

Pregledni znanstveni članak

# ■ Analiza ulaganja osiguratelja u Solvency II svijetu

Filip Škunca<sup>1</sup>

**Sažetak:** dugotrajno okruženje povijesno niskih kamatnih stopa jedno je od glavnih makroekonomskih obilježja koje je značajno utjecalo na industriju osiguranja. S postepenim padom prinosa, pitanje ulaganja i strukture investicijskog portfelja postaje sve značajnije. Dodatan izazov pojavio se i uvođenjem nove osigurateljne regulative solvency ii. Svrha ovog rada je analizirati utjecaj trenutnog ekonomsko-regulatornog okruženja na strukturu i prinos ulaganja društava za osiguranje na tržištu rh. Dodatni cilj bio je približavanje problematike niskih kamatnih stopa te kroz komparaciju sa iskustvima stranih osiguratelja istražiti opcije za adresiranje ovog rizika. Glavna pitanja na koja će se u radu pokušati odgovoriti su da li je solvency ii utjecao na strukturu ulaganja osiguratelja, te koje su potencijalne investicijske alternative za povećanje prinosa. Rezultati analize ukazuju da se struktura investicijskog portfelja rh osiguratelja nije značajno promijenila u novom regulatornom kontekstu, te dominantan udio državnih obveznica i dalje kontinuirano raste. S druge strane, eu osiguratelji alociraju svoja sredstva u rizičnije oblike ulaganja, prvenstveno u korporativne obveznice. Dopinos rada očituje se u tome što se po prvi puta analiziraju ulaganja osiguratelja na rh tržištu u periodu primjene novog regulatornog režima.

**Cljučne riječi:** investicijske klase, osiguranje, solvency ii, tržišni rizici, kamatne stope, alternativna ulaganja

## 1. UVOD

Glavni cilj ovog rada je pružanje uvida na koji način je nova regulativa i ekonomsko okruženje utjecalo na strukturu ulaganja osiguratelja na tržištima RH i EU. Pritom će se pokušati doprinijeti razumijevanju segmenta ulaganja u svijetu Solvency II, problematike niskih kamatnih stopa, ali i važnosti kvalitetnog upravljanja imovinom i obvezama.

### Struktura rada

U prvom dijelu iznesene su implikacije Solvency II na osiguratelje i specifično na segment ulaganja, koncept upravljanja imovinom i obvezama (ALM) i iskustva od dosadašnje primjene nove regulative.

U drugom, ujedno i glavnom, dijelu rada prikazana je analiza strukture ulaganja osiguratelja na RH tržištu u periodu primjene Solvency II (2016.-2018.). Analiza obuhvaća društva za osiguranje koja čine više od 90% hrvatskog tržišta (prema zaračunatoj bruto premiji). Podaci o ulaganjima prikazani su agregirano za odabrane osiguratelje ali su segmentirani po investicijskim klasama (obveznice, dionice i sl.) sukladno strukturi regulatorne bilance po SII. Također, provedena je i komparacija sa strukturom ulaganja EU osiguratelja. U ovom dijelu detaljno je izložena i problematika niskih kamatnih stopa, te su prikazane moguće alternative za povećanje prinosa.

<sup>1</sup> Filip Škunca, Triglav osiguranje d.d., e-mail: filip.skunca@triglav-osiguranje.hr

Podaci su prikupljeni iz domaćih i stranih javnih baza podataka, konkretno sa stranica Hrvatskog ureda za osiguranje, Hrvatske udruge banaka, HANFA-e, HNB-a, EIOPA-e, Europske Središnje Banke i dr. Uvođenjem nove regulative povećana je i transparentnost te dostupnost podataka o poslovanju osiguratelja što je velikim dijelom i omogućilo ovakvu analizu, ali i buduća istraživanja iz ovog područja.

### **Doprinos i prethodni radovi**

Provedena analiza naslanja se na zaključke prethodnih radova koji su istraživali segment ulaganja društava za osiguranje. Doprinos ovog rada je što se, prema saznanju autora, po prvi puta analiziraju ulaganja osiguratelja na tržištu RH u periodu primjene Solvency II regulative. Također, veći značaj stavljen je na problematiku niskih kamatnih stopa koja je u trenutnim okolnostima još izraženija nego u prethodnim godinama. Uz detaljan prikaz navedene problematike, izložene su i potencijalne alternative za smanjenje izloženosti riziku niskih kamatnih stopa. Dodatno, analizirana je i veza između investicijskih klasa i kapitalnih zahtjeva za tržišnim rizikom kao noviteta koje je potrebno uvažiti pri odlukama o investiranju.

Od postojećih domaćih radova iz ovog područja kao značajan izdvaja se rad Anđelinović et al. gdje je analizirana veza između alokacije ulaganja i profitabilnosti. U radu je dokazana teoretska pretpostavka da investiranje u rizičniju imovinu pozitivno utječe na profitabilnost. Također, spomenut je i problem visoke izloženosti riziku reinvestiranja u kontekstu okruženja niskih kamatnih stopa te su kao alternativno ulaganje predložene pokrivene obveznice (eng. Cover bonds). Promatrana vremenska serija odnosila se na period prije stupanja na snagu Solvency II (2008.-2015.). Hladika i Marić provele su analizu investicijskog portfelja društava za osiguranje na tržištu RH za period 2007.-2012. zajedno s osvrtom na utjecaj financijske krize na strukturu ulaganja.

## **2. IMPLIKACIJE SOLVENCY II NA OSIGURATELJE**

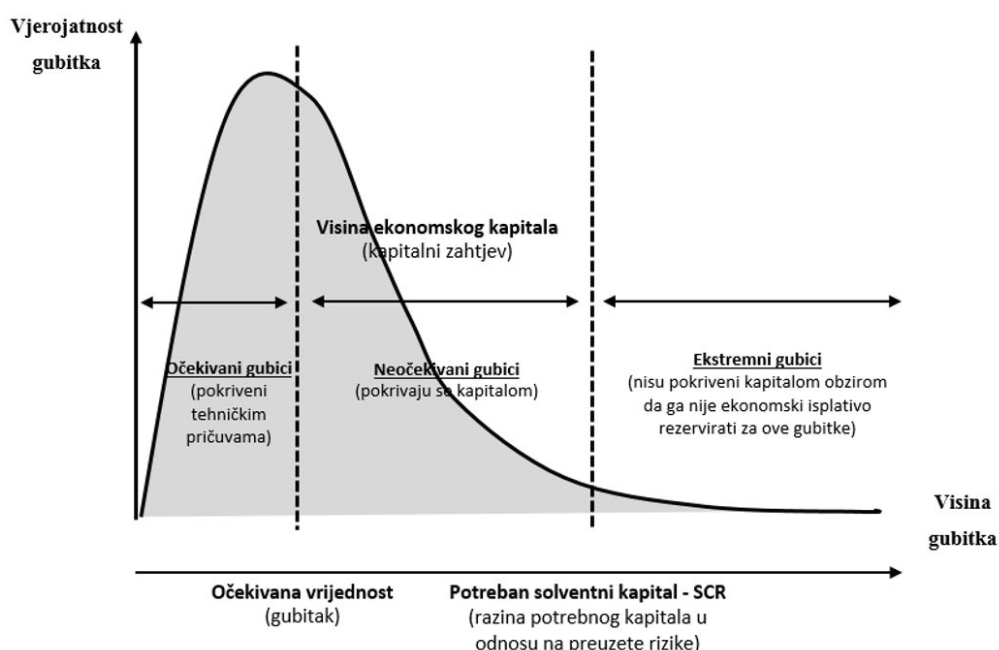
U ovom dijelu obrazlažu se glavni koncepti nove regulative koji su utjecali na poslovanje osiguratelja, te specifično na segment ulaganja. Ukratko je obrazložen pojam ekonomskog kapitala i solventnosti. Navedene su definicije investicijskih rizika radi boljeg razumijevanja cjelokupnog sadržaja i ciljeva rada.

### **2.1 Ekonomski kapital i solventnost**

Uloga kapitala u društvu za osiguranje je da on predstavlja osnovni mehanizam obrane od rizika. Osiguratelji rezerviraju kapital s ciljem apsorpiranja neočekivanih gubitaka uzrokovanih realizacijom rizika. Također, regulator zahtijeva od društava da održavaju potrebnu razinu kapitala u svrhu zaštite osiguranika i očuvanja stabilnosti financijskog sustava (Doff, 2011).

Potrebni solventni kapital jedan je od regulatornih mehanizama koji tome služe. Takav kapital naziva se još i regulatorni kapital, a posljedično vodi i do pojma „kapitalni zahtjev“. Pojam predstavlja najgori mogući gubitak koji se može realizirati u jednoj godini temeljem preuzete vrste rizika

**Graf 1:** Grafički prikaz koncepta ekonomskog kapitala i solventnosti



### 2.1.1 Ulaganja i Tržišni rizici

Osiguratelji kao institucionalni investitori ulažu značajan dio svoje imovine na financijskim tržištima. Iz tog razloga, tržišni rizik se smatra, uz rizik osiguranja, najznačajnijom vrstom rizika za osiguratelje. Definira se kao rizik pada vrijednosti imovine uslijed promjene tržišnih varijabli, poput kamatnih stopa, cijene dionica, nekretnina, deviznog tečaja i dr. (Doff, 2011).

U okviru investicijske aktivnosti osiguratelja, glavne vrste tržišnog rizika čine kamatni rizik, rizik vlasničkih vrijednosnih papira (eng. *equity risk*), rizik promjene cijene nekretnina, valutni rizik te rizik kreditnih raspona (eng. *credit spread risk*). Ovakvu podjelu slijedi i regulatorni okvir uz dodatak rizika tržišne koncentracije koji se odnosi na prekomjernu izloženost pojedinom izdavatelju financijskih instrumenata.

**Tablica 1:** Definicije glavnih vrsta tržišnog rizika

Vrsta tržišnog rizika	Definicija (opis)
Kamatni rizik	Rizik pada vrijednosti uslijed promjene kamatnih stopa. Usklađivanje imovine i obveza je od posebne važnosti kod ovog rizika, obzirom da kamatne stope imaju utjecaj na obje strane bilance osiguratelja.
Equity rizik	Rizik pada vrijednosti uslijed promjene u cijenama vlasničkih instrumenata.
Rizik nekretnina	Rizik pada vrijednosti uslijed promjena cijena nekretnina.
Valutni rizik	Rizik pada vrijednosti uslijed promjena u valutnim tečajevima.
Rizik kreditnih raspona	Rizik pada vrijednosti uslijed promjene kreditnih raspona. Kreditni raspon je dodatno zahtijevani prinos iznad (nerizičnog) prinosa državnih obveznica radi veće rizičnosti korporativnih obveznica.

Izvor: Doff, 2011

Tržišni rizik uključuje i rizik upravljanja imovinom i obvezama koji se manifestira kroz neusklađenost imovine i obveza (npr. prema valuti, ročnosti, likvidnosti).

### Regulacija tržišnog rizika

Nakon rigidnih limita ulaganja koje su društva za osiguranje morala poštivati u procesu investiranja, regulacija tržišnih rizika postala je više eksplicitna putem uvođenja kapitalnih zahtjeva. Oni predstavljaju visinu ekonomskog kapitala koju treba rezervirati kako bi se mogla pokriti izloženost pojedinom (tržišnom) riziku. Osiguratelji su dobili više diskrecije da ulažu u vrstu i količinu investicijske klase koja im odgovara. S druge strane, za svaku investiciju trebaju rezervirati određenu visinu kapitala koja ovisi o stupnju rizičnosti vrste ulaganja. Visina potrebnog kapitala može se izračunati modelom standardne formule Solventnosti II koji propisuje parametre i rizične faktore za svaku pojedinu vrstu (tržišnog) rizika.

### 2.1.2 Upravljanje imovinom i obvezama

Upravljanjem imovinom i obvezama (ALM<sup>2</sup>), u kontekstu osiguranja, adresiraju se rizici proizašli iz neusklađenosti dviju strana bilance. Aktivnosti ALM-a dio su sustava upravljanja rizicima te kao takve predstavljaju poveznicu između usvojene investicijske strategije i strategije upravljanja (tržišnim) rizicima (Doff, 2011).

Jedna od najraširenijih primjena ALM-a je ročna usklada dospjeća imovine i obveza. Primjerice, za policu osiguranja putem koje se osiguraniku garantira isplata određene svote osiguranja nakon deset godina, ALM podrazumijeva kupnju instrumenta koji dospijeva u istom razdoblju (npr. 10-godišnja obveznica). Obzirom na kamatnu osjetljivost imovine (obveznice) i obveza (tehničke pričuve), što većom uskladom dospjeća imovine i obveza, negativan efekt promjena kamatnih stopa se nastoji svesti na minimum. Vrlo značajan ALM pristup je i valutna usklađenost koja je pogotovo bitna za osigurateljno tržište RH u kontekstu valutne strukture obveza životnih osiguranja. U pogledu SII, ALM je važan jer se većom usklađenosti imovine i obveza smanjuje rizik, a time i (nepotrebni<sup>3</sup>) kapitalni zahtjevi.

## 2.2 Dosadašnja iskustva primjene Solvency II

U ovom dijelu izloženi su glavni zaključci *Insurance Europe* izvješća za 2018./2019., konkretno u dijelu dosadašnjeg iskustva primjene Solvency II standarda. Također, prezentirani su i nalazi ankete o utjecaju SII koju je tijekom prve polovice 2018. proveo *Insurance Europe*.

### Anketa: utjecaj Solvency II

*Insurance Europe* proveo je anketu tijekom prve polovice 2018. na 87 društava za osiguranje iz 17 europskih tržišta koji zajedno čine trećinu ukupnih ulaganja cijele europske industrije. Anketom su utvrđeni elementi koji su unaprijeđeni primjenom Solventnosti II. Također, anketom je utvrđeno da se 70% društava odmaknulo od poslova životnih osiguranja s dugoročnim garancijama. Iako se niske kamatne stope navode kao jedan od glavnih razloga takvih promjena, više od dvije trećine društava identificiralo je SII regulativu kao jedan od uzroka. Također, navode i njezin negativan utjecaj na investicijske odluke što je dovelo do suboptimalne alokacije imovine. Gotovo 50% ispitanih društava navelo je regulativu kao ograničenje pri ulaganju (*Insurance Europe*, 2019).

---

2 eng. Asset&Liability management

3 Neusklađenost može biti i namjerna ukoliko je kompenzirana većim prinosom ili drugim benefitom

**Tablica 2:** Društva koja su prepoznala unapređenja primjenom Solvency II (rezultati ankete)

Element	% Društava
Upravljanje rizicima/Sustav upravljanja	96%
Upravljanje imovinom i obvezama	76%
Regulatorna harmonizacija	63%
Kvaliteta podataka	89%
Interni modeli	47%

**Tablica 3:** Društva koja ulažu suboptimalne iznose u ključne klase imovine radi primjene Solvency II (rezultati ankete)

(Pod)Klasa imovine	% Društava
Dionice	27%
Dugoročne korporativne obveznice	28%
Privatni plasmani/Dužnički instrumenti bez rejtinga (npr. subordinirani dug)	28%
Infrastruktura	19%
Nekretnine	19%

### Revizija SII regulative

Iskustvo je pokazalo da se osigurateljna industrija boji da bi regulativa mogla rezultirati brojnim negativnim posljedicama u ključnim područjima poput investiranja. Određene karakteristike SII čine osigurateljni biznis umjetno kratkoročnim i volatilnijim nego što zaista jest. Upravo iz ovakvih razloga, kreatori Direktive ugradili su zahtjeve za revizijom odredbi kako bi osigurali što adekvatniju primjenu i napravili izmjene tamo gdje je potrebno.

Revizija regulative u 2018. donijela je određena poboljšanja, no ona se smatraju nedovoljnim. Prema EIO-PA-i, izmjene koje su trebale biti donesene, a koje su imale empirijsko uporište, mogle su osloboditi dodatnih 160 mlrd. € kapitala koje bi industrija mogla iskoristiti za rast i investicije. Regulatorne izmjene na idućoj reviziji u 2020. svakako bi morale biti mnogo konkretnije te imati što jači pozitivan utjecaj na cjelokupnu industriju (*Insurance Europe, 2019*).

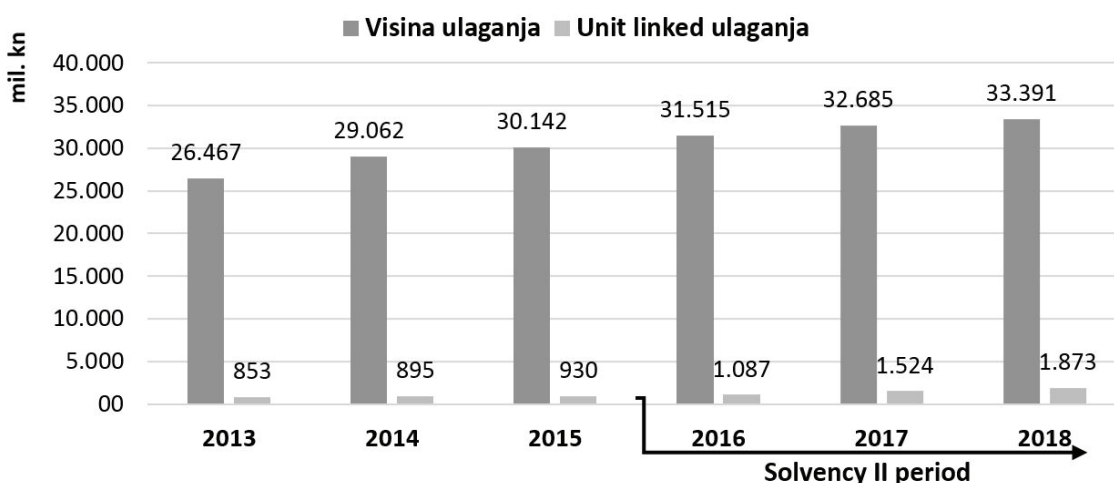
## 3. ANALIZA ULAGANJA OSIGURATELJA U SOLVENCY II SVIJETU

U ovom dijelu rada analizirati će se trenutna struktura ulaganja osiguratelja na tržištu RH te utvrditi efekti regulative na ovaj poslovni segment. Analiza će se nasloniti i na prijašnje radove iz ovog područja u periodu do stupanja na snagu novog zakonskog okvira.

### 3.1 Ulaganja društava za osiguranje na tržištu RH

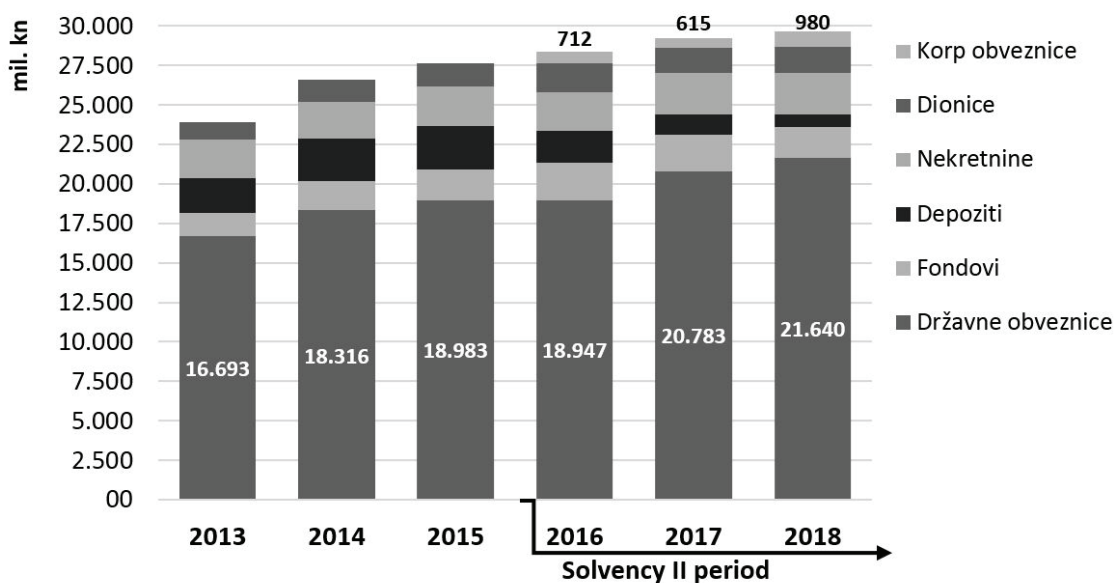
Pregled ulaganja odnosi se na društva za osiguranje koja čini minimalno 90% RH tržišta, a to su Croatia, Allianz, Agram Grupa (Euroherc, Adriatic/Jadransko, Agram Life), Wiener, Uniqa, Generali, Triglav, Grawe i Merkur osiguranje. Od navedenih društava sva su kompozitna, osim Euroherc i Adriatic osiguranja koja se bave neživotnim osiguranjima. U pojedinom prikazu, ulaganja navedenih društava, uključujući Agram Life, su isključena obzirom na njihovu specifičnu investicijsku politiku budući da se većinom radi o društvima za neživotno osiguranje. Vremenski period koji se promatra u rasponu je od 2016. do 2018. godine koliko je Solvency II na snazi.

**Graf 2:** Visina ulaganja odabranih društava za osiguranje na tržištu RH



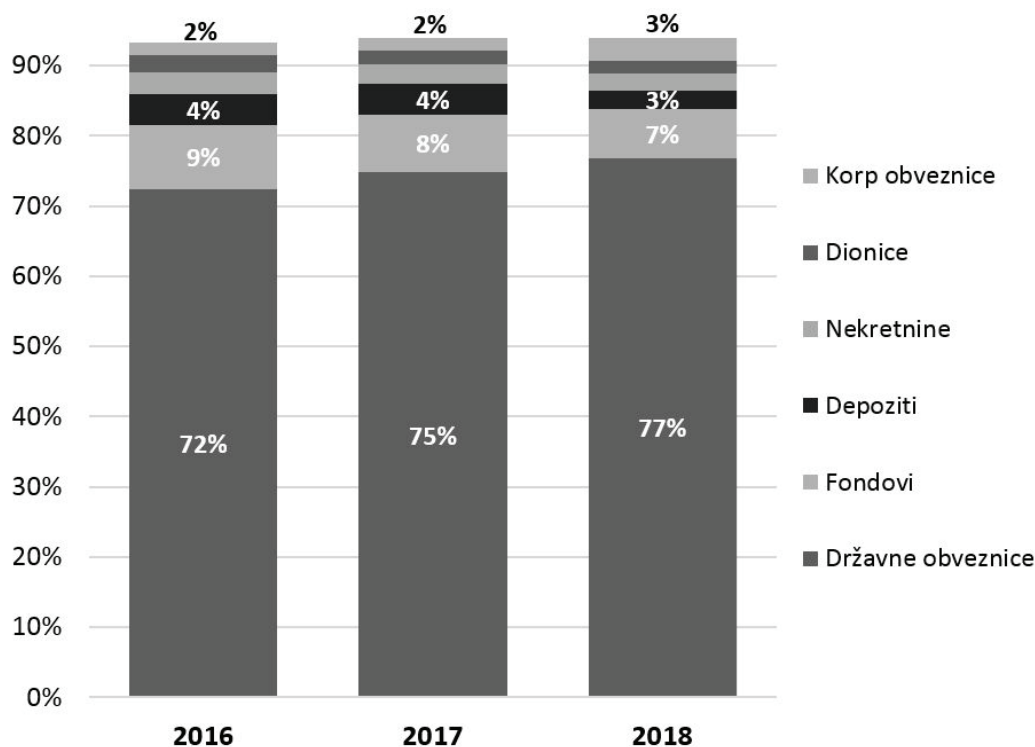
Vrijednost ulaganja krajem 2018. iznosila je preko 35 mlrd. kn. Evidentno je da se visina ulaganja kontinuirano povećava što je svakako pozitivan pokazatelj.

**Graf 3:** Apsolutna struktura glavnih investicijskih klasa u periodu 2013.-2018.



Na gornjem grafu prikazana je apsolutna struktura po glavnim investicijskim klasama<sup>4</sup> u periodu 2013.-2018. Očekivano, i dalje dominiraju ulaganja u državne obveznice. Takvo stanje posljedica je i povoljnog kapitalnog tretmana u okviru Solvency II. Naime, državne obveznice se regulatorno smatraju nerizičnom kategorijom<sup>5</sup> ulaganja što znači da nije potrebno rezervirati kapital za ovakve plasmane. Dionice, kao kategorija potencijalno višeg prinosa (ali i rizika), apsolutno su i dalje na niskoj razini u odnosu na ukupnu visinu ulaganja. Kada se apstrahira struktura Agram grupe, apsolutna vrijednost dionica se čak i postepeno smanjuje.

**Graf 4:** Relativna struktura investicijskih klasa<sup>6</sup> u periodu Solvency II (bez Agram Grupe)



Relativna struktura još jasnije prikazuje značajan udio državnih obveznica koji je krajem 2018. iznosio 77%, te kontinuirano raste u prve tri godine primjene Solvency II. Ostale promatrane kategorije stagniraju u svojim udjelima, osim depozita čiji se udio smanjio. Razlog tome su zasigurno niske kamatne stope koje su smanjile njihovu potražnju. Pored depozita, značajno pada i udio investicijskih fondova. S druge strane, udio korporativnih obveznica konstantno raste što daje naslutiti da osiguratelji, u potrazi za višim prinosom, dio sredstava (re)alociraju u ovu rizičniju imovinu.

### 3.1.1 Usporedba prije i poslije Solvency II

Kada se uspoređi struktura ulaganja prije i poslije uvođenja novog regulatornog standarda, može se zaključiti sljedeće:

- Unatoč značajnom smanjenju prinosa, **udio državnih obveznica** i dalje kontinuirano raste, prvenstveno radi percepcije sigurnog ulaganja i povoljnog kapitalnog tretmana,
- **Ulaganja u dionice** i dalje stagniraju, iako teorija i praksa ukazuju da se radi o superiornoj klasi imovine u odnosu na obveznice (Dimson et. al., 2002). Razlog zašto ova vrsta financijske imovine nije toliko privlačna osigurateljima proizlazi iz njihove (kratkoročne) volatilnosti koja nije poželjna u bilancama i

<sup>4</sup> Ostale značajne investicijske klase su: Udjeli u povezanim društvima, Krediti i hipoteke, Unit linked ulaganja (Korporativne obveznice prije 2016. uključene su u vrijednost državnih obveznica)

<sup>5</sup> Izuzetak su državne obveznice denominirane u valuti različitoj od domaće (npr. Hrvatske euroobveznice)

<sup>6</sup> Bez Unit linked ulaganja

poslovnom rezultatu. Spomenuta volatilitnost reflektirana je i u visokim kapitalnim zahtjevima u modelu standardne formule SII (Delegirana Uredba, čl. 169.),

- **Depoziti** su uslijed niskih kamatnih stopa postali neatraktivno ulaganje što se vidi i u značajnom smanjenju njihovog udjela u ukupnom portfelju,
- Dio imovine se postepeno alocira u **korporativne obveznice** koje predstavljaju prihvatljivu alternativu u potrazi za višim prinosom,
- Udio **nekretnina** također se smanjuje radi nepovoljnog kapitalnog tretmana.

### 3.1.2. Utjecaj kapitalnih zahtjeva za tržišni rizik na odabir investicijske klase

Radi boljeg razumijevanja međudodosa investicijskih klasa i kapitalnih zahtjeva, u nastavku je prikaz na koji način odabir ulaganja stvara izloženost pojedinoj vrsti rizika.

**Tablica 4:** Međuzavisnost odabrane investicijske klase i tržišnog rizika

Investicijska (pod)klasa	Vrsta tržišnog rizika	Faktor(i) rizika	Tretman po Solvency II
Državne obveznice	Kamatni rizik; Rizik kreditnih raspona	Kamatne stope; Rejting; Dospijeće/ Trajanje	Po trenutnoj regulativi smatraju se nerizičnom imovinom čime je dana inicijativa osigurateljima da ulažu sredstva u domaće države. Iako se ova vrsta ulaganja smatra nerizičnom, u praksi se ipak smatra da postoji određena rizičnost <sup>7</sup> , posebice u pogledu kreditnog rizika prema državi. Za državne obveznice prati se izloženost kamatnom riziku obzirom da njihova cijena ovisi o kretanju kamatnih stopa. Rizik se smanjuje uskladom imovine i obveza pošto je vrijednost obveza također u međuovisnosti kretanja kamatnih stopa (Doff, 2011).
Korporativne obveznice	Kamatni rizik; Rizik kreditnih raspona	Kamatne stope, Rejting, Dospijeće/ Trajanje	Smatraju se rizičnim ulaganjem te se tretiraju kroz izloženost riziku promjene kreditnog raspona. U odnosu na državne obveznice, ulaganjem u ovu investicijsku (pod) klasu može se ostvariti veći prinos koji je praćen i višim rizikom.
Dionice	Equity rizik	Cijena dionice	Regulatorno najrizičnija investicijska klasa. Za ovu vrstu ulaganja potrebno je izdvojiti visok iznos kapitala. U pravilu se taj iznos kreće u rasponu 40%-55% vrijednosti ulaganja, ovisno radi li se o listanim dionicama u zemljama članicama EEA i OECD udruženja ili drugoj vrsti vlasničkog ulaganja, poput onih s robne burze ili hedge fondova (Delegirana Uredba, 2014).
Depoziti	Rizik kreditnih raspona	Visina i trajanje depozita, Rejting suprotne strane	Izloženost riziku primarno ovisi o visini i trajanju depozita, te rejtingu kreditne institucije.
Nekretnine	Rizik nekretnina	Cijena nekretnine	Pošto se radi o nelikvidnoj imovini, kapitalni tretman je vrlo nepovoljan i ne favorizira ovakvu vrstu ulaganja.
Novac	n/a	Inflacija, Visina novčanih sredstava, Rejting suprotne strane	Novac se po regulativi ne tretira kao tržišni, već kao kreditni rizik. Rizik držanja novčanih sredstava primarno ovisi o njihovoj količini, rejtingu suprotne strane te inflaciji.
Investicijski fondovi	Sve prethodno navedeno		Investicijski fondovi mogu generirati višu ili nižu izloženost riziku koja ovisi primarno o vrsti fonda (novčani, dionički, obveznički, mješoviti i dr.).

Izvor: Rad autora

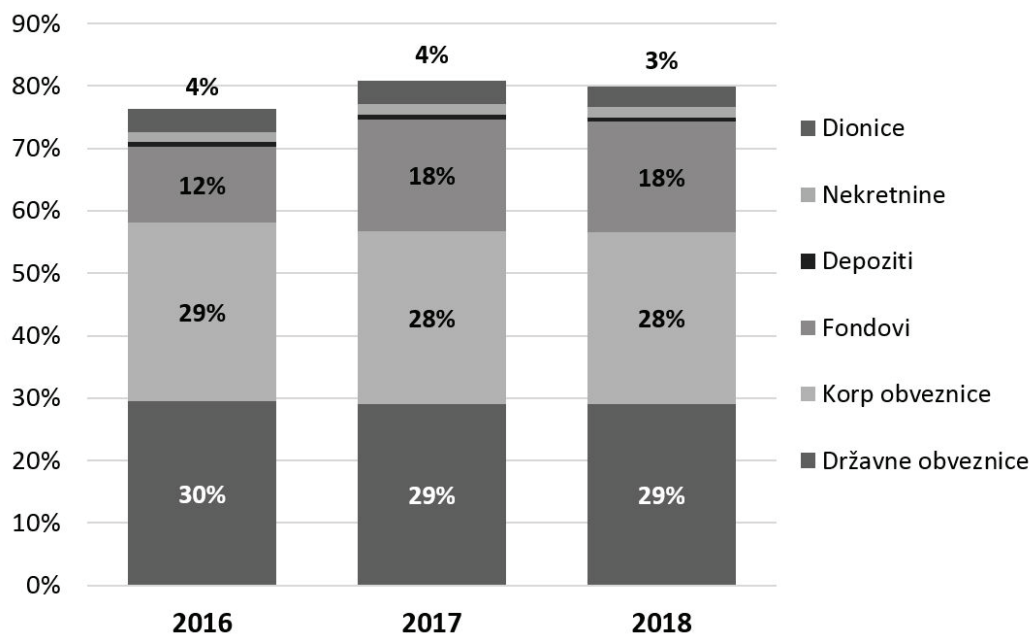
<sup>7</sup> Državne obveznice RH (rejting BBB) i Njemačke (rejting AAA) ne mogu se baš svrstati u isti razred rizičnosti. Zadnja financijska kriza ukazala je, na primjeru nekoliko europskih država na čelu s Islandom, da se državne obveznice ne mogu smatrati nerizičnim ulaganjem „zdravo za gotovo“.



### 3.2 Struktura ulaganja stranih osiguratelja u EU – komparacija

Strani osiguratelji, posebice društva za osiguranje razvijenih zemalja zapadne Europe suočeni su s problemom niskih kamatnih stopa mnogo dulje od osiguratelja na RH tržištu. Njihova veličina i razvijenost financijskih tržišta omogućavaju im širi izbor strategija ulaganja kojim mogu pozitivno utjecati na rezultate investicijskog segmenta. U nastavku je prikaz strukture ulaganja zemalja članica Europske Unije<sup>8</sup>.

**Graf 5:** Relativna struktura investicijskih klasa<sup>9</sup> EU zemalja u periodu primjene SII



Izvor: EIOPA

Gornji graf ukazuje na značajne razlike u strukturi ulaganja osiguratelja na RH tržištu i onih iz EU zemalja. I kod EU društava najveći udio imaju državne obveznice, no on iznosi manje od trećine portfelja, dok je kod RH osiguratelja na razini iznad 75%. Sljedeća najznačajnija kategorija su korporativne obveznice koje imaju sličan udio kao državne. Pored njih značajan udio imaju investicijski fondovi i udjeli u povezanim društvima<sup>10</sup>. Fondovi vjerojatno predstavljaju EU osigurateljima kvalitetan izvor diversifikacije i pristup stranim tržištima kapitala. Dionice imaju nešto veći udio nego kod domaćih osiguratelja, no on ne prelazi 4%. Zanimljivo je da depoziti i nekretnine čine zanemarivu klasu po udjelu.

Analizom strukture ulaganja EU osiguratelja može se zaključiti sljedeće:

- Strukturu karakterizira nizak udio državnih obveznica u odnosu na RH tržište. Realna pretpostavka je da takvo stanje proizlazi iz niskih prinosa te većeg fokusa na diversifikaciju,
- Korporativne obveznice imaju identičan udjel kao državne te EU osiguratelji smatraju ovu kategoriju primarnom alternativnom u potrazi za višim prinosom,
- Značajnu kategoriju čine investicijski fondovi čiji se udio značajno povećao u posljednje dvije godine. Obzirom na svoju mješovitu strukturu i geografsku nepristranost, EU osiguratelji ih koriste kao kvalitetne diversifikatore u smislu vrste (obveznice, dionice) i lokacije ulaganja (globalna, domaća tržišta).

<sup>8</sup> U strukturu su uključene Hrvatska i zemlje jugoistočne Europe, no udio njihovih ulaganja u ukupnoj strukturi je zanemariv, tj. ne utječe na ukupan prikaz

<sup>9</sup> Bez Unif linked ulaganja

<sup>10</sup> Mnogi EU osiguratelji su velike Grupe, te očekivano značajan udio njihovih ulaganja čine povezana društva

### 3.3 Problem okruženja povijesno niskih kamatnih stopa

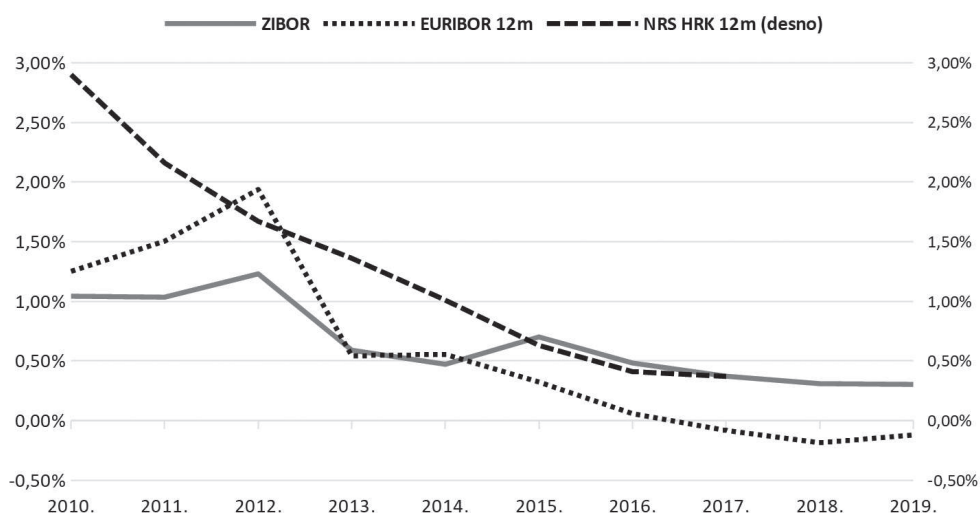
U ovom dijelu je pregled trenutne razine i kretanja referentnih kamatnih stopa<sup>11</sup> u EU i RH koje služe kao osnova pri određivanju ostalih kamatnjaka na financijskim tržištima. Također, obrazložen je i utjecaj rizika niskih kamatnih stopa na osiguratelje. Uz navedeno, pružen je i osvrt i očekivana kretanja kamatnih stopa u budućim razdobljima.

**Graf 6:** Kretanje referentnih kamatnih stopa Europske Središnje Banke (ESB)



ESB se približava desetljeću snižavanja kamatnih stopa koje je počelo kao odgovor na zadnju financijsku krizu. Monetarnom ekspanzijom, odnosno niskim kamatnim stopama željelo se potaknuti gospodarski rast te dostići ciljanu inflaciju od oko 2%. Navedeni cilj još nije postignut te je početkom lipnja 2019. ESB odgodio podizanje stope do druge polovice 2020. Trenutna referentna kamatna stopa već zadnje 3 godine iznosi 0%.

**Graf 7:** Kretanje referentnih kamatnih stopa u RH



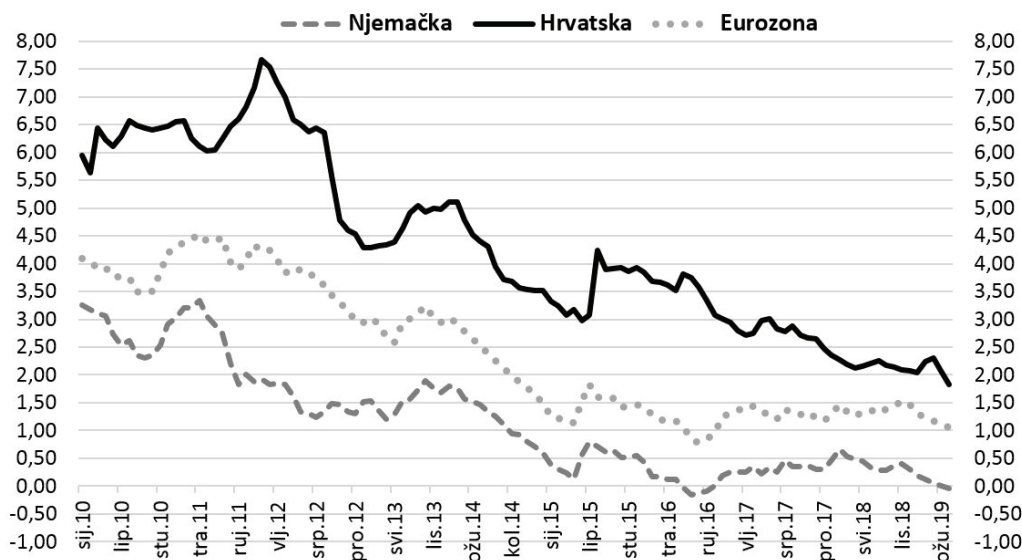
Izvor: HNB, HUB

Prethodni graf pokazuje referentne kamatne stope u RH, tj. ZIBOR i NRS za 12 mjeseci u HRK. ZIBOR kamatne stope su jedinstvene referentne stope na hrvatskom međubankarskom tržištu (HUB). NRS predstavlja prosječan trošak financiranja hrvatskog bankovnog sektora, za pojedine valute, na temelju podataka o poslo-

<sup>11</sup> U pravilu se takve stope odnose na visinu (prosječnog) troška zaduživanja banaka

vanju bankovnog sektora koje objavljuje HNB (HUB). U usporedbi s EURIBOR-om koji predstavlja isto što i ZIBOR, samo na razini EU tržišta, vidljivo je da referentne kamatne stope u RH konvergiraju prema EU stopama.

**Graf 8:** Prinos na 10-godišnje državne obveznice 2010.-04/2019 (u %)



Izvor: ECB

Iz gornjeg grafa je razvidno koliko su značajno pali prinosi na državne obveznice u zadnjih 10 godina. U travnju 2019., prinos na 10-godišnje hrvatske obveznice spustio se ispod 2%.

### 3.3.1 Utjecaj rizika niskih kamatnih stopa na osiguratelje

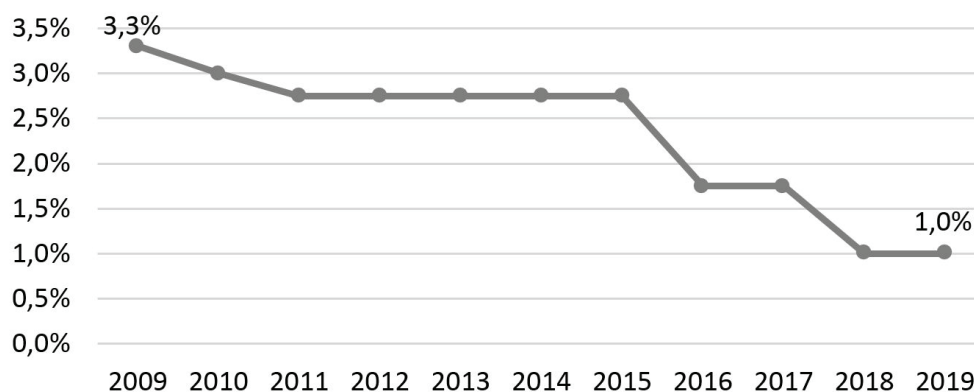
Problem niskih kamatnih stopa ima dvostruki udar na osiguratelje. U pogledu prinosa, prolongirani trend niskih kamatnih stopa ne ostavlja puno izbora osigurateljima nego ulagati u rizičnije oblike imovine (ako žele ostvariti više prinose). Upravo je takav trend bio zamjetan u proteklih nekoliko godina, gledajući osigurateljno tržište EU i RH, te su se društva okrenula korporativnim obveznicama kao prihvatljivom alternativnom.

Drugi dio problema se prvenstveno odnosi na društva koja se bave životnim osiguranjima. Pad prinosa doveo je do izrazite (strukturne) nemogućnosti da se prihodom iz ulaganja podmire garancije po dugoročnim policama. Takva vrsta proizvoda bila je osobito povoljna za osiguranike (i osiguratelje) u vremenima kada su kamatne stope bile znatno više. Prinosi koji su tada ostvareni bili su dostatni za pokriće garancija, no s druge strane, takva osiguranja iznimno su dugoročnog karaktera. Problem je nastao kada su kamatne stope počele padati, te se reinvestiranje imovine moralo provoditi po nižim stopama, dok su garancije osiguranicima ostale fiksne<sup>12</sup>(CRO forum, 2016). Time se pojavio visok rizik u nastajanju koji se već počeo materijalizirati, a to je da društva trebaju manjak prinosa financirati iz drugih izvora (kapital, zaduživanje i sl.).

Kao jedan od (regulatornih) mehanizama obrane od niskih kamatnih stopa za buduće dugoročne police postepeno se smanjivala minimalna garancija, tj. tehnička kamatna stopa od strane regulatora (HANFA).

<sup>12</sup> Ovakva situacija inducirana je činjenicom što su police životnog osiguranja bile dužeg dospelja od državnih obveznica koje su služile njihovom pokriću. Hrvatsko tržište kapitala nije imalo instrument kojim bi se u potpunosti moglo izjednačiti dospelje predmetnih obveza i imovine.

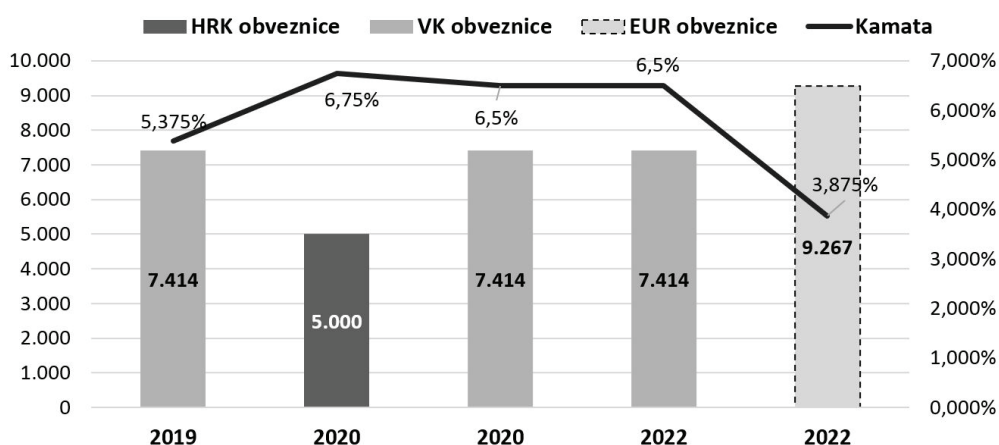
**Graf 9:** Kretanje minimalnih garancija po policama životnih osiguranja na RH tržištu



Garancije su se značajno smanjile u razdoblju 2009.-2019. Trenutna stopa iznosi 1% čime je ublažen rizik niskih kamatnih stopa za osiguratelje kod novih policama osiguranja. S prodajne strane, manja garancija značajno smanjuje i atraktivnosti klasičnih mješovitih životnih osiguranja te preostaje vidjeti kako će se kretati potražnja za ovom vrstom proizvoda.

U prethodnom dijelu opisan je rizik niskih kamatnih stopa i njegov utjecaj na osiguratelje. Kako bi mogli dobiti približan (financijski) značaju ovog problema, u nastavku je prikaz (bliskih) dospijeća i vrijednosti izdanja državnih obveznica RH. Pokušalo se aproksimirati koliki će dio investicijskog portfelja biti reinvestiran po nižim prinosima u naredne 3-4 godine.

**Graf 10:** Pregled državnih obveznica i dospijeće po godinama (u mil. kn)



Na gornjem grafu su prikazana izdanja obveznica<sup>13</sup> dulja od 5 godina koja dospijevaju u tekućoj i naredne 3 godine (tj. do 2022.). Ukupna vrijednost predmetnih obveznica iznosi 36,5 mlrd. kn. Obveznice su izdane u vremenima kada su stope u RH bile na višim razinama, stoga ih većina ima kamatu<sup>14</sup> u rasponu 5-7%. Ukoliko se pretpostavi da bi u slučaju reizdanja predmetnih obveznica nova kamatna stopa mogla biti dvostruko manja od sadašnje, kamatni prihod za investitore smanjio bi se (godišnje) za više od 1 mlrd. kn<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> Obveznice su podijeljene prema valuti (HRK, valutna klauzula u EUR i EUR)

<sup>14</sup> Odnosi se na kuponsku kamatnu stopu pri inicijalnom izdanju obveznice

<sup>15</sup> Potencijalni prihod mogao bi biti još i manji ukoliko država odluči neizdavati nove obveznice ili odabere drugačiji model (npr. kraće dospijeće).

### 3.3.2 Očekivanja u narednim godinama

Kretanje kamatnih stopa teško je dugoročno predvidjeti. No, kada govorimo o bliskoj budućnosti, ne može se očekivati promjena trenutnog stanja. Kako je već navedeno, ESB ne planira povećanje referentnih kamatnih stopa prije 2. polovice 2020. obzirom da ciljani gospodarski indikatori, u prvom redu inflacija, nisu na razinama koje bi iziskivale zaokret postojeće monetarne politike (Raiffeisen Istraživanja, 2019) .

U slučaju Hrvatske, može se očekivati nastavak tekućeg okruženja, čak i daljnji pad kamatnih stopa. U prilog tome idu i kretanja referentnih kamatnjaka te prinosa na državne obveznice koji su također u opadajućem trendu. Predviđanje daljnjeg nastavka ovakvih kretanja može se prisnažiti činjenicom da je hrvatski kreditni rejting ponovno, nakon dugog niza godina, u investicijskom razredu<sup>16</sup>. Dodatno, ukoliko se ostvari strateški cilj uvođenja eura, u tom slučaju će domaće stope neminovno dodatno konvergirati onima u eurozoni.

## 3.4 Alternative za povećanje prinosa

Ostvarivanje viših prinosa moguće je postići ulaganjem u rizičnije oblike imovine. To mogu biti primjerice korporativne obveznice, dionice ili kombinacija više (rizičnijih) investicijskih klasa putem investicijskog fonda.

### Dionice

Unatoč svojoj volatilnosti, ulaganja u vlasničke instrumente (dionice, dionički fondovi, dionički indeksi i dr.) ne bi se trebalo zanemariti. Uz kvalitetan odabir investicije i optimalan udio (npr. do 10% ukupnog portfelja), ovakva ulaganja mogu donijeti veći očekivan povrat uz nerazmjerno dodatani rizik uslijed učinaka diversifikacije.

Publikacija „*Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*“ smatra se jednim od najmjerodavnijih izvora za praćenje godišnjih prinosa dionica, obveznica i drugih značajnih kategorija ulaganja. Podaci unutar publikacije ažuriraju se svake godine te su nastavak praćenja dugogodišnjih prinosa glavnih klasa imovine prema knjizi „*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*“. Prema zadnjem izdanju publikacije za 2019. (Credit Suisse, 2019), zaključci su sljedeći:

- 2018. je bila najslabija godina za povrate globalnih dioničkih investicija od posljednje financijske krize s padom od 9%,
- Unatoč tome, dugogodišnje empirijsko praćenje povrata ukazuje na dugoročnu superiornost *equity* ulaganja u odnosu na obveznice. Ovakav argument podupire se činjenicom o realnom dugogodišnjem povratu<sup>17</sup> dionica malo iznad 5%.
- U kontekstu 119 godina povijesti publikacije i premije na *equity* ulaganja<sup>18</sup>, koja je u cjelokupnom periodu bila iznad 4%, naglašava se visina nagrađenosti za držanje ovakvih ulaganja, posebice u zadnjem post-kriznom desetljeću.

### Infrastrukturalna ulaganja

Kao jedna od mogućih alternativa ističu se i ulaganja u infrastrukturne projekte (npr. ulaganja u realni sektor, razvojni infrastrukturni projekti ). Takvi oblici ulaganja daju mogućnost društvima da dio svojih sredstava preusmjere u kvalificirana ulaganja u infrastrukturu. Prednost ove kategorije je mogućnost ostvarivanja viših prinosa uz prihvatljivu razinu rizika, stabilni i predvidivi novčani tokovi te niži kapitalni zahtjevi (Delegirana Uredba, 2014).

### Fondovi rizičnog kapitala

Iako postoji još niz drugih investicijskih alternativa koji radi svoje prirode (ročnost, valuta, utjecaj na kapitalne

<sup>16</sup> U tekućoj godini, dvije najveće rejting agencije (S&P i Fitch) podigle su rejting RH u investicijski razred

<sup>17</sup> Korigiranom za inflaciju

<sup>18</sup> Odnosi se na premiju na rizik držanja dioničkih ulaganja, tj. nagradu za preuzimanje većeg rizika

zahtjeve) mogu biti interesantne osigurateljima, u ovom radu spomenuti će se još primjer fondova rizičnog kapitala (eng. hedge fondovi). Intuitivno, prva pomisao je da se radi o vrlo rizičnim ulaganjima koja kod tradicionalno konzervativnih investitora poput društava za osiguranje izaziva veliku averziju.

Iako zvuči kontradiktorno, veća rizičnost ulaganja ne mora nužno imati negativan utjecaj na rizičnost cjelokupnog investicijskog portfelja. Ovaj fenomen naziva se učinak diversifikacije gdje je ukupna rizičnost portfelja manja od sume rizičnosti pojedinih ulaganja (Doff, 2011). Sukladno tome, postoji niz empirijskih radova na temu pozitivnog utjecaja ulaganja u fondove rizičnog kapitala na prinos i rizik ukupnog portfelja. Naime, prinosi hedge fondova negativno su korelirani s prinosima tradicionalnih klasa imovine (obveznice, dionice) što maksimizira učinak diversifikacije. Drugim riječima, rizik hedge fondova te rizik dionica i obveznica međusobno se poništavaju, odnosno ako rastu prinosi na dionice/obveznice, prinosi na fondove se smanjuju (i obrnuto). Također, istraživanja pokazuju da fondovi rizičnog kapitala mogu imati pozitivne efekte na izloženost riziku posebice u situacijama financijske krize, te signifikantno unaprijediti odnos prinosa i rizika (Kat, 2004).

#### 4. ZAKLJUČAK

Solvency II donio je brojne promjene. Jedna od glavnih svakako je upravljanje rizicima koje čini suštinu nove regulative. Na toj osnovi uvode se novi koncepti poput potrebnog solventnog i ekonomskog kapitala, kapitalnih zahtjeva i sl. U segmentu ulaganja pojavljuju se vrste i pojmovno određene tržišnih rizika koje osiguratelji preuzimaju pri investicijskim aktivnostima. Tržišni rizik uključuje i rizik upravljanja imovinom i obvezama (ALM) koji se manifestira kroz njihovu neusklađenost (npr. prema valuti i/ili ročnosti). Novom regulacijom osiguratelji dobivaju više diskrecije u investicijskim aktivnostima. S druge strane, za svaku investiciju trebaju rezervirati određenu visinu kapitala koja ovisi o stupnju rizičnosti. Prema dosadašnjem iskustvu primjene Solvency II, može se zaključiti da je nova regulativa imala značajan utjecaj na poslovanje, no postoji još dosta prostora za unapređenje.

Analiza strukture ulaganja osiguratelja u periodu primjene Solvency II ukazuje, na primjeru RH tržišta, i dalje izrazitu dominantnost udjela državnih obveznica. Pored državnih, veći udio postepeno dobivaju i korporativne obveznice kao alternativa za povećanje prinosa. Ulaganja u dionice i dalje stagniraju uslijed nepoželjne volatilnosti i nepovoljnog kapitalnog tretmana. U pogledu strukture ulaganja stranih osiguratelja, udio državnih obveznica gotovo je izjednačen s korporativnim te je u usporedbi s RH tržištem znatno niži. Razlog tome smatraju se vrlo niski prinosi te potreba za preuzimanjem većeg rizika. EU osiguratelji značajan dio sredstava plasiraju i kroz ulaganja u investicijske fondove koji im stvaraju učinke diversifikacije.

Nastavak prolongiranog okruženja niskih kamatnih stopa predstavlja značajan rizik za osiguratelje. Tržišni prinosi dugoročno će se smanjiti uslijed reinvestiranja dospjelih obveznica po nižim stopama, a što vjerojatno neće biti dostatno za isplatu minimalnih garancija osiguranicima. Sukladno tome, osiguratelji mogu tražiti veći prinos u preuzimanju rizičnijih ulaganja uz istodobno postizanje veće diversifikacije ili manjak prinosa kompenzirati iz drugih izvora. Alternative u potrazi za višim prinosom mogu se pronaći, uz korporativne obveznice, i u kvalitetnim *equity* ulaganjima, infrastrukturnim projektima, pa i fondovima rizičnog kapitala.

**Summary:** *Long-term environment of low interest rates is one of the main macroeconomic features that significantly influenced the insurance industry. With the continuous fall of asset yields, the question of investment portfolio structure becomes more important. Additional challenge has also been the implementation of Solvency II. The purpose of this paper is to analyse the effect of the current economic and regulatory environment on the structure and the investment income of insurance companies on the croatian market. The goal was also to bring closer the issue of low interest rates and through the comparison with the foreign insurers experience investigate options for addressing this risk. The results show that the investment portfolio structure of croatian insurers hasn't change much in the new regulatory context and that the ratio of gov-*

ernment bonds is still rising. On the other hand, EU insurers are allocating their funds into more risky asset classes, primarily corporate bonds.

**Keywords:** asset classes, insurance, Solvency II, market risk, interest rates, alternative investments

## Navedeni izvori i korištena literatura

- Andelinović, M., Samodol, A., Pavković, A. (2018), Asset allocation and profitability of croatian insurers in the Pre-Solvency II period, Economic review volume 47., 4/2018
- Credit Suisse, 2019, Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019, Research Institute, Credit Suisse
- CRO Forum (2016), Low Interest Rate Environment – Industry paper, CRO Forum
- Delegiran Uredba Europske Komisije 2015/35 IZMJENE/DOPUNE
- Delegirana Uredba Europske Komisije 2015/35
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2002), Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press
- Direktiva 2009/138/EZ (Solventnost II),
- Doff, R. (2011) Risk management for insurers (2nd Edition), Risk Books
- HANFA, Pravilnik o minimalnim standardima, načinu obračuna i mjerilima za izračun tehničkih pričuva prema računovodstvenim propisima (NN 10/2016, 42/2017 i 59/2017)
- Hladika, M., Marić, M. (2014), Analiza investicijskog portfelja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj, Ekon. misao praksa, DBK. GOD XXIII. (2014.) BR. 2. (509-540)
- <https://eiopa.europa.eu/Pages/Financial-stability-and-crisis-prevention/Insurance-Statistics.aspx>
- <https://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>
- <https://www.hub.hr/index.php/hr/zibor>
- [https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/NRS-2019-1q-objava\\_1.pdf](https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/NRS-2019-1q-objava_1.pdf)
- <https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp> (nerizičnost državnih obveznica; detalji o utjecaju financijske krize na krizu vanjskog duga pojedinih zemalja EU)
- Industry paper <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>
- Insurance Europe (2019), Insurance Europe Annual Report 2018–2019
- Izvešća o solventnosti i financijskom stanju (SFCR) društava za osiguranje
- Kat, Harry M. (2004), Managed futures and hedge funds: a match made in heaven, Journal of investment management, Vol. 2, No. 1, (2004), pp. 1–9
- RBA analize (2019), Tjedni pregled: Broj 22, Raiffeisen Istraživanja
- [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
- Zakon o osiguranju (NN, br. 30/15)