



Financijska stabilnost

Broj IV, lipanj 2025.



SADRŽAJ

1. Uvodno	1
2. Makroekonomsko okruŹje	3
3. Financijska trŹiŹta	12
4. Mirovinski fondovi	22
5. Investicijski fondovi	29
6. DruŹtva za osiguranje	36
7. Leasing druŹtva	44
8. Ostali pruŹatelji financijskih usluga	50
9. Testiranje otpornosti na stres	56
Okvir 1. Matrica rizika: praćenje klimatskih rizika	63
Popis kratica	74

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2806-6448

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

1. UVODNO

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

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

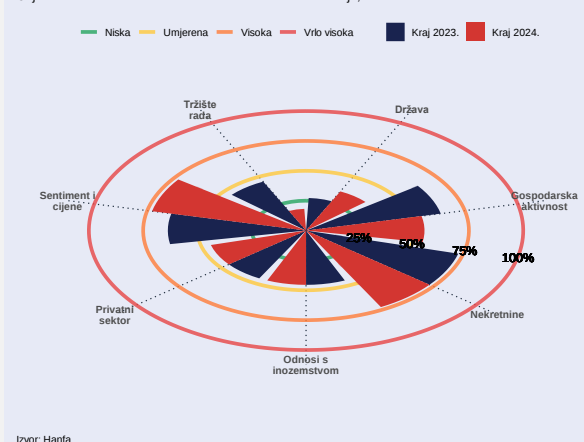
Posljednjih je godina na globalnoj razini ostvaren velik napredak u dijelu razumijevanja, a time i identifikacije, procjene te praćenja sistemskih rizika financijskog sektora. No kako bi se identificirani rizici pravovremeno prevenirali odnosno kako bi se ublažio efekt njihove materijalizacije, bilo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

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

2. MAKROEKONOMSKO OKRUŽJE

Slika 2.1. Porast opće razine cijena i cijena nekretnina najistaknutiji su rizici makroekonomskog okružja

Ocjena razine sistemskih rizika u makroekonomskom okružju, u %



Stabilan gospodarski rast i usporavanje inflacije obilježili su domaće gospodarstvo u 2024. godini. Navedena kretanja povoljno su utjecala na fiskalne pokazatelje, smanjujući proračunski deficit i javni dug stvarajući uvjete za stabilno financiranje državnih obveznica. Ubrzanje stope inflacije krajem godine pojačalo je makroekonomske neizvjesnosti, koje su početkom 2025. dodatno potaknule rastuće geopolitičke nestabilnosti, što može negativno utjecati na gospodarski rast, javne rashode i inflacijska kretanja. Zaokret u američkoj trgovinskoj politici glavni je izvor globalne nestabilnosti koji bi se posredno odrazio i na hrvatsko gospodarstvo. Ranjivosti domaćeg gospodarstva, poput rasta cijena nekretnina, nedostatka radne snage i ovisnosti o inozemnoj potražnji za uslugama dodatno povećavaju rizike za financijsku stabilnost koji su blago porasli tijekom 2024. godine.

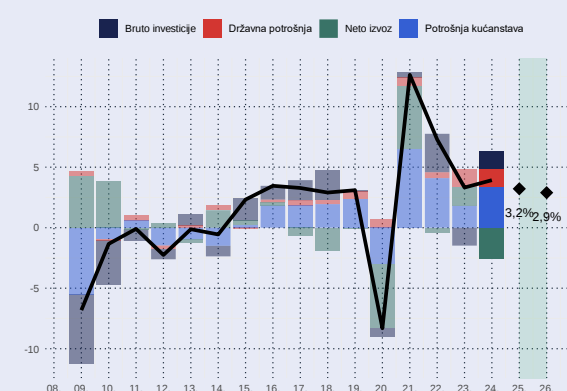
Nastavak rasta u neizvjesnom okružju

U 2024. domaće je gospodarstvo ostvarilo razmjerno snažan rast od 3,9 %. Potaknuta niskom nezaposlenosti i značajnim rastom plaća, osobna potrošnja bila je glavna odrednica gospodarskog rasta, povećavši se za 5,6 % u 2024. godini. Zabilježeni rast nije proizašao samo iz više razine cijena, već i iz povećanog obujma potrošnje, što potvrđuje rast broj računa u sustavu fiskalizacije u prometu gotovinom. Prema podacima Porezne uprave broj računa je u 2024. porastao za 3,2 %, dok je njihov iznos bio veći za čak 11,0 % odražavajući utjecaj porasta cijena tijekom godine (slika 2.3.). Važan pokretač rasta gospodarstva u 2024. bile su bruto investicije koje su na godišnjoj razini porasle za 9,9 %, a koji je prije svega podržan rastom uslužnog sektora i dodatnom ekspanzijom građevinske djelatnosti¹ (slika 2.3.). S druge strane, obujam industrijske proizvodnje smanjen je za 2,4 % u 2024. odražavajući izazovne okolnosti poslovanja ne samo domaće industrije, nego i njihovih najvažnijih trgovinskih partnera u europodručju (slika 2.4.). U uvjetima prigušene inozemne potražnje uz istodoban porast uvoza, neto inozemna potražnja je negativno doprinijela gospodarskom rastu u 2024. (slika 2.2.), budući da je rast uvoza (5,3 %) nadmašio izvoz roba i usluga (0,9 %)

¹ Obujam građevinskih radova u 2024. bio je za 13,5 % veći na godišnjoj razini, a na pojačanu aktivnost građevinskog sektora ukazuje i broj

građevinskih dozvola koje su u 2024. porasle za 2,2 %.

Slika 2.2. Osobna potrošnja i bruto investicije glavne odrednice gospodarskog rasta u 2024. godini
Realni rast BDP-a (godišnja stopa promjene, u %) i doprinosi rastu (postotni bodovi)



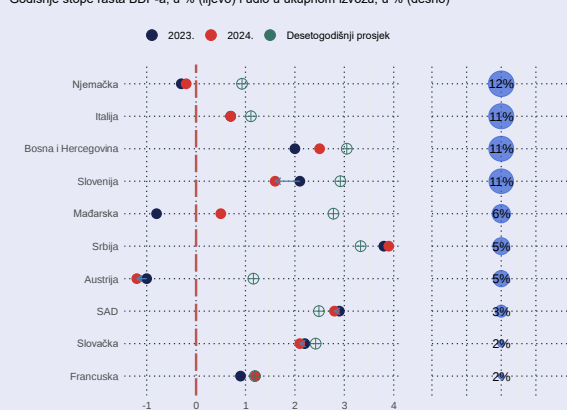
Napomena: Označeno područje, točke i brojčane oznake označuju projekcije realnog rasta BDP-a Europske komisije. Izvor: Eurostat, Europska komisija (DG-ECFIN)

Slika 2.3. U 2024. ekspanzija građevinske djelatnosti i stagnacija industrijske proizvodnje, a broj fiskaliziranih računa u porastu



Izvori: DZS i Porezna uprava

Slika 2.4. Najvažniji vanjskotrgovinski partneri Hrvatske u prošloj godini ostvarili slabije rezultate
Godišnje stope rasta BDP-a, u % (lijevo) i udio u ukupnom izvozu, u % (desno)

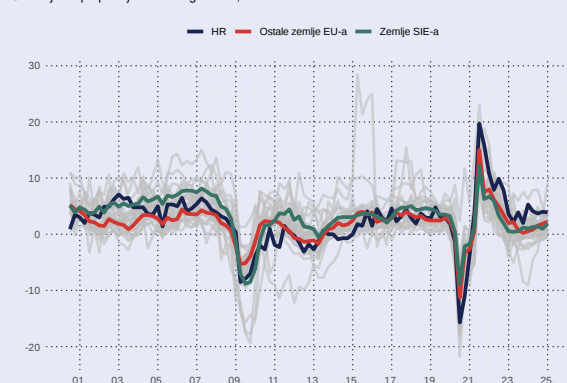


Izvori: DZS i Eurostat

Prema projekcijama Europske komisije rast domaćeg gospodarstva trebao bi se nastaviti i u 2025., premda po nešto nižim stopama ², pogonjen prvenstveno osobnom potrošnjom i bruto

investicijama. Glavni kratkoročni rizici za rast domaćeg gospodarstva globalne su prirode i uključuju moguće jačanje geopolitičkih napetosti, nove energetske krize, zaoštavanje trgovinske politike SAD-a te slab rast europskog gospodarstva, posebice ključnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Pad izvoza roba i usluga mogao bi usporiti gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj, a u slučaju materijalizacije negativnih rizika, posljedice bi se odrazile i na poslovanje sektora financijskih usluga.

Slika 2.5. Unatoč usporavanju gospodarskog rasta, Hrvatska je u 2024. zabilježila veći rast od većine zemalja EU-a
Godišnja stopa promjene realnog BDP-a, u %



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

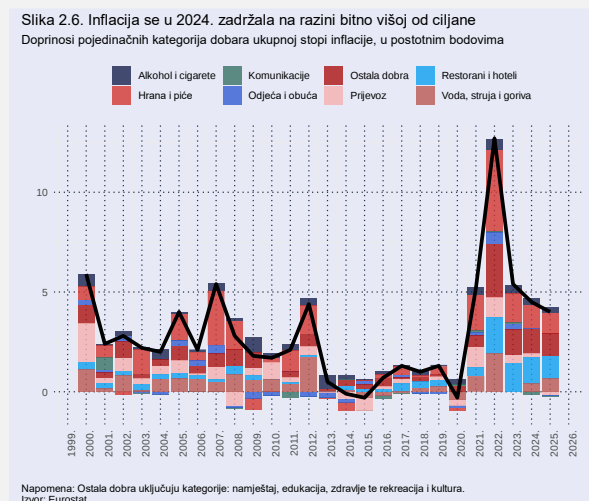
Inflacija i dalje izvor rizika

Iako je tijekom 2024. inflacija nastavila usporavati, zadržana je na relativno povišenim razinama čime ostaje naglašen izvor rizika u makroekonomskom okružju. Prvi dio 2024. obilježio je nastavak smanjenja inflacije koji je započet sredinom 2023. U zadnjem se tromjesečju 2024. trend preokrenuo, odražavajući inflatorne pritiske energije i usluga. Tako je na kraju prosinca 2024. godišnja stopa inflacije³ u Hrvatskoj bila gotovo dvostruko viša od prosjeka europodručja i iznosila je 4,5 %, a

² Prema **proljetnoj projekciji Europske Komisije** za Hrvatsku se u 2025. očekuje porast BDP 3,2 %.

³ Mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HICP).

višu stopu su zabilježile samo Mađarska (4,8 %) i Rumunjska (5,5 %). Rast cijena tijekom 2024. bio je široko rasprostranjen i gotovo sve komponente potrošačke košarice su doprinijele rastu, no ključni generatori su, slično kao i prethodne godine, bile cijene usluga (kategorija restorani i hoteli) te cijene ostalih dobara i hrane (slika 2.6.).



Za razliku od prvog inflacijskog vala iz 2022. godine kada su na rast inflacije dominantno utjecali vanjski čimbenici, a inflacija je bila „uvezena“, nastavak rasta cjenovnih pokazatelja iznad srednjoročnih ciljeva u drugom dijelu 2024. velikim je dijelom odraz domaćih specifičnosti. Naime, tijekom 2024. su izostali snažniji sistemski šokovi, stoga su cijene energije pratile uobičajene oscilacije u većem

dijelu godine⁴, a izostali su poremećaji i na globalnom tržištu hrane⁵. Rast inflacije u 2024. proizašao je iz snažne domaće potražnje podržane napregnutim tržištem rada koje potiče snažan rast plaća i tako pojačava inflacijske pritiske. Cijene usluga rasle su podržane solidnim rezultatima u turizmu, unatoč promjenama u strukturi gostiju i njihovim potrošačkim navikama⁶. Fizički pokazatelji o broju noćenja i dolazaka turista⁷, broj fiskaliziranih računa u djelatnostima vezanim za turizam te prometni pokazatelji⁸ zabilježili su rast u 2024. podržavajući spomenuti rast cijena usluga. Prihod od stranih turista osjetno je usporio u 2024.⁹, odražavajući smanjenu kupovnu moć, ali i smanjenu cjenovnu konkurentnost turističkih usluga u odnosu na usporedive mediteranske zemlje.

Na dinamiku opće razine cijena utjecale su i profitne marže nefinancijskih poduzeća. Prema zadnje dostupnim podacima Fine agregatna EBITDA marža poduzeća u 2023. porasla za 1,1 p.b., te je iznosila 11,9 %, a u istom su razdoblju porasli i pokazatelji rentabilnosti ukupne imovine i vlastitog kapitala koji su na kraju 2023. iznosili redom 4,2 % i 10,2 %. Takva kretanja pozitivno utječu na tržišna

⁴ Prosječne cijene sirove nafte su u 2024. bile za 2,4 % manje u odnosu na vrijednosti zabilježene godinu ranije, a prosječne cijene prirodnog plina su se u istom razdoblju smanjile za 15,5 %.

⁵ Indeks cijena hrane kojim se mjeri promjena cijena prehrambene potrošačke košarice također smanjen je za 2 % u odnosu na 2023. godinu.

⁶ U 2024. je smanjena prosječna duljina boravka (na 4,6 dana), a primjetna je promjena obzirom na zemlju iz koje turisti dolaze: smanjenje noćenja s njemačkog tržišta nadomještali su gosti iz srednjoeuropskih zemalja (Slovenija, Mađarska, Poljska). Također, prema podacima HTZ-a zabilježen je znatno veći rast broja dolazaka i noćenja domaćih turista (7,8 % i 2,4 %) u odnosu na strane (2,8 % i 0,7 %).

⁷ Prema podacima DZS-a dolasci turista su u 2024. povećani za 3,9 %, a noćenja za 1,4 %.

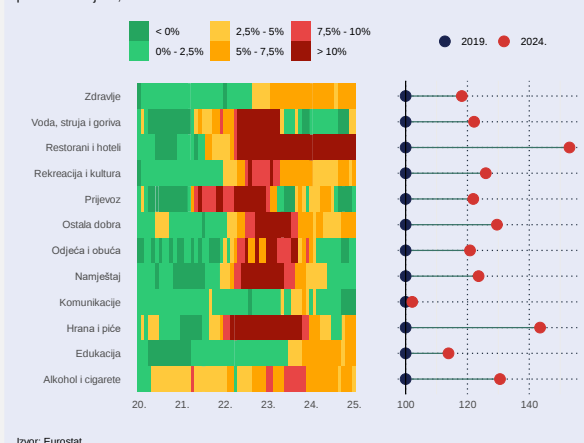
⁸ U 2024. na dionicama autocesta pod upravljanjem HAC-a ostvareno je povećanje prometa od 8 % i iznosa naplaćene cestarine za 13 %. Prema podacima DZS-a od siječnja do prosinca 2024. u morske luke Hrvatske prispjelo je 0,7% više brodova nego u 2023, a prevezeno je 36,2 milijuna putnika, što je za 3,4 % na godišnjoj razini. Povećan je i broj putnika u zračnom prometu, pa je tako u 2024. ukrcano i iskrcano 16,2 % više putnika nego 2023. godine.

⁹ Prema podacima HNB-a u 2024. prihodi od stranih turista iznosili su 15,0 mlrd. EUR što je za 2,7 % više u odnosu na 2024. godinu.

vrednovanja poduzeća, ali istovremeno otežavaju smanjenje inflacije na ciljne razine.

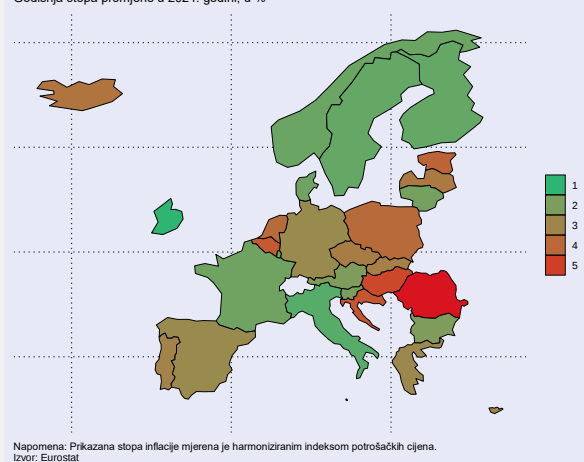
Slika 2.7. Usluge i dalje bilježe najveći rast cijena

Godišnje stope promjene (lijevo) i petogodišnja promjena (desno) glavnih kategorija indeksa potrošačkih cijena, u %



Slika 2.8. Inflacija u Hrvatskoj na kraju 2024. među najvišima u Europskoj uniji

Godišnja stopa promjene u 2024. godini, u %



Razina cijena u Hrvatskoj je u petogodišnjem razdoblju od kraja 2019. do kraja 2024. godine porasla za čak 30,1 % (slika 2.7.), dok su cijene u europodručju porasle za 20,5 %. Najistaknutiji kumulativni rast u tom razdoblju u Hrvatskoj su zabilježile kategorije restorana i hotela (53,0 %) te hrana (43,5 %). Nakon višegodišnjeg rasta cijena,

i manji rast u relativnim terminima može predstavljati veliki teret za potrošače, osobito za najranjivije skupine čija se struktura potrošačke košarice razlikuje od potrošača s dohotkom na drugom kraju distribucije.

Prema određenim ekonomskim istraživanjima¹⁰, potrošači iz nižih dohodovnih skupina u pravilu imaju veće stope inflacije od agregatnih jer veći dio svojih izdataka troše na dobra i usluge koje češće bilježe iznadprosječan rast cijena. Iako su u proteklom razdoblju donesene mjere za ograničavanje cijena¹¹ koje mogu djelomično ublažiti pritisak inflacije i pomoći najranjivijim kućanstvima, malo je vjerojatno da mogu trajnije stabilizirati inflaciju i dovesti je na ciljanu razinu. Potrebu za dodatnim naporima u obuzdavanju inflacije, sugeriraju i pokazatelji temeljne inflacije koji su u 2024. divergirali od europskog prosjeka¹² (slika 2.9.).

Rast inflacije se nastavio i na početku 2025. te se inflacija na kraju prvog tromjesečja zadržala na povišenoj razini (4,3 %), a najveći značaj ponovno su činile cijene usluga i hrane (slika 2.5.). Usporavanje inflacije dodatno otežavaju ekspanzivna monetarna i fiskalna politika te zaoštreni geopolitički i trgovinski odnosi između vodećih svjetskih gospodarstava. Zbog navedenih rizika inflacijsko i monetarno okružje ostaju neizvjesni, što ograničava prostor za daljnje usporavanje rasta cijena. Stoga će stabilizacija inflacije i približavanje srednjoročnom cilju od 2 % u 2025. biti

¹⁰ Vidjeti **Kolika je inflacija bogatima, a kolika siromašnima u Hrvatskoj?**

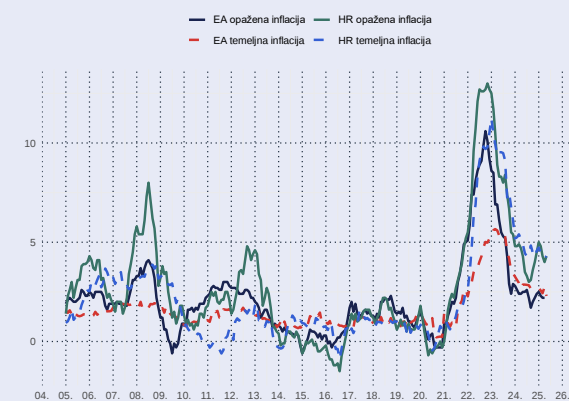
¹¹ Kako bi se spriječili negativni učinci promjena pojedinih cijena, a u cilju smanjenja inflacije i otklanjanja štetnih posljedica poremećaja na tržištu Vlada RH je krajem siječnja donijela **Odluku o izravnim mjerama kontrole cijena**

određenih proizvoda i određenih kategorija proizvoda u trgovini na malo kojom je ograničila cijene sedamdesetak proizvoda iz potrošačke košarice.

¹² Na kraju 2024. razlika između temeljne inflacije u Hrvatskoj i one za europodručje iznosila je čak 1,9 p.b.

teško izvediva, a sadašnje su **projekcije Europske komisije** prema kojima bi inflacija u Hrvatskoj u 2025. trebala iznositi 3,4 %, a u europodručju 2,1 %, izložene značajnim rizicima.

Slika 2.9. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj znatno viši od europskih
Godišnja stopa promjene, u %



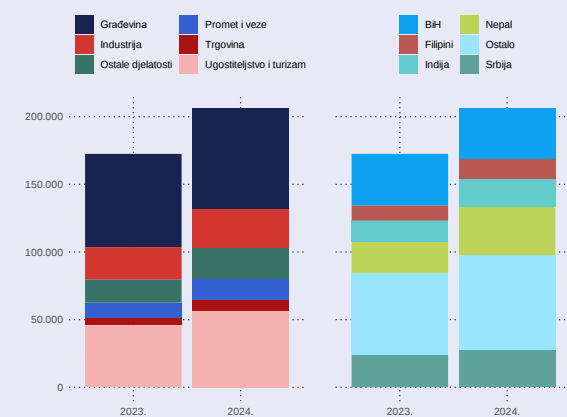
Napomena: Prikazana stopa inflacije mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena.
Izvor: Eurostat

Tržište rada ostaje napregnuto

Tržište rada je i u 2024. ostalo napregnuto pojačavajući pritiske na rast cijena. Ubrzanje priljeva stranih radnika tek djelomično adresira strukturne nedostatke poput deficita radne snage i razmjerno niske stope aktivnosti čime je stopa nezaposlenosti zadržana na povijesno niskim razinama od 5,0 na kraju 2024. godine. Izdane dozvole za strane radnike u Hrvatskoj premašile su 200 tisuća u 2024. (godišnji rast od 20 %, slika 2.10.)¹³. Strani radnici i dalje su najbrojniji u građevinarstvu i ugostiteljstvu, a uz uobičajenu zastupljenost radnika iz susjednih zemalja, sve je više onih koji dolaze iz azijskih zemalja. Unatoč povećanom doseljavanju stranih radnika, pritisak na domaće tržište rada nije se značajno smanjio, obzirom da je i u 2024. zabilježena visoka potražnja za radom.

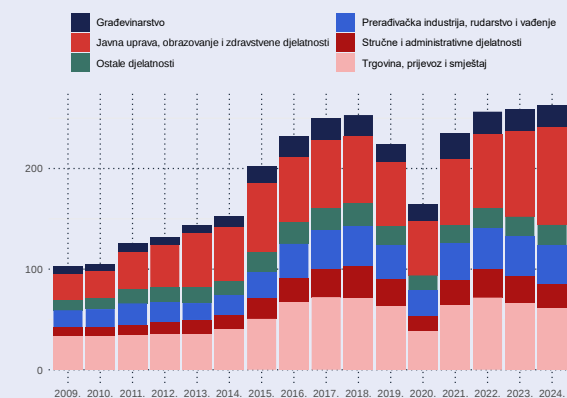
Tako je ukupan broj oglasa u 2024. bio drugi najveći od 2005., otkad je indeks konstruiran, a veća vrijednost je ostvarena samo rekordne 2023. godine. I podaci HZZ-a o broju slobodnih radnih mjesta također ukazuju na i dalje prisutan deficit radne snage koji je najizraženiji u radno intenzivnim uslužnim djelatnostima građevinarstva i ugostiteljstva (slika 2.11).

Slika 2.10. Broj dozvola za boravak stranih radnika u Hrvatskoj u porastu
Broj dozvola prema djelatnosti i državi



Izvor: Ministarstvo unutarnjih poslova

Slika 2.11. Pojačani priljev stranih radnika nije se odrazio na smanjenje broja slobodnih radnih mjesta
Broj slobodnih radnih mjesta po područjima djelatnosti NKD-a 2007., u 000



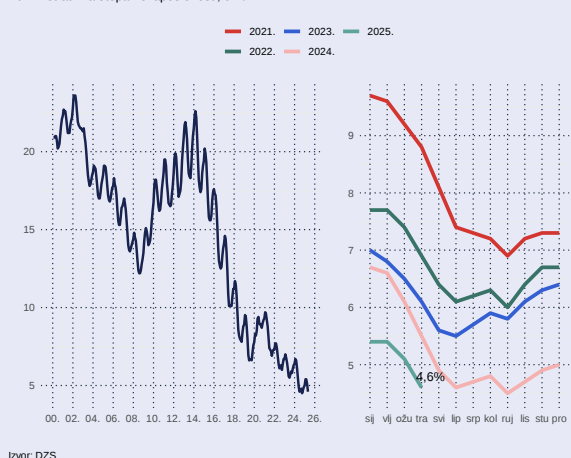
Izvor: HZZ

U takvim je okolnostima nastavljen trend smanjenja nezaposlenosti. Krajem prosinca 2024. stopa nezaposlenosti je iznosila 5,0 %, što je za 1,4 p.b. manje u odnosu na 2023. (slika 2.12.). Na godišnjoj razini povećan je broj zaposlenih za 3,5 %, a zabilježeno je i skromno povećanje

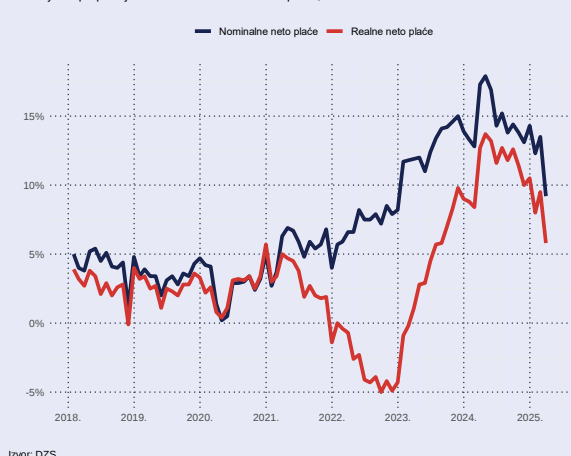
¹³ Prema podacima Ministarstva unutarnjih poslova dostupnih na [poveznici](#).

stope aktivnosti ¹⁴, koja je unatoč poboljšanju i dalje među najnižima u Europi.

Slika 2.12. Stopa nezaposlenosti na povijesno niskim razinama
Administrativna stopa nezaposlenosti, u %



Slika 2.13. Dinamika rasta plaća usporila u zadnjem tromjesečju 2024.
Godišnje stope promjena nominalne i realne neto plaće, u %



U uvjetima niske nezaposlenosti i visoke potražnje za radom, tržišta rada u 2024. obilježio je naglašeni rast plaća – nominalno su prosječne neto plaće porasle za 14,3 %, a realno za 10,5 % (slika 2.13.). Na porast plaća utjecale su porezne izmjene u vidu povećanja osobnog odbitka, kao i reforma sustava plaća u javnom sektoru ¹⁵. U narednom se razdoblju ne očekuje zamjetnije

usklađivanje ponude i potražnje za radom, zbog čega bi plaće mogle nastaviti rasti. Zbog uzajamnog poticanja rasta plaća i cijena, obuzdavanje inflacijskih pritisaka će u takvim okolnostima biti otežano.

Tržište nekretnina raste unatoč pritiscima

Povećanje zaduženosti privatnog sektora tijekom 2024. nije zamjetnije povećalo ranjivosti, a kreditni rizik je ostao na povijesno niskim razinama.

Dug kućanstva i nefinancijskih poduzeća povećan je za 10,4 % u 2024. godini. Nefinancijska poduzeća i u 2024. bilježe stabilne poslovne rezultate (slika 2.15.). Tako se broj insolventnih poduzeća dodatno smanjio, a udio neprihodujućih kredita ostao je na povijesno niskim razinama (slika 2.14.). Uzimajući u obzir umjerenu zaduženost realnog sektora ¹⁶ i razmjerno povoljnu kamatnu strukturu duga u kojoj prevladava fiksna ili djelomično fiksna kamatna stopa, znatnija materijalizacija kreditnog rizika nefinancijskog sektora nije izgledna ni u narednom razdoblju. Takva kretanja povoljno djeluju i na kreditni rizik u bilancama leasing društava čija je struktura ugovora u najvećoj mjeri vezana uz poslovanje nefinancijskih poduzeća (više u poglavlju **7. Leasing društva**).

Rast plaća i niska nezaposlenost dodatno su potaknuli potražnju kućanstva za kreditima, pa je u 2024. zabilježen porast novoodobrenih kredita za 10,5 %, pri čemu prevladavaju gotovinski nenamjenski

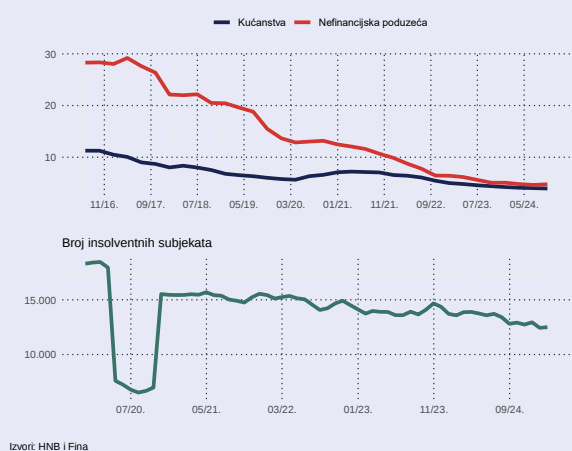
¹⁴ Prema podacima Eurostata na kraju 2024. je stopa aktivnosti za Hrvatsku iznosila 53,9 % što je za 1,2 p.b. veće u odnosu na kraj 2023. godine.

¹⁵ Na kraju 2024. prosječna mjesečna neto plaća u javnim službama (djelatnosti O, P i Q) bila je za 16,1 % veća na godišnjoj razini.

⁹ Na kraju 2024. dug privatnog sektora je iznosio 87,2 % BDP-a što je znatno ispod prosječnog duga privatnog sektora EU-a (142,8 %).

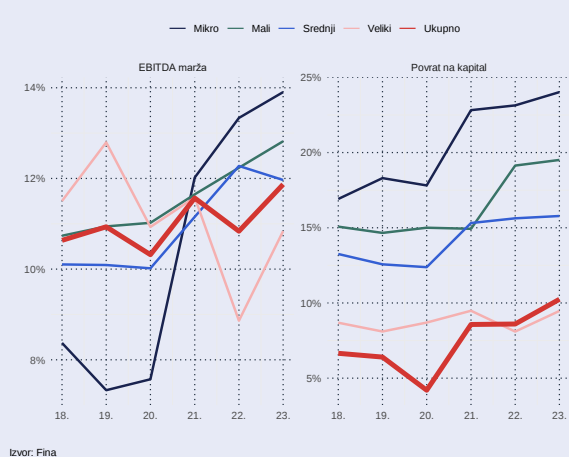
kreditu. Zbog toga je središnja banka najavila **ograničavanje kriterija kreditiranja potrošača** od srpnja 2025., s ciljem ublažavanja nakupljenih rizika za financijsku stabilnost i jačanja financijske otpornosti kućanstava. Spomenute bi mjere trebale djelovati na blago usporavanje zaduživanja kućanstva, posebice u segmentu gotovinskih nenamjenskih kredita, što bi neizravno moglo utjecati i na smanjenje inflatornih pritisaka povezanih s povećanom potrošnjom. Osim toga, mjere su usmjerene na usporavanje rasta stambenih kredita što će samo djelomično utjecati na potražnju za nekretninama, a time i cijene, jer se značajan broj kupoprodaja realizira i bez kreditnog financiranja.

Slika 2.14. Kreditni rizik privatnog sektora i dalje je zadržan na niskim razinama
Udio neprihodujućih u ukupnim kreditima, u %



Izvori: HNB i Fina

Slika 2.15. Pokazatelji poslovanja sektora nefinancijskih poduzeća stabilni
Pokazatelji poslovanja nefinancijskih poduzeća prema veličini poduzeća, u %



Rizici na tržištu nekretnina ostaju jedni od najizraženijih cikličkih sistemskih ranjivosti. Iako je u 2024. zabilježen blagi pad kupoprodaje nekretnina¹⁷, dijelom zbog prestanka državnog programa subvencija za stambene kredite (APN), cijene nekretnina su nastavile rasti po dvoznamenkastim stopama¹⁸ (slika 2.16.), a brži rast je zabilježen samo u tri EU zemlje¹⁹. Umjerenija inozemna potražnja djelomično je usporila rast, ali snažno tržišta rada i kreditiranje potpomažu domaću potražnju. Unatoč većim prihodima, visoke cijene nekretnina i pooštavanje uvjeta financiranja pogoršavaju priuštivost stanovanja. Stabilizacija cijena nekretnina u uvjetima izrazito visoke potražnje teško je ostvariva bez odgovarajućeg povećavanja ponude, a na koji bi srednjoročno trebao utjecati i nadolazeći **Nacionalni plan stambene politike**²⁰ i **porez na nekretnine**²¹ uveden početkom 2025. godine. Iako sektor

¹⁷ U 2024. je zabilježen nešto niži broj kupoprodaja (-2,9 %) na godišnjoj razini.

¹⁸ U 2024. je prosječna godišnja stopa rasta indeksa cijena stambenih nekretnina je iznosila 10,4 %.

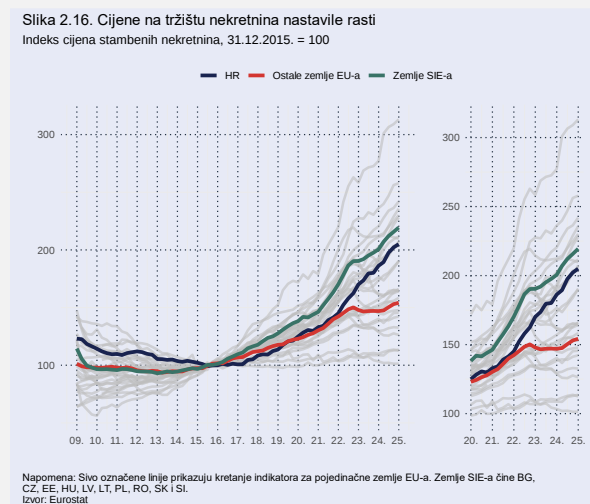
¹⁹ U 2024. su cijene nekretnina u Bugarskoj porasle za 16,5 %, Poljskoj za 15,0 %, a Mađarskoj za 12,8 %.

²⁰ Predloženi Nacionalni plan temelji se na tri glavna cilja: priuštivo stanovanje, održivo stanovanje i prostor u funkciji stanovanja, a

njegova vrijednost do 2030. iznosi oko 2 mlrd. EUR.

²¹ Uvedeni porez na nekretnine djelomično predstavlja transformaciju postojećeg poreza na kuće za odmor. Porezne stope mogu biti u rasponu od 0,60 EUR do 8 EUR po m² o čemu odlučuju jedinice lokalne samouprave, a porez se ne plaća na nekretnine koje služe za stalno stanovanje. Više detalja može se naći na [poveznici](#).

financijskih usluga nije direktno značajno izložen nekretninskom tržištu²², spomenuti sistemski rizici imaju šire implikacije za cjelokupno gospodarstvo, a posredno i na stabilnost financijskog sustava.



Povoljniji fiskalni pokazatelji i uz veće rashode

2024. godinu je, unatoč ekspanzivnoj fiskalnoj politici, obilježilo smanjenje javnog duga i poboljšanje kreditnog rejtinga. Snažan rast gospodarske aktivnosti i prihoda opće države ublažili su povećanje rashoda doveli do poboljšanja pokazatelja zaduženosti. Iako je javni dug u apsolutnom iznosu na kraju 2024. bio za 2,1 % veći na godišnjoj razini, u relativnim terminima je on iznosio 57,6 % BDP-a i po prvi puta je od 2010. pao ispod granice od 60 % propisane kriterijima iz Maastrichta (slika 2.17.).

Povoljni fiskalni pokazatelji i rast gospodarske aktivnosti doveli su do poboljšanja kreditnog rejtinga Hrvatske u

2024. godini (slika 2.18.). Sve tri kreditne agencije su podigle rejting Hrvatske: Standard & Poor's na A- uz pozitivne izgleda, Moody's na A3 uz stabilne izgleda te Fitch na A- uz stabilne izgleda. Iako se poboljšanje rejtinga nije uvelike odrazilo na tržišne prinose državnih obveznica, budući da su investitori već ugradili takav scenarij u svoja očekivanja (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), rast kreditnog rejtinga doprinosi jačanju stabilnosti javnog duga i posredno smanjuje rizike u sektoru financijskih usluga koji veći dio svoje imovine ulaže upravo u državne obveznice RH.

Strukturne karakteristike javnog duga nisu značajnije izmijenjene u 2024. godini. Uvođenjem eura značajno je smanjen valutni rizik, pa je tako krajem 2023. manje od 1 % duga bilo denominirano u drugim valutama. Najveći dio duga je i dalje dugoročnog karaktera (oko 94 %) i vezan uz domaće sektore (oko 70 %). Stabilnost javnog duga dodatno je poboljšana diverzifikacijom ulagatelja. Naime, od izdavanja prve narodne obveznice prije gotovo dvije godine, sektor stanovništva sudjelovao je u kupnji još jedne narodne obveznice u srpnju 2024. i kod sedam izdanja trezorskih zapisa²³ (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

Ukupni rashodi države nadmašili su prihode²⁴, uz produljenje deficita na 2,4 % BDP-a krajem 2024., no Hrvatska se time pridružila nekolicini zemlja EU-a koje zadovoljavaju oba maastrichtska uvjeta konvergencije (slika 2.17.). Prema projekcijama EK-a, javni dug bi krajem

²² Više u okviru 1. **Nekretninska ulaganja: alternativna ulaganja koja značajno određuju stabilnost sektora financijskih usluga u RH?** u Financijskoj stabilnosti broj 3.

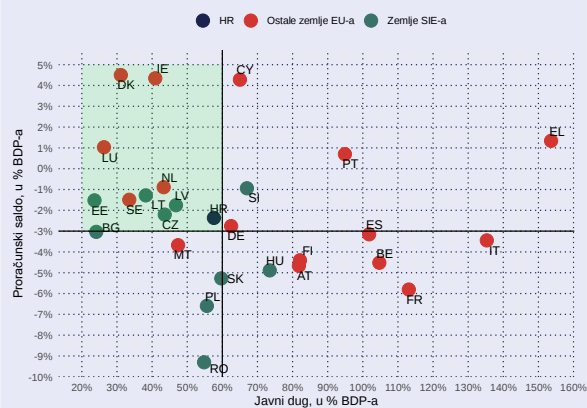
²³ Datumi izdanja trezorskih zapisa su redom: 23. studenog 2023., 29. veljače 2024., 6. lipnja 2024.,

19. rujna 2024., 21. studenog 2024., 19. prosinca 2024. te 27. veljače 2025.

²⁴ U razdoblju od siječnja do studenog 2024. prihodi opće države porasli su za 7,1 % na godišnjoj razini, a rashodi za 18,9 %.

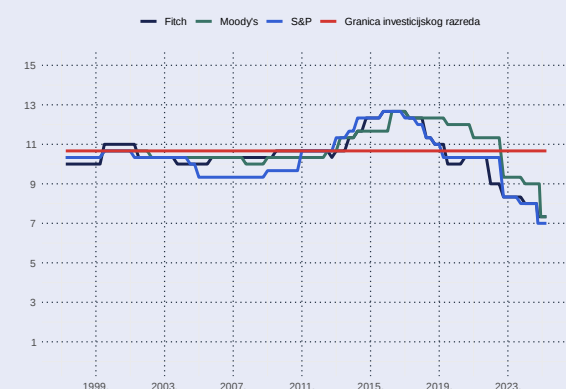
2025. trebao ostati ispod 60 %, uz proračunski manjak od -2,1 %. Ipak vanjski šokovi mogu vrlo brzo utjecati na pokazatelje domaćeg gospodarstva, zbog čega su kratkoročni rizici naglašeni, unatoč razmjerno povoljnim fiskalnim kretanjima.

Slika 2.17. Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države unutar maastrichtskih kriterija



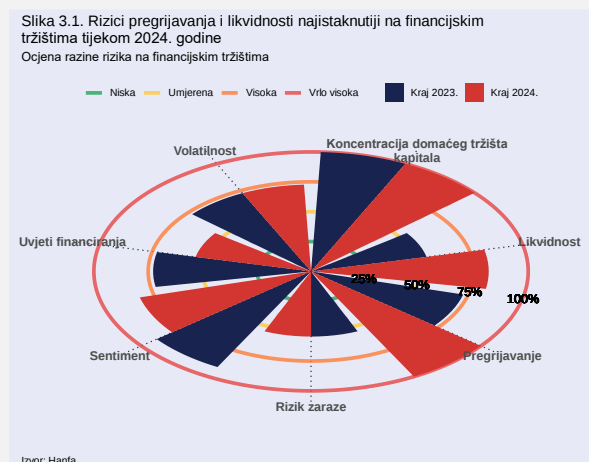
Napomena: Istaknute linije označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta. Podaci se odnose na 31.12.2024. godine.
Izvor: Europska komisija (DG-ECFIN), Eurostat

Slika 2.18. Kreditni rejting Hrvatske na povijesno najboljoj razini
Numerička ocjena kreditnog rejtinga za RH



Napomena: Bonitetne ocjene međunarodnih agencija za procjenu kreditnog rejtinga su numerički kvantificirane na način da je 1 pridružen najvišoj ocjeni, a 15 najlošijoj.
Izvor: Trading Economics

3. FINANCIJSKA TRŽIŠTA



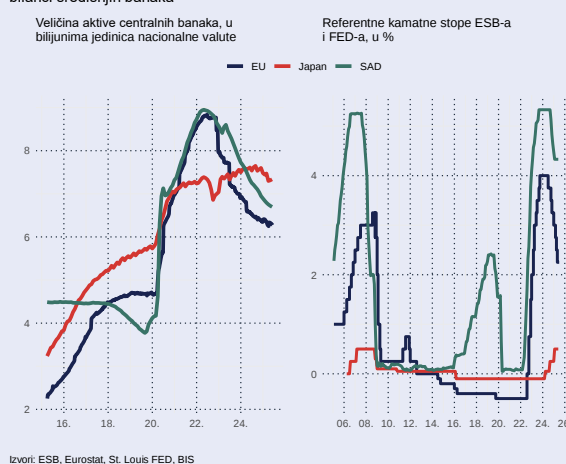
Financijska tržišta su tijekom 2024. uglavnom bilježila pozitivna kretanja unatoč povremenim volatilnostima i geopolitičkim napetostima. Smanjenje kamatnih stopa, izbjegavanje recesije i rastući entuzijazam oko tehnoloških kompanija potaknuli su optimizam ulagača. Visoka tržišna vrednovanja sugeriraju potisnutu globalnu premiju rizika, što povećava rizik pregrijavanja na tržištima. Likvidnost na domaćem tržištu blago se pogoršala s obzirom da je rast aktivnosti bio fokusiran na najlikvidnija izdanja. Kraj godine obilježili su američki predsjednički izbori, čiji ishod bi u narednom razdoblju mogao ubrzati gospodarsku i monetarnu divergenciju SAD-a i EU-a, što bi dodatno naglasilo prisutne tržišne ranjivosti. Zbog navedenih cikličkih kretanja, sektor financijskih usluga i dalje je izložen povećanim neizvjesnostima i sistemskim rizicima.

²⁵ U slučaju nastavka normalizacije bilanci sličnom dinamikom, očekivana veličina aktive središnje banke u SAD-u i EU krajem 2025. iznosi 25 % odnosno 40 % BDP-a, što je značajno

Monetarno okružje i uvjeti financiranja

Vodeće središnje banke su sredinom 2024. započele s primjenom ekspanzivne monetarne politike smanjujući referentne kamatne stope, uz nastavak procesa smanjenja aktive²⁵ (slika 3.2). Zbog razlika u gospodarskim trendovima i očekivanim implikacijama ekonomske politike nove američke administracije, sve su izraženija divergentna monetarna kretanja između SAD-a i EU-a, što može generirati nove nestabilnosti i povisiti troškove financiranja.

Slika 3.2. Započet ciklus snižavanja kamatnih stopa uz postupnu normalizaciju bilanci središnjih banaka



Nakon dosegnutog vrhunca u srpnju 2023., referentne kamatne stope FED-a zadržane su u rasponu od 5,25 % i 5,50 % sve do polovice 2024. Usporavanje inflacije ispod 3 % u srpnju 2024. označilo je početak ciklusa spuštanja kamatnih stopa²⁶ koje su koncem godine dosegnule

smanjenje od vrhunca iz sredine 2022. kad su navedeni udjeli iznosili 35 % odnosno 65 %.

²⁶ FED je snizio referentne kamatne stope za 50 b.b. u rujnu te po 25 b.b. u studenom i prosincu.

raspon od 4,25 % i 4,50 %. Paralelno je nastavljena i postupna normalizacija FED-ove bilance ²⁷, kroz prestanak reinvestiranja dospjelih vrijednosnica, čime je smanjen utjecaj FED-a na sekundarna obveznička tržišta, ali i djelomično ublaženi efekti smanjenja kamatnih stopa na trošak tržišnog financiranja.

Zbog slabijeg gospodarskog rasta i niže inflacije u EU, ESB je ranije započeo snižavati kamatne stope, koje su u drugoj polovici 2024. u četiri navrata kumulativno smanjene za 100 b.b. Time je kamatna stopa na prekonoćne depozite snižena na 3 %, a čelnici ESB-a su najavili daljnja smanjenja u 2025. s ciljem primicanja neutralnoj kamatnoj stopi²⁸ između 1,75 % i 2,25 %. ESB je također nastavio smanjivati svoju bilancu, pri čemu je iznos aktive krajem godine iznosio 6,3 bil. EUR²⁹, a nastavak tog trenda sličnom dinamikom se očekuje i u 2025. godini.

Tržišna očekivanja kamatnih rezova postupno su jačala tijekom 2024., posebice u SAD-u gdje se u rujnu očekivalo smanjenje kamatnih stopa za 250 b.b. u sljedećih 12 mjeseci. Nakon prvog snižavanja kamatnih stopa od 50 b.b. u rujnu, tržišta su do kraja godine ublažila svoja očekivanja na sniženje od 60

b.b. u 2025. godini. Rezultat je to izjava čelnika FED-a o snazi američkog gospodarstva i jačanju srednjoročnih inflacijskih očekivanja te neizvjesnosti učinaka nove američke administracije na inflatorna kretanja (slika 3.3.). Situacija je nešto drugačija unutar EU, gdje usporeni gospodarski i snižena inflacija uvjetuje očekivano smanjenje kamatnih stopa za 100 b.b. u 2025., čime bi referentna kamatna stopa bila snižena sa trenutnih 3 % na 2 %.

Divergencijski trendovi i porast neizvjesnosti pojačali su tečajne fluktuacije koje mogu pridonijeti tržišnim volatilnostima (slika 3.4.). Jačanju dolara krajem godine³⁰ posebno je doprinijela najava ekspanzivne fiskalne i protekcionističke ekonomske politike nove američke administracije te status dolara kao „sigurnog utočišta“ u uvjetima neizvjesnog geopolitičkog okružja. Također, iznenadno podizanje kamatnih stopa u drugim većim gospodarstvima, poput Japana ³¹ (slika 3.2.), dodatno potenciraju tečajnu neizvjesnost. Rast kamatnog diferencijala u korist SAD-a te posljedično slabljenje eura bi mogli imati proinflatorni učinak na gospodarstvo Europe s obzirom da se dolar koristi kao obračunska jedinica na energetske i

²⁷ FED je od lipnja 2024. smanjio mjesečnu dinamiku normalizacije bilance sa 95 na 60 bil. USD. Time je ukupna imovina FED-a krajem 2024. smanjena na 6,8 bil. USD, i dalje nalazi iznad pretpandemijskih razina kada je aktiva iznosila 4,6 bil. USD.

²⁸ Neutralna kamatna stopa je stopa koja nema ekspanzivne niti restriktivne učinke na gospodarstvo.

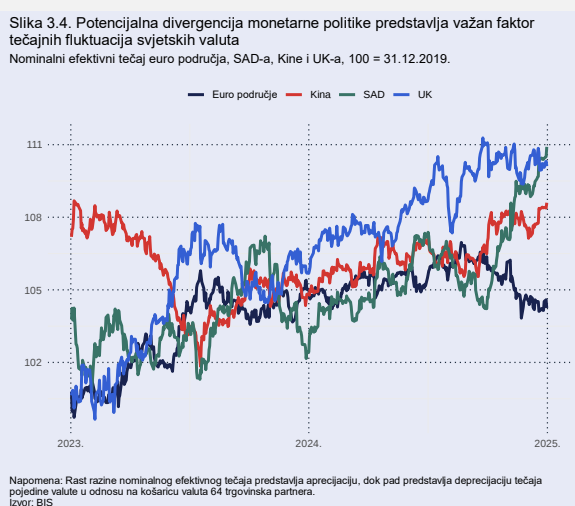
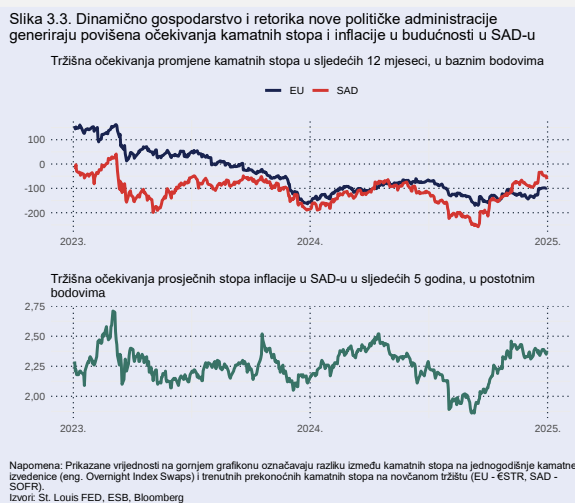
²⁹ Tome su doprinijeli prestanak reinvestiranja dospjelih glavnica iz APP (engl. *Asset Purchase Programme*) i PEPP (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*) portfelja te otplate TLTRO kredita (engl. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). U lipnju 2023. je Upravno vijeće ESB-a odlučilo prestati s

reinvestiranjem glavnica, dok su dospjele glavnice unutar PEPP portfelja reinvestirane do kraja lipnja 2024. te je u drugoj polovici godine nastavljeno reinvestiranje dijela glavnica pri čemu je proces obustavljen s krajem godine. Također, banke iz europodručja su otplatile više od 2 bilijuna eura TLTRO III kredita u razdoblju od kraja 2022 do kraja 2024. godine.

³⁰ Euro je na kraju 2024. deprecirao u odnosu na dolar za 7 % od vrhunca iz rujna 2024.

³¹ Referentna kamatna stopa Japanske središnje banke je, prvi put nakon 17 godina, u ožujku 2024. podignuta na raspon između 0 i 0,1 % te je najavljena normalizacija bilance. Referentna kamatna stopa je podignuta u još dva navrata te krajem siječnja 2025. iznosi 0,5 %.

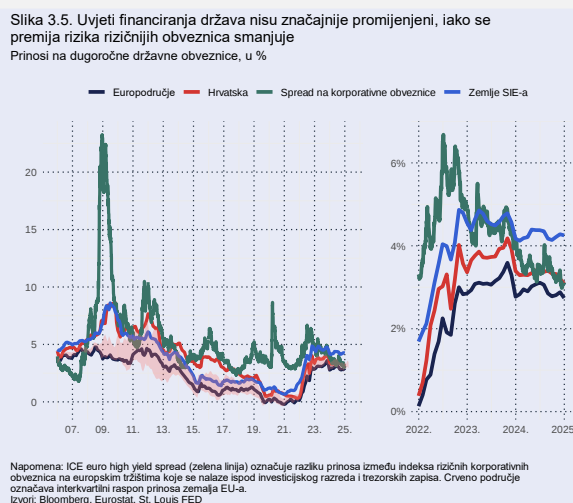
ostalim robnim tržištima, što poskupljuje uvoz u eurozoni i otežava planove ESB-a u dostizanju neutralne razine kamatnih stopa.



Unatoč ublažavanju monetarne politike, prinosi državnih obveznica EU zemalja ostali su nepromijenjeni zbog gospodarskih slabosti i geopolitičkih napetosti. Neizvjesnosti su povećane krajem godine, što povećava rizik skoka volatilnosti i korekcije premije rizika. Prinosi državnih obveznica zemalja europodručja ostali su relativno nepromijenjeni tijekom 2024., završivši godinu na razini od 2,74 %. Politička

nestabilnost i pad industrijske proizvodnje u vodećim gospodarstvima ³² EU-a povećali su percepciju rizika i neutralizirali su učinke smanjenja inflacije i poticaja ESB-a. Istovremeno su smanjene premije rizika korporativnih obveznica (slika 3.5.), što može upućivati na podcjenjivanje kreditnog rizika i preusmjeravanje ulaganja u obveznice s višim prinosima.

Volatilnosti na međunarodnim obvezničkim tržištima porasle su krajem godine (slika 3.6). Najizraženiji rast prinosa od 75 b.b. zabilježile su obveznice SAD-a (prinos dosegao 4,6 %), prvenstveno zbog jačanja inflacije ³³ krajem godine i rasta terminske premije rizika zbog geopolitičke neizvjesnosti i monetarne divergencije središnjih banaka.



Prinosi na državne obveznice RH smanjeni su za 30 b.b. te su krajem godine iznosili 3,1 %, nastavljajući konvergenciju prema ostalim zemljama europodručja. Ovo smanjenje prinosa odražava iznadprosječan gospodarski rast i poboljšane javne financije čiji kreditni rejting je poboljšan u 2024. u kategoriju

³² Industrijska proizvodnja Njemačke je u studenom zabilježila pad od - 3,3 % na godišnjoj razini pri čemu je nastavljen negativan trend od sredine 2023. godine.

³³ U prosincu 2024. stopa inflacije u SAD-u iznosila 2,9 %, što je povećanje treći mjesec zaredom nakon što je u rujnu dosegla 2,4 %.

iznadprosječne kreditne kvalitete³⁴ od sve tri vodeće rejting agencije, čime je dosegnoo povijesno najvišu razinu (slika 2.17. u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**). Sukladno interesu malih ulagača, tijekom 2024. je nastavljeno izdavanje „narodnih“ obveznica i trezorskih zapisa namijenjenim malim ulagačima³⁵, što predstavlja poticaj razvoju domaćeg tržišta kapitala i stanovništvu pruža sigurnu alternativu štednji u bankama.

Slika 3.6. Rast obvezničkih prinosa krajem godine potaknut globalnim neizvjesnostima
Rast prinosa na državne obveznice od početka rujna 2024. godine, u baznim bodovima

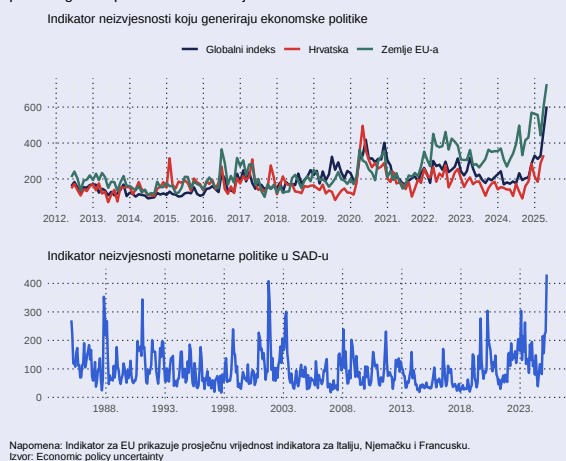


Sentiment investitora

Nakon razdoblja relativne stabilnosti ekonomskih politika, neizvjesnosti su porasle tijekom 2024., prvenstveno zbog geopolitičkih napetosti i fragmentacije globalne trgovine te divergencije američkog i europskog gospodarstva (slika 3.7.). Oslabljena gospodarska aktivnost i povremene političke krize obilježile su 2024. i naglasile strukturne slabosti europskog gospodarstva. Raspad vladajuće koalicije

u Njemačkoj u studenom te pad francuske vlade u prosincu potaknuli su rast neizvjesnosti u Europi što se odrazilo i na obveznička tržišta³⁶. Rezultati predsjedničkih izbora s druge strane Atlantika pridonijeli su globalnoj neizvjesnosti najavom protekcionističkih mjera, produbljivanjem fiskalnog deficita te deregulacijom financijskog sektora. Zbog toga je Fed odlučio usporiti sa dinamikom snižavanja kamatnih stopa radi neizvjesnih učinaka mjera nove administracije, čime je indeks monetarne neizvjesnosti krajem ožujka 2025. dosegnoo najvišu razinu u povijesti (slika 3.7.). Ratni sukobi u Ukrajini i na Bliskom istoku i dalje predstavljaju izraženu prijetnju za širenje gospodarskih šokova, pogotovo putem cijena energenata i potencijalnog narušavanja opskrbenih lanaca.

Slika 3.7. Političke neizvjesnosti u EU i najava protekcionizma iz SAD-a su u drugoj polovici godine potaknuli rast neizvjesnosti



Unatoč rastu gospodarske i političke neizvjesnosti, investitori su zadržali optimizam što je potaknulo rast tržišnih vrednovanja. S obzirom na osjetljivost sentimenta na šokove, optimizam u

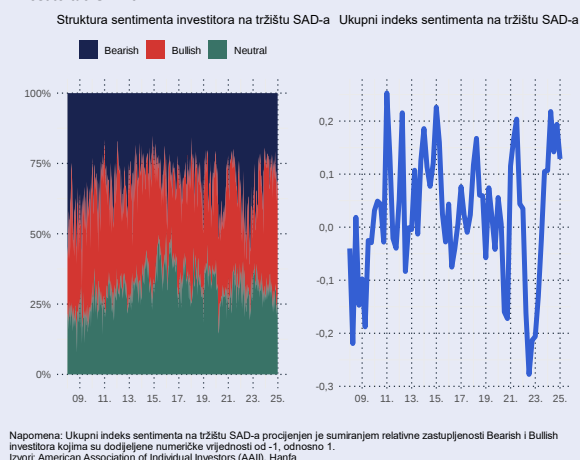
³⁴ Kreditni rejting je u drugoj polovici godine povećan s razine BBB+ odnosno Baa2 na A- odnosno A3.

³⁵ Tijekom 2024. je bilo pet izdanja trezorskih zapisa i jedno „narodne“ obveznice pri čemu je od građana prikupljeno oko 3,8 mlrd. eura.

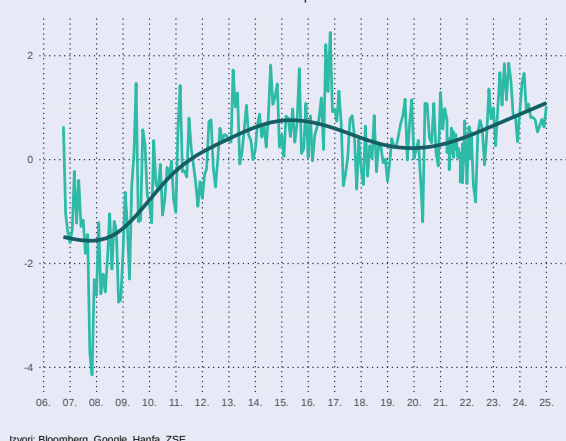
³⁶ Prinosi na njemačke i francuske državne obveznice su koncem godine zabilježili rast od 30 i 60 baznih bodova u odnosu na početak 2024. godine.

uvjetima globalne neizvjesnosti naglašava rizik snažnijih kolebanja i tržišnih korekcija. U SAD-u su glavni izvori optimizma (slika 3.8.) bili najava smanjenja kamatnih stopa i otpornost gospodarstva. Sentiment je dodatno ojačao rast korporativnih zarada i entuzijazam oko potencijala umjetne inteligencije. Tržište je brzo savladalo kratkoročne šokove poput podizanja kamatne stope Središnje banke Japana i rasta nezaposlenosti u SAD-u tijekom kolovoza, no oni su ukazali na osjetljivost sentimenta investitora. Rast sentimenta nastavljen je u rujnu nakon snižavanja kamatnih stopa FED-a za 50 b.b. te završetkom predsjedničkih izbora u SAD-u. Dodatan izvor nesigurnosti predstavlja i kinesko gospodarstvo koje se, unatoč postizanju cilja rasta od 5 %, suočava s nekretninskom krizom i slabljenjem gospodarskih izgleda. Raspoloženje investitora na domaćem tržištu kapitala ostalo je stabilno tijekom 2024. godine, potaknuto pozitivnim makroekonomskim pokazateljima, što se u konačnici odrazilo i na snažan rast vrednovanja domaćih kompanija (slika 3.9.).

Slika 3.8. Unatoč kolebanjima krajem godine zadržana optimistična očekivanja investitora u SAD-u



Slika 3.9. Uzlet domaćeg sentimenta investitora reflektira pozitivna kretanja na domaćem tržištu kapitala
Indeks sentimenta investitora na domaćem tržištu kapitala



Vrednovanja i volatilnost na financijskim tržištima

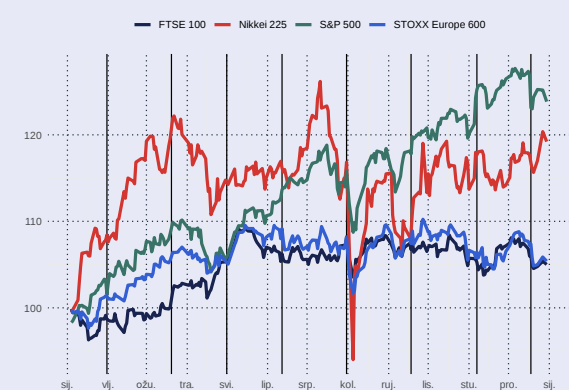
Optimizam investitora i niska volatilnost pridonijeli su smanjenju financijskog stresa u 2024. (slika 3.10.), no povremene snažne reakcije pokazuju osjetljivost tržišta na iznenadne šokove.

Prva polovica 2024. protekla je bez značajnijih tržišnih šokova. Sistemski stres u EU ostao je do kraja 2024. na sniženim razinama, dok su financijska tržišta u SAD-u povećanje kratkotrajne volatilnosti u drugoj polovici godine. Strah od recesije, podizanje kamatnih stopa Središnje banke Japana te posljedična aprecijacija jena rezultirale su paničnom rasprodajom na tržištima u kolovozu. Iako se situacija ubrzo stabilizirala, najava čelnika FED-a u prosincu o usporavanju dinamike smanjenja kamatnih rezova u 2025. ponovno je uznemirila tržišta. S obzirom na trenutne geopolitičke napetosti i monetarnu neizvjesnost, izgledan je nastavak razdoblja povišene tržišne volatilnosti u 2025. i povećanje rizika za financijsku stabilnost.

Slika 3.10. Volatilitnost potisnuta unatoč kratkotrajnim oscilacijama na američkom dioničkom tržištu



Napomena: Horizontalne isprekidane linije označavaju prosjek prikazanih indeksa od početka mjerenja.
Izvor: St. Louis FED, ESB

Slika 3.11. Snažniji rast dioničkog tržišta u SAD-u u odnosu na ostale regije tijekom druge polovice godine
Globalni dionički indeksi, 100 = 29.12.2023.

Napomena: Vertikalne linije označuju datume sastanaka FED-a.
Izvor: YAHOO Finance

Snažan rast tržišnih vrednovanja nastavljen je i u 2024., no visoka vrednovanja ukazuju na rastuće rizike i potencijalno podcjenjivanje sistemskih prijetnji. Globalna tržišta su u iščekivanju smanjenja kamatnih stopa početkom 2024. nastavila s rastom iz prethodne godine. Unatoč intenziviranju ratnih sukoba i oslabljenom potrošačkom raspoloženju, tržišta su u prvoj polovici godine zabilježili stabilan i izražen rast vrednovanja, a snažnija kolebanja uz kratkotrajne korekcije su zabilježeni u drugoj polovici godine ³⁷. Europska dionička tržišta su zabilježila skromniji rast ³⁸ zbog manje zastupljenosti tehnoloških kompanija te slabijih gospodarskih pokazatelja. Ipak, neki regionalni indeksi, poput domaćeg CROBEXA koji je ostvario rast od 26 %, zabilježili su vrlo visoki rast u 2024. godini.

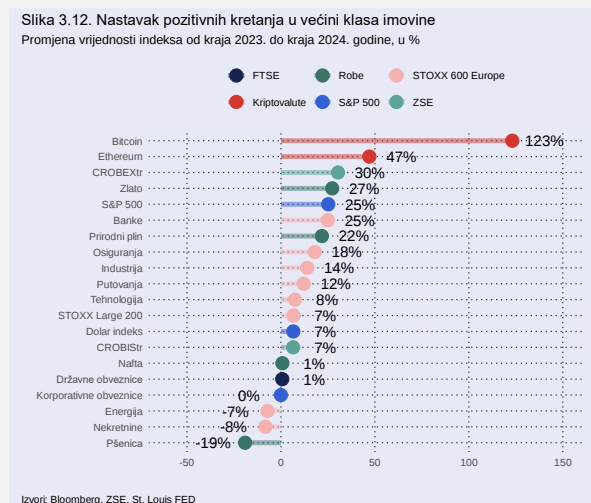
Većina klasa financijske imovine ostvarila je solidne povrate u 2024. unatoč povišenim sistemskim rizicima. Najviše su se istaknule rizičnije klase imovine poput kriptovaluta ³⁹, potaknute povećanom potražnjom tradicionalnih investitora kroz osnivanje specijaliziranih ETF-ova te najave deregulacije u SAD-u, ali i općim tržišnim optimizmom i većom sklonosti za preuzimanjem rizika. Od tradicionalnih sektora ističu se banke s povratom od 26 % zahvaljujući visokoj kapitaliziranosti te snažnoj profitabilnosti temeljenoj na visokim kamatnim stopama. Tehnološki sektor je također rastao – u Europi za 8 %, a u SAD-u za čak 37 %, ponajviše zbog interesa ulagača za nekoliko vodećih kompanija i entuzijazma oko potencijala umjetne inteligencije. S druge strane, europski nekretninski sektor pao je 8 % zbog slabih gospodarskih pokazatelja, visokih troškova financiranja te smanjene potražnje za poslovnim prostorima zbog rada na daljinu. Unatoč normalizaciji monetarne politike, obveznice nisu zabilježile rast vrednovanja poglavito zbog

³⁷ Tržišta EU-a, Velike Britanije i SAD-a su zabilježila su 5. kolovoza zabilježila korekcije u rasponu od 1,8 % do 3 %, dok je korekcija na japanskom tržištu iznosila 12,4 % što je najviši pad od „Crnog ponedjeljka“ 1987. godine.

³⁸ S&P 500, Nikkei 225 i Euro STOXX 600 su zabilježili godišnji porast od 24 %, 19 % odnosno 5 %.

³⁹ Bitcoin je u 2024. ostavio rast vrijednosti od 123 % te je u prosincu premašio rekordnu vrijednost od 100 000 dolara.

rasta premije za rizik te očekivanog porasta ponude državnih obveznica u 2025. godini. Zlato je poraslo 27 % u 2024. što također ukazuje na rast neizvjesnosti, pri čemu su središnje banke činile najveći dio potražnje za zlatom. Cijena prirodnog plina je snažno porasla zbog hladnijih zimskih uvjeta i prekida dotoka ruskog plina kroz Ukrajinu krajem godine.



Snažan rast domaćeg tržišta kapitala nastavljen je i u 2024., a predvodile su ga kompanije iz segmenta industrije i građevine. Glavni dionički indeks CROBEX porastao je 26 % u 2024. nakon impresivnog rasta od 28 % iz prethodne godine, čime je u listopadu premašio razinu od 3000 bodova – prvi put od 2008. godine (slika 3.13). Ovaj rast prvenstveno je rezultat dobrih poslovnih rezultata sastavnica CROBEX-a⁴⁰ i pojačanih isplata dividendi. Međutim, fokus ulagača zadržan je na najlikvidnijim izdanjima, čemu svjedoči rast CROBEX10 indeksa od gotovo 30 %. Obveznički indeks CROBIS

zabilježio je skromniji porast od 4 % u 2024. zahvaljujući smanjenju kamatnih stopa ESB-a i poboljšanju perspektiva javnih financija koja je u konačnici rezultirala poboljšanjem kreditnog rejtinga.

Slika 3.13. Nastavak uzleta vrednovanja na domaćem tržištu koncentriran u pojedinim izdanjima i industrijama



Gledano po sektorima, industrija (+39 %) i građevina (+27 %) prednjače rastom u 2024. zahvaljujući sjajnim poslovnim rezultatima i poboljšanim očekivanjima daljnjeg rasta⁴¹ te sinergijskog efekta brzorastućih kompanija na burzi⁴². Ostali sektori su zabilježili slabije rezultate, pri čemu je prijevoz pao gotovo 18 % zbog geopolitičkih tenzija koje su povisile volatilnost cijena brodarskog prijevoza, dok je sektor prehrane zabilježio pad od 6 % zbog rasta ulaznih troškova i potencijalno izazovnih akvizicija⁴³. Iako je sektor turizma na početku godine bilježio rast vrednovanja i prometa, godinu je zaključio s neznatnim padom od 0,2 %, što ukazuje na zabrinutosti oko gospodarske situacije u glavnim zemljama iz kojih

⁴⁰ U prva tri tromjesečja sastavnice CROBEX-a su ostvarile rast dobiti od 102 % u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

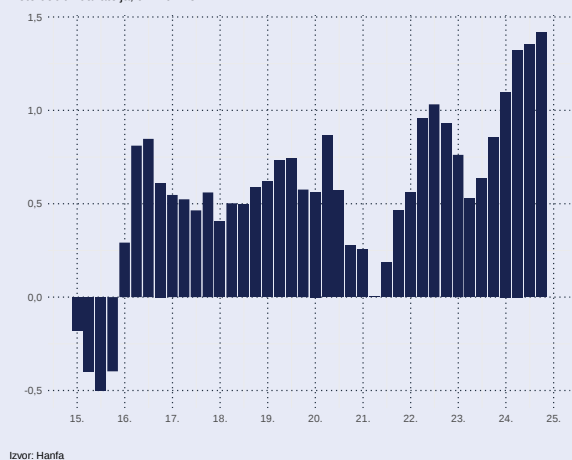
⁴¹ Dvije dionice se ističu s troznamenkastim rastom u sastavu sektorskog indeksa, a to su KONČAR - Distributivni i specijalni transformatori d.d. za proizvodnju i Končar d.d. s rastom od 129 % odnosno 137 %.

⁴² Dalekovod d.d. je imao najveći doprinos s godišnjim rastom od 58 %. To se pripisuje činjenici da Dalekovod d.d. pripada Grupi KONČAR te dio rastućeg poslovanja Grupe prelazi na društva u kojima ima većinski udio.

⁴³ Podravka je krajem godine zauzela većinski udio u poljoprivrednom segmentu Fortenova grupe.

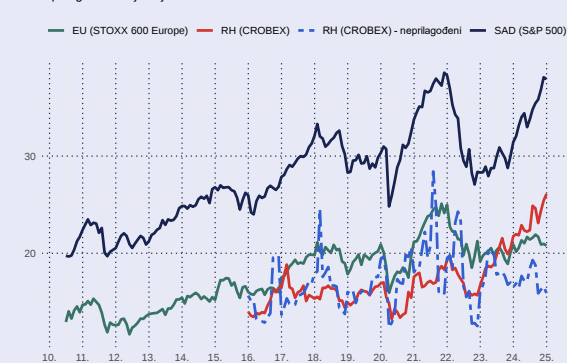
dolaze turisti i smanjene cjenovne konkurentnosti (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okružje](#)).

Slika 3.14. Rast dobiti domaćih izdavatelja u uvjetima gospodarske ekspanzije
Neto dobit izdavatelja, u mlrd. EUR



Izvor: Hanfa

Slika 3.15. Rast vrednovanja doprinosi akumuliranju rizika pregrijavanja na dioničkim tržištima
Ciklički prilagođeni omjer cijena i zarada



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

Izvor: Bloomberg, Eurostat, Robert J. Shiller

Rast cijena u neizvjesnom okruženju naglašava rizik pregrijanosti tržišta, što može dovesti do naglih korekcija i potencijalno ugroziti financijsku stabilnost. Američko tržište kapitala snažno je poraslo tokom 2024. zahvaljujući interesu ulagača za tehnološke dionice⁴⁴, potisnutoj premiji rizika te rastu dobiti kompanija⁴⁵. Posljedično je omjer cijena i zarada na američkom tržištu iznosio 38⁴⁶ na kraju

2024., čime su vrednovanja sasvim približila povijesno najvišim razinama (slika 3.15). Vrednovanja na europskom tržištu kapitala su i dalje umjerena – sa omjerom cijena i zarada kompanija u STOXX 600 indeksu od 21 puta na kraju 2024. godine. Visoka vrednovanja na financijskim tržištima impliciraju rašireni optimizam među investitorima što generira više razine rizika za financijsku stabilnost u slučaju novih šokova.

Ciklički prilagođeni omjer cijena i zarada sastavnica CROBEX-a počeo se značajnije udaljavati od europskih razina što ukazuje na rast optimizma investitora u usporedbi sa povijesnim pokazateljima profitabilnosti domaćih izdavatelja (slika 3.15). Ipak, imajući u vidu trenutnu ekspanzivnu fazu poslovnog ciklusa, rast vrednovanja je usuglašen sa porastom profitabilnosti domaćih kompanija, čemu svjedoči relativna stabilnost omjera cijena i trenutnih zarada koji je na kraju godine iznosila 16,5. Održivost recentnog rasta će stoga ovisiti o pretpostavci nastavka poslovnog uzleta domaćih kompanija, a potencijalno usporavanje gospodarstva moglo bi testirati spomenuti optimizam i nepovoljno se odraziti na tržišna vrednovanja, a posredno i na profitabilnost domaćih institucionalnih investitora. Iako domaće tržište kapitala ne pokazuje znakove izrazite precijenjenosti, nagle promjene raspoloženja na globalnim financijskim tržištima mogle bi izazvati pad i na domaćem tržištu, koje unatoč recentnim pozitivnim cikličkim kretanjima i dalje

⁴⁴ Utjecajne tehnološke kompanije poznatije pod nazivom „Veličanstvenih 7“ zauzimaju trećinu S&P 500 indeksa te je njihova tržišna kapitalizacija u proteklom desetljeću zabilježila rast od 800 %.

⁴⁵ Godišnji rast dobiti sastavnica S&P 500 indeksa koje su podnijele izvještaje je u zadnjem kvartalu 2024. iznosio 16,4 %.

⁴⁶ Navedeni omjer cijena i zarada na kraju godine se nalazio u 97. percentilu povijesne distribucije.

karakterizira nekolicina strukturnih slabosti.

Likvidnost i koncentracija tržišta

Rast cijena u 2024. pratio je i porast aktivnosti na domaćem tržištu kapitala, koja je ostala koncentrirana u nekolicini najlikvidnijih izdanja. Redovan promet iznosio je 355 mil. EUR u 2024., što je gotovo 10 % više u odnosu na godinu prije (slika 3.16). Najveći dio redovnog trgovanja (83,2 %) odnosio se na dionice, dok su obveznice sudjelovale s udjelom od 9,4 %. Rast značaja ETF-ova nastavljen je i u 2024. budući da je njihov udio u ukupnom redovnom prometu dosegao 7,3 %, što je rast od 2,3 p.b. u odnosu na prethodnu godinu. Osim toga uvrštavanje novog ETF-a⁴⁷ na domaću burzu ukazuje na sve veću važnost ove vrste financijskog instrumenta među investitorima.

Unatoč pozitivnim kretanjima, koncentracija trgovanja ostaje strukturna ranjivost domaćeg tržišta, koje je i u 2024. zabilježilo smanjenje broja uvrštenih dionica⁴⁸. Pet najtrgovanijih dionica⁴⁹ činilo je oko polovine ukupnog prometa u 2024., a tri najlikvidnije čak trećinu (slika 3.17). Najsnažniji skok koncentracije je zabilježen tijekom listopada kada je prvih pet tj. prve tri dionice zauzimalo gotovo 61 %, odnosno 50 % ukupnog trgovanja što se pripisuje povećanom interesu ulagača povodom pojedinih korporativnih akcija⁵⁰.

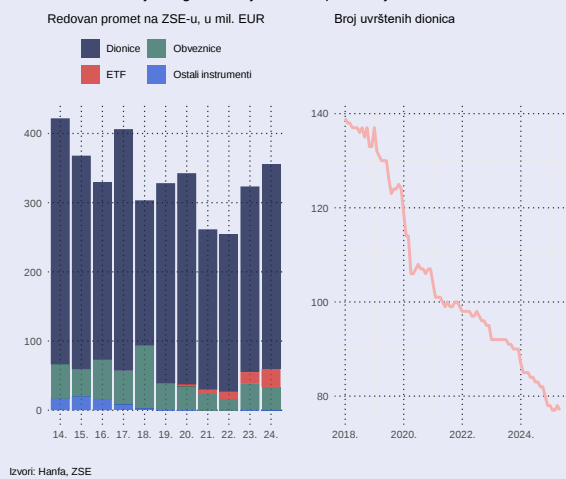
⁴⁷ Sredinom godine je uvršten peti ETF koji pruža investitorima izloženost tržištu rumunjskih državnih obveznica s fokusom na dospijeća od 5 do 10 godina.

⁴⁸ Broj uvrštenih dionica krajem godine je snižen sa 87 na 78.

⁴⁹ Prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo su HT, Končar, Podravka, Ericsson Nikola Tesla i Končar – D&ST.

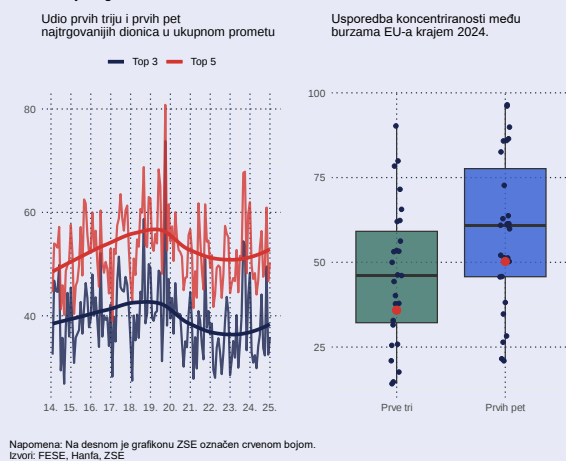
Na međunarodnoj razini, koncentracija trgovanja na ZSE-u krajem 2024. je zabilježila ispodprosječne razine europskih dioničkih tržišta.

Slika 3.16. Rast obujma trgovine u sjeni trenda pada broja uvrštenih dionica



Izvori: Hanfa, ZSE

Slika 3.17. Koncentracija trgovanja na ZSE-u je zabilježila ispodprosječne razine krajem godine u odnosu na ostale burze unutar EU



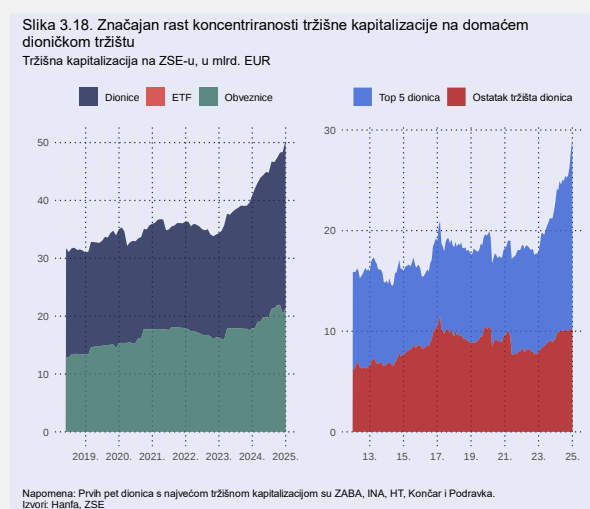
Napomena: Na desnom je grafikonu ZSE označen crvenom bojom.
Izvori: FESE, Hanfa, ZSE

Rast cijena u 2024. povećao je ukupnu tržišnu kapitalizaciju za 23,3 %, koja je dosegla 50,3 mlrd. EUR na kraju godine⁵¹. I dok je rast kapitalizacije dionica od 26,3 % rezultat rasta vrednovanja, rast kapitalizacije obveznica od 19,3 % je najvećim dijelom nastalo pod utjecajem

⁵⁰ Dionica kojom se u listopadu najviše trgovalo bila je dionica društva HT d.d., kojom je ostvaren promet od 10,4 milijuna eura (26,9 % ukupnog trgovanja na burzi u listopadu) što je rezultat programa otkupa dionica i smanjenja državnog vlasničkog udjela.

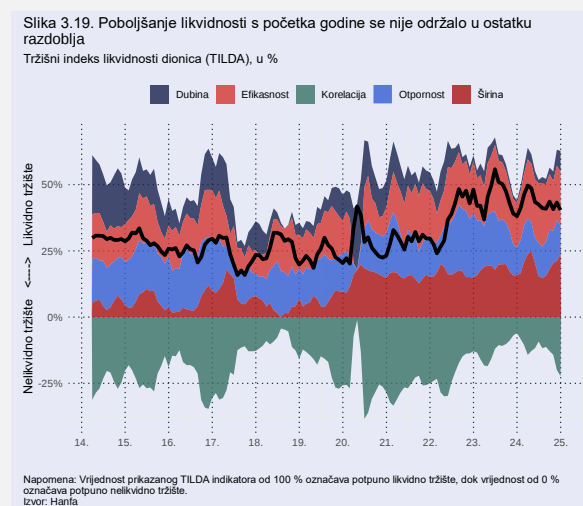
⁵¹ Dionice i dalje predstavljaju najznačajniji segment s 57,5 %, dok obveznice sudjeluju s 42,4 % udjela u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji.

novih izdanja obveznica. Osim koncentracije trgovanja, u porastu je i rastuća koncentriranost tržišne kapitalizacije dionica, pri čemu je prvih pet najbrže rastućih dionica sudjeluje s gotovo 65 % udjela u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji krajem godine (slika 3.18). Navedena kretanja ukazuju na usmjerenost ulagača k manjem segmentu tržišta te čine tržište ranjivim na potencijalno lošije poslovanje vodećih kompanija.



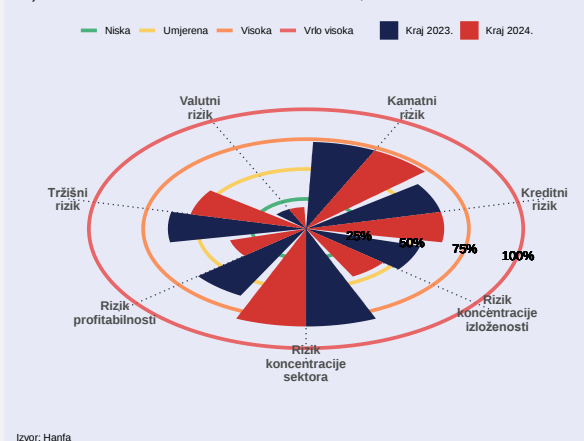
Unatoč većoj aktivnosti, prosječna likvidnost dionica na domaćem tržištu blago je pogoršana tijekom 2024.

godine. Najviša razina likvidnosti zabilježena je krajem prvog tromjesečja poboljšanjem komponenti širine i efikasnosti, no u nastavku godine se blago pogoršala zbog slabije tržišne otpornosti i efikasnosti. Također je vidljivo i smanjenje komponente dubine, što se negativno odražava na ostale komponente likvidnosti. Niska likvidnost i rastuća koncentracija trgovanja i tržišne kapitalizacije čine tržište ranjivim na potencijalne negativne šokove u okruženju visokih makroekonomskih i geopolitičkih rizika.



4. MIROVINSKI FONDOVI

Slika 4.1. Povoljna makroekonomska i tržišna kretanja tijekom 2024. smanjila izloženost mirovinskih fondova sistemskim rizicima
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru mirovinskih fondova, u %

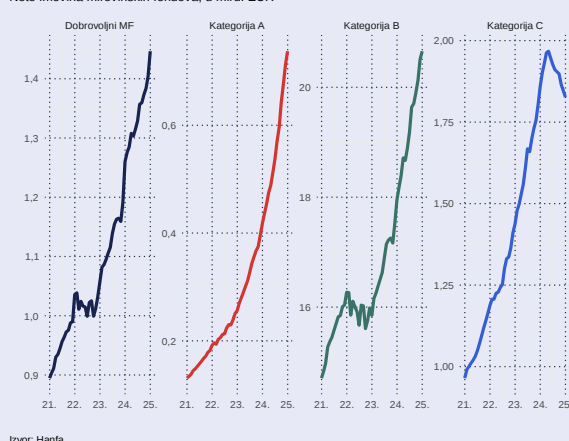


U povoljnim makroekonomskim i tržišnim uvjetima mirovinski su fondovi tijekom 2024. povećali imovinu i ostvarili solidne prinose. Nastavak diverzifikacije portfelja, osobito kroz rast prekograničnih izloženosti, smanjio je osjetljivost sektora na domaće šokove, no izloženost globalnim tržišnim rizicima i kamatnim rizicima ostaje povišena. Visoka vrednovanja rizičnijih klasa imovine u okruženju povišenih geopolitičkih i monetarnih neizvjesnosti na početku 2025. naglašavaju te rizike i upućuju na potrebu za fleksibilnijim strategijama ulaganja. Zakonske izmjene koje su stupile na snagu 2024. podržavaju tu prilagodbu omogućujući veći izbor ulaganja, učinkovitiju zaštitu vrijednosti imovine i dodatne mogućnosti izbora za članove.

Ključna ciklička kretanja

Pozitivna tržišna kretanja i stabilne neto uplate potpomognute povoljnim kretanjima na tržištu rada, potaknuli su rast imovine mirovinskih fondova u 2024. godini. Ukupna neto imovina mirovinskih fondova dosegla je 24,7 mlrd. EUR na kraju 2024. uz rast od 14,8 % i obveznih i dobrovoljnih fondova (slika 4.2.). Najsnažniji porast neto imovine od 76,6 % zabilježili obvezni fondovi kategorije A, zahvaljujući priljevu sredstava novih osiguranika⁵² (slika 4.3.). Kategorija B, u kojoj se nalazi 89,0 % ukupne imovine obveznih mirovinskih fondova, također je ostvarila snažan rast neto imovine od 15,0 %. Ukidanje automatskog prelaska članova u kategoriju C pet godina prije umirovljenja⁵³ značajno je smanjilo nove uplate, što je kroz rast odljeva sredstava dovelo do pada neto imovine ove kategorije za 1,7 % u 2024. godini.

Slika 4.2. U 2024. nastavljen rast imovine mirovinskih fondova
Neto imovina mirovinskih fondova, u mlrd. EUR

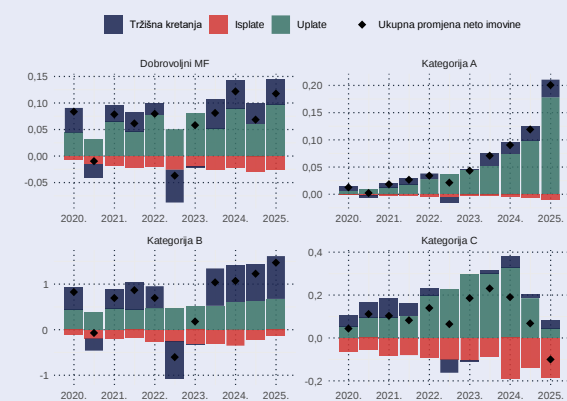


⁵² Osiguranike koji nakon prvog zaposlenja sami ne izaberu mirovinski fond i njegovu kategoriju, REGOS automatski raspoređuje u mirovinski fond kategorije A pod upravljanjem

jednog od mirovinskih društava.

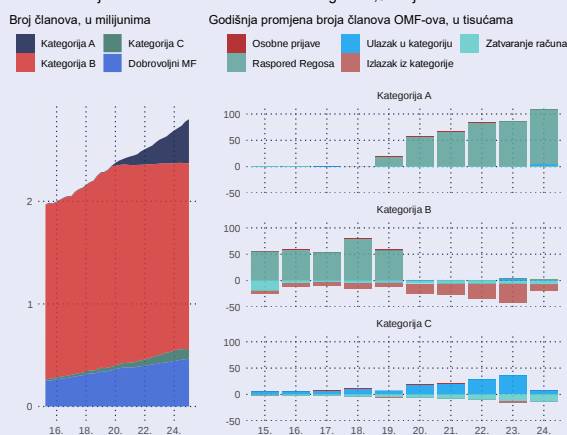
⁵³ Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN, br. 156/23) stupilo je na snagu 1. travnja 2024.

Slika 4.3. Pozitivna tržišna kretanja i stabilne neto uplate pridonijele su snažnom porastu imovine mirovinskih fondova u 2024. godini
Polugodišnja promjena neto imovine mirovinskih fondova, u mlrd. EUR



Izvor: Hanfa

Slika 4.4. Broj članova mirovinskih fondova dosegao je 2,8 milijuna



Izvori: Hanfa, REGOS

Broj članova mirovinskih fondova dosegao je 2,8 milijuna na kraju 2024. godine. Obvezni mirovinski fondovi su pritom povećali broj članova za 85,2 tisuće ⁵⁴ (rast od 3,8 %), dok su dobrovoljni fondovi narasli za 23,8 tisuća članova (rast od 5,4 %), dosegnuvši ukupno 466,8 tisuća članova (slika 4.4.). Prestanak automatskog prelaska članova u fondove kategorije C pet godina prije umirovljenja doveo je do smanjenja broja

članova unutar te kategorije⁵⁵, što će u prelasku mirovinskog sustava u fazu isplate staviti dodatni pritisak na ostvarivanje adekvatnih prinosa na štednju članova, s obzirom na daljnje očekivane negativne neto uplate. Interes za dobrovoljnu mirovinsku štednju kontinuirano raste, no njen puni potencijal još nije dosegnut - unatoč državnim poticajima i fleksibilnim mogućnostima štednje i isplate sredstava.

S ciljem daljnjeg jačanja mirovinskog sustava, početkom 2024. stupile su na snagu zakonske izmjene za drugi i treći stup kapitalizirane štednje ⁵⁶, s naglaskom na šire mogućnosti ulaganja, smanjenje naknada i povećanje slobode izbora za članove. Olakšana je i promjena kategorije obveznog mirovinskog fonda, čime je članovima olakšano usklađenje individualnih potreba s dostupnim mirovinskim planovima. Trenutna raspodjela članova obveznih mirovinskih fondova i dalje uvelike ovisi o automatiziranim raspodjelama, prilikom alokacije novih članova⁵⁷ ili pak propisanih automatskih prijelaza među kategorijama (slika 4.4.), što ukazuje na potrebu daljnjeg unaprjeđenja financijske pismenosti i podizanja svijesti o dugoročnim rizicima te važnosti osobnog izbora pri odabiru mirovinske štednje.

Imovina sektora mirovinskih fondova je na kraju 2024. činila 28,9 % BDP-a i 19,9 % ukupne imovine domaćeg financijskog

⁵⁴ Broj članova obveznih mirovinskih fondova kategorije A porastao je za 109,7 tisuća, a broj članova fondova kategorije B i C se smanjio za 18,1 tisuću, odnosno za 6,4 tisuća.

⁵⁵ Broj članova obveznih mirovinskih fondova kategorije C na kraju 2024. bio je za 11,1 tisuću, odnosno za 10,5 % manji u odnosu na kraj prvog tromjesečja 2024. godine.

⁵⁶ Riječ je o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ([NN, br.](#)

[156/23](#)), Zakona o dobrovoljnim mirovinskim fondovima ([NN, br. 156/23](#)) i Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima ([NN, br. 156/23](#)) od kojih je dio odredbi stupio na snagu s 1.1.2024., a dio s 1.4.2024. godine.

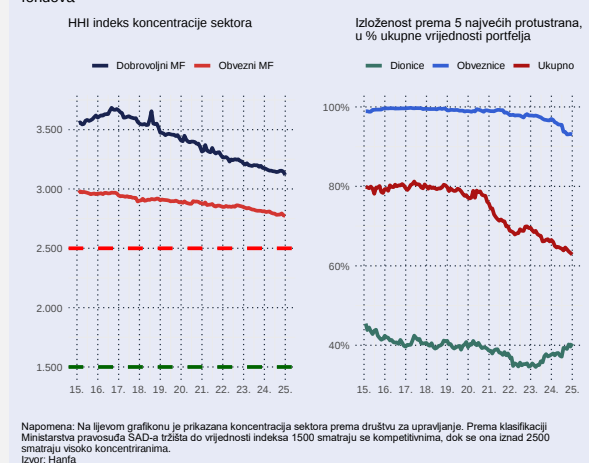
⁵⁷ U 2024. je tek 2,5 % novih članova obveznih mirovinskih fondova samostalno odabralo mirovinski fond, dok je ostatak članova automatizmom preraspoređen u fondove kategorije A.

sustava, što ih nakon kreditnih institucija čini drugim najvažnijim segmentom domaćeg financijskog sustava. Osim po veličini, važni su i zbog svoje dugoročne orijentacije i stabilnih tokova novca, čime značajno utječu na domaće tržište kapitala, ali i gospodarstvo u cjelini.

Strukturna obilježja i rizici

Iako se koncentracija upravljanja imovinom obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova postupno smanjuje, ona je i dalje visoka. Dok s jedne strane visoka koncentracija (slika 4.5.) omogućuje veću efikasnost upravljanja imovinom, a time i potencijalno smanjenje naknada i posljedično povećanje neto prinosa za članove, s druge strane povećava ranjivost mirovinskih fondova na sistemske rizike.

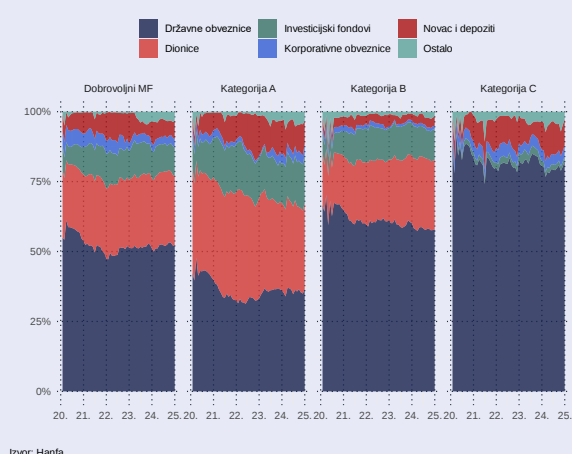
Slika 4.5. Smanjena sektorska i ulagačka koncentracija sektora mirovinskih fondova



Poslovanje mirovinskih fondova u velikoj je mjeri određeno relativno visokom koncentracijom ulaganja u državne obveznice koja se nastavila smanjivati tijekom 2024. godine. Tako su na kraju 2024. državne obveznice činile 58,7 % ukupnog portfelja (slika 4.6.), od čega se tri četvrtine odnosi na domaće državne obveznice. Relativno visoka koncentracija prisutna je i u dioničkom

dijelu portfelja, u kojem je pet najvećih izloženosti na kraju 2024. činilo 40,5 % ukupnog dioničkog portfelja (slika 4.5.).

Slika 4.6. U 2024. nastavljen trend smanjivanja koncentracije ulaganja
Struktura ulaganja mirovinskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Na postojeći visoki stupanj koncentracije ulaganja u značajnoj mjeri utječu zakonski limiti, posebice u pogledu ulaganja u različite klase imovine. Kako bi se prilagodila promjenjivim tržišnim okolnostima poslovanja i upraviteljima mirovinskih fondova osigurala veća fleksibilnost, zakonske izmjene koje su stupile na snagu u 2024. dodatno su proširile investicijske mogućnosti mirovinskih fondova. Tako su, ovisno o kategoriji, proširene mogućnosti ulaganja u nove oblike imovine poput nekretnina, neuvrštenih hipotekarnih obveznica i vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na multilateralnim trgovinskim platformama. Obvezni mirovinski fondovi A i B kategorije dodatno imaju i obvezu ulaganja minimalno 5,0 % neto imovine u alternativni investicijski fond s državnom garancijom povrata ukupnog ulaganja. Fondovima kategorije C omogućena su ulaganja u visoko likvidne i niskorizične dionice i ETF-ove. Osim toga, ublažena su ograničenja i za postojeća ulaganja - po pitanju zastupljenosti pojedine klase imovine ili pak pojedinog izdavatelja.

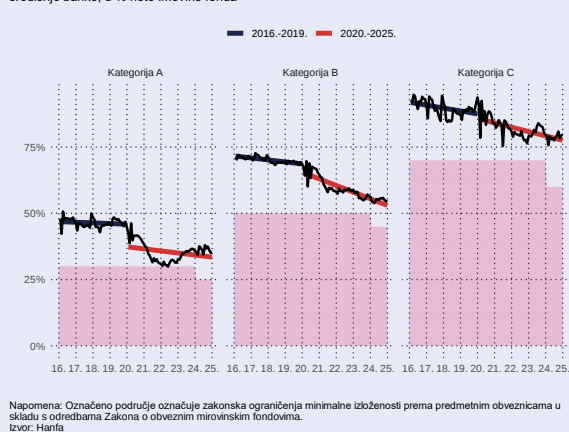
Među važnijim izmjenama ističe se smanjenje obveza ulaganja u obveznice čiji je izdavatelj RH, druga država članica EU-a ili OECD-a ili njihove središnje banke (slika 4.7.), čime se otvara dodatan prostor za daljnju diversifikaciju ulaganja. Važan preduvjet za širu diversifikaciju bio je i ulazak Hrvatske u europodručje početkom 2023., koji je znatno olakšao prekogranična ulaganja.

Udio državnih obveznica u ukupnim ulaganjima smanjen je za 2,2 p.b. u odnosu na kraj 2023., ponajprije zbog smanjenog ulaganja u obveznice RH, čiji udio u ukupnim ulaganjima je pao na 44,2 % na kraju 2024., što je za 8,0 p.b. manje nego godinu ranije. Istodobno su, u potrazi za višim kuponskim prinosima, fondovi povisili izloženost državnom dugu drugih država članica EU-a za 5,2 p.b., koji je na kraju 2024. činio 9,8 % ukupnih ulaganja mirovinskih fondova⁵⁸ (slika 4.8.). Dionička ulaganja također su porasla u 2024. za 0,8 p.b., te su ona na kraju godine činila 23,2 % ukupnih ulaganja, što je rezultat aktivnog povećanja izloženosti fondova, ali i rasta tržišne vrijednosti postojećih dioničkih ulaganja. Glavninu dioničkih ulaganja čine domaće dionice, čiji je udio porastao na 14,4 % ukupnih ulaganja, ponajviše zbog dobrih rezultata domaćeg tržišta kapitala u 2024. godini (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

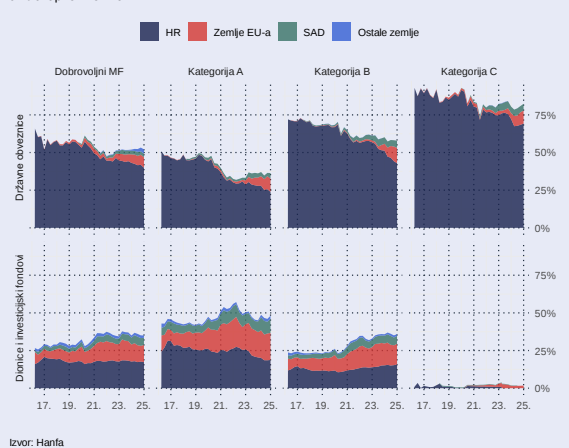
Širenje ulaganja na više klasa imovine i zemalja umanjuje rizik koncentracije i značaj potencijalnih idiosinkratskih šokova, ali istovremeno povećava izloženost sektora tržišnim oscilacijama i mogućim naglim promjenama cijena.

⁵⁸ Od zemalja članica EU-a, najveće izloženosti su prema državnim obveznicama Belgije (3,9 %

Slika 4.7. Relaksacijom propisanih ograničenja otvara se prostor za veću fleksibilnost ulaganja
Izloženost obveznicama čiji je izdavatelj RH, druga država članica EU-a ili OECD-a, ili njihove središnje banke, u % neto imovine fonda



Slika 4.8. Raste značaj inozemnih izloženosti
Struktura ulaganja mirovinskih fondova u obveznice, dionice i investicijske fondove, u % ukupne imovine



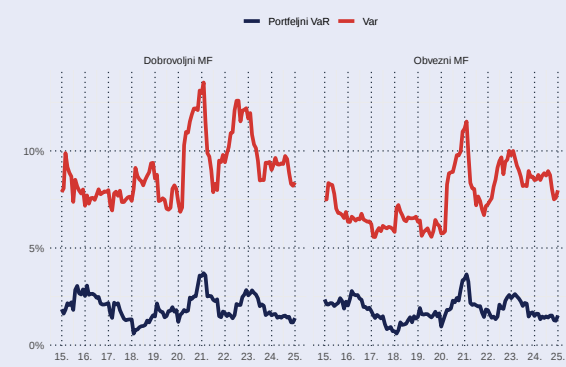
Pozitivna kretanja i potisnuta volatilnost na financijskim tržištima tijekom 2024. pridonijeli su smanjenju tržišnih rizika za mirovinske fondove (slika 4.9.). Ipak, rizici su ostali povišeni zbog rastuće geopolitičke neizvjesnosti i vrlo visokih vrednovanja na pojedinim tržištima.

Povišene geopolitičke napetosti uz potisnutu premiju na rizik (slika 4.10.) i visoka vrednovanja na financijskim tržištima povećavaju vjerojatnost iznenadnih cjenovnih korekcija, osobito u slučaju pojave nepovoljnih gospodarskih indikatora ili pojave drugih sistemskih šokova. Promjene u trgovinskoj i poreznoj politici

ukupnih ulaganja), Francuske (2,4 %) i Poljske (1,2 %).

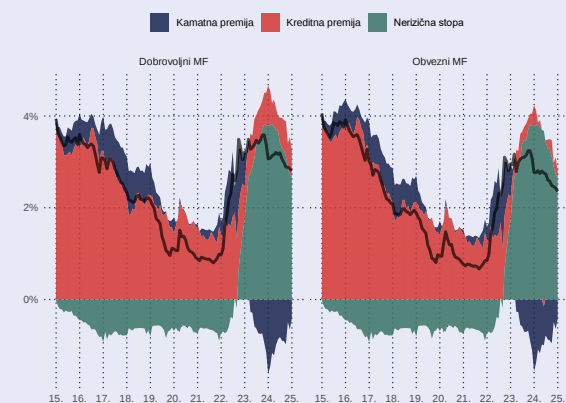
nove američke administracije značajno su povećale neizvjesnosti na globalnim financijskim tržištima početkom 2025., uz oslabljena očekivanja rasta i moguće ubrzanje inflacijskih pritisaka u kratkom i srednjem roku. U takvom okruženju, mirovinski fondovi se suočavaju s izazovom očuvanja stabilnih prinosa i vrijednosti imovine članova, što zahtijeva pažljivo upravljanje rizicima portfelja i prilagodbu tržišnim fluktuacijama.

Slika 4.9. Disperzija ulaganja i pozitivna tržišna kretanja tijekom 2024. smanjila izloženost mirovinskih fondova tržišnim rizicima
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



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

Slika 4.10. Kamatna i kreditna premija u području povijesno niskih razina
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća



Napomena: Prikazana je dekompozicija ponderiranog prinosa do dospijeća na obveznički portfelj promatranih fondova.
Izvori: Eurostat, Hanfa

S obzirom na visoku zastupljenost obveznica u portfeljima mirovinskih fondova i vrlo visoku monetarnu neizvjesnost na početku 2025., kamatni rizik predstavlja jedan od glavnih

izazova njihovom poslovanju. Mirovinski su fondovi tijekom 2022. i 2023. značajno smanjili duraciju svojih obvezničkih portfelja, čime su ublažili negativne učinke rasta kamatnih stopa. Ipak, popuštanje monetarne politike i pad kamatnih stopa⁵⁹ uz potisnutu premiju za rizik, ostavlja izloženost sektora kamatnom riziku na povišenim razinama na kraju 2024. godine. Dodatno, rast udjela imovine koja se vrednuje po zadnjoj cijeni trgovanja povećava osjetljivost portfelja na promjene kamatnih stopa (slika 4.11.). Povišene geopolitičke napetosti povećavaju monetarnu neizvjesnost, a time i vjerojatnost materijalizacije kamatnog rizika na početku 2025., što zahtijeva nastavak proaktivne prilagodbe portfelja kako bi se ublažili negativni učinci tih rizika, ali i iskoristile potencijalne prilike za reinvestiranje.

Kreditni rizik mirovinskih fondova zbog visoke izloženosti državnim obveznicama RH snažno ovisi o rejtingu domaćeg fiskusa, koji je tijekom 2024. dodatno poboljšan te je dosegao najvišu razinu u povijesti. Pokazatelji poslovanja javnih financija RH dodatno su poboljšani tijekom 2024. pod utjecajem snažnog rasta prihoda, koji su rezultirali dodatnim smanjenjem relativnih pokazatelja zaduženosti i očuvali prinose na državne obveznice na stabilnim razinama oko 3 % (više u poglavljima [2.](#) **Makroekonomsko okružje** i [3.](#) **Financijska tržišta**).

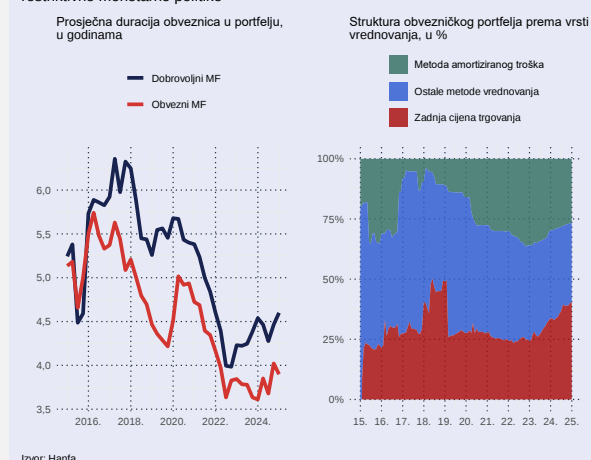
Povećanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u kategoriju iznadprosječne kreditne kvalitete od sve tri vodeće rejting agencije dodatno potvrđuje tržišnu percepciju stabilnosti

⁵⁹ Duracija obvezničkog dijela portfelja obveznih mirovinskih fondova povećala se u 2024. za 0,3

godine, a dobrovoljnih mirovinskih fondova za 0,1 godinu.

domaćeg obvezničkog tržišta čineći ga otpornijim na eventualne nagle promjene globalne premije za rizik.

Slika 4.11. Zaustavljen trend smanjenja duracije u uvjetima popuštanja restriktivne monetarne politike

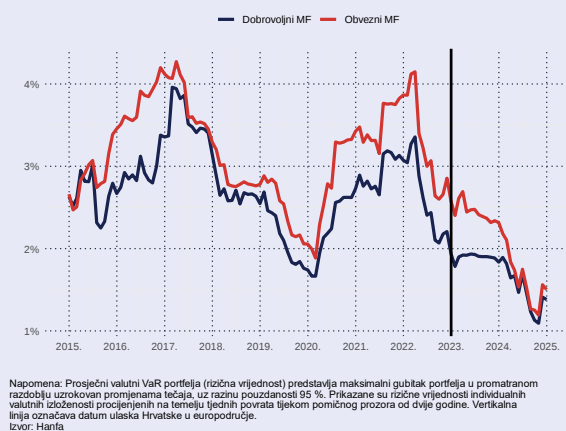


Ulaskom Hrvatske u europodručje smanjena je valutna izloženost mirovinskih i otvoren dodatan prostor za povećanje prekograničnih ulaganja. Iako su mirovinski fondovi tijekom 2024. nastavili povećavati svoja prekogranična ulaganja, ona su i dalje najvećim dijelom usmjerena na izdavatelje iz europodručja. Najveći izvor valutnog rizika ostaje izloženost prema američkom dolaru koja je na kraju 2024. iznosila 13,2 % ukupne imovine (2,3 p.b. manje u odnosu na kraj 2023.). S obzirom na umjerene oscilacije tečaja eura prema američkom dolaru tijekom 2024., izloženost valutnom riziku dodatno je smanjena (prosječni valutni VaR portfelja krajem listopada dosegnuo je najniže vrijednosti u posljednjih 10 godina, slika 4.12.). U trenutnom neizvjesnom okruženju, obilježenom rastućim trgovinskim napetostima i promjenama u ekonomskim politikama, izgledna je pojačana volatilnost tečaja eura prema američkom dolaru. Njegovo će kretanje u nadolazećem razdoblju prvenstveno ovisiti o gospodarskim

pokazateljima, monetarnim politikama i tržišnoj percepciji rizika.

Slika 4.12. Valutni rizik mirovinskih fondova dodatno smanjen tijekom 2024. godine

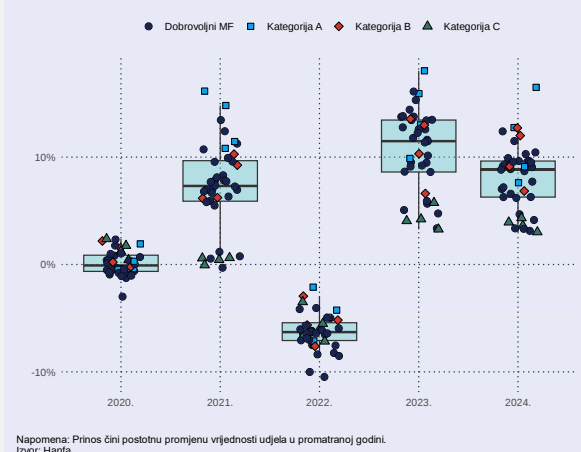
Prosječni valutni VaR portfelja, u % imovine



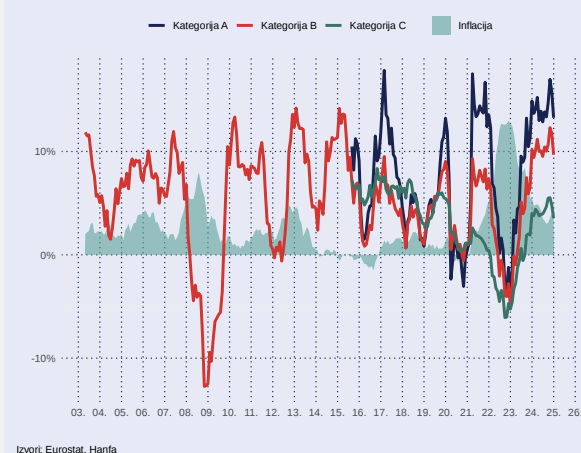
Prinosi

Svi mirovinski fondovi zabilježili su pozitivne prinose u 2024. zahvaljujući povoljnim gospodarskim uvjetima i rastu tržišnih vrednovanja (slika 4.13.). Unatoč geopolitičkim napetostima i povremenoj volatilnosti, dionička su tržišta snažnije rasla od obvezničkih u 2024. (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), pa su najviše prinose ostvarili fondovi kategorije A (13,3 %). Fondovi kategorije B ostvarili su prinos od 9,7 %, a najkonzervativniji fondovi kategorije C od 3,6 % u 2024. godini. U segmentu dobrovoljnih mirovinskih fondova, otvoreni fondovi su u 2024. ostvarili prosječan prinos od 6,6 %, a zatvoreni 8,5 %. Učinak visokih nominalnih prinosa umanjen je nastavkom inflacijskih pritisaka koji su dodatno ojačali krajem godine, zbog čega su fondovi kategorije C ostvarili negativan realni prinos od -0,9 % (slika 4.14.).

Slika 4.13. I u 2024. svi mirovinski fondovi ostvarili pozitivne prinose
Distribucija prinosa po pojedinom fondu, u %



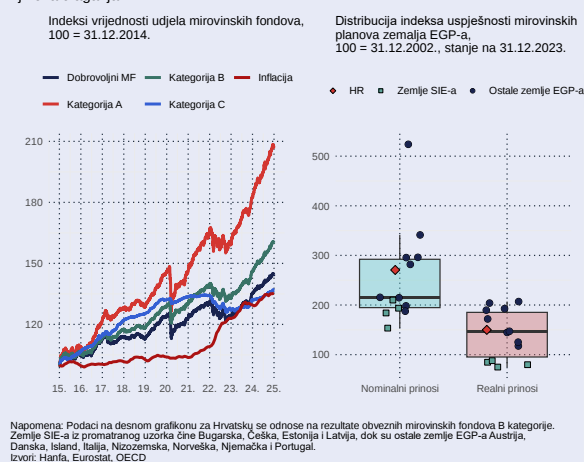
Slika 4.14. Obvezni mirovinski fondovi ostvarili visoke prinose u 2024. godini
Godišnji prinos, u %



Iako kratkoročni šokovi, poput COVID-19 krize ili snažnog rasta kamatnih stopa tijekom 2022. mogu negativno utjecati na prinose mirovinskih fondova, njihovu izvedbu treba promatrati dugoročno, u relativnim terminima i u odnosu na alternativne mogućnosti ulaganja. U tom kontekstu, domaći mirovinski fondovi ostvaruju stabilne i konkurentne

prinose⁶⁰, osobito u usporedbi sa sličnim fondovima u zemljama SIE-a (slika 4.15.).

Slika 4.15. Izvedbu mirovinskih fondova treba razmatrati kroz vremenski horizont njihova ulaganja



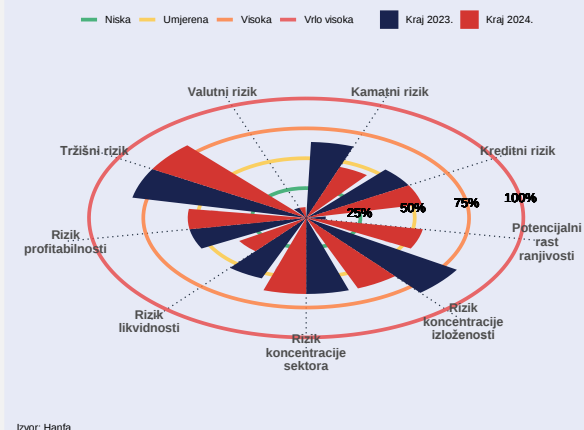
Ipak, neizvjesnosti oko geopolitičkih sukoba i trgovinske politike, otežat će ostvarenje visokih prinosa mirovinskih fondova kakve su ostvarili u protekle dvije godine. Visoka vrednovanja na globalnim dioničkim tržištima uz potisnutu premiju na rizik povećavaju rizik naglih korekcija. S druge strane, hrvatsko tržište obveznica je otpornije zahvaljujući ulasku u europodručje i poboljšanju javnih financija. Tome svjedoči i stabilnost prinosa na hrvatske državne obveznice koji su se i na početku 2025. zadržali na razini oko 3 % gdje su se nalazili i tijekom cijele 2024. godine), što nudi određeni stabilizacijski potencijal u srednjem roku i djelomično amortizira oscilacije na dioničkim tržištima.

⁶⁰ Realni prinosi obveznih mirovinskih fondova od početka njihova djelovanja u skladu su s očekivanjima koja odgovaraju njihovim profilima

rizičnosti – fondovi kategorije A ostvarili su prosječan godišnji realni prinos od 5,0 %, fondovi kategorije B 2,7 %, a fondovi kategorije C 0,6 %.

5. INVESTICIJSKI FONDOVI

Slika 5.1. Povoljna kretanja u sektoru investicijskih fondova smanjila su njihove rizike u 2024. godini
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru investicijskih fondova, u %



Širenje ponude fondova i povoljna tržišna kretanja potaknuli su interes malih ulagatelja za domaće investicijske fondove. Novoosnovani novčani fondovi privukli su značajna ulaganja, a većina kategorija UCITS fondova bilježila je stabilne neto priljeve u 2024. godini. Povoljna tržišna kretanja odrazila su se i na prinose, koji su bili pozitivni za sve kategorije fondova. Posljedično je neto imovina cjelokupnog sektora snažno porasla za 41,0 % i krajem godine dosegla je najvišu razinu od 2019. godine. Širenje ponude UCITS fondova došlo je i do povoljnih strukturalnih pomaka, uz smanjenje rizika likvidnosti i koncentracije ulaganja. Ipak, globalne neizvjesnosti na početku 2025. zadržavaju sistemske rizike sektora na povišenoj razini koji su izloženi tržišnim i kamatnim šokovima.

Ključna ciklička kretanja

Pozitivna kretanja na financijskim tržištima odrazila su se i na poslovanje domaćih UCITS fondova čija je neto imovina dosegla najvišu razinu od 2019. godine. Neto imovina UCITS fondova u 2024. porasla je za 41,0 % te krajem godine iznosila 3,2 mlrd. EUR (slike 5.2. i 5.3.). Najveći doprinos rastu došao je od novčanih fondova, s neto priljevima od 577,2 mil. EUR. Priljeve u 2024. su ostvarili i fondovi s dospijecem i dionički fondovi, dok su obveznički ponovno zabilježili neto odljeve u 2024. godini.⁶¹ Ova kretanja sugeriraju da je dio sredstava iz obvezničkih fondova zadržan unutar sustava i preusmjeren je u alternativne kategorije fondova, poput novčanih fondova i fondova s dospijecem koje trenutno pružaju bolje investicijske mogućnosti u odnosu na obvezničke fondove. Navedena kretanja su se odrazila i na tržišnu strukturu UCITS fondova gdje obveznički fondovi više nisu dominantna kategorija - krajem 2024. oni su činili 25,0 % ukupne neto imovine svih UCITS fondova⁶², no zajedno s ostalim konzervativnim kategorijama fondova (novčanim i fondovima s dospijecem) čine 67,7 % ukupne neto imovine UCITS fondova.

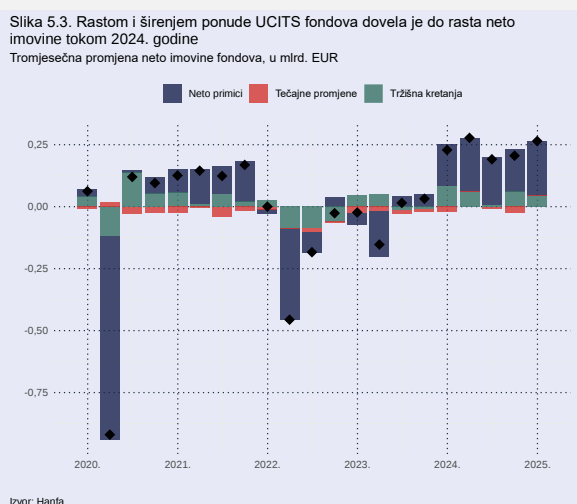
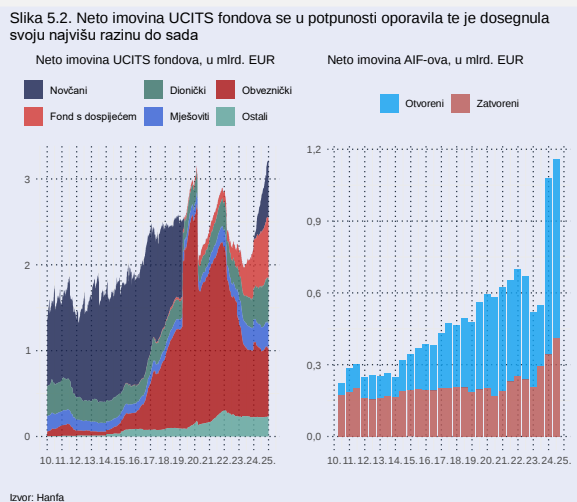
Alternativni investicijski fondovi također su ostvarili snažan rast od 111,8 % od polovice 2023. godine zbog osnivanja

⁶¹ Fondovi s dospijecem su ostvarili neto priljeve od 140,3 mil. EUR (rast neto imovine od 30,3 %), a dionički 86,0 mil. EUR (rast neto imovine od 44,1%). Obveznički i napajajući fondovi su ostvarili neto odljeve i to od 60,8 mil. EUR (pad neto

imovine od 7,4 %), odnosno 5,9 mil. EUR u 2024. godini.

⁶² Krajem 2022. obveznički fondovi činili su 50,9 % ukupne neto imovine, a krajem 2023. činili su 38,0 % ukupne neto imovine UCITS fondova.

novog alternativnog investicijskog fonda. Tako je krajem lipnja 2024. njihova neto imovina iznosila 1,2 mlrd. EUR što su povijesno najviše razine neto imovine AIF-ova (rast u prvih šest mjeseci 2024. od 7,1 %).



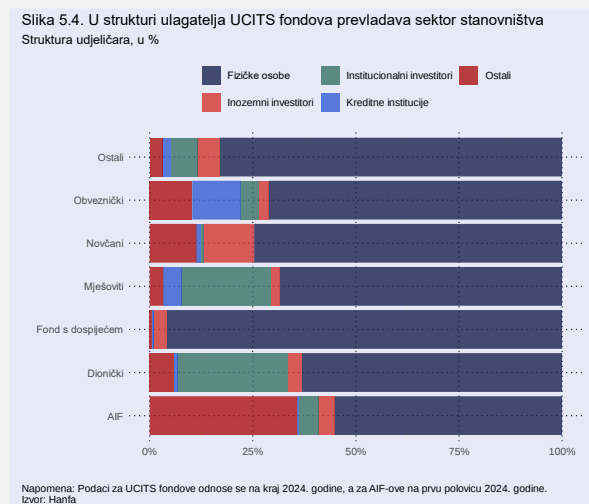
Snažni rezultati iz prethodnih godine, pozitivan investicijski sentiment i širenje ponude domaćih UCITS fondova pridonijeli su rastu sektora koji se dominantno oslanja na sredstva malih ulagatelja, čija zastupljenost se dodatno povećala u 2024. te je na kraju godine iznosila 71,0 % (slika 5.6.). Konzervativniji ulagači sve češće biraju fondove s dospijecem, čiji broj je u 2024. porastao za

8, a njihova neto imovina za 30,3 %. Riječ je o relativno konzervativnim fondovima koji dominantno ulažu u obveznice (krajem 2024. obveznice čine 90,0 % njihove imovine) te čine alternativu klasičnim obvezničkim fondovima, koje investitori na domaćem tržištu tradicionalno preferiraju (više o ovoj vrsti fondova možete pročitati u [Okviru 1 Investicijski fondovi s dospijecem – sigurni prinosi ili tihi rizik?](#)). Od kraja 2023. ulagateljima na domaćem tržištu ponovno je dostupno ulaganje u novčane fondove, koji imovinu ulažu u niskorizične i kratkoročne instrumente poput depozita banaka, instrumenata tržišta novca i kratkoročnih obveznica. Tijekom 2024. broj novčanih fondova povećan je na pet, a krajem godine njihova neto imovina dosegla je 0,7 mlrd. EUR, što čini 20,9 % ukupne neto imovine UCITS fondova. Iako obveznički fondovi, fondovi s dospijecem i novčani fondovi spadaju u konzervativnije oblike ulaganja, izbor između njih najviše ovisi o balansu između očekivanog prinosa i potreba za likvidnošću. Fondovi s dospijecem omogućuju ulagateljima niže naknade za upravljanje i potencijalno više prinose, ali uz pretpostavku zadržavanja sredstava do dospijeca fonda. S druge strane, novčani fondovi omogućuju vrlo visoku likvidnost i dostupnost uložених sredstava, ali uz relativno niže očekivane prinose. Obveznički se pak fondovi oslanjaju na kombinirani pristup između likvidnosti i ostvarivanja konkurentnih prinosa.

U 2024. je proširena i ponuda fondova koji integriraju principe održivosti u svoje investicijske politike s 39 na 42⁶³, te ETF-ova sa četiri na pet. U odnosu na druge

⁶³ Ovdje se odnosi na fondove koji su se uskladili prema članku 8. ili 9. SFRD-a

investicijske fondove, ETF-ovi ulagateljima nude veću transparentnost i fleksibilnost trgovanja uz diversifikaciju ulaganja te često znatno niže naknade za upravljanje u odnosu na fondove koji se oslanjaju na aktivno upravljanje.

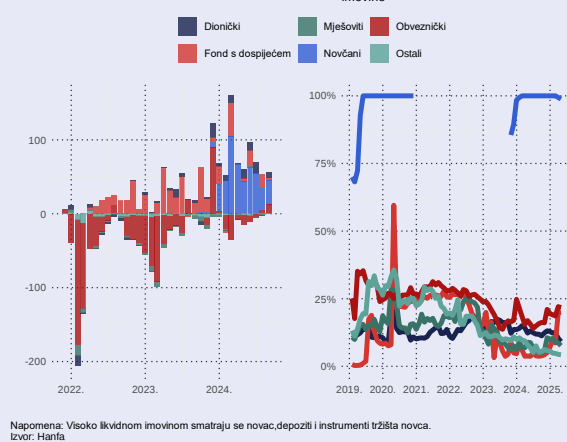


Ulagačka struktura sektora razmjerno je diversificirana s obzirom na visoku zastupljenost malih ulagatelja, no sektor investicijskih fondova inherentno je podložan riziku iznenadnih odljeva sredstava u slučaju sistemskog šoka. Pri tome mali ulagatelji često brzo i snažno reaguju na negativne ekonomske vijesti i tržišne šokove, koji postaju sve vjerojatniji u okolnostima visokih geopolitičkih rizika na početku 2025. Tijekom 2024. na razini sektora investicijskih fondova nisu zamijećeni značajni likvidnosni pritisci (slika 5.6), no materijalizacija globalnih šokova može dovesti do likvidnosnih šokova na domaćem tržištu.

Likvidnost UCITS fondova znatno se poboljšala tijekom 2024., najvećim dijelom zbog promjene tržišne strukture sektora. Krajem 2024. udio

likvidne imovine iznosio je 30,6 %, što je rast od 15,2 p.b. u odnosu na kraj 2023. godine. Navedeno povećanje likvidnosti rezultat je strukturnih promjena i osnivanja novčanih fondova čija se imovina gotovo u potpunosti sastoji od likvidnih sredstava (slika 5.5.). Likvidnost ostalih vrsta UCITS fondova ostala je uglavnom nepromijenjena tijekom 2024. godine. I dok visokozastupljeni obveznički i novčani fondovi raspolažu s visokim zalihama likvidnosti ⁶⁴ (slika 5.6.), neke kategorije poput fondova s dospijećem imaju niže likvidnosne amortizere. No, i oni posjeduju mehanizme zaštite od iznenadnih odljeva, ponajprije putem svojih visokih izlaznih naknada ⁶⁵ (više u **Okvir 1. Investicijski fondovi s dospijećem – sigurni prinosi ili tihi rizik?**).

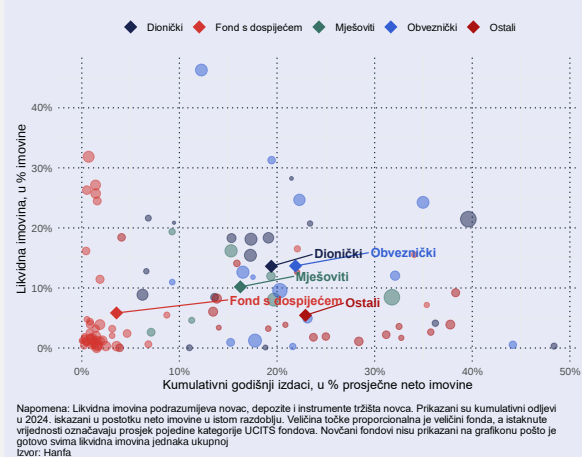
Slika 5.5. Osnivanje novih novčanih fondova ojačao je likvidnost UCITS fondova
Neto primici, u mil. EUR Visokolikvidna imovina, u % ukupne imovine



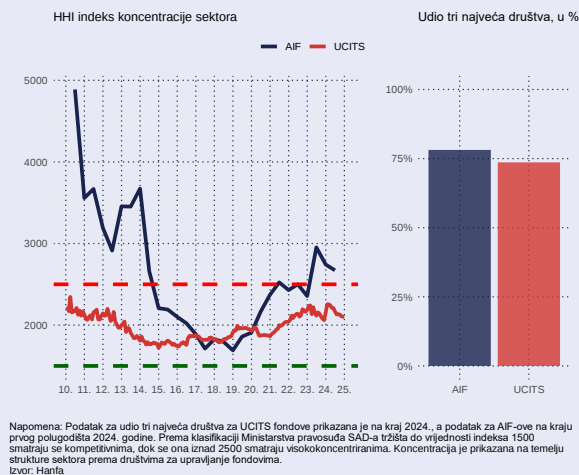
⁶⁴ Udio likvidne imovine u ukupnoj imovini obvezničkih fondova iznosi 19,9%, dok je je sva imovina novčanih fondova jednaka onoj likvidnoj.

⁶⁵ Izlazne naknade fondova s dospijećem kreću se između 3 % i 5 %.

Slika 5.6. Fondovi s dospijećem imaju niže pokazatelje likvidnosti imovine, ali i stabilniju bazu ulagatelja



Slika 5.7. U 2024. koncentracija AIF-ova se povećala



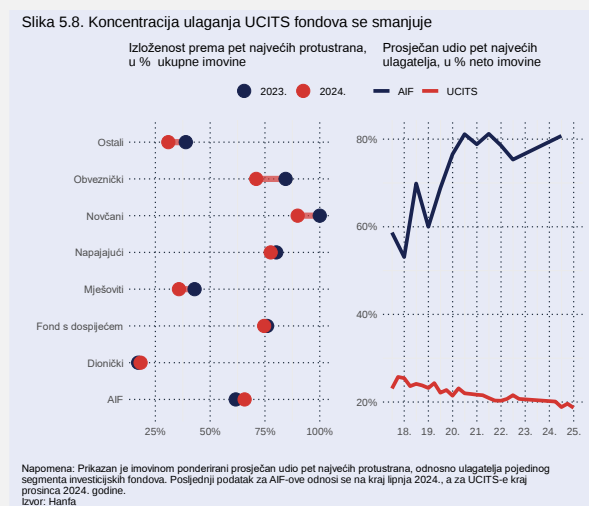
Strukturna obilježja i rizici

Koncentracija na tržištu UCITS fondova smanjena je tijekom 2024. zahvaljujući većem broju i raznolikosti fondova. Broj UCITS fondova povećao se za osam i dosegao je rekordnu razinu od 2014. godine (117 na kraju 2024.). Broj AIF-ova se smanjio za jedan u prvoj polovici 2024. (na 44), unatoč značajnom rastu njihove neto imovine. Tržišna koncentracija blago je smanjena u odnosu na kraj 2023., no i dalje se nalazi se na vrlo visokim razinama. Primjerice, tri najveća društva su na kraju 2024. upravljala s 73,6 % njihove neto imovine, dok su tri najveća društva upravljala s čak 78,1 % neto imovine AIF-ova krajem lipnja 2024. godine. Visoka upravljačka koncentracija predstavlja potencijalni sistemski rizik, posebice u pogledu moguće pojave homogenog ponašanja upravitelja. U slučaju naglih promjena na tržištu, visoka koncentracija može dovesti do sličnog ponašanja većeg broja upravitelja, što stvara pritisak na likvidnost fondova i tržišta. Također, u koncentriranom sustavu problemi u poslovanju jednog od većih društava mogu se brzo proširiti na cijeli sektor, dodatno povećavajući njegovu ranjivost.

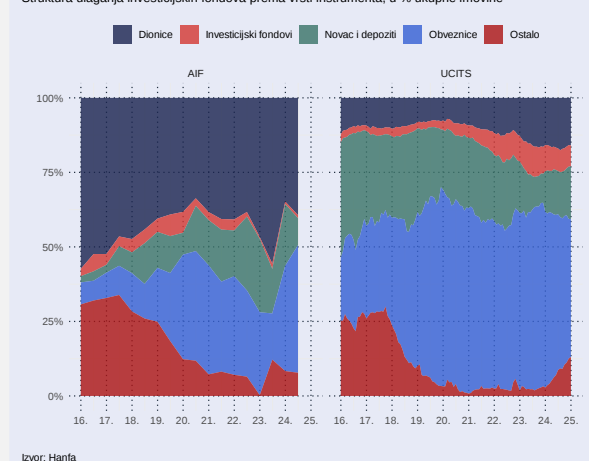
Trend smanjenja koncentracije ulaganja investicijskih fondova nastavio se i u 2024., pri čemu su najveću diversifikaciju zabilježili novčani i obveznički fondovi koje tradicionalno karakterizira usmjerenost na ograničen broj ulaganja (slika 5.8.). U 2024. je smanjena zastupljenost obveznica u ukupnim ulaganjima UCITS fondova, djelomično zbog efekta vrednovanja, odnosno izraženijeg rasta vrijednosti ostalih ulaganja (prvenstveno dionica i udjela u investicijskim fondovima), ali i aktivnog preusmjeravanja dijela sredstava u dionice te novac i instrumente tržišta novca. Tako je udio obveznica u ukupnoj imovini UCITS fondova dosegao 46,2 % na kraju 2024. godine. Ulaganja u dionice i investicijske fondove na kraju 2024. činili su 23,0 % ukupnih ulaganja UCITS fondova, a novac i depoziti 17,7 % ukupnih ulaganja, što je posljedica porasta značaja novčanih fondova tijekom godine (slika 5.9.). Smanjenju koncentracije izloženosti pozitivno doprinosi i višegodišnji trend povećanja prekogranične izloženosti koji je nastavljen i u 2024. i koji je najvećim dijelom usmjeren prema EU zemljama (slika 5.10.). Povećana diversifikacija ulaganja pridonosi smanjenju sistemskih rizika sektora investicijskih fondova i

smanjuje njegovu osjetljivost na kretanja cijena pojedinih vrsta imovine ili izdavatelja, čime se ublažavaju negativni učinci u slučaju tržišnih šokova. Veća geografska diversifikacija doprinosi smanjenju domaće sistemske ranjivosti, čime se jača otpornost fondova na iznenadne promjene uvjeta na domaćem tržištu. Dodatno, veća geografska diversifikacija smanjuje i vjerojatnost istovremenih reakcija velikog broja fondova te prelijevanja rizika na ostatak domaćeg financijskog sustava.

Slika 5.8. Koncentracija ulaganja UCITS fondova se smanjuje



Slika 5.9. Udio obveznica u strukturi ulaganja spustio se ispod 50 % u 2024. godini

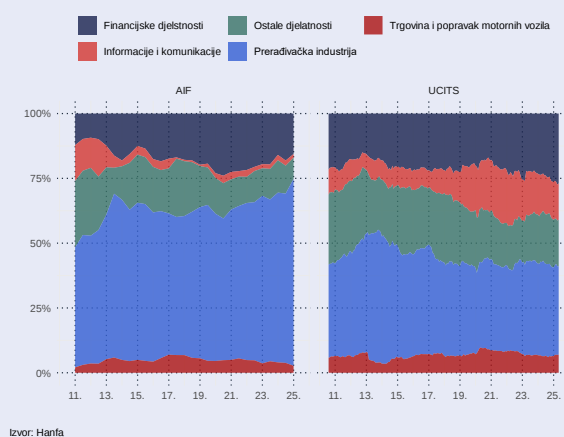


U strukturi dioničkog dijela portfelja investicijskih fondova prevladava djelatnost prerađivačke industrije, koja je krajem 2024. činila čak 72,0 % dioničkih ulaganja AIF-ova, te 34,4 % dioničkih

ulaganja UCITS fondova (slika 5.10). Zbog sve prisutnijih globalnih trgovinskih neizvjesnosti na početku 2025., snažna izvozna orijentiranost sektora prerađivačke industrije izlaže ih povišenim rizicima čija materijalizacija bi posredno mogla značajnije pogoditi i neto imovinu izloženih investicijskih fondova.

Slika 5.10. Unutar dioničkog dijela portfelja investicijski fondovi najviše ulazu u djelatnosti prerađivačke industrije

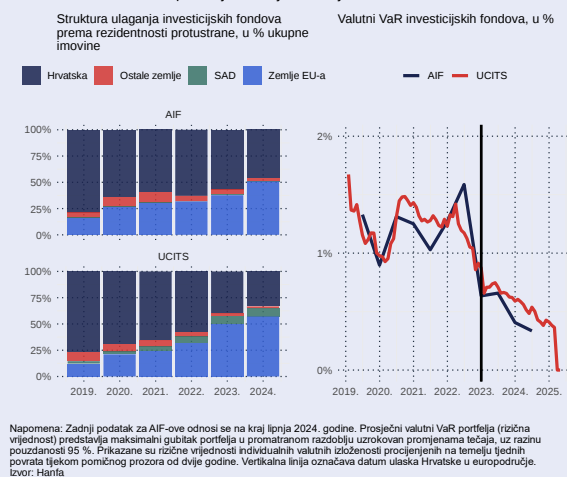
Struktura ulaganja dioničkog dijela investicijskih fondova prema industriji, u % ukupne imovine



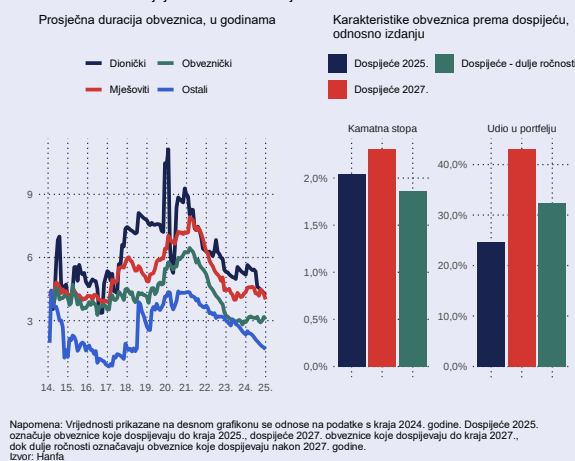
Izloženost investicijskih fondova valutnom riziku dodatno je smanjena tijekom 2024. i nalazi se na vrlo niskim razinama s obzirom da su eurska ulaganja krajem 2024. činila 86,9 % ukupnih ulaganja UCITS fondova.

Glavnina valutnog rizika vezana je uz kretanje tečaja američkog dolara čija se izloženost smanjila za 1,6 p.b. tijekom 2024. godine. Ipak, valutni rizik blago je porastao krajem 2024. i početkom 2025. zbog povećanja kolebljivosti tečaja dolara prema euru nakon predsjedničkih izbora u SAD-u (slika 5.10.). Izgledno je kako će se razdoblje povećane volatilnosti na međunarodnim deviznim tržištima nastaviti i u 2025., ovisno o tržišnoj percepciji politika nove američke administracije, što bi moglo blago povećati valutni rizik investicijskih fondova.

Slika 5.11. Ulazak u europodručje značajno smanjio izloženost valutnom riziku

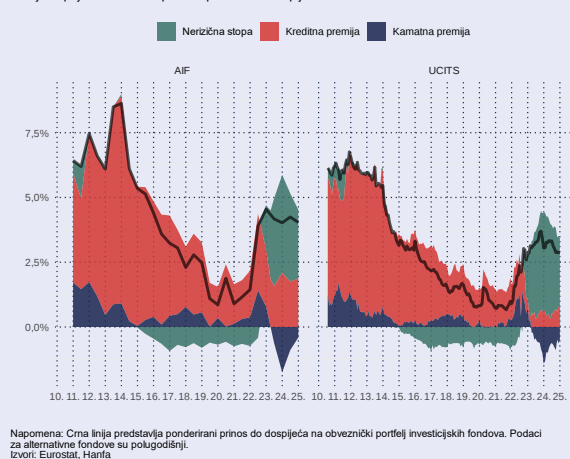


Slika 5.12. U uvjetima rasta kamatnih stopa kratkoročno raste kamatni rizik, ali se istovremeno smanjuje rizik refinanciranja



Izloženost kamatnom riziku nastavila se smanjivati tijekom 2024., prvenstveno zbog smanjene zastupljenosti obveznica i smanjenju njihove preostale ročnosti te se na kraju godine nalazila na umjerenoj razini. Prosječna duracija obvezničkog portfelja iznosila je 2,4 godine na kraju 2024. (slika 5.11.). Pri tome su obveznički fondovi zadržali duraciju na razini od 3 godine tijekom cijele 2024., dok su ostale kategorije UCITS fondova skratile izloženost kamatnom riziku. Navedeno smanjenje je posebice važno u okolnostima vrlo visoke monetarne neizvjesnosti na početku 2025. godine koja je nastala zbog rastuće zabrinutosti investitora oko povratka inflatornih kretanja u 2025., ali i potencijalne recesije (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

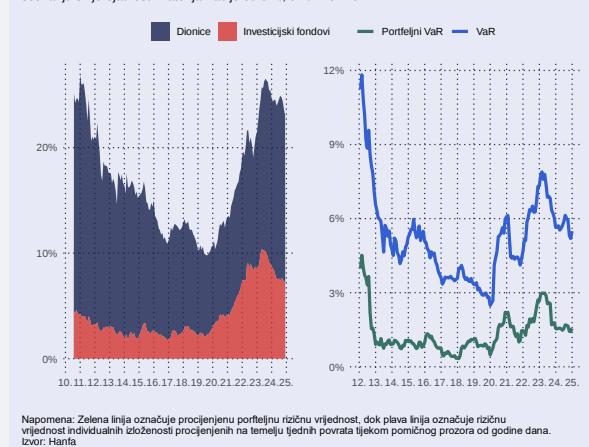
Ukoliko se ostvari nepovoljan scenarij porasta inflacije u 2025. centralne banke bi mogle zaustaviti započeti ciklus snižavanja kamatnih stopa, što bi se nepovoljno odrazilo na obveznička vrednovanja, posebice ona se duljim rokovima dospjeća.

Slika 5.13. Premija rizika i dalje se nalazi na povijesno niskim razinama
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospjeća

Izloženost fondova tržišnom riziku nalazi se na visokoj razini na kraju 2024., prvenstveno zbog globalno potisnute premije za rizik i vrlo visokih vrednovanja koja su izložena sve izraženijim geopolitičkim i monetarnim neizvjesnostima. Izloženost investicijskih fondova tržišnim rizicima zadržana je na visokim razinama unatoč blagom smanjenju rizičnijim kategorijama ulaganja i potisnutoj tržišnoj volatilnosti u 2024. godini (slika 5.13.). Na prisutnost tržišnih rizika u obvezničkom portfelju fondova sugerira struktura prinosa do dospjeća i povijesno niska premija za rizik na kraju 2024. godine (Slika 5.12). Neizvjesnosti na financijskim tržištima povezane sa zaoštavanjem geopolitičkih i trgovinskih odnosa povećavaju ranjivosti na financijskim tržištima, a ujedno i tržišni rizik investicijskih fondova. Iako materijalizacija ovog rizika postaje sve izraženija, povećanje diversifikacije

tijekom 2024. povećalo je otpornost fondova na iznenadne tržišne šokove.

Slika 5.14. Izloženost tržišnim rizicima ostala je stabilna tijekom 2024. godine
Procijenjeni gubitak po ulaganjima UCITS fondova u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Prinosi

Povoljna tržišna kretanja u 2024. pozitivno su se odrazila na prinose svih vrsta investicijskih fondova koji su očuvali realnu vrijednost ulaganja i nadmašili usporedive kategorije ulaganja. Najuspješniju 2024. godinu imali su dionički fondovi sa godišnjim prinosima od 17,6 %, što je iznad prinosa dioničkih tržišnih prinosa poput europskog indeksa najvećih 200 kompanija (slika 5.16.). Vrlo dobre rezultate ostvarili su i mješoviti fondovi s godišnjim prinosom od 8,0 % u 2024., a dobrim rezultatima fondova u 2024. doprinijela su i pozitivna kretanja na domaćem dioničkom i obvezničkom tržištu koja se odražavaju u iznadprosječnom rastu CROBEXtr i CROBIstr indeksa (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**). Obveznički su fondovi zabilježili godišnji prinos od 2,5 %, što je iznad prosječnog prinosa na depozite i narodnu obveznicu, ali ispod referentnog tržišnog indeksa CROBIstr. Većina fondova na domaćem tržištu uspjela je očuvati realnu vrijednost ulaganja u 2024., s obzirom na daljnje

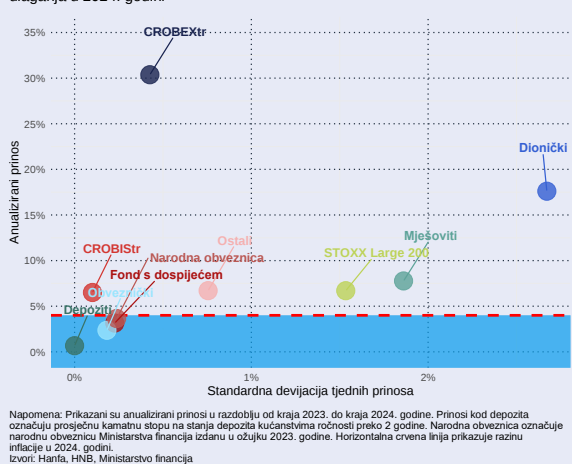
usporavanje inflacije. Dionički i mješoviti fondovi značajno su nadmašili stopu inflacije, dok su obveznički fondovi još uvijek ostvarivali niže realne prinose.

Povoljni rezultati iz 2024. predstavljaju nastavak trenda iz prethodne dvije godine (slika 5.14) koji su omogućili potpuni oporavak prinosa nakon kratkotrajne korekcije u 2022. godini. Kontinuitet snažnih nominalnih i realnih prinosa vjerojatno je pridonio i značajnim neto uplatama u investicijske fondove u 2024. godini. Pokazatelji volatilnosti bili su relativno potisnuti tijekom 2024. godine. Ipak, rizici u makroekonomskom i financijskom okružju naglašavaju rizike profitabilnosti uz izglednu povišenu volatilnost na početku 2025. godine.

Slika 5.15. Profitabilnost investicijskih fondova nastavlja bilježiti dobre rezultate, pogotovo u kategoriji dioničkih fondova
Vrijednost indeksa pojedine kategorije UCITS fondova, 100 = 31.12.2021.

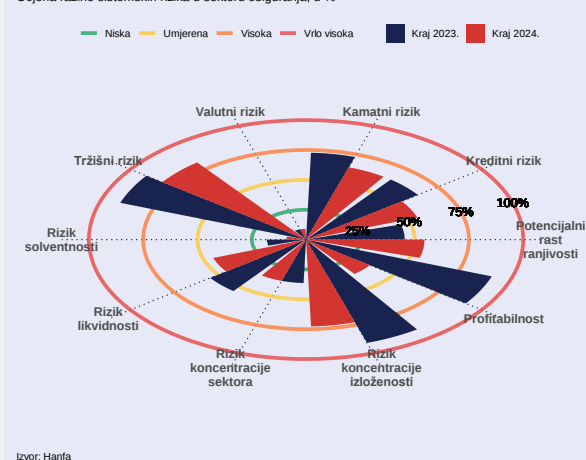


Slika 5.16. Skoro sve vrste UCITS fondova su očuvale svoju realnu vrijednost ulaganja u 2024. godini



6. DRUŠTVA ZA OSIGURANJE

Slika 6.1. Sistemski rizici sektora smanjeni u protekloj godini
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru osiguranja, u %



Rast ukupno naplaćene premije na kraju 2024. od 9,9 % najviše su potaknula inflatorna kretanja i rekordni iznosi isplata šteta koji su u 2024. dosegli iznos od 1,3 mlrd. EUR, što je dovelo do povećanja cijene osiguranja. Poboljšanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske smanjilo je izloženost osiguratelja kreditnom i tržišnom riziku. Konvergencija prinosa državnih obveznica RH prema zemljama euro područja potaknula je diversifikaciju portfelja društava za osiguranja prema dionicama i obveznicama drugih europskih zemalja. Pozitivna kretanja na financijskim tržištima povećala su profitabilnost društava za osiguranje, zbog čega je kapitaliziranost na kraju 2024. dodatno povećana na razinu od 232 % potrebnog solventnog kapitala.

Ključna ciklička kretanja

Unatoč usporavanju ukupne inflacije, inflacija šteta i dalje snažno utječe na rast naplaćene premije. Ukupna naplaćena premija iznosila je 1,9 mlrd. EUR u 2024., što predstavlja rast od 9,9 % u odnosu na 2023. godinu. U segmentu neživotnog osiguranja rast premije je u 2024. iznosio 11,2 % (slika 6.2.), a najveći doprinos rastu premije tradicionalno dolazi od obveznog auto osiguranja, kasko osiguranja vozila te osiguranja imovine koji su u 2024. činili 73,3 % ukupno naplaćene premije neživotnog osiguranja. Premije tih osiguranja nastavile su rasti unatoč blagom rastu broja ugovorenih polica kasko osiguranja te padu broja polica obveznog auto osiguranja, što ukazuje na snažan učinak inflacije šteta na porast premije osiguranja⁶⁶. Od početka 2022. do kraja 2024. prosječna premija obveznog auto osiguranja porasla je za čak 29,5 % (rast sa 187,4 na 242,7 EUR), dok je prosječna premija kasko osiguranja porasla za 26,6 % (rast sa 482,7 na 611,1 EUR), dok je prosječna premija osiguranja imovine (osnovno osiguranje stvari) porasla za 18,5 % (rast sa 36,7 na 43,5 EUR) (slika 6.3.). U istom razdoblju porast indeksa potrošačkih cijena iznosio je 16,5 %, što potvrđuje da je rast cijena u sektoru osiguranja izraženiji od istog u cijelom gospodarstvu.

Od ostalih vrsta osiguranja neživota ističe se zdravstveno osiguranje s rastom

⁶⁶ Tijekom 2024. premija kasko osiguranja porasla je za 14,4 %, a obveznog auto osiguranja za 12,9 %, unatoč blagom rastu broja polica kasko

osiguranja od 0,3 % i padu broja polica obveznog auto osiguranje od 1,4 % na godišnjoj razini.

premije od 17,0 %, uglavnom zahvaljujući rastu broja polica (+14,8 %). Premija osiguranja od požara i elementarnih šteta porasla je za 13,3 % u 2024., djelomično zbog utjecaja inflacije, ali i nastavka trenda rasta broja polica osiguranja (4,8 %) koji je rezultat sve izraženijih rizika klimatskih promjena i povećanja svijesti o njihovim negativnim posljedicama na imovinu ugovaratelja osiguranja (više u **Okviru 1. Matrica rizika: praćenje klimatskih rizika**).

Nakon pada od 15 % u 2023., premija životnih osiguranja bilježi oporavak u 2024. godini. Unatoč smanjenju broja polica za 0,8 %, premija osiguranja porasla je za 4,2 % u odnosu na 2023., prvenstveno zbog snažnog rasta naplaćene premije *unit-linked* proizvoda od 23,0 % (slika 6.2.), čime je njegova zastupljenost u ukupnoj premiji životnih osiguranja dosegla 21 % (povećanje od 8 p.b. u odnosu na 2023. godinu). Početak ciklusa snižavanja kamatnih stopa u kombinaciji s dobrim makroekonomskim pokazateljima i pozitivnim sentimentom ugovaratelja osiguranja povećali su atraktivnost ove vrste osiguranja koja osigurateljima omogućuje i ulagačku komponentu. Porast značaja *unit-linked* proizvoda mijenja prirodu izloženosti osiguratelja sistemskim rizicima, a u određenim segmentima ju čak i povećava. Naime, njihova direktna povezanost sa financijskim tržištima i veća osjetljivost na tržišne oscilacije i potencijalne likvidnosne pritiske, povećava sistemske rizike osiguratelja. I dok tradicionalno životno osiguranje održava strukturnu stabilnost kroz garancije i relativno konzervativnu strategiju ulaganja, *unit-linked* proizvodi nemaju ugrađene mehanizme zaštite od nepovoljnih kretanja na financijskim

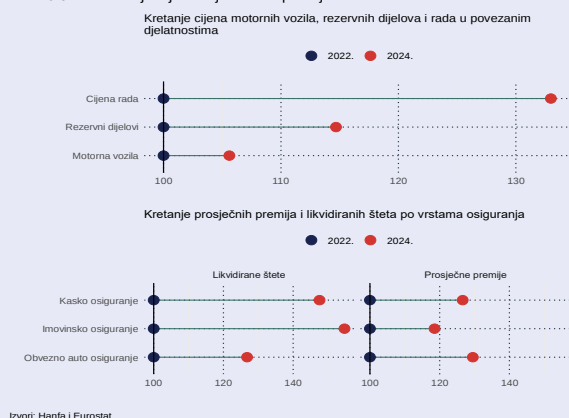
tržištima te povećavaju mogućnost materijalizacije sistemskih rizika kroz tržišne kanale zaraze i potencijalno prociklično ponašanje ugovaratelja osiguranja.

S druge strane, naplaćena premija tradicionalnog životnog osiguranja zadržana je na identičnoj razini kao i prethodne godine, što se nakon pada od 20 % u 2023. može smatrati nastavkom višegodišnjeg razdoblja smanjene potražnje za ovom vrstom osiguranja života. S obzirom na navedena kretanja, životna osiguranja čine tek 17,4 % ukupne premije osiguravatelja, dok rastući europski prosjek iznosi čak 55,6 %, što znači dodatno povećanje jaza i potvrđuje nužnost daljnje (kontinuirane) potrebe za podizanjem svijesti o važnosti i koristima životnog osiguranja.

Slika 6.2. Rast naplaćene premije rezultat je inflacije šteta
Naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR



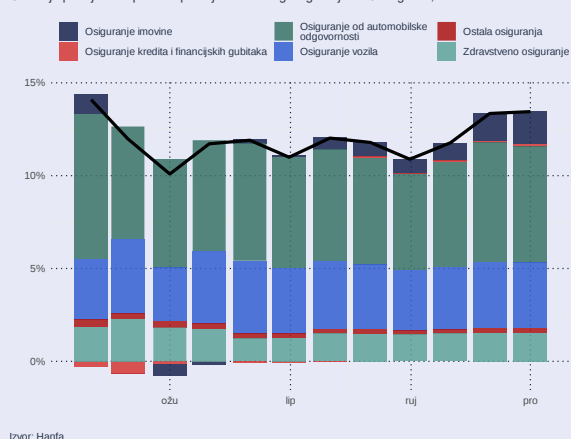
Slika 6.3. Izražen utjecaj inflacije na rast premija i šteta



Snažan rast likvidiranih šteta nastavljen je i u 2024., posebice u segmentu neživotnih osiguranja.

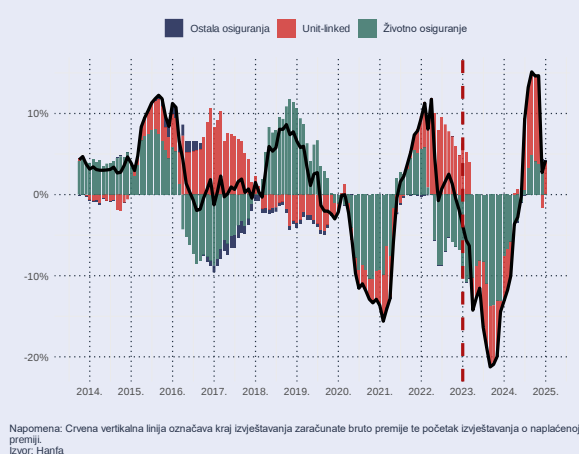
Likvidirane štete su 2024. iznosile 1,3 mlrd. EUR, što je za 8,2 % više u odnosu na prethodnu godinu. To je rekordan iznos likvidiranih šteta, koji je dvostruko veći u odnosu na 2016. kada je uveden okvir Solventnosti II. Najizraženiji rast bilježe neživotna osiguranja, s porastom likvidiranih šteta od 10,5 % u 2024. godini. Inflacija je imala snažan učinak, osobito kod osiguranja vozila u vidu porasta cijena popravaka vozila te rasta cijena rezervnih dijelova.⁶⁷ Zdravstveno osiguranje se izdvojilo najvećim porastom likvidiranih šteta u 2024. (+28,5 %), što je izravna posljedica znatnog povećanja broja osiguranika. Rast šteta bio je relativno skromniji u segmentu životnog osiguranja (+4,2 %), ali s naglašenim rastom u unit-linked ugovorima (+18,5 %), dok su štete tradicionalnog životnog osiguranja porasle za 2,5 %, najvećim dijelom zbog redovnih isteka ugovora (slika 6.6.).

Slika 6.4. Segment osiguranja vozila najzaslužniji za rast premije neživotnih osiguranja
Godišnja promjena naplaćene premije neživotnog osiguranja u 2024. godini, u %

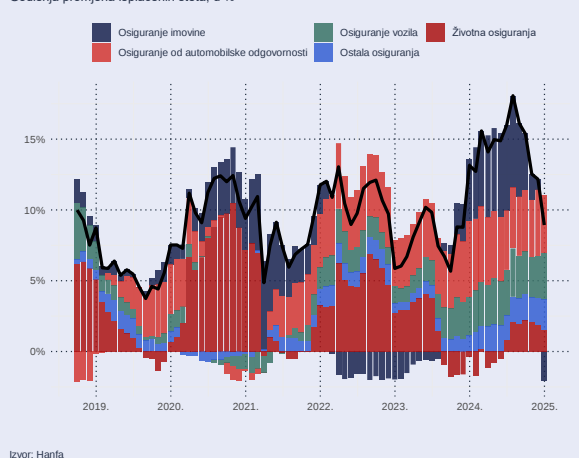


⁶⁷ Likvidirane štete su kod osiguranja od odgovornosti za upotrebu motornih vozila na godišnjoj razini rasle za 15,3 %, dok je rast u segmentu kasko-osiguranja iznosio 18,6 %.

Slika 6.5. Rast ukupne naplaćene premije životnog osiguranja u 2024. godini
Godišnja promjena naplaćene premije životnog osiguranja, u %



Slika 6.6. Porast isplate šteta u 2024. pod utjecajem segmenta neživotnog osiguranja
Godišnja promjena isplaćenih šteta, u %

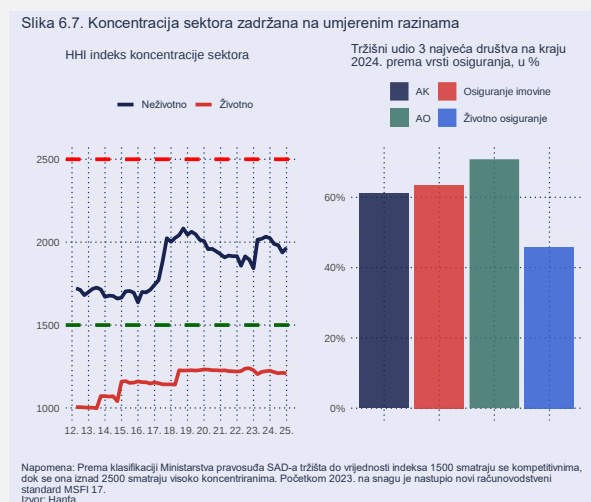


Strukturna obilježja i rizici

Sektor je ostao konkurentan u 2024., ali uz povišenu koncentraciju u najzastupljenijim vrstama neživotnih osiguranja. Broj društava nije se mijenjao u 2024.⁶⁸, a tržišna koncentracija blago je smanjena u oba segmenta, no neživotno osiguranje i dalje je koncentriranije od životnog (slika 6.7.). Pritom je koncentracija najizraženija u najzastupljenijim segmentima obveznog auto i kasko osiguranja te osiguranja imovine gdje tri najveća društva čine preko 60 % ukupne naplaćene premije u

⁶⁸ Na kraju 2024. poslovalo je 14 društava za osiguranje, od čega dva isključivo životna, četiri isključivo neživotna i osam mješovitih društava.

2024. Iako je blago smanjena u odnosu na prethodnu godinu, tržišna koncentracija navedenih segmenata i dalje je na visokoj razini ⁶⁹, što u slučaju poremećaja u poslovanju jednog od vodećih društava može dovesti do prijenosa rizika na cjelokupno tržište.



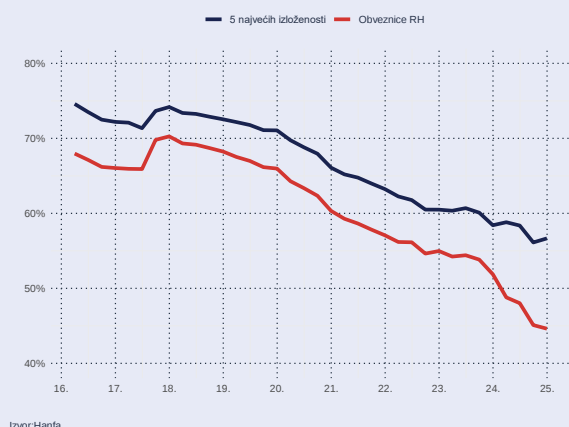
Diversifikacija investicijskog portfelja društava za osiguranje nastavljena je i u 2024., uz povećanje prekograničnih izloženosti i rast zastupljenosti dionica i korporativnih obveznica, što ukazuje na širenje investicijskih aktivnosti i prilagodbu tržišnim uvjetima. Na kraju 2024. državne obveznice ostale su najzastupljeniji oblik ulaganja (45,7 %), iako je njihov udio u ukupnim ulaganjima smanjen za 4,7 % u odnosu na prethodnu godinu. Istovremeno, ukupna ulaganja u dužničke instrumente smanjena su za svega 0,8 %, zahvaljujući značajnom rastu ulaganja u korporativne obveznice (+39,0 %), čiji udio je na kraju 2024. iznosio 6,7 % ukupnih ulaganja (rast od 1,7 p.b.). Značajan rast (+21,1 %) zabilježila su

ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, koji su na kraju 2024. dosegli 13,8 % ukupnih ulaganja (slika 6.9.). Riječ je o nastavku višegodišnjeg procesa diversifikacije portfelja iz državnih obveznica prema alternativnim oblicima imovine, prisutnog i kod drugih institucionalnih investitora (više u poglavljima **4. Mirovinski fondovi** i **5. Investicijski fondovi**), potaknutog konvergencijom prinosa hrvatskih državnih obveznica prema prosjeku zemalja europskog područja. Time se koncentracija ulaganja približila prosjeku EU zemalja, ali i dalje postoje znatne razlike. Udio državnih obveznica u ukupnim ulaganjima na kraju 2024. i dalje je znatno viši od europskog prosjeka (19,2 %), unatoč smanjenju tijekom godine. S druge strane, zastupljenost korporativnih obveznica značajno je manja u odnosu na prosjek EU (17,6 %), što vrijedi i za ulaganja u investicijske fondove koji su tijekom 2024. ostali na razini od 10 % ukupnih ulaganja, dok u EU oni čine preko 35 %. Veća zastupljenost korporativnih obveznica i dionica u okruženju potisnute premije rizika i pozitivnih kretanja na financijskim tržištima (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**) omogućuje bolje prinose, no istovremeno povećava izloženost društava tržišnim rizicima. U slučaju iznenadnog rasta tržišne premije rizika, moguće cjenovne korekcije tih instrumenata negativno bi utjecale na vrijednost portfelja osiguravatelja te posljedično i na njihovu kapitalnu poziciju.

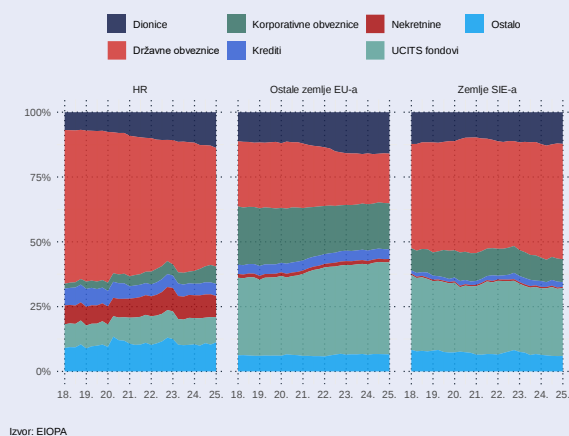
⁶⁹ Kod obveznog osiguranja od automobilske odgovornosti tri najveća društva drže 70,8 % ukupne naplaćene premije na kraju 2024., u segmentu kasko-osiguranja navedeni udio iznosi 61,1 %, dok je 63,5 % naplaćene premije imovinskih osiguranja ostvareno u tri najzastupljenija

društva. U segmentu životnog osiguranja tri najveća društva drže 45,9 % naplaćene premije životnog osiguranja. Zajedno su ove četiri vrste osiguranja činile čak 73,3 % ukupno naplaćene premije sektora.

Slika 6.8. Smanjenje rizika koncentracije izloženosti, posebno u segmentu državnih obveznica
Udio 5 najvećih protustrana, u % ukupnih ulaganja



Slika 6.9. Pad kamatnih stopa utjecao je na smanjenje ulaganja u državne obveznice uz istovremeni rast ulaganja u dionice u 2024. godini
Struktura ulaganja društava za osiguranje, u %

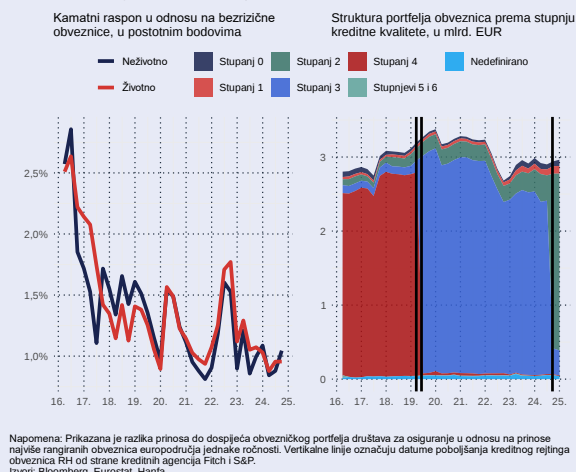


Ulaganja u nekretnine smanjena su na razinu od 8,2 % u 2024. godini. Iako nisu dominantna investicijska klasa, ona su i dalje više zastupljena u odnosu na prosjek europodručja, gdje društva u nekretnine ulažu posredno putem nekretninskih fondova. Izravna izloženost domaćih društava tržištu nekretnina povećava njihovu izloženost cikličkim rizicima, dok nelikvidnost te klase imovine može dodatno pojačati ranjivost u slučaju tržišnih poremećaja ili sistemskih šokova.

Smanjenje kamatnih stopa imati će pozitivan utjecaj na likvidnost društava za osiguranje koja je ostala na visokoj razini tijekom 2024. godine. Razina likvidne imovine društava za osiguranje je na kraju 2024. iznosila 61,9 %

(slika 6.13.). Budući da je domaći sektor osiguranja u velikoj mjeri izložen obveznicama (čija se vrijednost kreće inverzno od kretanja kamatnih stopa), snižavanje referentnih kamatnih stopa pozitivno djeluje na vrijednosti likvidne imovine društava za osiguranje. Dodatno, niže kamatne stope smanjuju potencijal za prijevremeni raskid i otkup polica životnog osiguranja. Istovremeno raste i potražnja za novim policama koje postaju privlačnije ugovarateljima osiguranja, jer donose više povrate u usporedbi konkurentnim vrstama ulaganja. Na taj način, premijski priljev raste, što umanjuje rizike i pritiske na likvidnost društava za osiguranje.

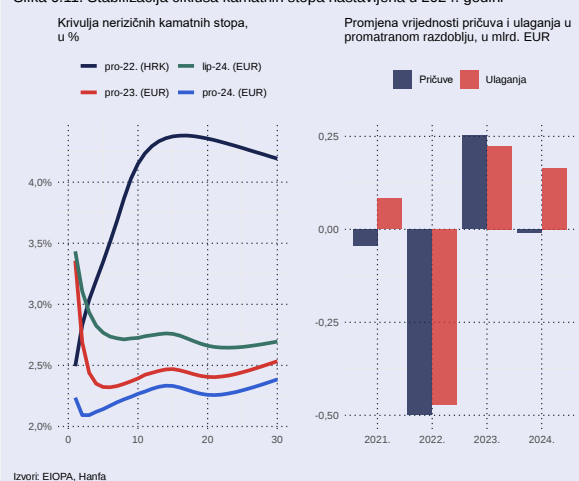
Slika 6.10. Premija za kreditni rizik ponovno na vrlo niskim razinama



Poboljšanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u 2024. dodatno je smanjio izloženost društava za osiguranje kreditnom riziku koji se na kraju 2024. nalazio na umjerenoj razini. Tijekom 2024. zabilježen je porast kreditne kvalitete obvezničkog portfelja društava za osiguranje (slika 6.10.), pri čemu su najkvalitetnije obveznice (CQS 0, 1 i 2) na kraju lipnja 2024. dosegnule 16,9 %, što je rast od 3,2 p.b. na godišnjoj razini. Istodobno se udio obveznica razreda CQS 3, koje su tada uključivale i hrvatske

državne obveznice, smanjio na 80,6 %, što je pad od 3,8 p.b. Poboljšanje kreditnog rejtinga RH ⁷⁰ značajno je poboljšalo pokazatelje izloženosti kreditnom riziku, stoga su na kraju 2024. čak 80,5 % portfelja činile su obveznice sa CQS 2. Spomenuta kretanja doprinijela su smanjenju izloženosti kreditnom riziku, koji se krajem godine nalazio na umjerenj razini, što pozitivno utječe na otpornost sektora osiguranja i smanjuje potencijalne sistemske rizike povezane s pogoršanjem kreditne kvalitete ili negativnim tržišnim šokovima.

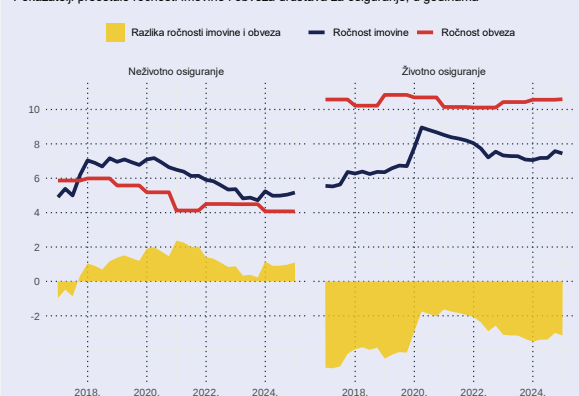
Slika 6.11. Stabilizacija ciklusa kamatnih stopa nastavljena u 2024. godini



Izvor: EIOPA, Hanfa

Slika 6.12. Izloženost osiguranja kamatnom riziku proporcionalno se smanjuje s padom ročne neusklađenosti bilance

Pokazatelji preostale ročnosti imovine i obveza društava za osiguranje, u godinama



Napomena: Prikazana je ročnost stavki imovine s definiranim dospijećem (obveznice, zajmovi i strukturirani papiri).

Izvor: Hanfa

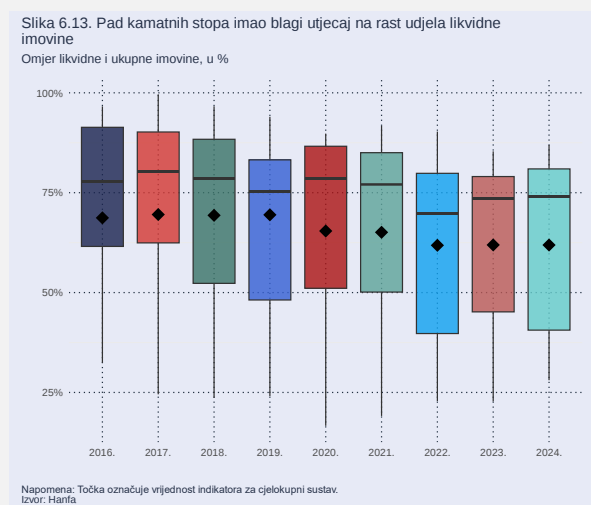
Stabilizacija kamatnih stopa pridonijela je smanjenju kamatnog rizika u 2024. godini.

Bilanca društava za osiguranje značajno ovisi o kretanju kamatnih stopa jer promjene u kamatnim stopama istovremeno utječu na vrijednost njihove imovine i obveza, pri čemu razlika u njihovoj ročnosti određuje smjer promjena u vrijednosti kapitala društva. Tijekom 2024. započeo je ciklus snižavanja kamatnih stopa centralnih banaka (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), što se odrazilo na kretanje nerizične kamatne stope koju društva koriste za potrebe diskontiranja svojih obveza (slika 6.11.) i koja se na kraju 2024. nalazila na vrlo niskim razinama. S obzirom na relativno višu ročnost imovine u odnosu na obveze, to je imalo pozitivan učinak na bilance društava za osiguranje u 2024., budući da je porast vrijednosti ukupnih ulaganja bio veći od rasta pričuva (slika 6.11.), a koji je posebice bio izražen u segmentu neživotnih osiguranja. S druge strane, pad kamatnih stopa potaknuo je društva na ubrzanje procese reinvestiranja, pri čemu nastoje produljiti ročnost ulaganja kako bi ostvarila relativno više prinose u budućnosti i time srednjoročno umanjila kamatni rizik. U najvećoj mjeri to se odnosi na društva za životno osiguranje koja su zbog dulje ročnosti obveza a samim time i veće neusklađenosti imovine i obveza bitno izloženija kamatnom riziku. Na kraju 2024. prosječno dospijeće imovine društava za životno osiguranje iznosilo je 7,4 godina (na početku 2024. iznosilo je 7,1 godina) (slika 6.12.). Kamatni rizik društava za osiguranje snižen je tijekom godine te se na kraju 2024. nalazio na umjerenj

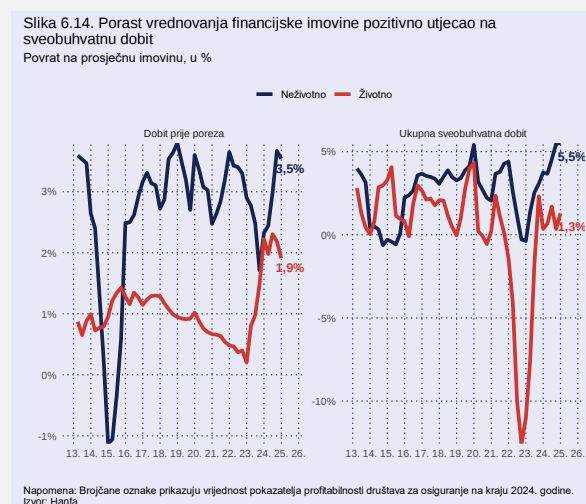
⁷⁰ U rujnu 2024. kreditne agencije S&P Global Ratings i Fitch podignule su kreditni rejting iz BBB+ na razinu A-, čime su hrvatske državne

obveznice ušle u CQS 2 (engl. *Credit Quality Step*), koje uz obveznice sa CQS 0 i CQS 1 čine najviši razred kreditne kvalitete.

razini. Međutim, kamatni rizik ostaje jedan od ključnih strukturnih rizika osiguratelja, posebice u kontekstu recentnog povećanja neizvjesnosti na financijskim tržištima i pojavom nepredviđenih šokova koji se inicijalno nisu odrazili na razinu i smjer kamatnih stopa, ali značajno povećavaju monetarnu neizvjesnost, a posljedično i izgleda za rast kamatnog rizika u 2025. godini.



sveobuhvatne dobiti što je utjecalo na porast ukupne sveobuhvatne dobiti društava od gotovo 40 % na godišnjoj razini. Tako je profitabilnost društva za osiguranje mjerena kroz prizmu sveobuhvatne dobiti iznosila 5,5 % u segmentu neživotnih osiguranja (+1,7 p.b.), dok su društva za životno osiguranje ostvarila dobit od 1,3 %, (+1 p.b.) što predstavlja značajan porast u odnosu na 2023. godinu.



Profitabilnost i kapitaliziranost

Povoljni makroekonomski uvjeti i pozitivna kretanja na financijskim tržištima poboljšali su profitabilnost društava za osiguranje u 2024. godini.

Glavni doprinos rastu dobiti osiguratelja u 2024. došao je od porasta prihoda od ugovora o osiguranju koji su veći za 12,6 % u odnosu na prethodnu godinu. Isto tako, neto rezultat od ulaganja porastao je za 14,8 %, što je dovelo do rasta operativne dobiti za 17,4 % u 2024. godini. Povrat na prosječnu imovinu neživotnog osiguranja iznosio je 3,5 % u 2024., a u segmentu životnog osiguranja 1,9 % ⁷¹ (slika 6.14.). Pozitivna vrednovanja financijske imovine rezultirala su značajnim rastom ostale

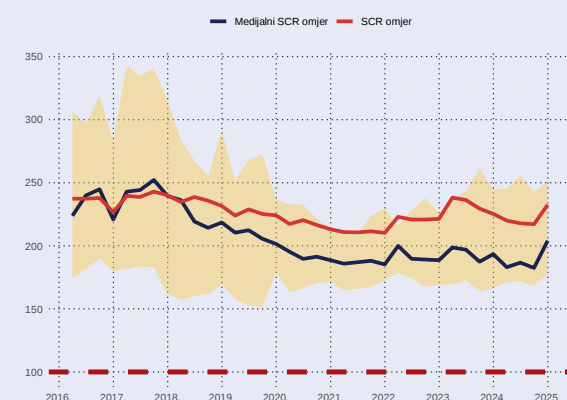
Na kraju 2024. kapitaliziranost društava za osiguranje blago je povećana zbog relativno bržeg rasta vlastitih sredstva u odnosu na potrebni solventni kapital.

Rast potrebnog solventnog kapitala na kraju 2024. iznosio je 5,2 % na godišnjoj razini za što su najzaslužnije promjene u investicijskim portfeljima društava u prvom redu rast ulaganja u vlasničke vrijednosne papire koji povećavaju kapitalni zahtjev za tržišni rizik. U isto vrijeme, vlastita sredstva porasla su za 8,1 %, što je dovelo do rasta tržišnog SCR omjera koji je na kraju 2024. bio na razini od 232 % (slika 6.15.), što je za 6,2 p.b. više u odnosu na kraj 2023. godine.

⁷¹ Rast od 1,2 p.b., odnosno pad od 0,3 p.b. na godišnjoj razini.

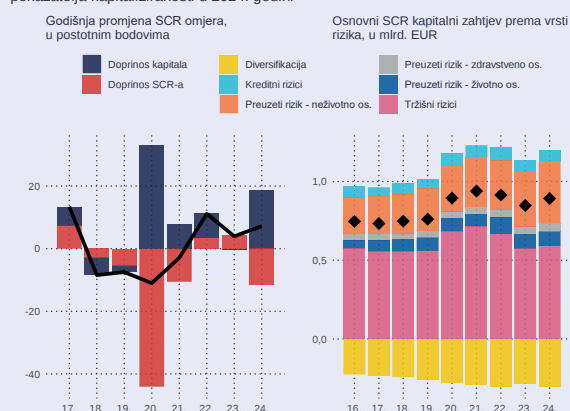
Tržišni rizici i rizik preuzetih obveza neživotnog osiguranja zajedno čine više od 80 % ukupnog kapitalnog zahtjeva, a upravo tržišni rizici predstavljaju najveći izvor moguće nestabilnosti na početku 2025. godine. Iako su u 2024. izbjegnuti veći tržišni šokovi, geopolitičke napetosti u kombinaciji s još uvijek izrazito niskom premijom za rizik predstavljaju prijetnju za poslovanje društava. Ostvarena dobit u 2024. pridonijela je dodatnom jačanju kapitalnih zaliha osiguratelja, što pozitivno utječe na njihovu otpornost koja predstavlja nužan preduvjet stabilnosti cijelog sektora.

Slika 6.15. Solventnost društava za osiguranje i dalje na visokoj razini
Ukupni i medijalni SCR omjer, u %



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

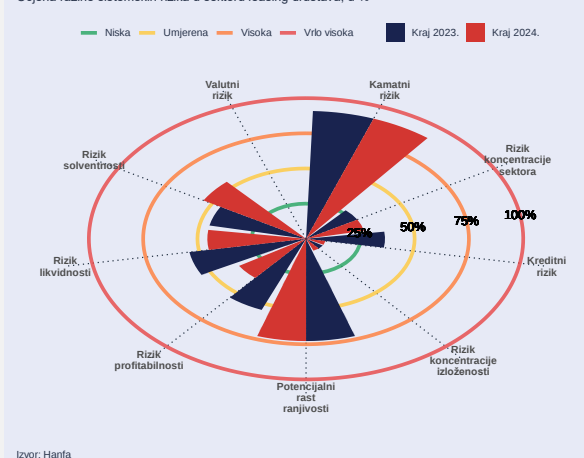
Slika 6.16. Stabilizacija ciklusa kamatnih stopa utjecala na povećanje pokazatelja kapitaliziranosti u 2024. godini



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

7. LEASING DRUŠTVA

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



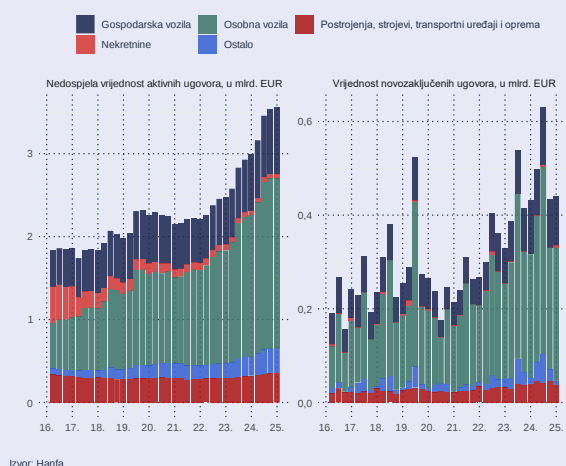
Višegodišnji rast poslovanja leasing društava nastavljen je i u 2024. godini. Povoljna makroekonomska kretanja i rast cijena objekata leasinga potaknuli su rast broja i vrijednosti novozaključenih ugovora, koji je i u 2024. najvećim dijelom bio zasnovan na leasingu osobnih vozila. To je pridonijelo održavanju kreditnih rizika na niskim razinama. Iako je u 2024. zaustavljen višegodišnji pad neto kamatne marže, kamatni rizici ostaju povišeni, posebice u uvjetima mogućeg duljeg zadržavanja kamatnih stopa na povišenim razinama.

Ključna ciklička kretanja

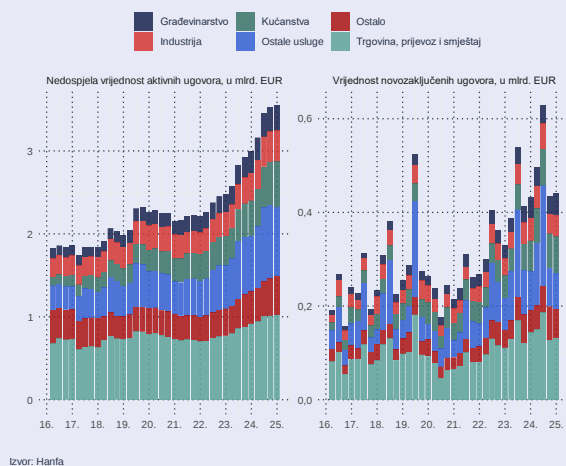
Snažan rast domaćeg gospodarstva i pojačana kreditna aktivnost pozitivno su se odrazili i na poslovanje leasing društava u 2024. godini. Ukupna imovina leasing društava porasla je za 17,4 % tijekom 2024., dosegnuvši 4,1 mlrd. EUR. Broj aktivnih leasing ugovora dosegnuo je krajem 2024. ukupno 182,5 tisuća, što je 5,1% više nego godinu ranije i najviša razina u posljednjih deset godina. Inflacijski pritisci i rast cijena objekata

leasinga dodatno su povišili vrijednost aktivnih ugovora koja je na kraju 2024. iznosila 3,6 mlrd. EUR (godišnji rast od 18,8 %), također na najvišoj razini u zadnjih 10 godina (slika 7.3.).

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

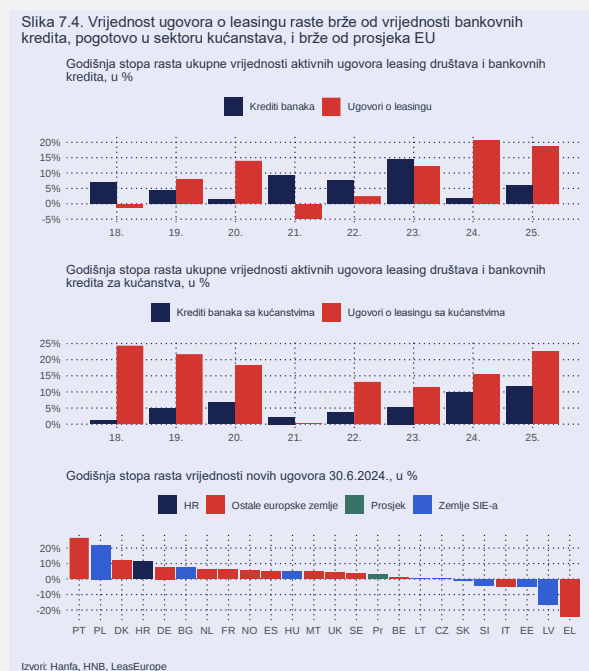


Slika 7.3. Raste udio ugovora sklopljenih sa stanovništvom



Najveći dio spomenutog rasta dolazi od financijskog leasinga, koji je na kraju 2024. činio čak 86,5 % ukupne vrijednosti aktivnih ugovora. Povećanje udjela financijskog leasinga u zadnjih 10 godina je pozitivno utjecalo na duljinu ročnosti i

iznos ugovora ⁷² što je posljedično pozitivno utjecalo na likvidnost poslovanja leasing društava. Broj novih ugovora na kraju 2024. bio je za 9 % veći u odnosu na kraj 2023., dok je rast njihove vrijednosti iznosio 2,7 %. Iako usporen u odnosu na 2023. kada je iznosio 55,3 %, rast novih ugovora je još uvijek značajan i odražava jaku kreditnu aktivnost sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća koja je i tijekom 2024. zadržana na povišenim razinama (više u **2. Makroekonomsko okružje**).



U 2024. je najveći rast novozaključenih ugovora ostvario sektor stanovništva (+33,8 %) koji su činili 22,1 % ukupnog broja novozaključenih ugovora u 2024., dok su djelatnosti povezane sa turizmom (trgovina, prijevoz i smještaj) zabilježile pad (-3,2 %). Budući da građani češće sklapaju veći broj manjih ugovora u odnosu na poduzeća, to je dodatno pridonijelo ukupnom rastu broja novih

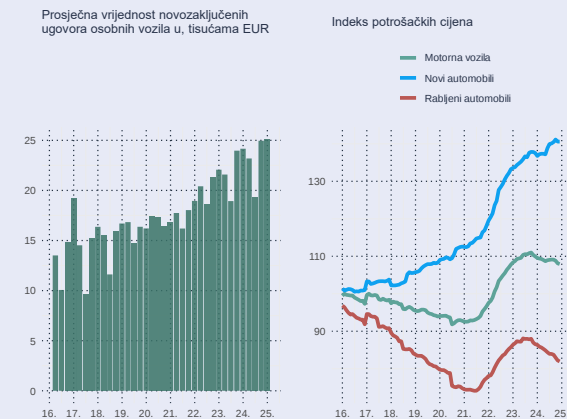
ugovora. Na rast je utjecalo i povećanje cijena novih osobnih automobila (slika 7.5.), na čije se financiranje odnosi najveći dio novih ugovora (64,2 %). U usporedbi s drugim europskim zemljama (slika 7.4.), hrvatsko tržište leasinga raste brže od europskog prosjeka. Iako se dio tog rasta može pripisati višoj inflaciji, činjenica da su neke zemlje sa višim stopama inflacije od zabilježile sporiji rast sugerira da u Hrvatskoj rast leasing ugovora uvelike proizlazi iz povećane potražnje.

Aktualna kretanja sugeriraju da je sektor i dalje u izrazitoj ekspanziji prvenstveno kroz povećanje ugovora o financijskom leasingu prema stanovništvu. Daljnja visoka i rastuća koncentracija novih ugovora na osobna vozila i oslanjanje na vrlo visoku kreditnu aktivnost u segmentu stanovništva mogu u slučaju nepovoljnih makroekonomskih promjena (primjerice rasta nezaposlenosti, pada potrošnje ili korekcije cijena vozila) povisiti kreditni rizik sektora. Uz to, nastavak financiranja po relativno visokim kamatnim stopama, uz istodobno zaoštavanje kreditnih standarda banaka (više u **2. Makroekonomsko okružje**) dodatno povećavaju ranjivost portfelja leasing društava, uz mogući transfer dijela ugovora iz bankovnog sustava, što bi dodatno potaknulo nastavak rasta novih ugovora u nadolazećem razdoblju, a potencijalno i dodatno povisilo cikličke sistemske rizike sektora.

⁷² Operativni leasing se više koristi kao oblik kratkoročnog iznajmljivanja, gdje korisnici nastoje uskladiti ročnost leasing ugovora sa očekivanim razdobljem korištenja objekta

leasinga, dok se financijski leasing koristi kao oblik kreditiranja, zbog čega ugovori često imaju relativno dulju ročnost.

Slika 7.5. Porast cijena motornih vozila je usporio, ali još uvijek doprinosi povećanju vrijednosti novozaključenih ugovora

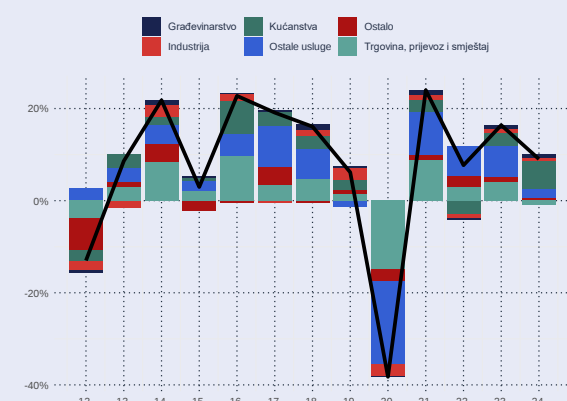


Izvor: Hanfa, Eurostat

Strukturna obilježja i rizici

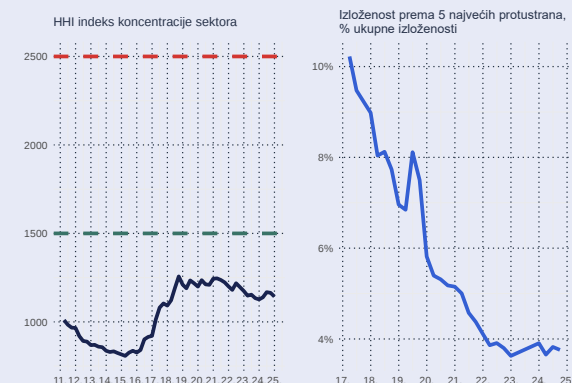
Koncentracija u sektoru leasinga tijekom 2024. ostala je niska, zahvaljujući razmjerno stabilnim tržišnim uvjetima i nepromijenjenom broju leasing društava. Izloženost leasing društava prema pojedinim primateljima blago je porasla, no zadržana je na vrlo niskim razinama budući da je na kraju rujna 2024. izloženost prema pet najvećih protustrana iznosila 3,8 % ukupne izloženosti (slika 7.7.). Iako portfelj leasing društava nije visoko koncentriran prema pojedinim društvima, njihovo poslovanje je dominantno usmjereno na financiranje osobnih i gospodarskih vozila na koje se odnosilo čak 80,3% aktivnih ugovora leasing društava krajem 2024. godine.

Slika 7.6. Rast novozaključenih ugovora usporava
Godišnja stopa promjene broja novih ugovora i doprinosi pojedinačnih djelatnosti, u %



Izvor: Hanfa

Slika 7.7. Koncentracija sektora leasing društva te njihov izloženosti ostale su na niskim razinama

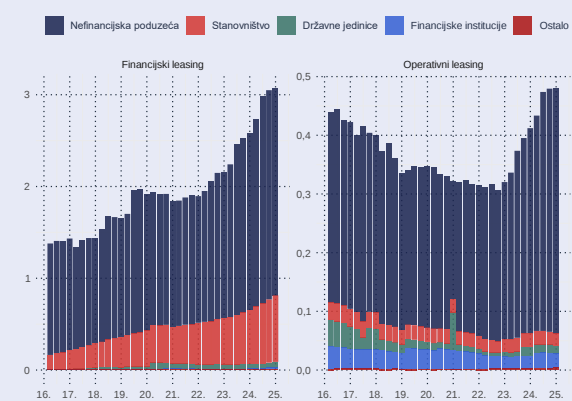


Napomena: Prema klasifikaciji Ministarstva pravosuđa SAD-a tržišta do vrijednosti indeksa 1500 smatraju se kompetitivnima, dok se ona iznad 2500 smatraju visoko koncentriranim. U slučaju fondova, koncentracija je prikazana na temelju strukture sektora prema društvima za upravljanje fondovima.
Izvor: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

Prodaja vozila i mogućnost njihove otplate snažno ovise o gospodarskoj aktivnosti. Iako je rast domaćeg gospodarstva u 2024. bio iznadprosječan, znakovi usporavanja najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera mogli bi se osjetnije odraziti na domaće gospodarstvo (više u poglavlju [2. Makroekonomsko okruženje](#)). Smanjenje inozemne potražnje za domaćim uslugama odrazilo bi se i na poslovanje leasing društava, budući da približno 30 % vrijednosti ugovora dolazi od turizmom povezanih djelatnosti.

Slika 7.8. Prema sektoru leasing društva najviše su izložena nefinancijskim poduzećima

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

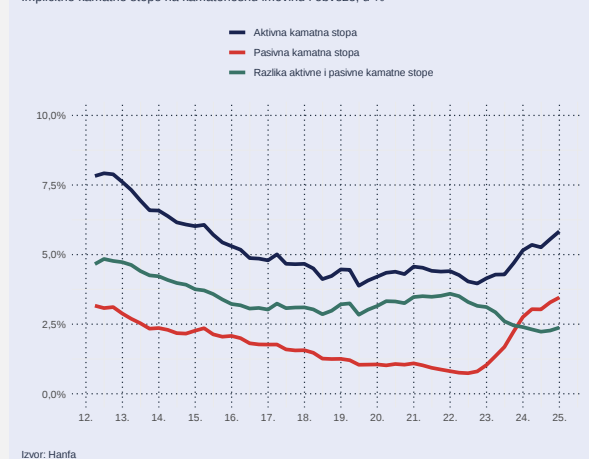


Izvor: Hanfa

Kamatni i kamatno inducirani kreditni rizik ostaju među najizraženijim rizicima za leasing društva, s obzirom na neusklađenu kamatnu i ročnu strukturu bilance. Iako se pogoršanje ovih rizika

usporilo u 2024., prethodno razdoblje rasta referentnih kamatnih stopa povisilo je troškove financiranja leasing društava (slika 7.9.). Tako je sredinom 2024. razlika između implicitne aktivne i pasivne kamatne stope pala na 2,2 %, što je najmanja razina u posljednjih deset godina. Do kraja 2024. ona se blago oporavila na približno 2,4 %, no i dalje se nalazi na vrlo niskim razinama. Budući da je većina ugovora zaključena po fiksnim kamatnim stopama, leasing društva postojeću maržu mogu održati jedino sklapanjem novih ugovora po višim kamatnim stopama, čime se povećava kamatno inducirani kreditni rizik, ili uz smanjenje troška financiranja. U tom kontekstu, eventualno usporavanje gospodarstva uz zadržavanje povišenih kamatnih stopa povećalo bi ranjivost sektora.

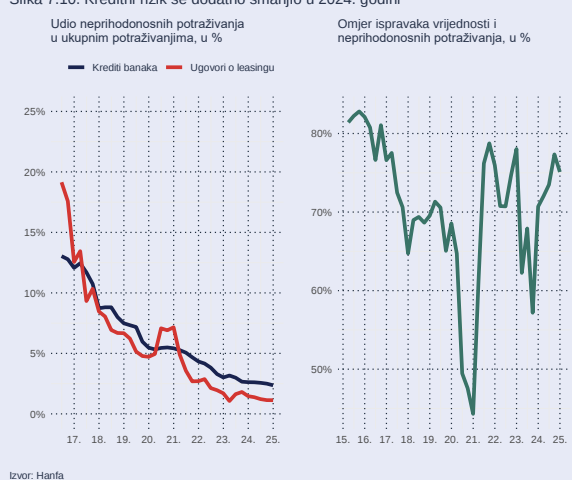
Slika 7.9. Zaoštreni uvjeti financiranja povećali su kamatne troškove
Implicitne kamatne stope na kamatonosnu imovinu i obveze, u %



Izloženost leasing društava kreditnom riziku dodatno je smanjena tijekom 2024. s obzirom na razmjerno povoljne makroekonomske okolnosti i snažan rast obujma novih poslova. Neprihodosna potraživanja su na kraju 2024. iznosila 1,1% ukupnih potraživanja, što je smanjenje od 0,4 p.b. u odnosu na kraj 2023. godine (slika 7.9.). Istodobno je porasla i pokrivenost neprihodosnih

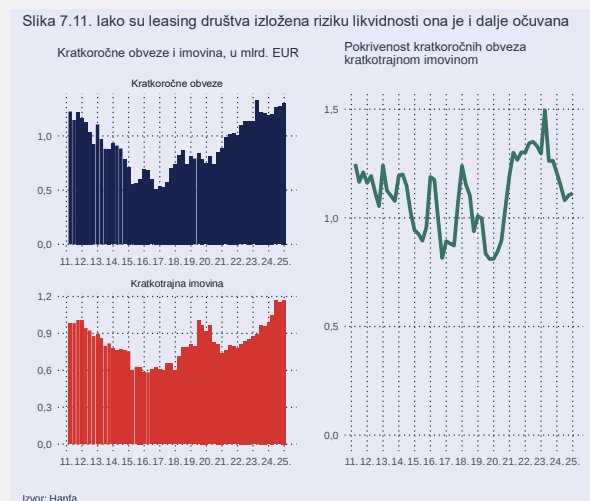
plasmana za 4,4 p.b., dosegnuvši 75,1 % na kraju 2024. godine. Poboljšanje kreditne kvalitete ostvareno je u okolnostima snažnog rasta novih ugovora, ali i vrlo povoljnog kreditnog okruženja u realnom sektoru, što se očituje i na povijesno niskim razinama indikatora kreditnog rizika u bilancama banaka. Iako je kreditni rizik leasing društava trenutačno na povijesno niskim razinama, on ostaje jedan od ključnih izvora rizika za njihovo poslovanje. Prethodne krizne epizode pokazale su da se pogoršanje u realnom sektoru, iako s određenom odgodom, može snažno odraziti na kreditni rizik institucija koje se bave kreditiranjem. Stoga je iznimno važno da leasing društva održavaju odgovarajuću razinu kapitaliziranosti kako bi bila otporna na moguće nepovoljne šokove u budućnosti.

Slika 7.10. Kreditni rizik se dodatno smanjio u 2024. godini



Unatoč smanjenju, likvidnost leasing društava ostala je na zadovoljavajućim razinama u 2024. godini. Za razliku od 2022. i 2023., kada je omjer kratkoročne imovine i kratkoročnih obveza ostao nepromijenjen, rast vrijednosti novih ugovora u 2024. doveo je do pada pokrivenosti kratkoročnih obveza za 7,8 p.b., prvenstveno zbog rasta kratkoročnih obveza. Ipak, pokrivenost obveza kratkoročnom imovinom još

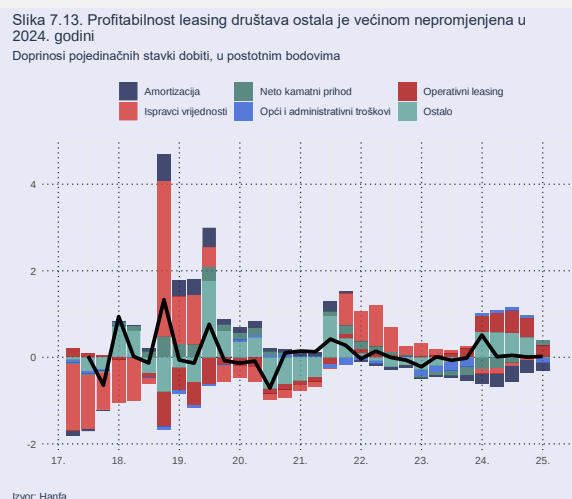
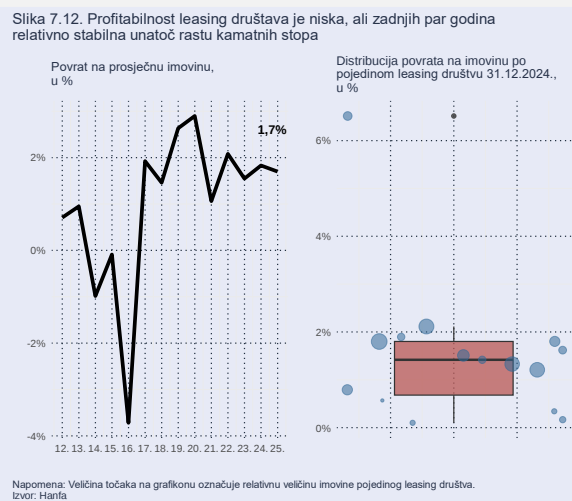
uvijek je relativno visoka i viša od 1, zbog čega leasing društva nisu izložena značajnom likvidnosnom riziku.



Profitabilnost i kapitaliziranost

Snažan rast bilance i smanjenje neto kamatne marže negativno su se odrazili na profitabilnost leasing društava koja je blago smanjena u 2024. u relativnim terminima. Povrat na imovinu leasing društava smanjen je za 0,1 p.b. u 2024., na 1,7 %, pri čemu su manja društva ostvarila relativno slabije rezultate poslovanja u 2024. (slika 7.12.). Glavni razlog tome bili su kamatni prihodi čiji rast nije nadomjestio porast kamatnih troškova u 2024. godini. S druge strane, prihodi od operativnog leasinga pozitivno su doprinijeli profitabilnosti u 2024., prvenstveno zbog povećane vrijednosti akvizicije vozila⁷³. Očuvanje dostatne razine profitabilnosti u okolnostima povijesno niskih troškova ispravaka vrijednosti i suženih kamatnih marži osobito je važno za manja i potencijalno ranjivija društva, čija sposobnost apsorpcije šokova može biti

narušena u slučaju materijalizacije sistemskog rizika.



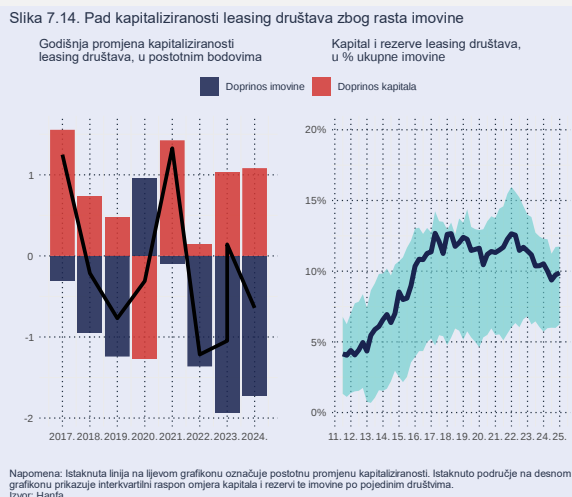
Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, blago je smanjena u 2024. godini. Naime, iako su tijekom 2024. kapital i rezerve porasle za 20,7 %, istodobni snažan rast imovine leasing društava od 39,5 % pogoršao je pokazatelj kapitaliziranosti (slika 7.14.). Posljedično je kapitaliziranost leasing društava iznosila 9,9% krajem 2024., što je smanjenje za 0,6 p.b. u odnosu na kraj 2023. godine. To je još uvijek više od europskoga prosjeka⁷⁴ koji

⁷³ Ostali prihodi su također značajno doprinijeli profitu. Najveći dio ostalih prihoda/ rashoda čini prodaja objekta operativnog leasinga (40,4 % bruto dobiti od stavki bilance koji ulaze u

kategoriju „ostali“) tako da su oni isto direktno vezani uz operativni leasing.

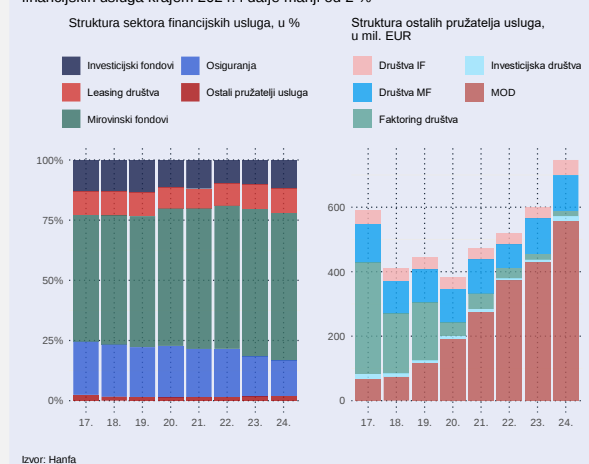
⁷⁴ Prema podacima dostupnim na stranicama [Leaseurope](https://www.leaseurope.com)

je u trećem kvartalu 2024. iznosio približno 7,3%. Dostatne zalihe kapitala ključne su za otpornost leasing društava, posebice u slučaju materijalizacije naglašenih sistemskih rizika na početku 2025., povezanih s mogućim usporavanjem globalne gospodarske aktivnosti i zadržavanja kamatnih stopa na povišenim razinama. Takve okolnosti mogu u drugom koraku dovesti do porasta kreditnog rizika i većeg pritiska na bilance leasing društava.



8. OSTALI PRUŽATELJI FINACIJSKIH USLUGA

Slika 8.1. Udio imovine ostalih pružatelja financijskih usluga u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga krajem 2024. i dalje manji od 2 %



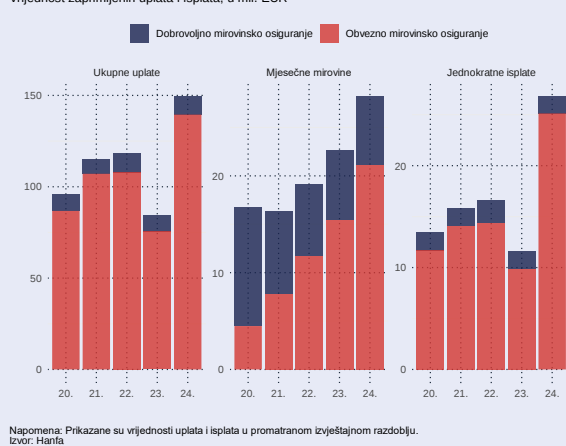
Struktura sektora financijskih usluga ostala je relativno nepromijenjena tijekom 2024., uz i dalje izraženu dominaciju institucionalnih investitora, odnosno mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje (slika 8.1.). Premda čine tek 1,9 % ukupne imovine sektora, ostali pružatelji financijskih usluga – poput faktoring društava, mirovinskih osiguravajućih društava, mirovinskih i investicijskih društava te društava za upravljanje – ključni su za stabilno funkcioniranje financijskog sustava. Njihova stabilnost osobito je važna u uvjetima pojačane tržišne neizvjesnosti i rastućih sistemskih rizika na početku 2025. godine.

Ključna ciklička kretanja

Društva za upravljanje mirovinskim fondovima, iako čine tek 0,3 % imovine sektora financijskih usluga, upravljaju

imovinom mirovinskih fondova u vrijednosti od 24,7 mlrd. EUR, što čini 61,3 % ukupne imovine sektora na kraju 2024. godine. Za isplatu mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje odgovorna su dva mirovinska osiguravajuća društva, čija je imovina na kraju 2024. iznosila 557,5 mil. EUR. Investicijska društva, iako čine tek 0,03 % ukupne imovine sektora, važni su posrednici na tržištu kapitala i sudjeluju u nešto više od polovice ukupnog broja transakcija na domaćem tržištu kapitala. U strukturi ostalih pružatelja financijskih usluga ističu se još i 24 društva za upravljanje investicijskim fondovima i tri faktoring društva, koji također vrše specifične i nezamjenjive funkcije u domaćem financijskom sustavu.⁷⁵

Slika 8.2. Zakonskim izmjenama povećana atraktivnost kombiniranih mirovina u 2024. godini
Vrijednost zaprimljenih uplata i isplata, u mil. EUR



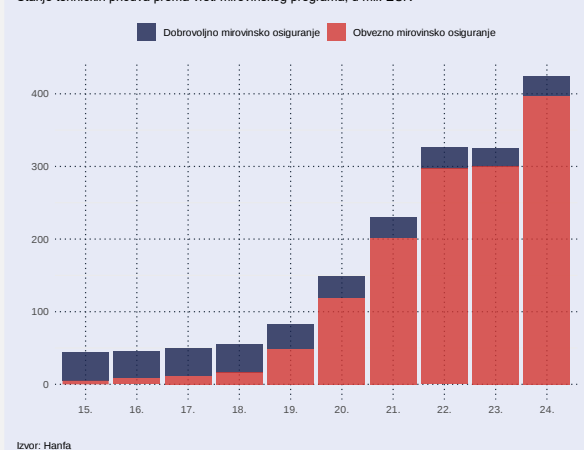
Mirovinska osiguravajuća društva imaju sve veći sistemski značaj jer su ključna za isplatu mirovina iz individualne kapitalizirane štednje, a njihov će značaj

⁷⁵ Više o ulozi pojedinih kategorija pružatelja financijskih usluga u financijskom posredovanju

može se pronaći na [stranicama Hanfe namijenjenim potrošačima](#).

nastaviti rasti u narednom razdoblju s prelaskom mirovinskog sustava iz faze akumulacije sredstava u fazu isplate. Tijekom 2024. zabilježen je snažan rast uplata u mirovinska osiguravajuća društva (slika 8.2.), ponajviše zbog većeg broja korisnika koji biraju kombiniranu mirovinu iz I. i II. stupa⁷⁶. Taj trend potiču bolji prinosi fondova u prethodnim godinama (više u poglavlju **4. Mirovinski fondovi**) te zakonske izmjene koje od 2024. omogućuju veće dodatke⁷⁷ i fleksibilnije uvjete isplate poput povećanja maksimalnog iznosa jednokratne isplate s dotadašnjih 15 % na 20 % ukupno kapitaliziranih sredstava u II. stupu⁷⁸, što se već odrazilo na porast jednokratnih isplata u 2024. godini (slika 8.2.). Povećanje uplata odrazilo se i na porast tehničkih pričuva mirovinskih osiguravajućih društava (slika 8.3.), koje su na kraju 2024. iznosile 424,1 mil. EUR, što je 30,3 % više u odnosu na prethodnu godinu.

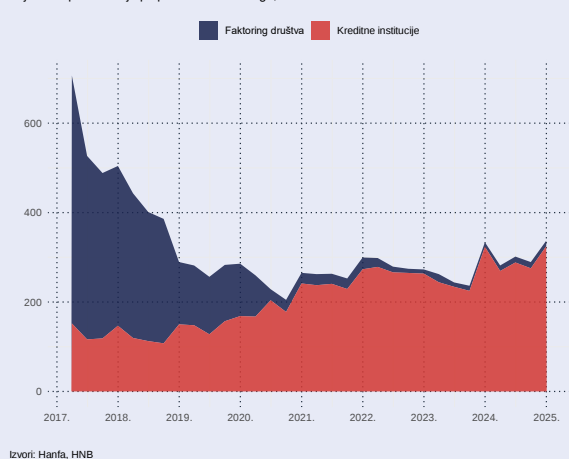
Slika 8.3. Rast akumuliranih sredstava mirovinskih osiguravajućih društava
Stanje tehničkih pričuva prema vrsti mirovinskog programa, u mil. EUR



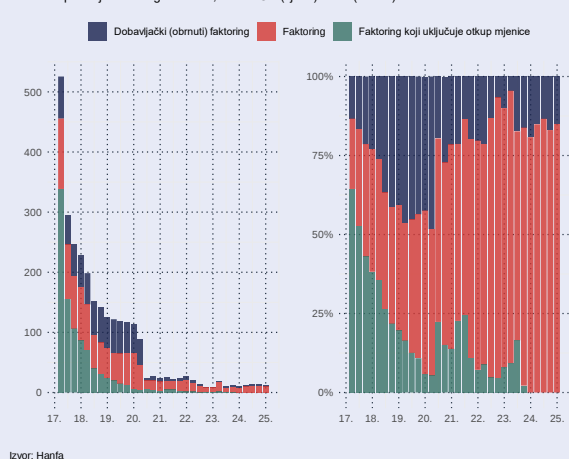
⁷⁶ U 2024. je mirovinu iz I. i II. stupa odabralo 35,2 % osiguranika, dok je u 2023. taj udio iznosio 21,2 %.

⁷⁷ Izmjenama Zakona o dodatku na mirovine ostvarene prema Zakonu o mirovinskom osiguranju (**NN, br. 156/23**), korisnicima mirovine koji biraju mirovinu iz oba stupa obveznog mirovinskog osiguranja propisano je povećanje dodatka na osnovnu mirovinu s 20,25 % na 27 %

Slika 8.4. Nastavljen trend dominacije kreditnih institucija u faktoring poslovanju
Vrijednost potraživanja po poslovima faktoringa, u mil. EUR



Slika 8.5. Dominacija klasičnog faktoringa u portfelju faktoring društava
Struktura portfelja faktoring društava, u mil EUR (lijevo) i u % (desno)



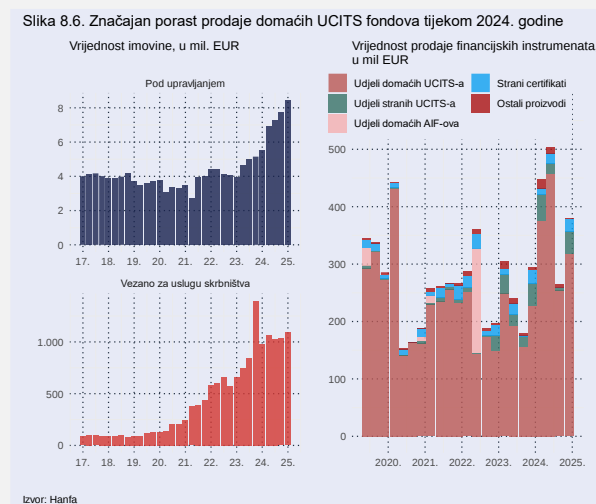
Iako je u 2024. s radom počelo novo faktoring društvo, broj aktivnih društava ostao je nepromijenjen u 2024. te su na kraju godine poslovala tri faktoring društva. Potražnja za faktoring uslugama ostala je relativno stabilna tijekom 2024., pa su ukupna potraživanja po poslovima faktoringa u Hrvatskoj na kraju godine iznosila 337,1 mil. EUR, što je 1,0 % više nego prethodne godine. Glavnina faktoring poslovanja i dalje se odvijala u

za mirovinski staž od dana uvođenja II. mirovinskoga stupa, čime je usklađena stopa dodatka na osnovnu mirovinu za cijeli mirovinski staž, odnosno ista je izjednačena sa stopom dodatka za korisnike mirovina isključivo iz I. stupa.

⁷⁸ Riječ je o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima (**NN, br. 156/23**).

kreditnim institucijama, na koje se odnosilo 96,4 % ukupnih potraživanja (slika 8.4.). U 2024. nijedno faktoring društvo nije provodilo poslove faktoringa koji uključuje otkup mjenica, što je dodatno naglasilo dominaciju klasičnog faktoringa u strukturi portfelja faktoring društava, s udjelom od 85,0 % na kraju 2024. godine (slika 8.5.).

Investicijska su društva u 2024. zabilježila snažan rast prodaje domaćih UCITS fondova (slika 8.6.), potaknut povoljnim tržišnim uvjetima i širenju ponude fondova (više u poglavlju [5. Investicijski fondovi](#)). Distribucija domaćih UCITS fondova iznosila je 1,4 mlrd. EUR u 2024., što je 87,8 % ukupne distribucije i predstavlja povećanje od 0,6 mlrd. EUR, odnosno 70,3 % u odnosu na 2023. godinu. Istodobno se usporio rast imovine povezane s pružanjem skrbničkih usluga koja je na kraju 2024. iznosila 1,1 mlrd. EUR, što je za 11,5 % više u odnosu na kraj 2023. godine. Imovina pod upravljanjem snažno je porasla za 52,9 %, te je na kraju 2024. iznosila 8,5 mil. EUR.

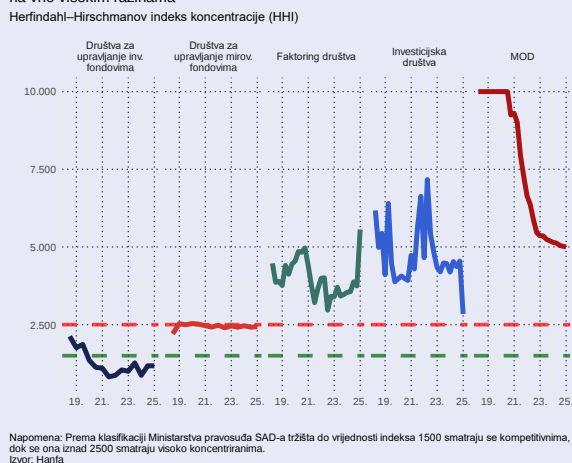


Strukturna obilježja i rizici

Zbog uske specijaliziranosti i malog broja društava, većina segmenata

ostalih pružatelja financijskih usluga ima visoku razinu tržišne koncentracije (slika 8.7.). Iznimka su društva za upravljanje investicijskim fondovima, čija je koncentracija umjerena zahvaljujući relativno većem broju društava i ravnomjernijoj raspodjeli imovine. Povećanje tržišne koncentracije u segmentu faktoring društava tijekom 2024. posljedica je izlaska jednog društva s tržišta i ograničenog tržišnog udjela novog društva. Tržišna koncentracija značajnije je smanjena u segmentu investicijskih društava ponajprije zbog početka poslovanja novog društva.

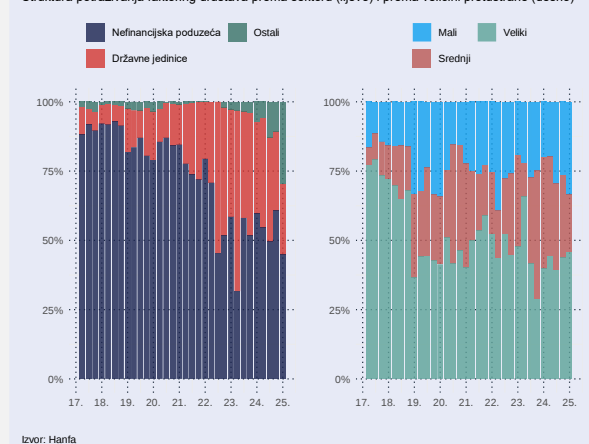
Slika 8.7. Tržišna koncentracija kod gotovo svih ostalih pružatelja financijskih usluga na vrlo visokim razinama



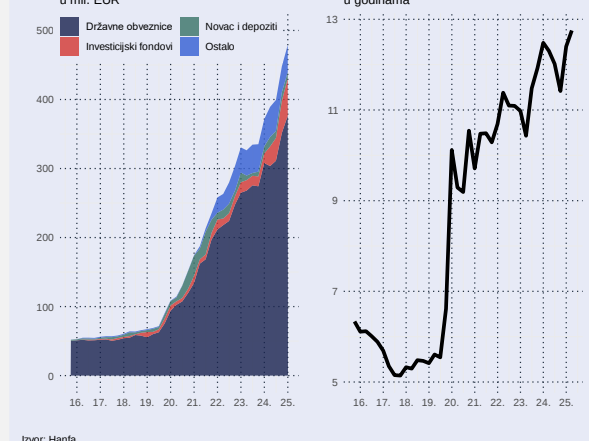
Faktoring društva uglavnom posluju sa sektorom nefinancijskih poduzeća, pa njihova izloženost **kreditnom riziku** uvelike ovisi o kretanjima u tom sektoru. U proteklim godinama se ta izloženost postupno smanjivala te je krajem 2024. sektor nefinancijskih poduzeća činio 45,0 % ukupnih potraživanja faktoring društava (slika 8.8.). Budući da su nefinancijska poduzeća i u 2024. zadržala stabilne poslovne rezultate, a udio neprihodujućih kredita u ovom sektoru ostao na povijesno niskim razinama (slika 2.14.), kreditni rizik povezan s tim segmentom na kraju 2024. nije izražen,

što se odražava i u smanjenju izloženosti faktoring društava tom riziku. Poslovni model faktoring društava temelji se na kratkoročnom financiranju, koje u pravilu nosi niži kreditni rizik u usporedbi s bankama i leasing društvima. Unatoč tome, potrebno je pratiti moguće promjene u uvjetima financiranja, troškovima poslovanja i agregatnoj potražnji koje bi u slučaju pogoršanja gospodarskih uvjeta moglo utjecati na profitabilnost sektora.

Slika 8.8. Proteklih nekoliko godina smanjena izloženost sektora faktoringa prema nefinancijskim poduzećima
Struktura potraživanja faktoring društava prema sektoru (lijevo) i prema veličini protustrane (desno)



Slika 8.9. Vrijednost imovine MOD-ova uvelike ovisna o kretanju kamatnih stopa
Imovina za pokriće tehničkih pričuva MOD-ova, u mil. EUR



Kamatni rizik i dalje je najistaknutiji sistemski rizik za mirovinska osiguravajuća društva s obzirom na visok udio državnih obveznica, koje su na kraju 2024. činile 78,6 % imovine za pokriće tehničkih pričuva (slika 8.9.). Taj rizik

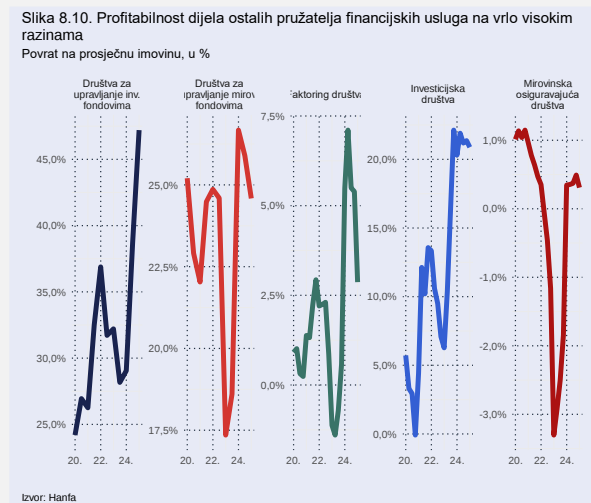
dodatno je pojačan relativno visokom ročnom neusklađenosti njihove imovine i obveza, s obzirom na dulju ročnost obveza. Zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu početkom 2024. liberalizirana su ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, što omogućava fleksibilnije upravljanje imovinom, ali također povećava izloženost **tržišnim rizicima**. U uvjetima povišenih geopolitičkih napetosti i neizvjesnosti na početku 2025., kamatni i tržišni rizici ostaju najizraženije sistemske ranjivosti sektora mirovinskih osiguravajućih društava.

Investicijska društva uvelike ovise o izvršenju naloga i tržišnom posredovanju, što ih čini ranjivim na nagle promjene u sentimentu investitora. Društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima također su značajno izložena **tržišnim rizicima** jer su njihove naknade za upravljanje povezane sa vrijednosti imovine kojom upravljaju. Pritom je rizik naglašeniji kod društava za upravljanje investicijskim fondovima zbog mogućnosti materijalizacije **rizika likvidnosti**, odnosno dodatnog umanjenja imovine pod upravljanjem kroz potencijalne neto odljeve sredstava. U trenutnom okružju intenziviranih geopolitičkih i trgovinskih napetosti, tržišni rizici su povišeni, što dodatno povećava ranjivost sektora.

Profitabilnost i solventnost

Pozitivna tržišna kretanja i veća investicijska aktivnost pridonijeli su rastu profitabilnosti ostalih pružatelja financijskih usluga u 2024. godini (slika 8.10.). Stabilna dobit i adekvatne kapitalne pozicije povećavaju otpornost

sektora na potencijalne sistemske šokove, što je ključno u kontekstu povećanih sistemskih rizika na početku 2025. godine.



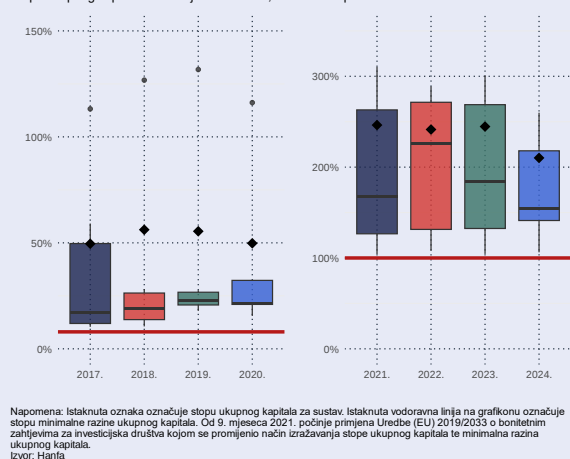
Pozitivna tržišna kretanja i stabilne neto uplate potaknule su rast imovine mirovinskih fondova tijekom 2024., što je pomoglo održavanju stabilnih prihoda društava za upravljanje mirovinskim fondovima. Glavninu njihova prihoda čine naknade za upravljanje, pri čemu je rast imovine pod upravljanjem kompenzirao učinke regulatornih izmjena s početka 2024. kojima je ukinut i smanjen dio naknada⁷⁹. Ipak, zbog rasta troškova poslovanja, profitabilnost društava je blago smanjena te je povrat na prosječnu imovinu na kraju 2024. iznosio 24,6 % (smanjenje za 2,1 p.b. u odnosu na kraj prethodne godine).

Snažni investicijski rezultati, uz pozitivan sentiment ulagača te širenje ponude domaćih UCITS fondova potaknuli su snažan rast imovine pod upravljanjem društava za upravljanje investicijskim

fondovima u 2024. godini. To je dovelo do povećanja prihoda od naknada za upravljanje za 17,4 % u odnosu na prethodnu godinu, što je unatoč povećanju ukupnih rashoda (od 10,1 %) rezultiralo znatnim rastom profitabilnosti. Povrat na prosječnu imovinu porastao je za 18,2 p. b. te je na kraju godine dosegnuo 47,2 %.

Profitabilnost faktoring društava u 2024. godini smanjila se za 2,6 p. b., pri čemu je povrat na prosječnu imovinu na kraju godine iznosio 2,9 %. Taj je pad prvenstveno rezultat strukturnih promjena u sektoru, odnosno prestanka poslovanja društva koje je u prethodnim razdobljima generiralo većinu dobiti sektora.

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



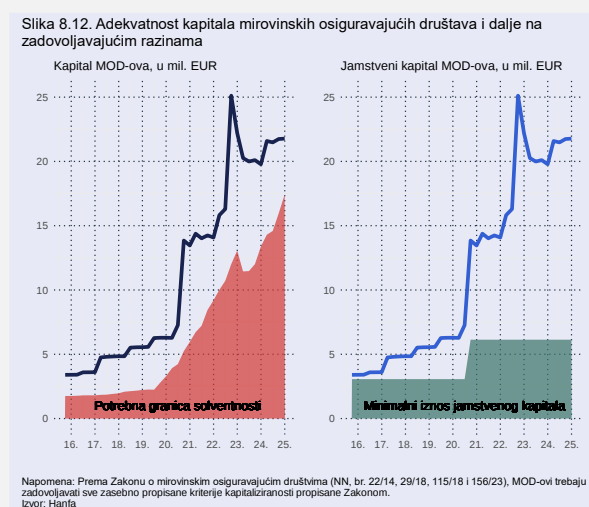
Povoljni tržišni uvjeti i pojačana investicijska aktivnost pridonijeli su rastu dobiti investicijskih društava za 33,0 % (2,4 mil. EUR) u 2024 godini. Povrat na prosječnu imovinu dosegnuo je 20,9 % (porast za 0,6 p.b.), što je posljedica značajnog povećanja ukupne imovine

⁷⁹ Kod obveznih mirovinskih fondova je ukinuta ulazna naknada od 0,5 % od uplaćenih doprinosa te je smanjena naknada za upravljanje s 0,27 % godišnje na 0,25 % godišnje u 2024., a zatim će se dalje postupno smanjivati za 0,01 % godišnje do 0,20 % koliko će iznositi od 2029. nadalje. Kod

dobrovoljnih mirovinskih fondova smanjena je naknada za izlaz iz fonda, koja se plaća samo u slučaju prijenosa osobnog računa u drugi dobrovoljni mirovinski fond kojim upravlja drugo mirovinsko društvo, i to s maksimalnih 2,5 % na maksimalno 1,75 %.

investicijskih društava (+63,0 %), najvećim dijelom zbog povećanja broja aktivnih društava. Visoka profitabilnost potpomaže održavanje zaliha kapitala na relativno visokim razinama, značajno višima od regulatorno propisanih minimuma (slika 8.11.), što doprinosi otpornosti investicijskih društava i omogućuje apsorpciju potencijalnih sistemskih šokova.

Stabilizacija tržišnih uvjeta i povećane uplate u mirovinska osiguravajuća društva pridonijeli su očuvanju profitabilnosti sektora u 2024. godini. Dobit prije oporezivanja sektora porasla je za 13,9 %, no s obzirom na još izraženiji rast imovine od 30,0 %, povrat na prosječnu imovinu ostao je na razini prethodne godine te je na kraju 2024. iznosio 0,3 %. Kapitaliziranost mirovinskih osiguravajućih društava pritom je zadržana iznad regulatorno propisanih razina (slika 8.12.), što jača otpornost sektora u izazovnom okruženju.



9. TESTIRANJE OTPORNOSTI NA STRES

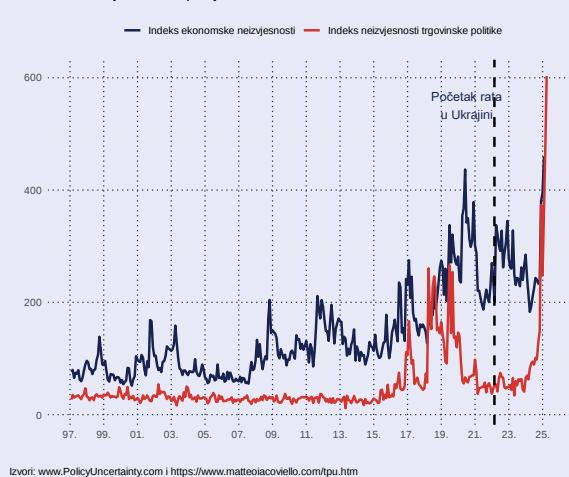
Ovogodišnji stresni scenarij temelji se na povećanim geopolitičkim rizicima, praćenih usporavanjem gospodarske aktivnosti i povratkom inflacijskih pritisaka. Iako se radi o snažnom šoku, rezultati pokazuju da bi agregatna otpornost sektora financijskih usluga ostala zadovoljavajuća, iako bi profitabilnost pojedinih dijelova sustava mogla biti ugrožena. Intenzitet stresa i njegov utjecaj na sektor financijskih usluga u narednom će razdoblju primarno ovisiti o globalnim kretanjima, ponajprije razvoju geopolitičkih okolnosti i njihovom utjecaju na tržišna kretanja. Ipak, sve veća diversifikacija ulaganja te visoke zalihe likvidnosti i kapitala omogućuju otpornost sektora i na simulirane malo vjerojatne, ali moguće šokove.

Početne pretpostavke scenarija

Geopolitički rizici, koji su povišeni od početka sukoba u Ukrajini, dodatno su eskalirali početkom 2025. godine. Nakon predsjedničkih izbora u SAD-u i promijene smjera vanjske politike, financijska tržišta zabilježila su snažne oscilacije (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), a neizvjesnosti su dodatno pojačane zaoštavanjem trgovinskih odnosa između vodećih svjetskih ekonomija⁸⁰. Početkom 2025. globalni indeks ekonomske neizvjesnosti⁸¹ dosegnuo je najvišu razinu od početka mjerenja (slika

9.1.), nadmašivši čak i razinu iz razdoblja pandemije. Sektor financijskih usluga i dalje posluje u vrlo neizvjesnom okruženju, pri čemu je neizvjesnost dosegla vrhunac početkom travnja, kada su SAD značajno povisile uvozne carine. Dodatnu prijetnju financijskoj stabilnosti predstavlja jačanje inflacijskih pritisaka krajem 2024. i usporavanje pojedinih europskih gospodarstava, uz povećane potrebe za javnim financiranjem zbog viših obrambenih izdataka i viših troškova financiranja.

Slika 9.1. Neizvjesnost na povijesno visokim razinama



Ciklus podizanja referentnih kamatnih stopa završio je sredinom 2024., što je potaknulo daljnji rast vrednovanja na financijskim tržištima. Recentna tržišna kretanja ukazuju na vrlo nisku premiju za rizik te moguće precijenjenosti pojedinih klasa financijske imovine. Naglo zaoštavanje svjetskih trgovinskih odnosa dodatno je povećalo postojeće neravnoteže i razinu neizvjesnosti. S

⁸⁰ Uvedene trgovinske carine na uvoz iz Meksika, Kanade i Kine, kao i najavljeno uvođenje carina na uvoz iz Europske unije.

⁸¹ Global Economic Policy Uncertainty Index

obzirom na visoku razinu rizika, scenariji su kalibrirani relativno oprezno, uključujući i osnovni scenarij.

Obilježja simulacije

Testiranje otpornosti sektora financijskih usluga na stres provodi se na godišnjoj frekvenciji s ciljem procjene otpornosti sektora financijskih usluga na malo vjerojatne sistemske šokove. Ova iteracija testiranja otpornosti na stres temelji se na podacima s kraja 2024.⁸², a simulacija obuhvaća razdoblje od kraja 2026. godine. Vježba se zasniva na dva makroekonomska scenarija (temeljni i stresni) koji počivaju na simuliranim vrijednostima ključnih makroekonomskih indikatora i pokazatelja poslovanja sektora financijskih usluga. U vježbu su uključeni mirovinski i investicijski fondovi, osiguravajuća i leasing društava, koji zajedno čine 98,2 % imovine sektora financijskih usluga, što vježbi daje visoku reprezentativnost. Primjena zajedničkih scenarija i prijenos šokova detektiranim kanalima unutar i izvan sektora osigurava konzistentnost vježbe. Iako su rezultati vježbe prikazani po pojedinim sektorima, za njihovu interpretaciju nužan je sveobuhvatan pogled zbog međusobne povezanosti i nerazdvoljivosti pojedinih industrija od sustava. Važno je naglasiti da korišteni scenariji ne predstavljaju službena očekivanja Hanfe, već služe isključivo za potrebu provođenja ove vježbe.

Temeljni scenarij

Tijekom 2024. inflacijski pritisci su usporeni, s relativno ograničenim utjecajem na rast globalnog gospodarstva. Ublažavanje monetarne politike i povratak investicijskog optimizma obilježili su tržišna kretanja, unatoč povremenim epizodama povišene volatilnosti. Međutim, početkom 2025. nastupilo je pogoršanje sentimenta potaknuto zaoštavanjem globalnih trgovinskih odnosa i uvođenjem protekcionističkih mjera od strane SAD-a. Kratkoročna očekivanja vrlo su neizvjesna, a glavni rizici proizlaze iz geopolitičke nesigurnosti i mogućeg rasta cijene energije, a posredno i ukupne inflacije. Porast kreditnog rizika realnog sektora bi u okolnostima povišenih potreba za financiranjem opće države i još uvijek visokog troška financiranja mogao ograničiti gospodarski rast u nadolazećem razdoblju.

Temeljni scenarij⁸³ ne uključuje negativne učinke carina te polazi od pretpostavke stabilnog globalnog okruženja. U takvim okolnostima domaće gospodarstvo bi raslo po nešto nižim, ali i dalje pozitivnim realnim stopama od 3,1 % u 2025. i 2,9 % u 2026. godini (tablica 1.). Glavni pokretači rasta su osobna potrošnja (potpomognuta blagim smanjenjem nezaposlenosti i rastom plaća⁸⁴) te investicije financirane sredstvima iz EU fondova, iako manjeg intenziteta nego prethodnih godina. Scenarij se temelji i na pretpostavci postupnog smirivanja inflacije, uz stope od 3,8 %, i 3,3 % u prvoj i

⁸² S obzirom na dostupnost podataka, za sektor mirovinskih i investicijskih fondova korišteni su podaci zaključno s krajem ožujka 2025. godine.

⁸³ U temeljni scenarij su uključene pretpostavke zaključno sa krajem veljače 2025. godine.

⁸⁴ Stopa nezaposlenosti se smanjuje za 1,1 p.b. u iduće dvije godine, a bruto plaće bilježe porast od 5,8 % u 2025. i 5,1 % u 2026. godini.

drugoj godini simulacije, no pritisci na strani potražnje ostaju naglašeni, posebice kroz nedostatak radne snage i rast plaća. Također, relativna neelastičnost profitnih marži kompanija dodatno može usporiti i otežati smirivanje inflacije čak i kada se vanjski pritisci (energija, sirovine) smanje.

Rast potrošnje, ali i opće razine cijena, dodatno stimulira rast proračunskih rashoda kroz povećanje socijalnih naknada i plaća u javnom sektoru. Iako proračun ostaje u blagom deficitu (-1,8 % i -1,1 % na kraju 2025. i 2026.), udio javnog duga u BDP-u se smanjuje na 54,2 % do kraja 2026. godine.

Tržište nekretnina nastavlja sa snažnim rastom, iako umjerenije nego prethodnih godina (8,8 % i 7,8 % u 2025. i 2026.), prvenstveno zbog smanjenja tržišne aktivnosti uslijed visokih troškova gradnje i smanjenog kreditnog potencijala kućanstava⁸⁵ zbog čega se kupoprodaja nekretnina sve izraženije materijalizira izvan kreditnog kanala banaka⁸⁶.

Temeljni scenarij je izložen značajnim rizicima koje su dodatno pojačale uvedene carine SAD-a u travnju 2025., a koje nisu obuhvaćene ovim scenarijem. Iako je njihov učinak na Hrvatsku uglavnom neizravan, posljedice mogu biti značajne s obzirom na otvorenost domaćeg gospodarstva. S obzirom na

naglašene sistemske rizike, ovogodišnji temeljni scenarij je relativno konzervativno procijenjen.

Stresni scenarij

Sistemske rizici sektora financijskih usluga na kraju 2024. ocijenjeni su povišenima i predstavljaju polaznu točku za provedbu ovogodišnje vježbe testiranja otpornosti na stres. Stresni scenarij temelji se na dodatnom zaoštavanju već zategnutih geopolitičkih odnosa⁸⁷ i snažnoj eskalaciji trgovinskog rata između vodećih svjetskih ekonomija.

Početni šok uključuje skok cijena energenata i troškova proizvodnje, dok trgovinske barijere uzrokuju nestašice i zastoje u globalnim dobavnim lancima. Kombinacija spomenutih šokova rezultira povišenim inflacijskim pritiscima.

Smanjena trgovinska razmjena dodatno usporava već slabo europsko gospodarstvo i povećava vjerojatnost nastanka recesije. Takva kretanja slabe potražnju i investicije u glavnim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima, što bi uzrokovalo recesijska kretanja i u domaćem gospodarstvu, prvenstveno kroz slabljenje inozemne potražnje za turističkim uslugama. Hrvatsko gospodarstvo bi u stresnom scenariju zabilježilo kontrakciju od 3,2 % u 2025. i 2,0 % u 2026. godini. Preljevanje

⁸⁵ **Odlukom o kriterijima kreditiranja potrošača** koja stupa na snagu 1. srpnja 2025. HNB ograničuje iznos mjesečne otplate duga u odnosu na dohodak potrošača (engl. *debt service to income*, DSTI) na najviše 45% za stambene i 40% za nestambene kredite, a za kredite osigurane nekretninama i ukupan iznos kredita u odnosu na vrijednost nekretnine u zalogu (engl. *loan to value*, LTV) koji ne smije biti veći od 90%. Osim toga, ročnost se stambenih i nestambenih kredita potrošačima koji su osigurani

nekretninom ograničuje na trideset, a ostalih nestambenih kredita na deset godina.

⁸⁶ Prema podacima Operete, u 2024. je 55% transakcija bilo realizirano iz vlastitih sredstava.

⁸⁷ Pod pojmom zaoštavanje geopolitičkih odnosa podrazumijeva se dodatna eskalacija već aktivnih konflikata u Ukrajini i na bliskom istoku, ali i zaoštavanje odnosa između SAD-a i Kine u Tihom oceanu, kao i mogućnost pojave novih konflikata. Inicijalni šok stoga predstavlja materijalizaciju nekog od navedenih ili pak kombinaciju više mogućih događaja.

inozemnih šokova pogoršalo bi i pokazatelje tržišta rada, uz porast stope nezaposlenosti za 1,5 p.b. do kraja 2026. godine. Strukturne karakteristike domaćeg tržišta rada, prije svega prisutan nedostatak radne snage, zadržale bi rast nominalnih plaća čak i u stresnom scenariju, iako po znatno skromnijim stopama nego prethodnih godina (3,8 % u 2025. i 2,8 % u 2026.).

Unatoč oslabljenoj osobnoj potrošnji, inflacija bi porasla na 5,9 % u 2025., a povišena bi ostala i u 2026. godini (4,1 %), prvenstveno zbog ojačane inflacijske spirale na strani potražnje za dobrima i cjenovnih šokova na tržištu energenata i povišenih troškova proizvodnje dobara.

Inflacijski pritisci ne omogućavaju prostor za popuštanje monetarne politike koja nije u mogućnosti stimulirati gospodarstvo spuštanjem referentnih kamatnih stopa, koje u obje godine simulacije rastu za prosječno 2 p.b. godišnje.

Financijska tržišta karakterizira veća neizvjesnost i rast troškova financiranja, što povećava kreditni rizik realnog sektora, prvenstveno manjih i visoko zaduženih kompanija što dovodi do smanjenja investicija. Smanjenje investicija privatnog sektora djelomično ublažava javni sektor zahvaljujući sredstvima iz europskih fondova, no ukupni učinak na BDP u simuliranom razdoblju ostaje negativan.

Tržišna reakcija na nepovoljne uvjete financiranja u okolnostima narušenih makroekonomskih pokazatelja rezultira skokom premije za rizik koja se odražava na trošak zaduživanja države kroz skok prinosa na dugoročne državne obveznice. Uz usporavanje rasta prihoda zbog smanjene gospodarske aktivnosti i povećanje rashoda zbog porasta izdataka za plaće i socijalna davanja kako bi se sanirale posljedice inflacijskih kretanja, produbljuje se javni deficit koji u 2026. iznosi -3,6 %, a javni dug na kraju godine iznosi 67,1 % BDP-a. Iako obveznice RH zadržavaju investicijski rejting, blago pogoršanje javnih pokazatelja i općeniti rast prinosa na nerizične EU obveznice dovode do rasta prinosa na domaće obveznice na razinu od 4,7 % na kraju 2026. godine.

Povećana tržišna kolebljivost i narušeni investicijski sentiment odražavaju se u cjenovnim korekcijama na tržištima kapitala, osobito kod percipirano rizičnijih izdavatelja. Slabiji gospodarski izgledi i stroži financijski uvjeti utjecali bi i na usporavanje tržišta nekretnina, koje bi u simuliranom stresnom scenariju raslo oko 1,0 % godišnje.

Imajući u vidu navedene karakteristike, stresni scenarij prikazuje malo vjerojatni, no mogući nepovoljan rasplet događaja tijekom naredne dvije godine.

Tablica 1. Makroekonomski scenarij

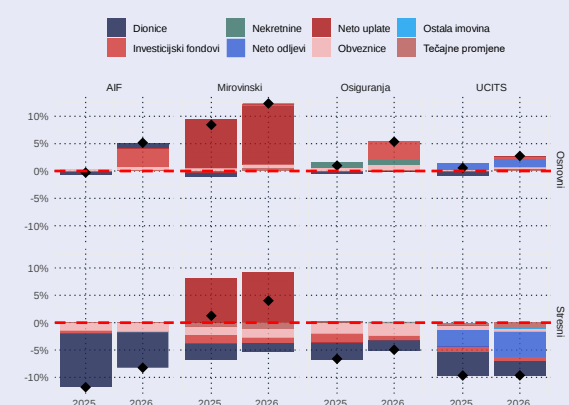
Prikaz procijenjenih vrijednosti ključnih makroekonomskih varijabli i korištenih šokova na financijskim tržištima

Pokazatelj	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	Osnovni		Stresni	
								2025.	2026.	2025.	2026.
Bruto domaći proizvod (god. st. realnog ras	2.9	3.1	-8.3	12.6	7.3	3.3	3.9	3.1	2.9	-3.2	-2.0
Inflacija (u %)	1.0	1.3	-0.3	5.2	12.7	5.4	4.5	3.8	3.3	5.9	4.1
Stopa nezaposlenosti (u % aktivnog stanovr	7.3	6.2	8.4	6.5	6.7	5.6	4.6	4.0	3.5	5.5	6.1
Bruto plaće (god. st. nominalnog rasta)	5.2	4.8	3.7	4.6	9.3	13.5	15.9	5.8	5.1	3.8	2.8
Cijene nekretnina (prosječna god. st. rasta)	6.1	9.0	7.7	7.3	14.8	11.9	10.4	8.8	7.8	1.1	1.0
Razina javnog duga (u % BDP-a)	72.8	70.9	86.5	78.2	68.5	61.8	57.6	56.4	54.2	60.0	62.1
Saldo opće države (u % BDP-a)	0.0	0.2	-7.2	-2.5	0.1	-0.8	-2.4	-1.8	-1.1	-2.9	-3.6
Prinos na državne obveznice (u %)	2.0	0.6	0.6	0.4	3.4	3.4	3.1	2.8	2.4	4.1	4.7
Krediti banaka realnom sektoru (god. st. ras	0.1	2.1	1.1	1.2	1.2	1.6	3.1	2.7	2.4	1.1	0.9
Kratkoročne kamatne stope (u %)	2.6	1.3	1.1	1.0	2.7	5.0	4.0	5.8	6.5	6.7	8.9
Dugoročne kamatne stope (u %)	3.3	2.3	2.8	2.1	3.7	5.3	4.8	5.7	5.8	6.6	8.0

Izvor: Hanfa

Rezultati vježbe

U temeljnom scenariju sektor financijskih usluga pokazuje otpornost na kratkotrajne poremećaje, a gotovo svi segmenti tržišta bilježe rast imovine (slika 9.2.). Kod mirovinskih fondova imovina raste za 8,4 % u 2025. i 12,4 % u 2026., potaknuti povoljnim uvjetima na tržištu rada i stabilnim neto uplatama kroz cijelo promatrano razdoblje. No, prinosi bi mirovinskih fondova u opisanom scenariju u 2025. bili blago negativni (-0,6 %), a u 2026. bi zabilježili umjereni rast od 1,9 % (slika 9.3.).

Slika 9.2. Heterogen učinak stresnih okolnosti na imovinu sektora financijskih usluga
Dekompozicija relativne promjene imovine sektora u različitim scenarijima, u %Napomena: Promjena imovine kod AIF fondova je prikazana u odnosu na kraj lipnja 2024. godine.
Izvor: Hanfa

I ostali dijelovi sektora financijskih usluga ostvaruju rast imovine u temeljnom scenariju, no skromnijeg intenziteta.

Nakon snažnog rasta UCITS fondova u 2024. godini kada je neto imovina porasla za čak 41,0 % (više u poglavlju [5. Investicijski fondovi](#)), u temeljnom scenariju bi rast usporio na 3,4 % u dvije godine, uz potisnute prinose (u rasponu od -4,0 % za dioničke do 0,2% za obvezničke fondove). Alternativni investicijski fondovi bilježe blago smanjenje neto imovine u 2025. od 0,3 %, no potom slijedi oporavak i rast imovine od 5,2 % u 2026. godini, uz sličnu dinamiku prinosa kao kod UCITS fondova (-0,3 % u 2025. i +10,2 % u 2026. godini).

Rast ukupne imovine društava za osiguranje za 6,4 % do kraja 2026. u temeljnom scenariju rezultat je uravnoteženih kretanja na financijskim tržištima i stabilnih prihoda od osigurateljnih poslova. Unatoč mogućim izazovima kao što su kratkotrajni inflacijski pritisci ili promjene u potražnji za proizvodima, osiguravajuća društva bi nastavila ostvarivati pozitivne financijske rezultate i zadržavanje profitabilnosti unutar višegodišnjih prosjeka, što potvrđuje otpornost sektora i sposobnost prilagodbe tržišnim uvjetima.

Leasing društva bi, uz povoljne gospodarske uvjete i nisku razinu

kreditnog rizika, nastavila stabilno poslovati uz zadovoljavajuće razine profitabilnosti (1,9 % na kraju 2026. godine). Potražnja za leasingom, osobito u segmentu financiranja vozila, ostaje visoka. Uz umjerene rizike i nisku razinu nenaplativih potraživanja, poslovanje leasing društva ostaje stabilno, što doprinosi i ukupnoj otpornosti sektora nefinancijskih usluga.

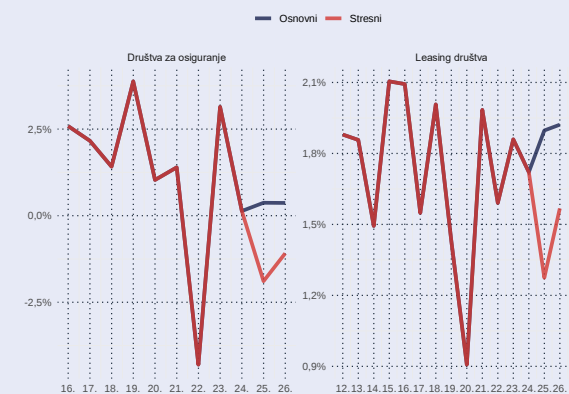
Slika 9.3. Stresne okolnosti bi snažno utjecale na prinose fondova
Prinosi mirovinskih i investicijskih fondova, u %



Izvor: Hanfa

Slika 9.4. Simulirani stres umanjo bi profitabilnost društava za osiguranje i leasing društava

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



Izvor: Hanfa

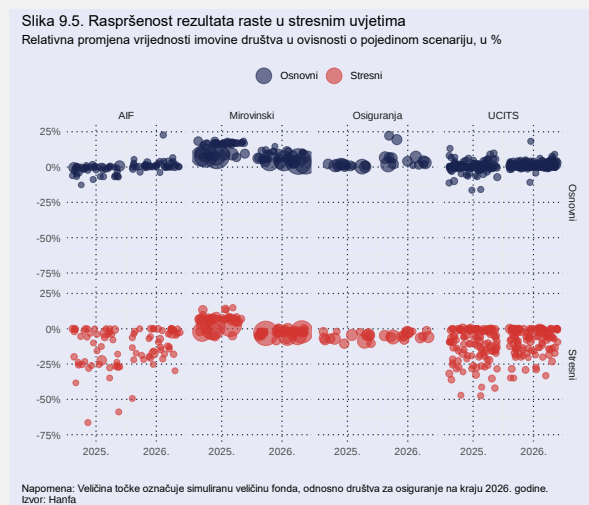
Mirovinski fondovi pokazuju otpornost čak i u uvjetima opisanog stresnog scenarija. Unatoč nepovoljnim tržišnim kretanjima, njihova bi se neto imovina u dvogodišnjem razdoblju povećala za 6,0 %, zahvaljujući stabilnim neto uplatama koje uporište tijekom cijelog perioda imaju u robusnom tržištu rada.

No, simulirana tržišna korekcija utjecala bi na prinose koji bi u 2025. iznosili -6,8 % za obvezne i -7,2 % za dobrovoljne mirovinske fondove. Spomenuti pad odražava kratkoročnu volatilnost i privremeni gubitak tržišne vrijednosti, koja bi bila prisutna i u drugoj godini simulacije kada bi prinosi iznosili -5,0% za obvezne i -5,3 % za dobrovoljne mirovinske fondove (slika 9.3).

Investicijski fondovi pokazuju veću osjetljivost na simulirane šokove, zbog čega se njihova neto imovina smanjuje za -9,7 % i -9,1 % tijekom 2025. i 2026. godine. Osim smanjenja imovine, narušena je i profitabilnost svih vrsta investicijskih fondova koji se u 2025. nalaze u rasponu od -2,1 % za ostale do -23,8 % za dioničke fondove. Iako blaži, prinosi bi i u 2026. ostali negativni (slika 9.3.). Alternativni investicijski fondovi bi zabilježili pad neto imovine od 19,0 % u promatranom razdoblju uz negativne prinose u 2025. i 2026. godini (slika 9.3.). Iako nepovoljni, simulirani gubitci bili bi razmjerno blaži u odnosu na one zabilježene tijekom 2023. kada su tržišta snažno reagirala na početak ciklusa podizanja kamatnih stopa centralnih banaka.

Narušeni tržišni uvjeti odrazili bi se i na imovinu društava za osiguranje, koja bi se tijekom dvije godine smanjila za 11,2 %. Ovaj pad prvenstveno bi bio rezultat korekcija na tržištima dionica, obveznica i nekretnina. Stresni scenarij bi snažno utjecao i na profitabilnost društava za osiguranje koja bi se značajno pogoršala budući da bi povrat na imovinu na kraju 2026. iznosio -1,1 % (slika 9.4.). Utjecaj simuliranih šokova na poslovanje leasing društava bio bi nešto umjereniji, no i kod njih bi došlo do smanjenja profitabilnosti,

ali i pogoršanja kreditne kvalitete portfelja.



Rezultati provedene analize sugeriraju da bi cjelokupni sustav financijskih usluga bio sposoban podnijeti simulirane šokove bez ugrožavanja stabilnosti sektora. Ipak, određena bi se društva mogla suočiti sa značajnim izazovima. Naime, u okolnostima tržišnog stresa vidljive su razlike u strukturi i rizičnosti investicijskih portfelja koje su u stabilnim okolnostima

manje izražene (slika 9.5.). Pojedina društva, osobito ona izloženija tržišnim rizicima i sa slabijom diversifikacijom ulaganja, mogla bi u simuliranim okolnostima imati problema sa redovitim poslovanjem.

Zaključno

Rezultati provedenog stresnog testiranja pokazuju da bi simulirani šokovi negativno utjecali na imovinu, profitabilnost i sistemske rizike u sektoru financijskih usluga, no unatoč tome, sektor bi ostao stabilan. Pojedini subjekti, osobito oni osjetljiviji na tržišne promjene, mogli bi osjetiti jače posljedice. Intenzitet stresa i njegov utjecaj na sektor financijskih usluga u narednom će razdoblju primarno ovisiti o globalnim kretanjima, ponajprije razvoju geopolitičkih okolnosti i njihovom utjecaju na tržišna kretanja.

OKVIR 1. MATRICA RIZIKA: PRAĆENJE KLIMATSKIH RIZIKA

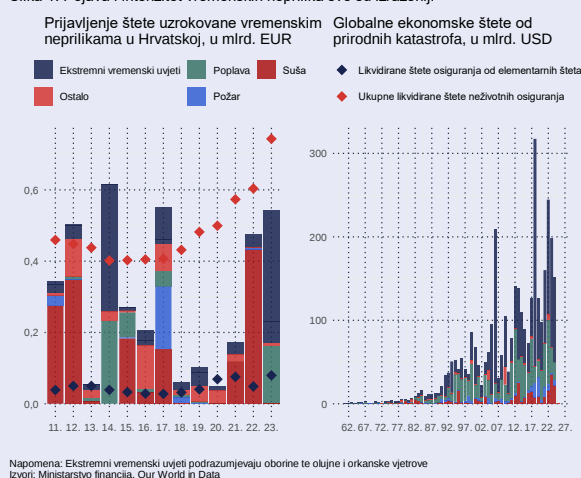
Klimatski rizici, poput sve učestalijih ekstremnih vremenskih nepogoda i izazova povezanih s tranzicijom na niskouglično gospodarstvo, postaju sve relevantniji za financijski sektor. Njihovi učinci mogu dovesti do gubitaka za gospodarstvo i institucionalne ulagače, a posljedično i za članove i osiguranike kroz smanjenje vrijednosti ulaganja ili smanjenu dostupnost zaštite. U težim slučajevima, mogu narušiti funkcioniranje dijelova financijskog sustava, stoga je njihovo pravovremeno prepoznavanje i upravljanje ključno za očuvanje financijske stabilnosti. Iako postoje izazovi poput nedostatka podataka, pouzdanih indikatora i dugoročnih scenarija, nužno je razvijati alate za procjenu i praćenje rizika – poput matrice klimatskih rizika. Rezultati konstruirane matrice klimatskih rizika za sektor financijskih usluga sugeriraju da su domaći institucionalni investitori umjereno izloženi klimatskim rizicima, uz primjetan trend smanjenja izloženosti u proteklom razdoblju. Ipak, pojedini dijelovi sustava ostaju ranjiviji na određene dimenzije rizika, što ukazuje na potrebu za daljnjim unaprjeđenjem analize i upravljanja ovim rizicima.

Zašto je potrebno mjeriti klimatske rizike?

Klimatski rizici nisu samo dugoročni problem s kojim će se globalno gospodarstvo suočiti za nekoliko desetljeća, već vrlo prisutna prijetnja čije posljedice se već odražavaju na gospodarska kretanja. Nepovoljni

klimatski događaji postaju češći i izraženiji, a u porastu su i financijski troškovi njihove sanacije, kako u Hrvatskoj, tako i globalno (slika 1.). Iako su štete uzrokovane vremenskim nepogodama nepredvidljive, dugoročno pokazuju izražen trend rasta na čiju učestalost i intenzitet nedvojbeno utječu klimatske promjene. Kontinuirana urbanizacija povećava izloženost, a sve češći i intenzivniji klimatski događaji povećavaju ranjivost infrastrukture. Na rast šteta dodatan utjecaj imaju inflacija i rast vrijednosti imovine. Tako su u 2024. štete od vremenskih nepogoda na globalnoj razini procijenjene na iznos od 320 mlrd. USD, što je za gotovo 30 % više u odnosu na 2023. godinu. S obzirom da je osigurano tek nešto više od 40,0 % navedenog iznosa (140 mlrd. USD), pravovremeno prepoznavanje i upravljanje klimatskim rizicima nužno je kako bi se smanjili gubici i zaštitila financijska stabilnost.

Slika 1. Pojava i intenzitet vremenskih neprilika sve su izraženiji



Utjecaj na gospodarstvo i financijski sustav je višestruk i sve izraženiji. Klimatske promjene mogu negativno

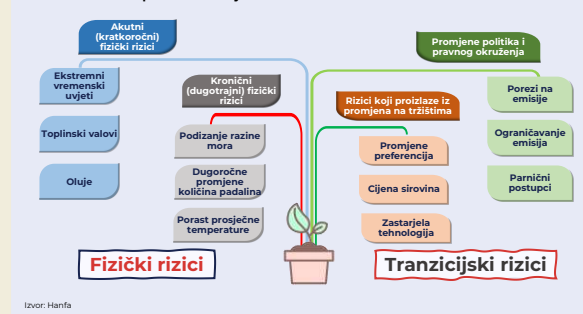
utjecati na stabilnost cijena kroz povećanje troškova proizvodnje, usporiti rast gospodarstva kroz pad proizvodnje ili povećanje kreditnih rizika nefinancijskih poduzeća. Posljedično mogu povisiti tržišne neizvjesnosti i povećati troškove zaduživanja kroz rast premije rizika što se u konačnici može odraziti i na poslovanje financijskog sektora. S obzirom na rastuću materijalnost ovih rizika, središnje banke i financijski regulatori sve više prepoznaju klimatske rizike kao prijetnju financijskoj stabilnosti te ih uključuju u redovne nadzorne prakse⁸⁸. Hanfa je također poduzela konkretne korake u području klimatskih rizika – kroz podršku sektoru financijskih usluga u prilagodbi ESG regulativi, objavu smjernica za ESG izvještavanje izdavatelja te uključivanjem u nadzorne aktivnosti usmjerene na sprječavanje *greenwashinga*.

Kako bi se osigurao učinkovit nadzor temeljen na rizicima, nužno je razviti sustavan pristup za pravovremeno mjerenje i praćenje klimatskih rizika – najprije na razini cjelokupnog sustava, a potom i na razini pojedinih subjekata. Prvi korak u tom procesu podrazumijeva razvoj sveobuhvatnog alata za praćenje izloženosti – matricu klimatskih rizika sektora financijskih usluga. Takav alat omogućava bolji uvid u ranjivosti sektora, identifikaciju prioritetnih područja nadzora te podršku pri donošenju ciljanih politika. Osim što doprinosi jačanju otpornosti financijskog sustava, cilj matrice je i poticanje subjekata na proaktivno upravljanje klimatskim rizicima i integraciju održivosti u poslovne modele.

Utjecaj klimatskih rizika na financijski sustav

Klimatski šokovi, poput ekstremnih vremenskih događaja ili naglih promjena u klimatskoj politici, mogu povećati postojeće ranjivosti u financijskom sustavu i ugroziti njegovu stabilnost kroz različite kanale prijenosa i sekundarne mehanizme pojačanja utjecaja. Šokovi povezani s klimom mogu imati snažnije i nepredvidljivije posljedice od drugih vrsta šokova zbog nesigurnosti oko njihovog vremena nastanka i intenziteta, mogućih nelinearnosti (tzv. prijelomnih točaka), kao i posrednih učinaka prelijevanja naknadnih šokova.

Slika 2. Shematski prikaz dimenzija i vrsta klimatskih rizika



Klimatski šokovi se mogu prenijeti na gospodarstvo i financijski sustav kroz **fizičke rizike** (primjerice šteta na imovini ili poslovanju uzrokovana poplavama, požarima i sušama), **tranzicijske rizike** (primjerice troškovi prilagodbe na nove propise ili promjene u preferencijama potrošača) ili pak kombinacije obje vrste rizika (slika 3.). Fizički rizici mogu biti akutni i kronični, odnosno oni koji nastaju iznenadno u kratkom roku poput ekstremnih vremenskih nepogoda (primjerice poplava, požar ili suša), te oni koji nastaju postupno u duljem vremenskom periodu poput podizanja razina mora ili promjenama u obrascima

⁸⁸ Više informacija na [HNB](#) i [ESB](#)

padalina. Tranzicijski rizici uglavnom se odnose na rizike koji proizlaze iz klimatski uvjetovanih tržišnih promjena ili pak promjena u regulatornom i pravnom okruženju radi prilagodbe na nisko ugljični oblik gospodarstva. Regulatorni i pravni rizici obuhvaćaju uvođenje mjera poput cijene ugljika, strožih emisijskih pravila i mogućih sudskih tužbi zbog utjecaja na okoliš koje mogu ugroziti poslovne procese korporacija. Tržišni se rizici odnose na promjene u preferencijama potrošača koji gube interes za proizvodima koji negativno utječu na okoliš ili porast troškova sirovina zbog promjena u lancima dobave.

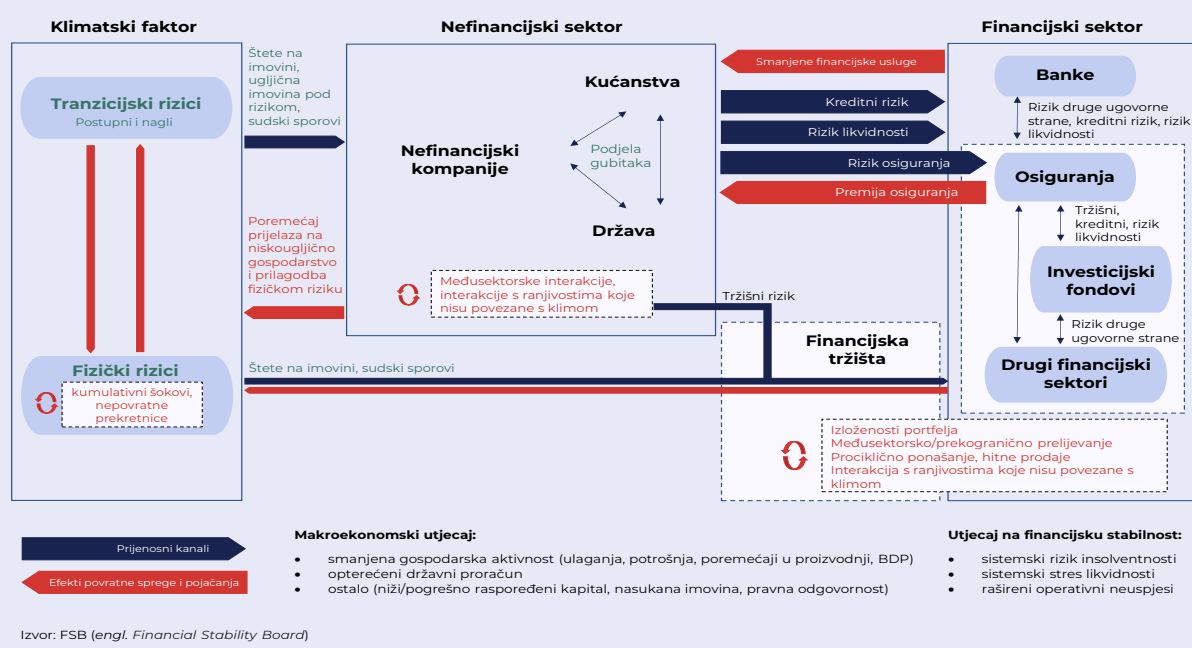
Kada se ti rizici spoje s postojećim ranjivostima, mogu rezultirati značajnim financijskim gubicima. Nepovoljan utjecaj na gospodarstvo može podrazumijevati uništenje imovine, smanjenje proizvodnje te stvaranje nasukane imovine (engl. *stranded assets*) koja je izgubila svoju ekonomsku vrijednost zbog klimatskih promjena. Ukupan učinak će ovisiti i o brzini i učinkovitosti prilagodbe

gospodarstva novim uvjetima, primjerice kroz promjene u potrošnji, proizvodnji i ulaganjima.

Opseg utjecaja klimatskih rizika na financijski sustav ovisiti će i o izloženosti sustava fizičkim i tranzicijskim rizicima te o njegovoj sposobnosti upravljanja tim rizicima. Klimatski šokovi prenose se kroz slične kanale kao i tradicionalni financijski rizici, a njihova relativna važnost ovisi o prirodi šoka te strukturi gospodarstva i financijskog sustava. Ključni kanali prijenosa rizika uključuju **kreditni rizik** kroz povećanje nenaplativih plasmana i rasta premije za kreditni rizik, **tržišni rizik** zbog mogućih cjenovnih korekcija i **rizik likvidnosti** u vidu povlačenja sredstava iz fondova i industrija koje su podložne klimatskim rizicima.

Osim toga, klimatski šokovi mogu i izravno utjecati na financijski sektor (primjerice kroz štetu na infrastrukturi ili IT sustavima), a mogu se i dodatno proširiti unutar financijskog sustava (primjerice prijenosom rizika između banaka, fondova i osiguravatelja).

Slika 3. Shematski prikaz metodologije za procjenu klimatskih ranjivosti



Mjerenje klimatskih rizika: podaci, indikatori i metodološki okvir

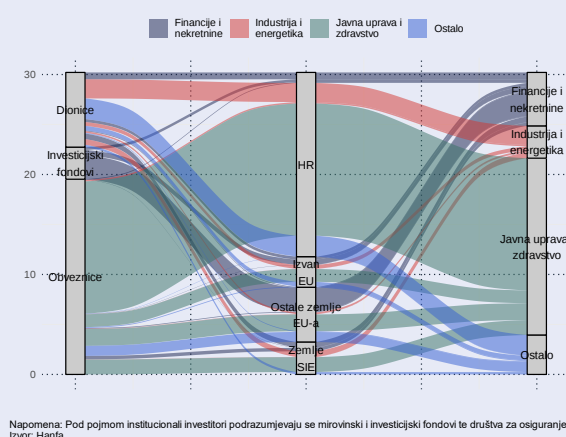
Izrada matrice klimatskih rizika zasnovana je na višestupanjskom procesu⁸⁹ kakav je korišten prilikom izrade Matrice sistemskih rizika (više u publikaciji **Financijska stabilnost br. 1**). Jedan od najvažnijih koraka u procesu odnosi se na prikupljanje relevantnih podataka koji omogućuju kvantitativnu procjenu izloženosti sektora financijskih usluga klimatskim rizicima, a koji se prikupljaju iz više izvora (uključujući klimatske i okolišne podatke, kao i detaljne podatke o izloženostima financijskih institucija). Iako su u proteklom razdoblju napravljeni značajni iskoraci u kreiranju i dostupnosti klimatskih podataka, analize klimatskih rizika i dalje su suočene sa brojnim izazovima koji uključuju nedostatak standardizacije, nedostupnost pojedinih podataka te neujednačene metodologije izvještavanja. Kvaliteta dostupnih podataka izravno utječe na pouzdanost i preciznost analize klimatskih rizika, budući da neadekvatni ili nedovoljno detaljni podaci mogu dovesti do pogrešne procjene izloženosti i ranjivosti. Daljnji razvoj u pogledu dostupnosti, kvalitete i standardizacije podataka nužan je kako bi se omogućilo preciznije mjerenje rizika, sofisticiranije metode procjene te integracija u nove alate procjene sistemskog rizika poput stresnog testiranja.

Sljedeći korak procesa je izračun pokazatelja rizika. FSB-ov analitički alat za definiranje klimatskih pokazatelja⁹⁰ ih grupira u tri općenite kategorije:

⁸⁹ Proces se sastoji od pet osnovnih koraka: 1. definiranju ključnih kategorija rizika, 2. dohvat potrebnih podataka, 3. izračunu pokazatelja rizika, 4. ocjeni razine i dinamike promatranog

Aproksimativne mjere (engl. *proxies*) – indikatori koji signaliziraju prisutnost potencijalnih rizika, **Mjere izloženosti** – prikazuju razinu izloženosti pojedinih institucija rizicima, i **Mjere rizika** – kvantificiraju mogući financijski gubitak. Naglasak provedene analize je na prve dvije kategorije pokazatelja, koji su prikladni za uključivanje u matricu klimatskih rizika. Procijenjeni indikatori klimatskih rizika proširuju Hanfinu postojeću matricu sistemskih rizika i omogućuju sustavno praćenje rizika koje proizlaze od klimatskih promjena i njihovu interakciju sa postojećim financijskim rizicima.

Slika 4. Ulaganja domaćih institucionalnih investitora visoko su koncentrirana u domaći javni sektor
Struktura ulaganja institucionalnih investitora na kraju 2024. godine, u mlrd. EUR



Izloženost sektora financijskih usluga klimatskim rizicima ovisi prvenstveno o strukturi njihovih ulaganja. Iako su značajno diversificirali svoje portfelje u proteklom godinama, domaći institucionalni investitori još uvijek su izrazito koncentrirani prema sektoru domaće države kroz ulaganje u državne obveznice. Tako je krajem 2024. djelatnost javne uprave i obrane činila čak 65,8 %

rizika i 5. agregiranju pojedinačnih ocjena u ukupnu ocjenu izloženosti klimatskim rizicima.

⁹⁰ Cijeli rad možete pronaći na ovom [linku](#).

imovine⁹¹ UCITS fondova, 58,0 % imovine mirovinskih fondova, 58,8 % imovine osiguravajućih društava i 24,4 % imovine AIF-ova⁹² (slika 5.). Druga najzastupljenija djelatnost su bile financijske djelatnosti. Važno je istaknuti da su ulaganja u investicijske fondove inherentno klasificirana kao financijska djelatnost, koja ne odražava nužno stvarnu izloženost rizicima. Za potpunu i preciznu procjenu klimatske izloženosti ovih ulaganja nužno je primijeniti „look through“ pristup, odnosno vidjeti u što ti fondovi zapravo ulažu. Ova analiza međutim uvelike ovisi o dostupnosti i kvaliteti podataka, koji su često fragmentirani ili nedovoljno transparentni, što predstavlja izazov za precizno mapiranje klimatskih rizika. Čak i kada se promatraju izravna ulaganja financijskih institucija u dionice i obveznice, značajan udio tih ulaganja odnosi se na druge financijske institucije. S obzirom na to da je direktna izloženost financijskih institucija fizičkim klimatskim rizicima relativno niska u odnosu na sektore poput energetike, industrije ili poljoprivrede, može se steći dojam o ograničenoj ranjivosti sektora. Ipak, financijski sektor je izrazito osjetljiv na posredne i prijenosne učinke klimatskih rizika, stoga procjena klimatskih rizika u financijskom sektoru zahtijeva sveobuhvatan pristup i razumijevanje svih kanala prijenosa rizika unutar financijskog sustava (slika 3.).

Budući da klimatski rizici značajno ovise o lokaciji, važan faktor izloženosti ovim

rizicima čini geografska rasprostranjenost ulaganja. Krajem 2024. najveći udio imovine domaći su institucionalni investitori alocirali u Hrvatskoj - mirovinski fondovi 63,5 %, društva za osiguranje 62,3 %, AIF-ovi 59,0 % i UCITS fondovi 23,2 %. Od ostalih značajnih zemalja prema zastupljenosti u ulaganjima ističu se Francuska, Belgija, Njemačka, Slovenija i SAD⁹³.

Fizički rizici

Fizički klimatski rizici odnose se na štetne događaje koji proizlaze iz klimatskih promjena, kao što su ekstremni vremenski uvjeti i dugotrajne klimatske promjene, a aproksimativne mjere služe za prepoznavanje učestalosti i intenziteta takvih pojava na određenom geografskom području. Glavni izvori za procjenu fizičkog rizika su E3CI indeks⁹⁴ (engl. *European Extreme Events Climate Index*) i podaci o regionalnim fizičkim ranjivostima koje objavljuje DRMKC⁹⁵ (engl. *The European Commission Disaster Risk Management Knowledge Centre*) Europske komisije. Oba izvora kreiraju indekse fizičkog rizika koji se temelje na objektivnim klimatskim podacima i omogućuju kvantifikaciju pogođenosti pojedinih područja ekstremnim klimatskim događajima, te njihovu usporedbu sa povijesnim prosjecima, što pruža uvid u jačinu i smjer kretanja fizičkog rizika kroz vrijeme.

Klimatski stres je značajno porastao u protekla dva desetljeća, što pokazuje i

⁹¹ Imovina institucionalnih investitora se odnosi samo na ulaganja u dionice, obveznice i investicijske fondove

⁹² Na kraju lipnja 2024. godine.

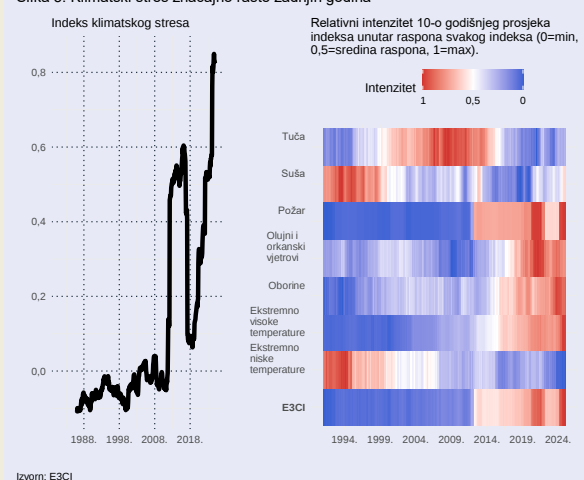
⁹³ Kumulativno ove četiri zemlje čine 21,1 % ukupnih ulaganja domaćih institucionalnih investitora.

⁹⁴ Više o ovom indeksu i njegovoj metodologiji izračuna možete pročitati na [ovom linku](#)

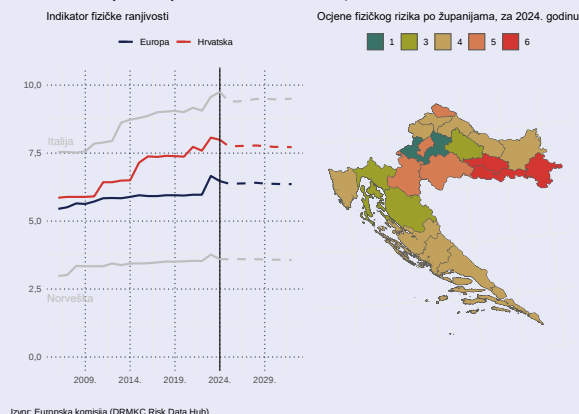
⁹⁵ Više informacija o ovom indikatoru možete pronaći na [ovom linku](#)

vrijednost E3CI indeksa, gdje se posebice ističe porast ekstremnih temperatura (slika 5.). Hrvatska je iznad EU prosjeka po izloženosti fizičkim rizicima, a izloženost snažno varira i između pojedinih županija – najviša je u središnjoj i istočnoj Hrvatskoj, a relativno niža u priobalju (slika 6.). Fizički klimatski rizici mogu negativno utjecati na vrijednost ulaganja u nekretnine, infrastrukturu i prirodne resurse, osobito ako su ulaganja koncentrirana u rizičnim područjima. Međutim, utjecaj fizičkih rizika često je lokaliziran i dugoročan, što znači da se njihove posljedice ne manifestiraju ujednačeno na svim geografskim područjima niti predstavljaju neposrednu prijetnju za poslovanje sektora. Iako nije moguće precizno predvidjeti njihovu materijalizaciju i potencijalne nepovoljne učinke, koji ovise o učestalosti i intenzitetu samih klimatskih događaja, oni su ipak vjerojatniji u ranjivim područjima. Zbog toga je važno prostorno diferencirati rizike i biti svjestan troškova koji su u slučaju materijalizacije rizika značajni - kako bi dugoročno mogli planirati prilagodbu poslovanja s ciljem smanjenja ranjivosti na klimatske utjecaje.

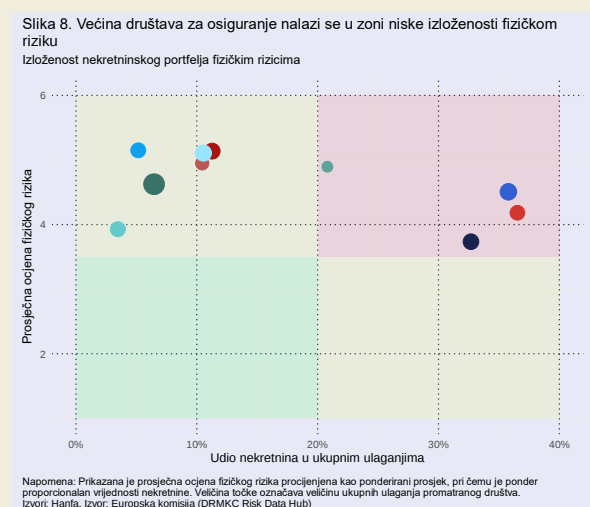
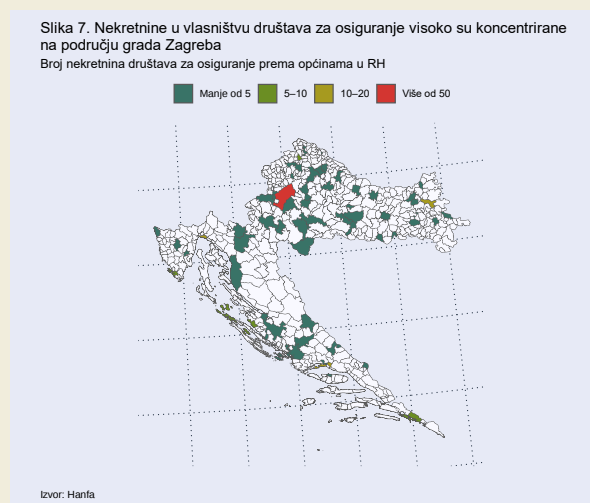
Slika 5. Klimatski stres značajno raste zadnjih godina



Slika 6. Hrvatska je izložena fizičkom riziku više od Europe



U tom kontekstu, društva za osiguranje su izravno izložena fizičkim rizicima kroz njihova ulaganja u nekretnine koje su na kraju 2024. činile 12,7 % njihovih ulaganja. Društva za osiguranje većinom ulažu u poslovne prostore (65,2 %), stanice za tehnički pregled (10,0 %) te u garažna i parkirališna mjesta (5,0 %). Spomenuta ulaganja su geografski koncentrirana u četiri najveća grada u kojima se nalazi gotovo polovica ukupnog broja nekretnina (48,9 %), od čega se čak 30,3 % nalazi u gradu Zagrebu (slika 7.). Usporedbom lokacije nekretnine sa ocjenom rizičnosti po županijama, vidi se da gotovo sva društva imaju visoku prosječnu ocjenu fizičkog rizika portfelja, ali uz različitu razinu izloženosti (slika 8.). Većina društava nalazi se u zoni niske izloženosti, no pojedina društva kombiniraju visoku izloženost nekretninama s visokom prosječnom razinom rizika – što ih čini ranjivima na potencijalne klimatske šokove.

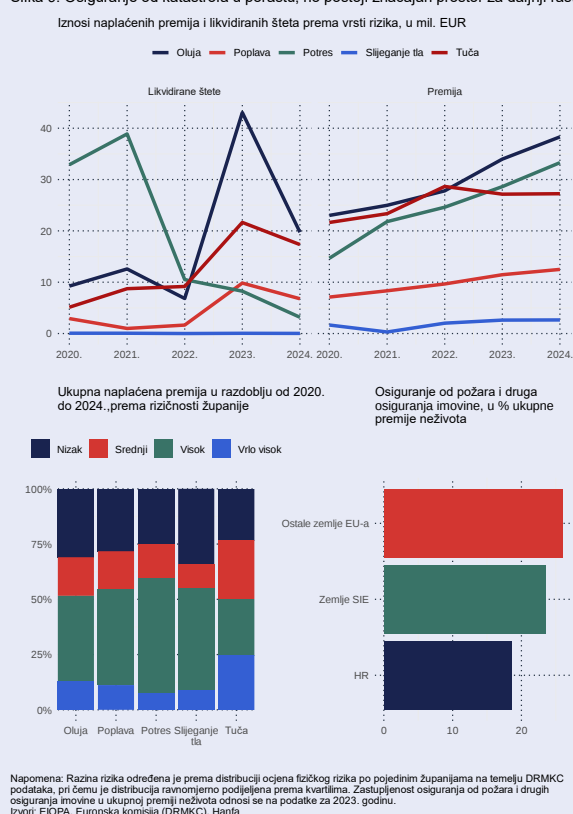


Društva za osiguranje su, osim kroz ulaganja, izravno izložena klimatskim nepogodama i zbog same prirode poslovanja, koje se zasniva na pružanju zaštite od posljedica štetnih događaja. Naime materijalizacija klimatskih neprilika rezultira povećanim zahtjevima za isplatom šteta, što smanjuje dobit, a mogu dovesti i do promjene profila rizičnosti pojedinih vrsta osiguranja što može povećati cijenu usluge (premije) te otežati sklapanje novih ugovora.

S porastom svijesti o klimatskim rizicima raste i premija ⁹⁶ osiguranja od

elementarnih nepogoda koja je u razdoblju od 2020. do 2024. prosječno rasla 13,8 % godišnje, a u 2024. je porasla za 9,8 % (slika 9.). Pritom su u 2024. najizraženije kategorije rizika od elementarnih nepogoda bili osiguranje od potresa i oluje⁹⁷, čiji su nepovoljni učinci na gospodarstvo postali vidljivi nakon potresa u 2020. i oluje u 2023., a pratio ih je i nagli porast isplaćenih šteta netom nakon materijalizacije tih rizika. Uz rast premija, raste i iznos prijavljenih šteta, koje su od 2020. na godišnjoj razini u prosjeku iznosile 53,9 mil. EUR. Ipak, taj iznos je i dalje relativno nizak u odnosu na ukupne prijavljene štete od elementarnih nepogoda koje su od 2010. do 2023. godišnje u prosjeku iznosile 298,3 mil. EUR.

Slika 9. Osiguranje od katastrofa u porastu, no postoji značajan prostor za daljnji rast



⁹⁶ Podaci se do kraja 2022. odnose na zaračunatu bruto premiju, a od 2023. na naplaćenu premiju.

⁹⁷ Ukupna naplaćena premija osiguranja od rizika potresa i oluje zajedno je iznosila 4,5 % ukupne

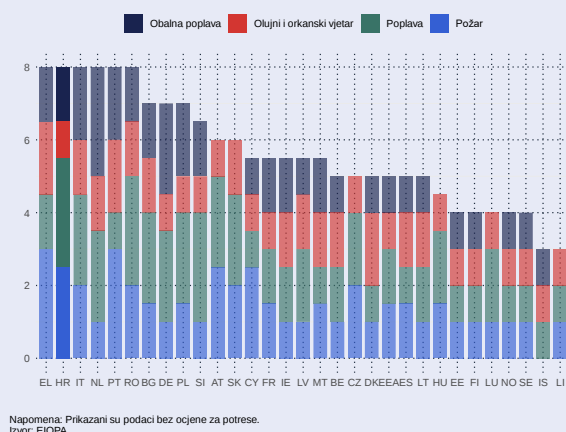
naplaćene premije neživotnih osiguranja na kraju 2024. godine.

Podaci po županijama Republike Hrvatske otkrivaju kako se najveći dio premija osiguranja od elementarnih nepogoda odnosi na županije koje su ocijenjene kao visokorizične (čemu svakako doprinosi što se Grad Zagreb nalazi u kategoriji visokog rizika), dok je u županijama koje imaju vrlo visok rizik od elementarnih nepogoda taj udio razmjerno malen (izuzev rizika tuče), posebice uzevši u obzir povišenu opasnost nastanka elementarne nepogode na tim područjima. Zastupljenost osiguranja od elementarnih nepogoda relativno je niska u usporedbi s europskim prosjecima, što ukazuje na neiskorišteni potencijal za rast ove vrste osiguranja na domaćem tržištu. Zatvaranje ovog jaza i efektivno upravljanje rizicima od elementarnih nepogoda bi koji kroz kanale prijenosa i međupovezanosti (primjerice fiskalne, makroekonomske, investicijske i dr.), moglo imati višestruke pozitivne učinke na otpornost gospodarstva i stabilnost financijskog sustava. Na nisku raširenost osiguranja od elementarnih nepogoda u Hrvatskoj dodatno ukazuje i EIOPA-ina ocjena jaza osiguranja⁹⁸, prema kojoj je Hrvatska među zemljama s najvišim jazom osigurateljne zaštite (Slika 11.). Povijesni gubici za Hrvatsku pokazuju da je taj jaz najveći kod rizika potresa⁹⁹, koji se značajno povećao nakon potresa 2020. godine. Nakon potresa, najveću prijetnju predstavljaju poplave, požari i obilne kiše, posebice u dijelu godine kada su ti rizici naglašeni. Sve navedene kategorije rizika imaju penetraciju osiguranja¹⁰⁰ nižu od

50,0 %, stoga ih je potrebno dodatno pratiti. Unatoč rastućoj svijesti o rizicima povezanim s klimatskim promjenama i pozitivnim trendovima rasta broja osiguranja i osiguranih svota osiguranja imovine od elementarnih nepogoda, nedostatak osigurateljne zaštite i dalje predstavlja značajnu ranjivost financijskog sustava i gospodarstva općenito. Neadekvatna razina pokrića navedenih rizika povećava makroekonomske rizike, stavljajući dodatan pritisak na javne financije te ograničava učinkovitost upravljanja posljedicama nepogoda na razini cjelokupnog gospodarstva, koja je ključna za njegovu otpornost, osobito u uvjetima sve izraženijih klimatskih rizika.

Slika 10. Hrvatska je među zemljama koje imaju najviši jaz osiguranja od elementarnih nepogoda

Jaz osiguranja u 2024. godini



Tranzicijski rizici

Tranzicijski rizici, koji proizlaze iz prilagodbe gospodarstva niskougličnom modelu, trenutno predstavljaju veću i neposredniju prijetnju za poslovanje institucionalnih investitora (poput

klimatskim promjenama, ali se kao važan oblik elementarne nepogode koristi u izračunu jaza osiguranja od elementarnih nepogoda.

¹⁰⁰ Penetracija osiguranja označava udio ekonomskih šteta koje su pokrivene osiguranjem.

⁹⁸ Jaz osiguranja predstavlja razliku između ukupnih ekonomskih gubitaka uzrokovanog elementarnim nepogodama i iznosa tog gubitka koji je pokriven osiguranjem. Više o EIOPA-inoj analizi možete saznati na ovom [linku](#)

⁹⁹ Rizik od potresa ne ubraja se u klasične klimatske rizike jer nije izravno povezan s

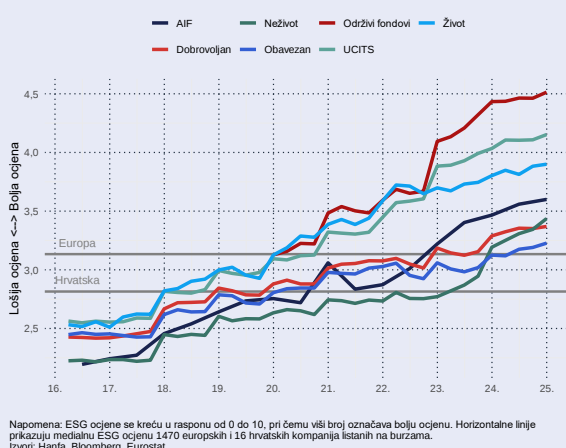
mirovinskih i investicijskih fondova) nego fizički klimatski rizici. Ovisno o strukturi i geografskoj alokaciji, njihova ulaganja su izložena mogućim naglim promjenama u vrijednosti imovine, povećanju regulatornih troškova i reputacijskim rizicima. Primjerice, uvođenje poreza na emisije stakleničkih plinova ili uvođenje zahtjevnijih tehničkih normi može povećati troškove poslovanja ugljično intenzivnih sektora, što posljedično smanjuje njihovu profitabilnost i tržišnu vrijednost. Osim toga, kako investitori i krajnji korisnici postaju sve osjetljiviji na ekološke kriterije, dionice kompanija (pa čak i portfelji institucionalnih investitora) koji ne zadovoljavaju standarde održivosti mogu izgubiti dio povjerenja ulagača, što povećava njihove tržišne rizike i rizik profitabilnosti.

ESG ocjene (engl. *Environmental, Social, Governance*) izdavatelja odražavaju koliko uspješno pojedina kompanija ili država upravlja ekološkim, društvenim i upravljačkim rizicima te su stoga ključna aproksimativna mjera za procjenu tranzicijskih rizika u portfeljima mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje. U provedenoj analizi koriste se ESG ocjene na razini pojedinog ulaganja u dionice i obveznice¹⁰¹, gdje ukupna ocjena institucionalnog investitora predstavlja ponderirani prosjek individualnih izloženosti čiji ponder je proporcionalan njihovom udjelu u ukupnim ulaganjima.

Rezultati analize pokazuju da se prosječna ESG ocjena svih promatranih sektora značajno poboljšala u promatranom desetogodišnjem razdoblju (slika 11.).

Navedeno poboljšanje dolazi iz poboljšanja ESG ocjena pojedinih kompanija koje su poboljšale svoje ESG standarde, ali i iz alokacije ulaganja domaćih fondova i društava za osiguranje koji su sve više usmjereni prema društveno odgovornim izdavateljima. Najveći napredak i najviše ocjene na kraju 2024. bilježe UCITS fondovi, što ne iznenađuje s obzirom da čak trećina UCITS fondova usklađena sa člankom 8. SFDR-a. Kada se promatraju isključivo održivi fondovi koji promiču ekološke i društvene standarde, njihove ESG ocjene su značajno više od ostatka sektora te su pokazale najviši rast u protekle dvije godine tijekom kojih je njihov broj na domaćem tržištu znatno porastao.

Slika 11. Institucionalni investitori sve više ulažu u kompanije s boljim ESG ocjenama
Prosječne ESG ocjene dioničkog i obvezničkog portfelja

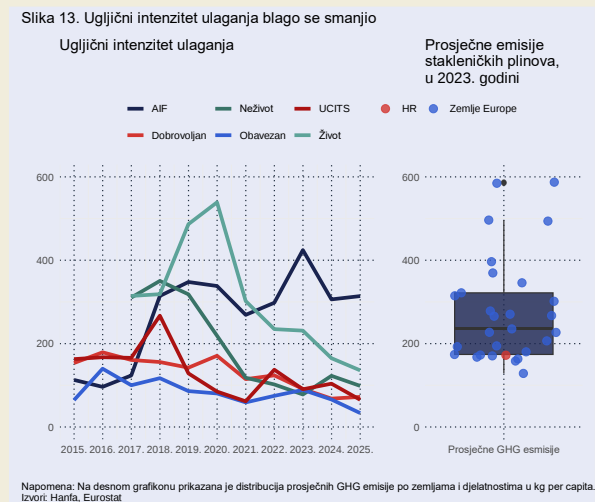
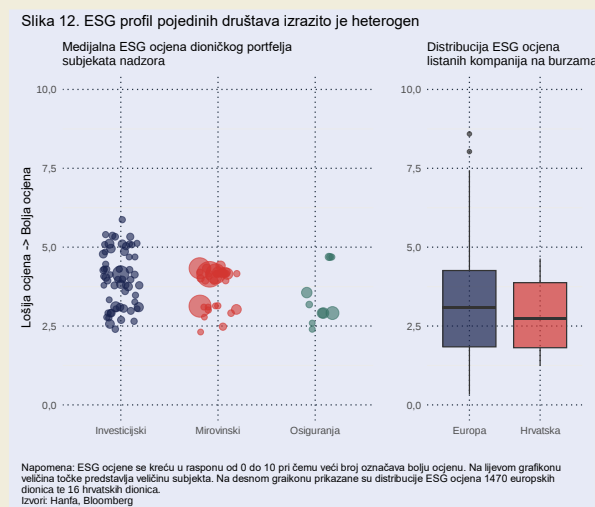


Iako rast prosječnih ESG ocjena na razini sustava smanjuje ukupnu izloženost tranzicijskim rizicima, pojedina društva su i dalje visoko izložena tim rizicima. Rezultati na razini pojedinih fondova i društava za osiguranje pokazuju izraženu heterogenost u ESG ocjenama portfelja, s obzirom da je raspon ocjena unutar svake skupine institucionalnih investitora vrlo širok, pri čemu su razlike osobito izražene

¹⁰¹ Zbog ograničene dostupnosti, ESG ocjene za pojedine izloženosti za koje podaci nisu bili

dostupni su procijenjene na temelju prosječne ocjene djelatnosti kojom se izdavatelj bavi.

u segmentu investicijskih fondova. Društva s nižim ESG ocjenama mogu biti disproportionalno pogođena regulatornim promjenama ili pak promjenama u preferencijama ulagača. Takva društva mogu se suočiti s većim troškovima usklađivanja i manjim interesom ulagača, što dugoročno može negativno utjecati na njihovu tržišnu poziciju i stabilnost sektora.



I dok ESG ocjene pružaju sveobuhvatni pogled na održivost ulaganja integrirajući razne aspekte rizika i kvalitetu upravljanja rizicima, one ne pokazuju stvarne emisije

portfelja koje bi na izravniji način aproksimirale izloženost ulaganja sektora institucionalnih investitora tranzicijskim rizicima. Veći ugljični intenzitet ulaganja podrazumijeva i veću osjetljivost na tranzicijski rizik, koji se primjerice može materijalizirati kroz nagli porast cijene emisija ili uvođenje strožih propisa. Stoga je sa procjenu tranzicijskog rizika korisno procijeniti i prosječne GHG (*engl. Greenhouse gases*) emisije kojima su ulaganja sektora izložena¹⁰².

Iako ukupne GHG emisije sektora financijskih usluga pokazuju značajne oscilacije na godišnjoj razini, vidljivo je postupno i blago smanjenje ukupnih emisija u proteklom desetljeću. Ovo smanjenje proizlazi iz prelaska europskog gospodarstva na niskougljični režim, ali i veću usmjerenost portfelja prema zelenijim granama gospodarstva. Unatoč značajnim pomacima u ESG ocjenama, ugljični otisak portfelja tek je blago smanjen u proteklom razdoblju, sugerirajući da je poboljšanje u procesima upravljanja okolišnim rizicima pozitivan znak, ali da se stvarni učinak na smanjenje ugljičnog otiska portfelja investitora tek treba prerasti u stvarno smanjenje emisija. Domaće se gospodarstvo, zbog svoje strukture koja se značajno oslanja na sektor usluga, nalazi u skupini europskih zemalja s relativno niskim emisijama stakleničkih plinova, a Hrvatska se pritom ističe i relativno visokim okolišnim porezima u odnosu na EU prosjek. Zbog toga je ukupna izloženost gospodarstva tranzicijskim rizicima razmjerno niska. Posljedično tranzicijski rizici ostaju

¹⁰² Za izračun indikatora izloženosti na emisije stakleničkih plinova (GHG) spojeni su podaci o strukturi ulaganja portfelja s podacima Eurostata o GHG emisijama po stanovniku, razvrstanim po državama i djelatnostima, čime je omogućena

procjena posredne izloženosti financijskih institucija emisijama stakleničkih plinova s obzirom na geografsku i sektorsku alokaciju ulaganja.

umjereni, osobito kod investitora čiji portfelji sadrže značajan udio imovine s visokim ugljičnim otiskom, što ih čini ranjivima na regulatorne promjene, promjene preferencija ulagača i tržišne šokove povezane s energetsom tranzicijom gospodarstva.

Zaključno

Klimatski šokovi postaju sve relevantniji izvor sistemskih rizika za financijski sektor jer mogu uzrokovati znatne gubitke, a potencijalno i narušiti neometano funkcioniranje pojedinih dijelova sustava. Zbog toga su regulatori počeli češće uključivati pokazatelje klimatskih rizika u standardne alate za praćenje rizika. Hanfa je također nadogradila postojeću matricu sistemskih rizika, prilagođavajući ju najboljim praksama i dostupnim podacima.

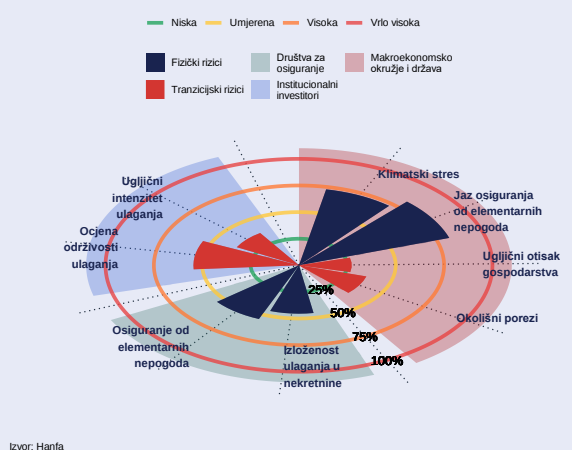
Analiza pokazuje da su domaći institucionalni investitori umjereno izloženi klimatskim rizicima (slika 14.), pri čemu su fizički rizici veća i neposrednija prijetnja od tranzicijskih, pogotovo za poslovanje društava za osiguranje, ali i cjelokupno domaće gospodarstvo. Budući da klimatske promjene postaju sve učestalije i razornije, izgledno je povećanje fizičkih rizika u srednjem i dugom roku, što će posebice utjecati na poslovanje društava za osiguranje, primarno na rast njihovih troškova. Istodobno, to predstavlja i priliku za osiguratelje da prošire svoju ponudu u segmentu osiguranja od elementarnih nepogoda i time djelomično smanje trenutačno izražen jaz u osiguranju tih rizika. Efektivno i profesionalno upravljanje tim rizicima može pozitivno utjecati na cjelokupno gospodarstvo kroz povećanje financijske otpornosti, poticanje ulaganja u otporniju

infrastrukturu te smanjenje fiskalnog pritiska u slučaju velikih prirodnih katastrofa.

S druge strane izloženost tranzicijskim rizicima se smanjuje s obzirom na sve veća ulaganja domaćih institucionalnih investitora u poduzeća čije se poslovanje temelji na dobrim društvenim i održivim načelima. Na kraju 2024. izloženost tranzicijskim rizicima bila na umjerenj razini, no unatoč agregatno povoljnoj slici, pojedina društva su i dalje visoko izložena tim rizicima. Tranzicijski rizici ujedno imaju potencijal za šire i brže širenje negativnih učinaka na sektor jer bi nagli rast premije za klimatske rizike istovremeno pogodio cijeli sektor, za razliku od fizičkih rizika čija je izloženost u većoj mjeri određena lokacijom i karakteristikama imovine.

Redovito i sveobuhvatno praćenje izloženosti sektora klimatskim rizicima ključno je za njihovo pravovremeno prepoznavanje i prilagodbu strategija upravljanja rizicima. S obzirom na njihovu promjenjivu prirodu i intenzitet, Hanfa će ih kontinuirao pratiti te nadograđivati postojeće indikatore u skladu s dostupnošću preciznijih i detaljnijih podataka.

Slika 14. Klimatski rizici financijskog sustava se nalaze na umjerenj razini
Ocjena razine klimatskih rizika u hrvatskom financijskom sektoru, u %



Izvor: Hanfa

POPIS KRATICA

AIF – alternativni investicijski fond
AO – osiguranje od odgovornosti za upotrebu motornih vozila
APN – subvencionirani stambeni kredit Agencije za pravni promet i posredovanje nekretninama
APP – Program kupnje imovine (engl. *Asset Purchase Programme*)
b.b. – bazni bod
BDP – bruto domaći proizvod
bil. – bilijun
CQS – mjera kreditne kvalitete investicijskih instrumenata (engl. *Credit Quality Step*)
DRMKC – Centar znanja o upravljanju rizicima od katastrofa (engl. *The European Commission Disaster Risk Management Knowledge Centre*)
DSTI – omjer duga i dohotka (engl. *Debt Service-to-Income*)
DZS – Državni zavod za statistiku
EBITDA – dobit prije kamata, poreza, amortizacije i deprecijacije (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*)
EGP – Europski gospodarski prostor
EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)
EK – Europska komisija
ESB – Europska središnja banka
ESG – ekološki, društveni i upravljački (engl. *Environmental, Social and Governance*)
ETF – investicijski fond čijim se dionicama trguje na burzi (engl. *Exchange-Traded Fund*)
EUR – euro
EU – Europska unija

FED – Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država (engl. *Federal Reserve System*)
FINA – Financijska agencija
FSB – Odbor za financijsku stabilnost (engl. *Financial Stability Board*)
GHG – emisija stakleničkih plinova (engl. *Greenhouse gases*)
HAC – Hrvatske autoceste
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HHI – Indeks koncentracije tržišta (engl. *Herfindahl-Hirschman Index*)
HICP – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. *Harmonised Index of Consumer Prices*)
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – hrvatska kuna
HT – Hrvatski Telekom
HTZ – Hrvatska turistička zajednica
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
IF – investicijski fond
LTV – omjer zajma i vrijednosti (engl. *Loan-to-Value*)
NN – Narodne novine
MF – mirovinski fond
mil. – milijun
mlrd. – milijarda
MOD – mirovinsko osiguravajuće društvo
OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*)
p.b. – postotni bod
PEPP – hitni program kupnje zbog pandemije (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*)
REGOS – Središnji registar osiguranika
SAD – Sjedinjene Američke Države
S&P – Standard & Poor's

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

SFDR – Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (engl. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*)

SIE – zemlje srednje i istočne Europe

TLTRO – ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (engl. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*)

UCITS – subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (engl. *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*)

USD – američki dolar

ZSE – Zagrebačka burza (engl. *Zagreb stock exchange*)

