratkoročnim cikličkim rizicima blago se smanjila tijekom trećeg tromjesečja 2024. godine. Imovina sektora nastavila se povećavati i kroz rast vrednovanja ulaganja i kroz nove neto uplate pa se i profitabilnost oporavila u odnosu na prvi dio godine. Ipak, neizvjesnosti u makroekonomskom i financijskom okružju, poput povećanih geopolitičkih rizika i potisnute tržišne premije za rizik, zadržavaju izloženost institucionalnih investitora kratkoročnim ranjivostima na blago povišenoj razini.



Imovina pod upravljanjem domaće fondovske industrije nastavila je stabilno rasti u trećem tromjesečju 2024. pod utjecajem povoljnih tržišnih

kretanja i pozitivnih neto uplata sredstava članova²⁷. Ukupna neto imovina mirovinskih fondova dosegla je 23,8 mlrd. EUR, što je za 3,6 % više u odnosu na kraj lipnja (slika 3.1.). Imovina obveznih mirovinskih fondova pritom se povećala za 3,7 % na 22,4 mlrd. EUR, dok se imovina dobrovoljnih mirovinskih fondova povećala za 3,3 % na 1,4 mlrd. EUR. Rast imovine mirovinskih fondova u trećem tromjesečju 2024. bio je pod utjecajem standardnih priljeva novih članova i uplata, koje su iznosile 478,5 milijuna EUR²⁸. Osim toga, snažan utjecaj imala su i pozitivna tržišna kretanja, koja su odrazila optimističan sentiment investitora na početku ciklusa popuštanja restriktivne monetarne politike (više u poglavlju **2.2. Financijsko okružje**).

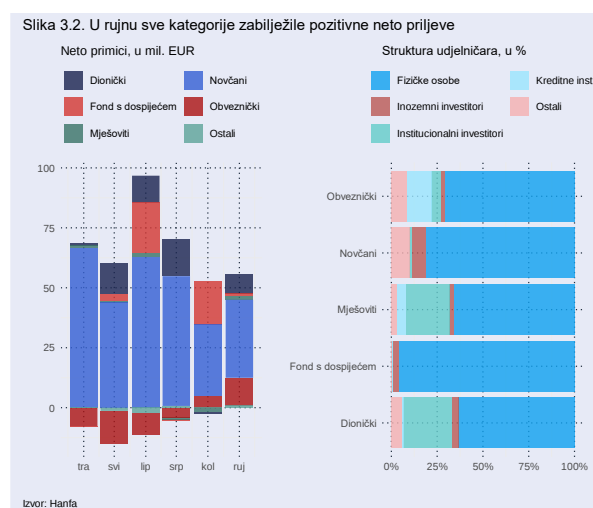
Imovina UCITS fondova dosegla je na kraju rujna 3,0 mlrd. EUR, što je za 7,5 % više u odnosu na kraj lipnja. Posljedica je to snažnih neto priljeva, koji su već tri uzastopna tromjesečja u pozitivnom području te su u trećem tromjesečju iznosili 170,4 mil. EUR. Stabilnom priljevu neto sredstava značajno je pridonio rast novčanih fondova (više od 68,3 % ukupnih neto priljeva u trećem tromjesečju), koji su se s osnivanjem dvaju novih fondova krajem 2023. vratili na domaću investicijsku scenu²⁹.

²⁷ Rast imovine u trećem tromjesečju iznosio je 3,7 % u odnosu na drugo, što je blago povećanje u odnosu na 2,8 % rasta između drugog i prvog tromjesečja. Ipak, rast je bio manji od 5,2 %, koliko je zabilježeno u prvom tromjesečju 2024. godine. Ti trendovi ukazuju na usporen, no stabilan rast prema kraju godine, u skladu s očekivanim baznim efektima.

²⁸ Tako je u prvih osam mjeseci broj korisnika obveznog mirovinskog osiguranja porastao za 2,6 %, a dobrovoljnog mirovinskog osiguranja za 3,5 %.

²⁹ Hanfa je u listopadu 2023. odobrila osnivanje dvaju novih novčanih investicijskih fondova. Oni su prvi novi novčani investicijski fondovi na hrvatskom tržištu nakon što je posljednji prestao s radom u siječnju 2021. godine.

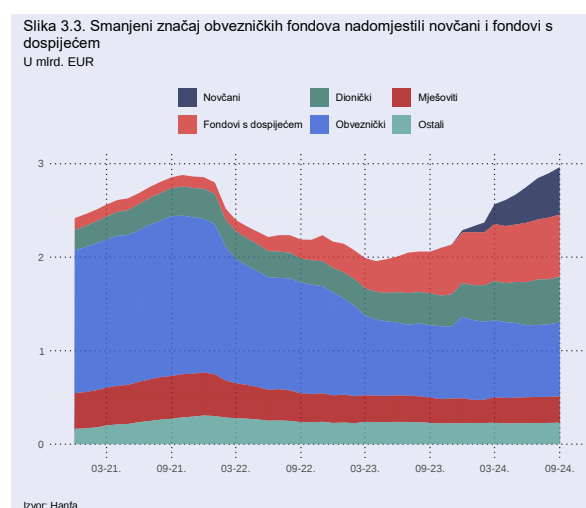
Struktura ulagatelja u UCITS fondove nije se značajnije promijenila u odnosu na prethodna razdoblja ili dugoročni prosjek. Na kraju lipnja fizičke su osobe (mali ulagatelji) bile najzastupljenija kategorija ulagatelja s udjelom od 76,9 %, što je znatno iznad njihova dugoročnog prosjeka od 50,2 %. Institucionalni ulagatelji činili su 11,9 %, što je ispod dugoročnog prosjeka od 18,3 %, dok su ostali ulagatelji bili zastupljeni s udjelom od 5,7 %, također ispod dugoročnog prosjeka od 14,2 %. Iako fizičke osobe dosljedno ostaju dominantne u strukturi ulagatelja, njihov znatno povećan udio u odnosu na povijesni prosjek potencijalno sugerira povrat malih ulagatelja ili rastući interes za UCITS fondove u novijem razdoblju. S druge strane, smanjeni udjeli institucionalnih ulagatelja i kategorije ostali dodatno naglašavaju tu promjenu, ističući rastući značaj fizičkih osoba u ukupnoj strukturi ulagatelja.



Iako ovakva ulagačka struktura sugerira razmjerno diversificirane obveze fondova s obzirom na njihovu veličinu i značaj za domaće i međunarodno financijsko tržište, sektor je i dalje podložan riziku likvidnosti jer mali ulagatelji često brzo i snažno reaguju na negativne ekonomske vijesti i tržišne šokove, što

može uzrokovati značajne odljeve sredstava. S druge strane, veća zastupljenost institucionalnih ulagatelja, iako povećava koncentraciju, može smanjiti rizik od naglih povlačenja sredstava te poboljšati otpornost fondova u potencijalnim kriznim epizodama (slika 3.2.).

Domaće tržište otvorenih investicijskih fondova od sredine 2023. prolazi kroz određene strukturne promjene u pogledu ponude i zastupljenosti pojedinih kategorija fondova, a taj je trend u 2024. dodatno intenziviran (slika 3.3.). Od njihova osnivanja snažno raste neto imovina fondova s dospjećem i novčanih fondova, koji uz obvezničke fondove postaju najzastupljenija kategorija UCITS fondova. Te tri kategorije fondova, koje najvećim dijelom ulažu u instrumente s fiksnim prinosima, uglavnom privlače slične konzervativne male ulagatelje koji preferiraju niži rizik i stabilnije povrate te očuvanje realne vrijednosti ulaganja (više o analizi potencijalnih sistemskih rizika u okviru **Investicijski fondovi s dospjećem – sigurni prinosi ili tihi rizik?**).



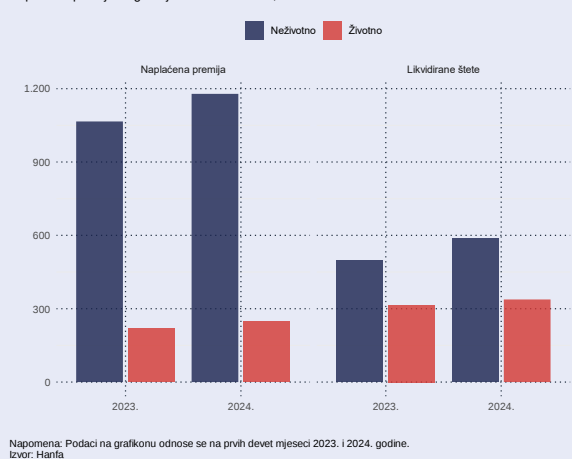
Iako obujam poslovanja društava za osiguranje mjereno brojem novih ugovora nije značajnije rastao tijekom

prvih devet mjeseci 2024., profitabilnost poslovanja poboljšana je s obzirom na inflacijski rast premija. Tako je naplaćena premija na kraju rujna dosegla 1,4 mlrd. EUR, što predstavlja povećanje od 10,9 % na godišnjoj razini. Porast u segmentu životnog osiguranja pritom je iznosio 12,2 %, a u segmentu neživotnog osiguranja 10,6 %. Premije su u 2024. prvenstveno rasle zbog viših cijena polica povezanih s inflacijskim pritiscima, dok je broj polica ostao relativno stabilan³⁰. Iako su u istom razdoblju iznosi likvidiranih šteta rasli brže³¹ od porasta naplaćenog iznosa premija, višak premijskog prihoda nad troškovima uz investicijske je prinose poboljšao pokazatelje profitabilnosti društava za osiguranje u 2024. godini (slika 3.4.). Na kraju lipnja profitabilnost neživotnih osiguranja iznosila je 4,5 %, a životnih osiguranja 1,7 %, što na godišnjoj razini predstavlja povećanje od 2,0 p.b. odnosno 3,3 p.b.

Rast premija, kada je potaknut inflacijom umjesto povećanjem broja ugovora o osiguranju, stvara niz sistemskih rizika za sektor osiguranja i gospodarstvo općenito, no oni nisu zabilježeni u proteklom periodu. S jedne strane, povećane premije smanjuju pristupačnost osiguranja za klijente, što može dovesti do pada pokrivenosti i povećanja osigurateljnog jaza, osobito među ranjivim skupinama. Povećani troškovi osiguranja dodatno propagiraju

inflacijski pritisak jer više premije povećavaju troškove za poslovne subjekte. Istodobno, osiguravatelji se izlažu povećanom riziku pada obnove polica, ali i riziku likvidnosti zbog mogućih prekida polica.

Slika 3.4. Naplaćena premija i likvidirane štete rasle u 2024. godini
Naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR



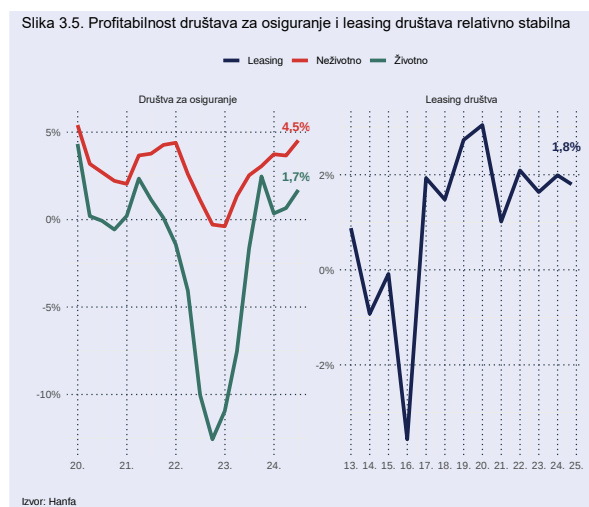
Potaknuto rastom BDP-a i rekordnom turističkom sezonom, poslovanje leasing društava nastavilo je rasti kako u terminima vrijednosti tako i u broju novozaključenih ugovora. Tako je u prvom polugodištu 2024. vrijednost novih ugovora bila veća za 21,7 %, a njihov broj za 14,8 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Tom porastu najviše je pridonio rast u segmentu financijskog leasinga, koji je na kraju lipnja činio 86,3 % ukupne vrijednosti aktivnih ugovora, što je za 21,4 % više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Profitabilnost leasing društava (ROAA) u prvom polugodištu ostala je relativno nepromijenjena u

³⁰ Rastu zabilježenom kod životnog osiguranja najviše su pridonijeli rast naplaćene premije osiguranja od odgovornosti za upotrebu vozila od 12,8 % (unatoč padu broja od 1,7 %) i rast naplaćene premije osiguranja cestovnih vozila od 15,9 % (uz pad broja od 0,1 %). Kod životnog osiguranja naplaćena premija osnovnog životnog osiguranja rasla je za 3,5 %, dok se broj povećao za 0,3 %.

³¹ Likvidirane štete na kraju rujna dosegly su 924,4 mil. EUR, što na godišnjoj razini predstavlja

rast od 13,6 %. U segmentu neživotnog osiguranja taj porast iznosio je 17,8 %, a u segmentu životnog osiguranja 7,1 %. Najveći rast likvidiranih šteta kod neživotnog osiguranja pritom su generirali osiguranje od odgovornosti za upotrebu vozila s 16,8 %, osiguranje cestovnih vozila s 23,4 % te zdravstveno osiguranje s 28,0 %. Kod životnog osiguranja tom je povećanju najviše doprinijelo osnovno životno osiguranje s godišnjim rastom od 4,4 %.

odnosu na prethodno tromjesečje te je na kraju lipnja iznosila 1,8 % (slika 3.5.). Unatoč povoljnim rezultatima, snažan rast sektora i visok udio financijskog leasinga čine sektor osjetljivim na tržišne promjene poput rasta kamatnih stopa ili pada gospodarske aktivnosti, što može utjecati na urednu otplatu obveza klijenata, a posljedično i na poslovanje leasing društava.



Povoljna makroekonomska i tržišna kretanja značajno su ublažila rizik profitabilnosti u svim segmentima mirovinskih i investicijskih fondova tijekom 2024. godine. U prvih devet mjeseci mirovinski fondovi kategorije A ostvarili su prinos od 10,3 %, a slijedila ih je kategorija B sa 7,0 % i kategorija C s 2,6 %. Istodobno su dionički investicijski fondovi ostvarili prinos od 16,6 %, a slijedili su ih mješoviti fondovi sa 6,4 % i obveznički s 1,8 % (slika 3.6. i slika 3.7.). Iako je prvih devet mjeseci 2024. obilježio dodatni porast geopolitičkog rizika, snažne zarade kompanija i usporavanje inflacijskih kretanja uz istovremeni robustan rast globalnog gospodarstva potpomogli su rast na financijskim tržištima i u trećem

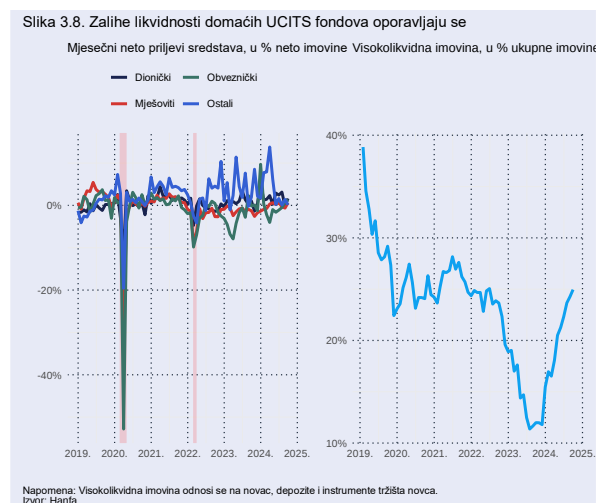
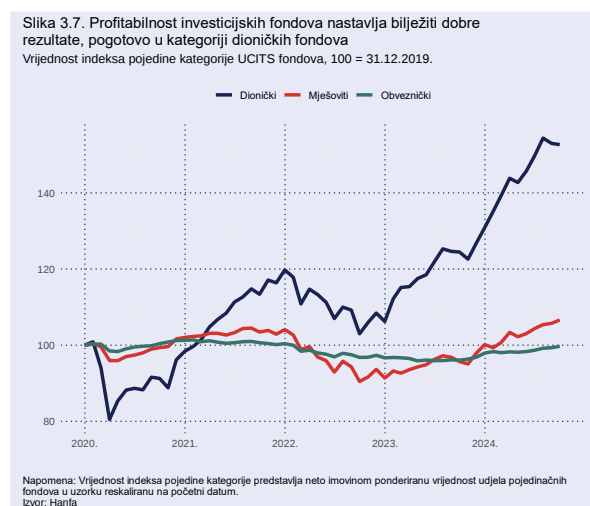
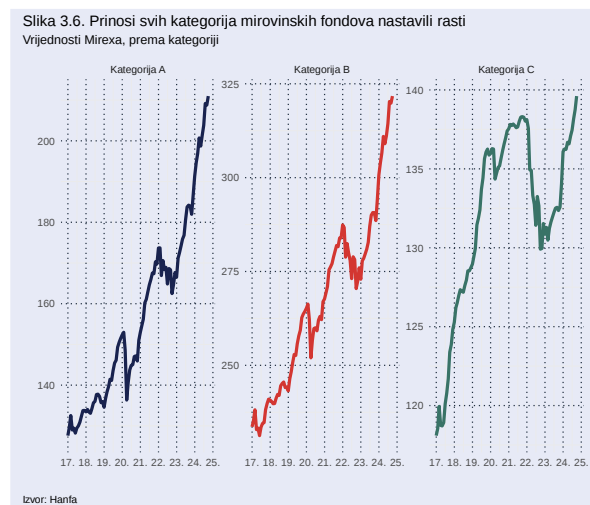
tromjesečju. Snažan rast zabilježilo je i domaće tržište³² (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**), a dodatni tržišni impuls očekuje se i u nastavku godine pod utjecajem nastavka ciklusa snižavanja referentnih kamatnih stopa centralnih banaka. Unatoč trenutno povoljnim izgledima, rizici u makroekonomskom i financijskom okruženju ostaju naglašeni, a time i rizik profitabilnosti institucionalnih investitora.

Nakon smanjenja u 2023. ukupna likvidnost svih UCITS fondova kontinuirano je rasla tijekom prvih devet mjeseci 2024. pa je udio visokolikvidne u ukupnoj imovini na kraju rujna iznosio 33,1 %, odnosno 13,7 postotnih bodova više u odnosu na kraj 2023. godine (slika 3.8.). Poboljšanje ukupne likvidnosti prvenstveno je rezultat osnivanja i rasta značaja novčanih fondova, kod kojih je cjelokupna imovina uložena u visokolikvidne instrumente, a koji su na kraju rujna upravljali sa 16,8 % ukupne imovine svih UCITS fondova. Slično tome, i prošlogodišnje je smanjenje ukupnih zaliha likvidnosti UCITS fondova bilo odraz rasta fondova s dospelim, koji rizikom likvidnosti upravljaju kroz bitno više izlazne naknade nego što je to slučaj kod drugih otvorenih fondova. Istodobno se zalihe likvidnosti u preostalim kategorijama UCITS fondova nisu tijekom 2024. značajnije mijenjale³³. Održavanje dostatne razine likvidnosti u sektoru investicijskih fondova ključni je preduvjet otpornosti sustava jer omogućuje fondovima da pravovremeno odgovore na neočekivane odljeve sredstava investitora i time smanje rizik prisilne prodaje

³² Tako je u prvih devet mjeseci CROBEX zabilježio rast od 16,6 %, a CROBIS od 1,6 %.

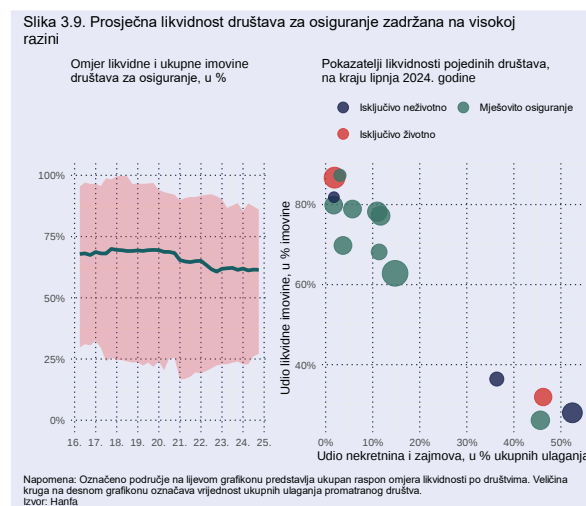
³³ Na kraju rujna udio visokolikvidne imovine iznosio je 15,4 % kod obvezničkih, 11,3 % kod dioničkih te 5,0 % kod mješovitih fondova.

imovine i stvaranja dodatnog pritiska na financijska tržišta.



Zalihe likvidnosti društava za osiguranje ostale su na stabilnoj razini od 61,5 % na kraju lipnja 2024. godine (slika 3.9.).

Unatoč visokoj prosječnoj razini likvidnosti, postoje značajne varijacije među pojedinim društvima, osobito zbog njihove povećane izloženosti nekretninama i zajmovima, kategorijama imovine koje karakterizira relativno niža likvidnost jer njihova prodaja često zahtijeva dulje vrijeme i složenije postupke, a cijene mogu značajno varirati ovisno o tržišnim uvjetima. Osim rizika likvidnosti, ulaganja u nekretnine izlažu društva i riziku korekcije cijena s nekretninskog tržišta, koje i u 2024. nastavlja pokazivati znakove značajne precijenjenosti (više u poglavlju **2.1. Makroekonomsko okruženje**). To dodatno naglašava značaj adekvatnog vrednovanja nekretninskih ulaganja, koje je važno za stabilnost društava za osiguranje jer tržišne korekcije mogu utjecati na njihovu imovinu i kapitaliziranost³⁴.

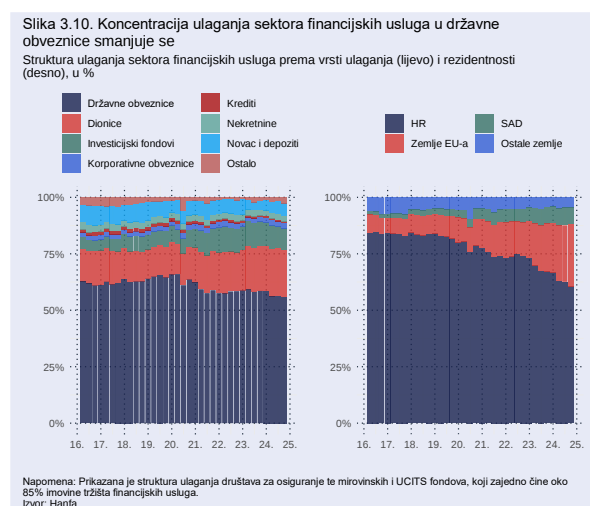


³⁴ Za više o važnosti adekvatnog vrednovanja nekretninskih ulaganja vidjeti u **okviru 1 publikacije Financijska stabilnost:**

Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju stabilnost sektora financijskih usluga u RH?

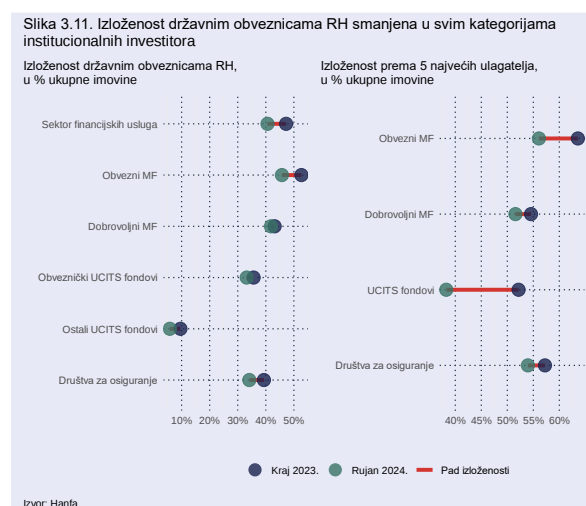
3.2. Dugoročni rizici

Povoljna domaća makroekonomska i financijska kretanja, povijesno niska razina kreditnog rizika te daljnje smanjenje koncentracije ulaganja umanjili su izloženost sektora financijskih usluga dugoročnim sistemskim rizicima tijekom trećeg tromjesečja 2024. premda je ona i dalje na blago povišenoj razini. Razlog je tome globalno potisnuta tržišna premija za rizik, koja, s obzirom na povišene geopolitičke napetosti i globalnu neizvjesnost, može dovesti do materijalizacije tržišnog i povezanog kamatnog rizika na globalnim, ali i domaćem financijskom tržištu.



Višegodišnje smanjenje koncentracije ulaganja sektora financijskih usluga kroz rast dioničkih i prekograničnih izloženosti nastavilo se i u 2024. (slika 3.10.). Realokacija dijela portfelja iz obvezničkih u rizičnija izravna ili neizravna dionička ulaganja posljedica je kombinacije ukidanja valutnih ograničenja uvođenjem eura, relaksacije

regulatornih limita ulaganja mirovinskih fondova te pozitivnih kretanja koja dominiraju globalnim dioničkim tržištima od početka 2023. godine. Tako su državne obveznice na kraju trećeg tromjesečja 2024. činile 55,9 % ukupnih ulaganja sektora, što predstavlja pad izloženosti od 6,2 p.b. u odnosu na kraj 2020. godine.



Pritom su institucionalni investitori u potrazi za višim kuponskim prinosima značajnije smanjili izloženost domaćoj državi na 72,6 % obvezničkog portfelja³⁵, odnosno 40,6 % svih ulaganja³⁶, i istodobno povećali izloženost državnom dugu drugih država članica³⁷, povećavajući time izloženost tržišnim rizicima iz međunarodnog okružja. U istom je razdoblju izloženost sektora dioničkim ulaganjima porasla za 5,2 p.b. te je dosegla 20,7 % ukupnih ulaganja. Ta promjena u strukturi ulaganja prema rizičnijim i profitabilnijim klasama imovine ili izdavateljima povoljno se odražava na profitabilnost sektora financijskih usluga i pad koncentracije ulaganja (slika 3.11.), no istodobno povećava izloženost mogućim tržišnim

³⁵ 18,8 p.b. manje u odnosu na kraj 2020. godine

³⁶ 6,6 p.b. manje u odnosu na kraj 2023. godine

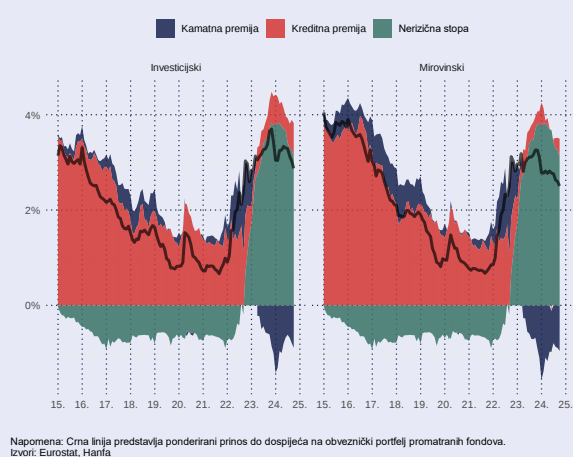
³⁷ Državne obveznice zemalja članica EU-a činile su na kraju trećeg tromjesečja 2024. godine 11,8 %

volatilnostima i izraženijim neočekivanim korekcijama cijena.

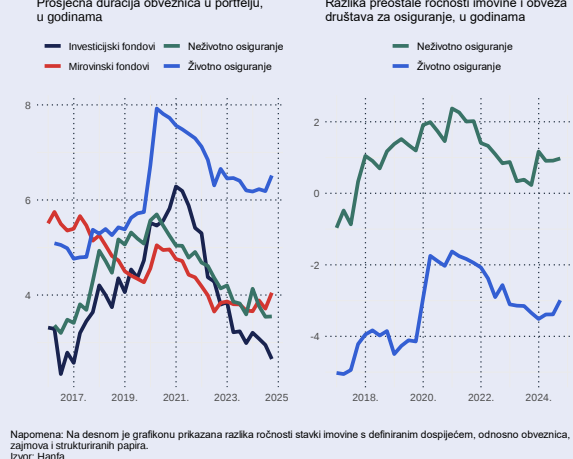
Veći interes domaćih institucionalnih investitora za dionička ulaganja praćen je i većim stupnjem diversifikacije portfelja po klasama imovine, ali i pojedinim izdaviteljima, što se odrazilo na blag pad tržišnog rizika kojem je sektor financijskih usluga izložen tijekom 2024., iako je ta izloženost i dalje na povišenoj razini. Naime, nastavak povišenih geopolitičkih napetosti, uz potisnutu premiju na rizik (slika 3.12.) i trenutačna globalno povišena vrednovanja na financijskim tržištima, povećava vjerojatnost materijalizacije tržišnih rizika kroz rizik iznenadne korekcije cijena u slučaju usporavanja gospodarstva i drugih sistemskih šokova. Iako se korekcija dioničkih tržišta početkom kolovoza pokazala kratkotrajnom i bez širih posljedica (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**), ukazala je na visoku međupovezanost dioničkih tržišta i njihovu ranjivost na negativne vijesti. Rizici makroekonomskog okruženja smanjeni su, što su dodatno potvrdile i banke započinjanjem ciklusa snižavanja referentnih kamatnih stopa, no investitori su i dalje vrlo oprezni u odnosu na potencijalne negativne vijesti povezane s inflacijskim kretanjima, kretanjima s tržišta rada, ali i rezultatima političkih izbora. Izbor Donalda Trumpa kao novog predsjednika SAD-a rezultirao je kratkoročnim tržišnim volatilnostima, potaknutim najavama deregulacije i nižih korporativnih poreza, kao i predizbornim obećanjima o zaštiti interesa

kripto zajednice³⁸. Utjecaj rezultata izbora na tržišni sentiment i vrednovanja u srednjem roku ovisit će prije svega o tome u kojoj će mjeri biti provedene najavljene značajne izmjene u trgovinskoj i poreznoj politici.

Slika 3.12. Kamatna i kreditna premija u području povijesno niskih razina
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća



Slika 3.13. Smanjivanjem duracije umanjena izloženost sektora kamatnom riziku
Prosječna duracija obveznica u portfelju, u godinama

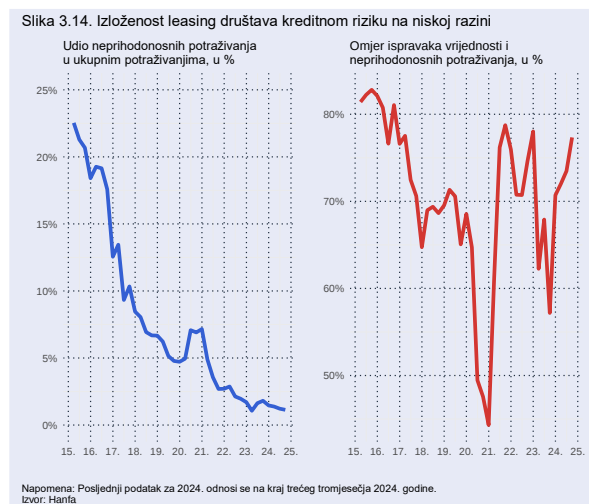


S obzirom na pad zastupljenosti obvezničkih ulaganja, ali i skraćivanje njihove ročnosti u razdoblju povišenih kamatnih stopa, smanjena je i izloženost sektora financijskih usluga kamatnom riziku (slika 3.13.). Međutim, s ublažavanjem restriktivnosti monetarne politike i padom kamatnih stopa institucionalni su investitori očekivano

³⁸ Na rezultate provedenih izbora najviše su reagirale kriptovalute – dva tjedna nakon provedenih izbora bitcoin je narastao za 41,0 %, a

Ethereum za 36,3 % u odnosu na početak studenog, dok je indeks S&P 500 u istom razdoblju zabilježio porast od 4,2 %.

ponovno počeli povećavati duraciju svojih obvezničkih portfelja u nastojanju da uhvate dulji, a time, u pravilu, i viši kraj krivulje prinosa. Time se izloženost kamatnom riziku ponovno povećala, no s obzirom na očekivano daljnje smanjenje kamatnih stopa to bi se povećanje moglo u kratkom roku pozitivno odraziti na profitabilnost postojećeg obvezničkog portfelja kroz revalorizacijske efekte i dijelom umanjiti moguće niže kuponske povrate na nove obvezničke upise. Smanjenje kamatnih stopa može umanjiti kapitaliziranost društava za osiguranje uslijed njihove ročne neusklađenosti između imovine i obveza. Navedeno je posebno izraženo kod društava koja se bave životnim osiguranjima i koja u pravilu imaju dulju ročnost svojih obveza nego imovine u odnosu na društva koja se dominantno bave neživotnim osiguranjem. Taj negativan jaz ročnosti (slika 3.13.) u bilancama tih društava u okolinostima smanjenja kamatnih stopa može dovesti do smanjenja vlastitih sredstava društava uslijed većeg porasta obveza u odnosu na porast imovine.



Tijekom prvih devet mjeseci 2024. blago je smanjena i izloženost domaćih institucionalnih investitora kreditnom riziku s obzirom na povijesno najviši kreditni rejting Republike Hrvatske te povoljna gospodarska kretanja i rezultate nefinancijskih poduzeća.

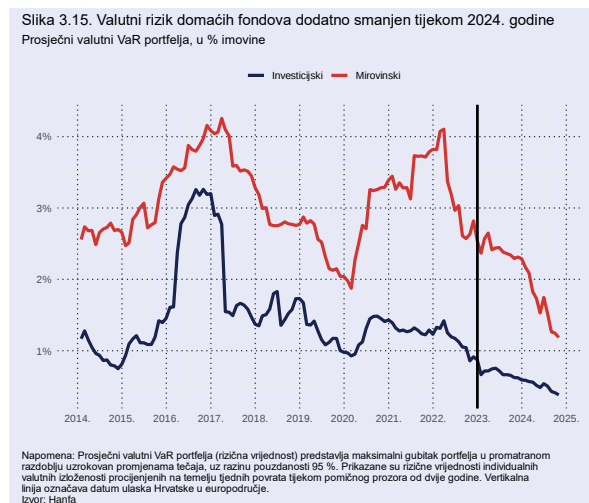
Poboljšanje fiskalnih pokazatelja odrazilo se na povećanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske na A- razinu od strane dviju rejting agencija u rujnu, što smanjuje tržišnu percepciju rizičnosti domaćeg obvezničkog tržišta čineći ga otpornijim na eventualne nagle promjene globalne premije za rizik. Uz snažan priljev novih ugovora te dobrih poslovnih rezultata nefinancijskih poduzeća, koja čine više od tri četvrtine aktivnih ugovora leasing društava³⁹, kreditni rizik leasing društava zadržan je na vrlo niskoj razini. Tako je udio neprihodonosnih potraživanja u ukupnima na kraju trećeg tromjesečja iznosio 1,1 %, dok se istodobno pokrivenost neprihodonosnih plasmana nalazi na relativno visokoj razini od 77,3 % (slika 3.14.).

Najmanje rizično strukturno obilježje sektora financijskih usluga i dalje je izloženost valutnom riziku, koji se zadržao na vrlo niskoj razini na koju je sveden ulaskom Hrvatske u europodručje. Iako su institucionalni investitori tijekom 2024. nastavili povećavati svoja prekogranična ulaganja, ona su i dalje pretežno usmjerena na izdavatelje iz europodručja. Dominantan je nositelj valutnog rizika izloženost prema američkom dolaru, koja se tijekom 2024. smanjila za 2,0 p.b. (na 10,4 %), gledano kroz udio ulaganja denominiranih u USD

³⁹ Ugovori od strane nefinancijskih poduzeća na kraju trećeg tromjesečja 2024. činili su 76,4 %

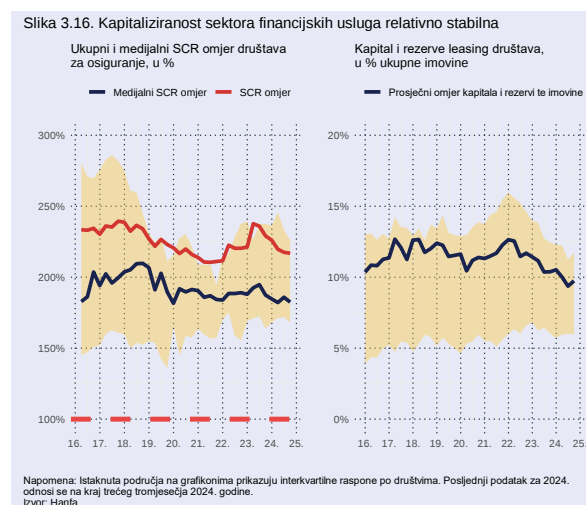
vrijednosti svih aktivnih ugovora te 77,6 % vrijednosti novih ugovora.

u ukupnim ulaganjima⁴⁰. S obzirom na umjerene oscilacije tečaja eura prema američkom dolaru tijekom 2024., izloženost sektora valutnom riziku dodatno je smanjena (prosječni valutni VaR portfelja⁴¹ krajem listopada dosegnuo je najniže vrijednosti u posljednjih 10 godina, slika 3.15.). No izgledno je da će u idućem razdoblju značajan utjecaj na vrijednost američkog dolara imati rezultat provedenih izbora u SAD-u, što je bilo vidljivo u jačanju američkog dolara nakon izbora u odnosu na košaricu ostalih šest najvažnijih svjetskih valuta zbog očekivane protekcionističke politike nove administracije.



Kapitaliziranost sektora financijskih usluga na kraju trećeg tromjesečja 2024. zadržala se na visokim razinama unatoč blagom smanjenju tijekom godine. Agregatni kapitalni amortizeri društava za osiguranje ostaju i dalje stabilni na razinama znatno višim od regulatornog minimuma (slika 3.16.). Tako je agregatni SCR omjer na kraju

rujna 2024. iznosio 216,9 % (za 0,7 p.b. niži u odnosu na kraj lipnja), dok je medijalni SCR omjer bio 182,5 % (pad od 3,4 p.b. u odnosu na kraj lipnja). Iako se kapitaliziranost društava iz gornjeg dijela distribucije smanjuje, zamjetno je poboljšanje kapitalnih pozicija društava iz donjeg dijela distribucije u proteklih nekoliko godina, što dodatno povećava otpornost osigurateljnog sektora u cjelini.



Istodobno je kapitaliziranost leasing društava blago povećana pa je agregatni udjel kapitala i rezervi u ukupnoj imovini iznosio 9,7 % na kraju trećeg tromjesečja 2024. (za 0,4 p.b. više u odnosu na kraj lipnja). Zaustavljanje je to trenda smanjenja kapitaliziranosti leasing društava tijekom proteklih godina, a koje je ponajviše bilo uzrokovano znatno bržim rastom obujma poslovanja, odnosno imovine, od rasta kapitala i rezervi. Rast profitabilnosti poslovanja leasing

⁴⁰ Uzeta su u obzir ulaganja društava za osiguranje te mirovinskih i UCITS fondova, koji zajedno čine oko 85 % imovine tržišta financijskih usluga.

⁴¹ Prosječni valutni VaR portfelja (rizična vrijednost) predstavlja maksimalni gubitak

društava u okolnostima snažnog gospodarskog rasta mogao bi se unatoč nižim kamatnim stopama nastaviti prelijevati u veće kapitalne amortizere,

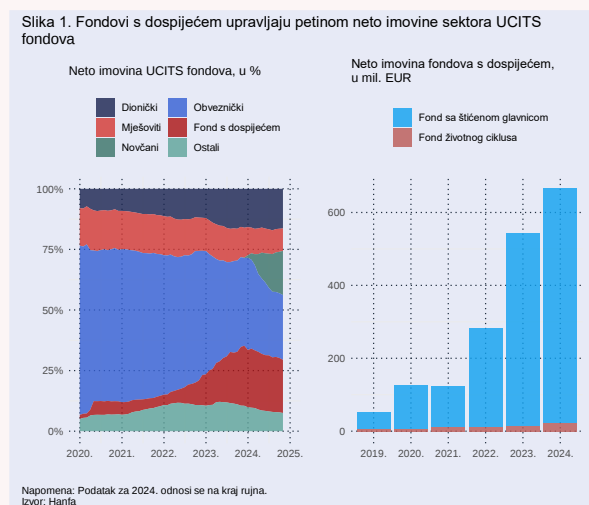
koji su, međutim, i dalje niži nego prije nekoliko godina, posebno kod nekih društava.

OKVIR 1. INVESTICIJSKI FONDOVI S DOSPIJEĆEM – SIGURNI PRINOSI ILI TIHI RIZIK?

Povećana potražnja investitora za relativno sigurnijim investicijama, čija je primarna svrha očuvanje realne vrijednosti ulaganja, uzrokovala je strukturnu promjenu na tržištu otvorenih UCITS fondova od početka 2022. kroz osnivanje fondova s dospeljećem (slika 1.). Riječ je o relativno konzervativnim fondovima koji dominantno ulažu u obveznice te čine konkurenciju klasičnim obvezničkim fondovima, koje investitori na domaćem tržištu tradicionalno preferiraju. Iako se na prvi pogled čine niskorizičnima s obzirom na konzervativnu strukturu ulaganja i razmjerno visoke izlazne naknade, oni ipak nose određene rizike (primjerice kreditni rizik i rizik likvidnosti), koji se u slučaju iznenadnih povlačenja ulagatelja i pada vrijednosti ulaganja mogu prelići na ostatak tržišta.

Novi oblik konzervativnih ulaganja

Fondovi s dospeljećem tijekom posljednje dvije godine postaju sve zastupljenija kategorija otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom na domaćem tržištu. Krajem rujna 2024. poslovala su 43 fonda s dospeljećem, koja su upravljala neto imovinom u vrijednosti od 667,6 mil. EUR (22,9 % ukupne neto imovine svih UCITS fondova)⁴². Ti su fondovi osnovani na određeno razdoblje, nakon čega otkupljuju udjele ulagatelja i prestaju s radom. Pritom se razdoblje trajanja definira prilikom osnivanja fonda i može se, pod određenim okolnostima, produljiti ili skratiti tijekom razdoblja postojanja fonda. Ti fondovi mogu biti osnovani na bilo koje razdoblje i ulagati u bilo koju klasu imovine. Međutim, na domaćem se tržištu u pravilu javljaju u dva najčešća oblika: fondovi sa šticeonom glavnicom (engl. *defined maturity fund*) i fondovi životnoga ciklusa (engl. *target-date fund*). Pritom je nužno istaknuti da fondovi sa šticeonom glavnicom, unatoč sugestivnom nazivu, nemaju osigurana ulaganja i ne garantiraju određeni, prethodno definirani prinos na ulaganja. Njihova ulaganja relativno su nerizična s predvidljivim prinosima, zbog čega se mogu koristiti u strategijama očuvanja vrijednosti imovine, ali to ne isključuje postojanje kreditnog rizika, čija



⁴² Na kraju 2021. godine fondovi s dospeljećem upravljali su s tek 4,3 % neto imovine sektora UCITS fondova.

materijalizacija može dovesti do gubitaka za ulagatelje.

Fondovi sa šticeonom glavnicom najčešće se osnivaju na srednji rok te sredstva ulažu dominantno u obveznice čija je ročnost usklađena s trajanjem fonda, koje onda drže do njihova dospjeća (slika 5.). Takva pasivna ulagačka strategija na nekoliko godina prije dospjeća instrumenta minimizira tržišnu volatilnost cijene imovine, odnosno udjela u fondu, i smanjuje troškove upravljanja nudeći istodobno diversifikacijske koristi kolektivnog ulaganja. Ciljano tržište stoga su im investitori s niskom tolerancijom na rizik koji žele diversificiraniji portfelj obveznica.

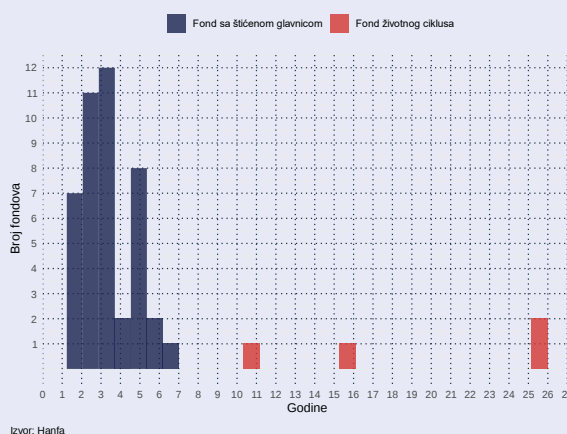
To je dominantan oblik fondova s dospjećem na hrvatskom tržištu⁴³ pa ih je na kraju rujna 2024. bilo 39 s ukupnom vrijednosti neto imovine od 642,3 mil. EUR, što je 21,7 % imovine svih UCITS fondova. S 35 takvih fondova osnovanih tijekom posljednje dvije godine, postali su najbrojnija vrsta UCITS fondova u Hrvatskoj.

Fondove životnoga ciklusa karakterizira dulja preostala ročnost (najčešće dulja od 10 godina) s promjenjivom ulagačkom strategijom u pogledu preuzetog rizika tijekom razdoblja poslovanja fonda. Tako u početku svoga djelovanja veći postotak imovine ulažu u relativno rizičniju imovinu s ciljem ostvarenja većih prinosa, koju zatim u kasnijem razdoblju rada fonda transferiraju u manje rizične

financijske instrumente s ciljem zaštite realizirane vrijednosti.

Na hrvatskom su tržištu na kraju rujna 2024. poslovala četiri takva fonda s ukupnom vrijednosti neto imovine od 22,6 mil. EUR, što je 3,4 % ukupne neto imovine fondova s dospjećem, odnosno tek 0,8 % imovine svih UCITS fondova.

Slika 2. Fondovi sa šticeonom glavnicom uglavnom se osnivaju na razdoblje od između dvije i pet godina
Distribucija fondova prema inicijalnom dospjećem, u godinama



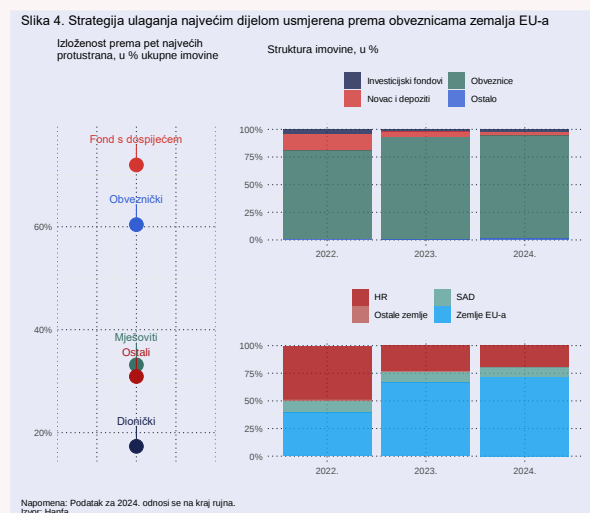
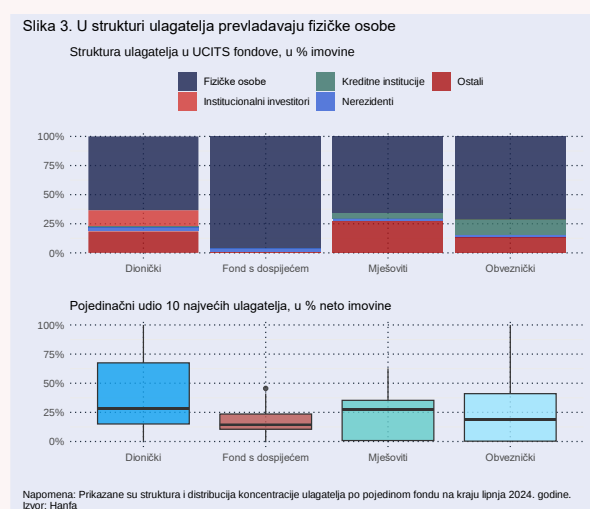
Potruga za konkurentnim prinosima na tržištu inozemnog duga

S obzirom na to da su svojom vrlo konzervativnom ulagačkom strategijom namijenjeni riziku nesklonim ulagateljima, ne iznenađuje što su mali ulagatelji, tj. fizičke osobe, činile čak 96 % svih ulagatelja u te fondove krajem lipnja 2024.⁴⁴ No, iako je udio fizičkih osoba u strukturi ulagatelja visok, koncentracija po pojedinom ulagatelju niža je nego kod drugih UCITS fondova (slika 3.). Tako je pojedinačni medijalni udio deset najvećih ulagatelja najniži u odnosu na druge vrste fondova te je na kraju lipnja 2024. iznosio 14,4 % neto imovine fondova s dospjećem. Premda takva

⁴³ 96,6 % ukupne neto imovine fondova s dospjećem

⁴⁴ Za usporedbu, fizičke osobe činile su istodobno 77,3 % svih ulagatelja u sve UCITS fondove.

struktura ulagatelja u kojoj dominiraju riziku vrlo nesklone fizičke osobe povećava mogućnost značajnijih iznenadnih odnosno paničnih odljeva u slučaju šokova na tržištu, prosječni relativno manji pojedinačni ulozi ipak umanjuju taj rizik uz razmjerno više izlazne naknade nego kod drugih UCITS fondova. Koncentracija ulaganja fondova s dospijećem po pojedinim klasama imovine viša je nego kod drugih sličnih otvorenih fondova (slika 4.). Obveznice su krajem rujna 2024. godine činile 93,5 % ulaganja fondova s dospijećem, što je više i od obvezničkih fondova (82,0 %), koji ipak jedan dio imovine radi upravljanja likvidnošću drže u novcu i sličnim ekvivalentima.

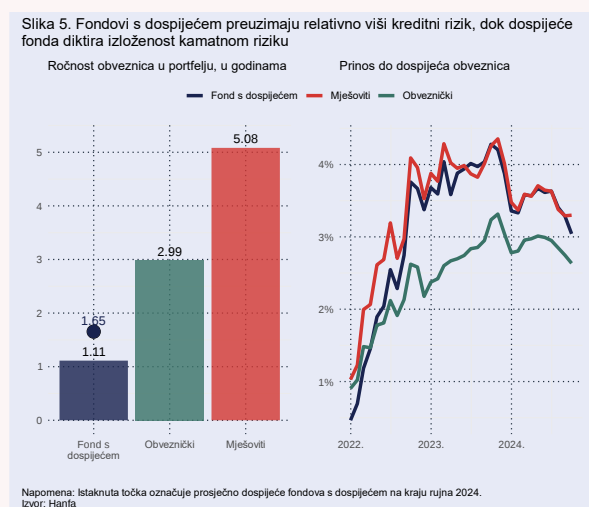


Ta iznimno visoka usmjerenost na jednu klasu imovine, i to one s fiksnim prinosom, izlaže fondove s dospijećem kamatnom riziku. No s obzirom na to da je preostala ročnost tih ulaganja tri puta kraća (1,1 godina na kraju rujna 2024.) u odnosu na slična ulaganja obvezničkih fondova (3,0 godina), fondovi s dospijećem nisu bitno izloženi tom riziku u odnosu na klasične obvezničke fondove. Važno je u tom svjetlu naglasiti i kako je kamatni rizik relevantan za investitore koji planiraju povući sredstva prije roka dospijeca fonda jer promjene kamatnih stopa mogu utjecati na vrijednost njihova ulaganja u trenutku povlačenja sredstava. Stoga, zbog prirode ovog oblika ulaganja, a to je dominantno držanje uloga do dospijeca, kamatni rizik s aspekta ulagatelja ipak je manje izražen nego kod drugih sličnih fondova.

U kontekstu investicijskih strategija fondova s dospijećem svakako su specifični fondovi životnoga ciklusa, koji u svojim ranim fazama više ulažu u riskantnije instrumente. Tako su udjeli u investicijskim fondovima činili 70,9 % njihovih ulaganja krajem rujna 2024., no taj se udio postupno smanjuje kako se fondovi približavaju svojem dospijeću.

Osim što su fondovi s dospijećem u odnosu na sebi najbližnje obvezničke fondove ulagački koncentriraniji, također su i u većoj mjeri usmjereni prema inozemnim tržištima. Čak je 72,0 % imovine fondova s dospijećem uloženo u obveznice drugih država članica EU-a, dok taj udio kod obvezničkih fondova iznosi 52,1 %. Posljedica je to vjerojatno traženja većih

prinosa za sličnu ili nešto višu razinu preuzetih rizika s obzirom na konvergenciju prinosa domaćih državnih obveznica na razine prosjeka zemalja europodručja. Viši prinosi fondova s dospijećem u odnosu na klasične obvezničke fondove (slika 5.) reflektiraju upravo višu razinu preuzetog kreditnog rizika, koji je posebno izražen u trenutačnim globalnim okolnostima potisnute premije za rizik (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**). Naime, materijalizacija tog rizika dogodila bi se u slučaju nagle i značajne korekcije cijena zbog rasta rizične premije, a što se obično događa u slučaju gospodarskih ili drugih financijskih šokova.

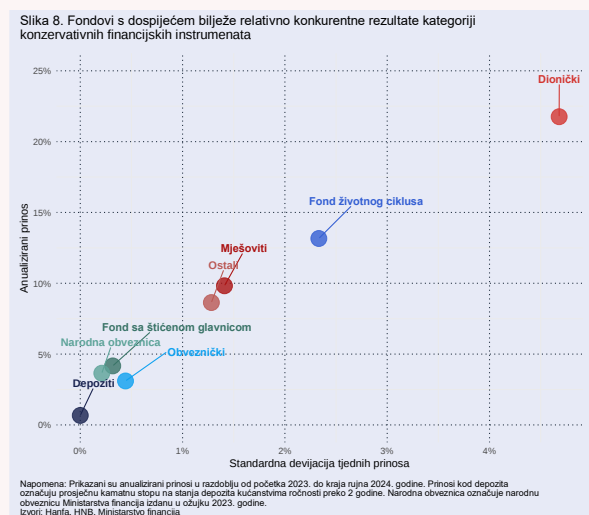
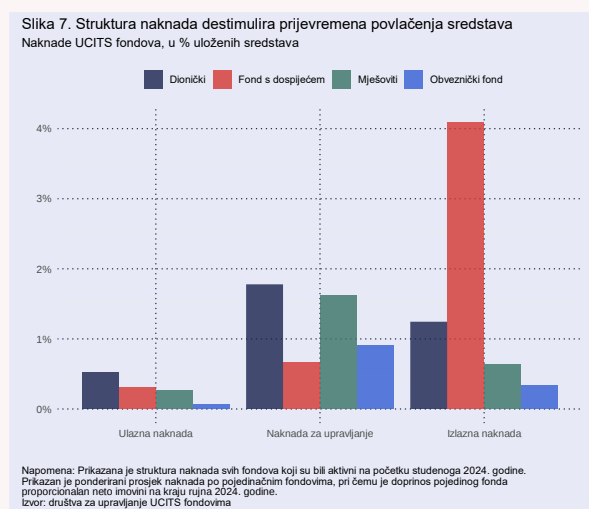
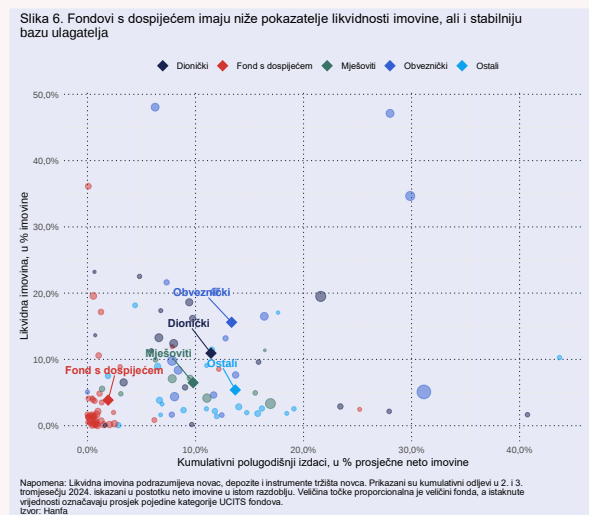


Spomenuta u obveznicama visokokoncentrirana struktura ulaganja te viša izloženost inozemnim izdavateljima duga odraz su upravljanja likvidnošću i profitabilnošću fondova s dospijećem. Naime, ulaganje u te fondove namijenjeno je prvenstveno onim riziku nesklonim ulagateljima koji svoj investicijski horizont mogu uskladiti

s trajanjem fonda, tj. kojima ta sredstva nisu u tom razdoblju nužna. No kako bi ipak amortizirali i moguća ranija povlačenja takvih ulagatelja, fondovi s dospijećem u pravilu naplaćuju veće izlazne naknade od obvezničkih fondova⁴⁵. Stoga, s obzirom na njihovu relativno kratku ročnost i demotivirajuće izlazne naknade za ranije otkupe, fondovi s dospijećem mogu održavati niže razine visokolikvidne imovine (3,9 %) nego što je to slučaj kod obvezničkih fondova (16,2 %). Iako su u prethodnom razdoblju fondovi sa šticećom glavnicom imali u prosjeku znatno manje otkupe udjela od ostalih vrsta fondova (slika 6.), niska razina likvidnosnih zaliha ipak može predstavljati sistemski rizik u scenariju iznenadnog šoka likvidnosti. Naime, s obzirom na averziju prema riziku ulagatelja u fondove s dospijećem, šokovi na tržištima mogu dovesti do njihova naglog povlačenja te prodaje dijela portfelja i pada njegove vrijednosti. Ako ti fondovi u tom trenutku budu činili značajniji postotak štednje građana i ulaganja financijskih institucija (što je moguće u budućnosti s obzirom na to da po svojim karakteristikama predstavljaju ipak nešto profitabilniju, ali i blago rizičniju, alternativu narodnim obveznicama, kao i oročenim depozitima), to bi moglo dovesti do prelijevanja rizika na druge sektore gospodarstva.

⁴⁵ Izlazne naknade fondova s dospijećem kreću se između 3 % i 5 %, dok je naknada za izlazak iz

obvezničkih fondova nakon 6 mjeseci najčešće 0 %.



Iako je riječ o razmjerno konzervativnom obliku pasivnog ulaganja, zbog većeg usmjeravanja na

inozemni dug koji nudi i više kamate te plasiranja gotovo cijele imovine u kuponska izdanja ne izdvajajući značajniji dio na manje profitabilne novčane ekvivalente, fondovi s dospijecom ostvaruju nešto veće prinose nego slična ulaganja. Tako su prinosi fondova sa šticeonom glavnicom od početka 2023. godine iznosili 4,2 %, a obvezničkih fondova 3,1 % (slika 8.). S druge strane, fondovi životnoga ciklusa, koji su trenutačno još u svojim ranim fazama⁴⁶, ostvaruju puno veće prinose. Od početka 2023. fondovi životnoga ciklusa ostvarili su prinos od 13,2 %.

Latentni rizik likvidnosti u pozadini konkurentnih prinosa

Na tržištu na kojem dominiraju razmjerno konzervativni i riziku neskloni mali ulagatelji, kao što je domaće, ne iznenađuje što su fondovi s dospijecom postali vrlo popularan oblik investiranja. Navedeno je vidljivo iz njihova značajnog rasta i u broju i u imovini tijekom posljednje dvije godine.

Konkurentnost u odnosu na slična ulaganja (ponajprije direktna ulaganja u državne obveznice i klasične obvezničke fondove) ostvaruju kroz više kuponske prinose, realizirane kroz plasman gotovo cijele imovine u vrijednosne papire, i to intenzivnije prema inozemnim dužničkim ulaganjima. Pasivna strategija ulaganja, s druge strane, ujedno omogućuje niže troškove upravljanja.

⁴⁶ Na kraju rujna 2024. prosječno preostalo vrijeme do dospelja fondova životnoga ciklusa iznosi deset godina.

Rizikom likvidnosti, koji je izraženiji kod tih fondova u odnosu na slične oblike ulaganja, upravlja se kroz više, destimulativne izlazne naknade (slika 7.). I premda je ta strategija upravljanja profitabilnošću i likvidnošću u stabilnim tržišnim okolnostima vrlo konkurentna, promjena investicijskog sentimenta i percepcije rizika, koja se u pravilu iznenadno poveća u slučaju određenih neočekivanih poremećaja, lako može

rezultirati povećanim odljevima i likvidnosnim pritiscima na te fondove.

Iako je potencijal značajnijeg prelijevanja ovog rizika na ostatak sektora financijskih usluga za sada i dalje ograničen s obzirom na relativnu veličinu fondova s dospijećem, njihov mogući daljnji rast i značaj time će povećati zarazni potencijal, koji bi se kroz spiralu likvidnosti mogao preliti i na ostatak sektora investicijskih fondova.

POPIS KRATICA

BDP – bruto domaći proizvod

CISS – kompozitni indikator sistemskog stresa (engl. *Composite Indicator of Systemic Stress*)

DZS – Državni zavod za statistiku

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

Fed – Sustav federalne rezerve

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

MF – mirovinski fondovi

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OMF – obvezni mirovinski fond

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

ROAA - Povrat na prosječnu imovinu (engl. *Return on Average Assets*)

SAD – Sjedinjene Američke Države

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

TILDA - tržišni indeks likvidnosti dionica

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

USD – američki dolar

VIX – indeks volatilnosti (engl. *Volatility Indeks*)

ZSE – Zagrebačka burza

Oznake zemalja: AT – Austrija; BE – Belgija; BG – Bugarska; CY – Cipar; CZ – Češka; DE – Njemačka; EE – Estonija; EL – Grčka; ES – Španjolska; FI – Finska; FR – Francuska; HR – Hrvatska; HU – Mađarska; IE – Irska; IT – Italija; LT – Litva; LV – Latvija; MT – Malta; NL – Nizozemska; PT – Portugal; PL – Poljska; RO – Rumunjska; SAD – Sjedinjene Američke Države; SE – Švedska; SI – Slovenija; SK – Slovačka

