



Makroprudencijalni skener rizika

Treće tromjesečje 2025.

Broj XIII., veljača 2026.



SADRŽAJ

1. Uvodno	1
2. Rizici makroekonomskog i financijskog okružja	4
2.1. Makroekonomsko okružje	4
2.2. Financijsko okružje.....	7
3. Rizici sektora financijskih sluga	12
3.1. Kratkoročni rizici	12
3.2. Dugoročni rizici	15
Okvir 1. Novčani fondovi – bolja štednja ili drugačija investicija?.....	19
Popis kratica	25

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2671-2067

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

1. UVODNO

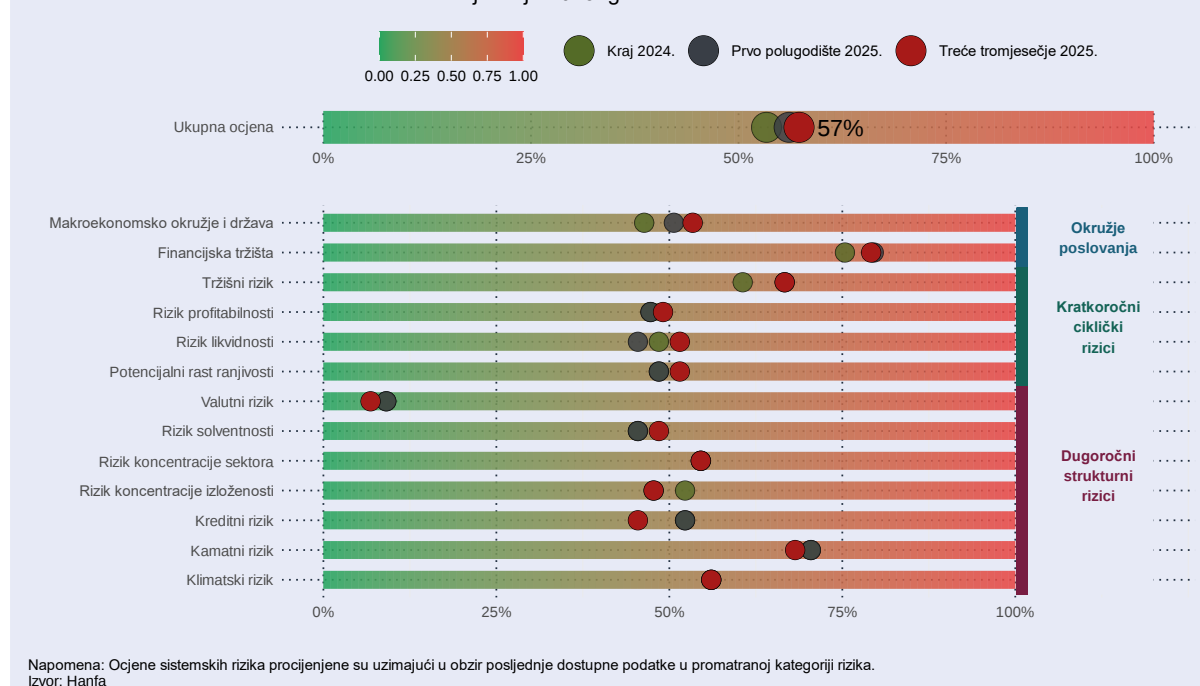
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih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

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

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

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

Slika 1. Matrica sistemskih rizika za treće tromjesečje 2025. godine



Makroekonomski uvjeti nisu se u trećem tromjesečju 2025. bitno promijenili. Gospodarska aktivnost nastavila je rasti, iako umjerenijim tempom u odnosu na prethodna razdoblja, dok se inflacija zadržala iznad ciljane razine. Takvo okruženje pogodovalo je nominalnoj stabilnosti fiskalnih pokazatelja, koji su uglavnom bili u skladu s propisanim kriterijima konvergencije. Nastavljena je ekspanzivna faza tržišta nekretnina, što je dodatno naglasilo cikličke sistemske ranjivosti. Na financijskim tržištima zabilježena su relativno povoljna kretanja podržana smanjenom volatilnošću i niskom premijom rizika, no neizvjesnosti povezane s geopolitičkim napetostima i kolebljivim sentimentom investitora i dalje predstavljaju potencijalne izvore nestabilnosti, pogotovo s obzirom na razinu pregrijanosti pojedinih dioničkih tržišta. U takvom okruženju sistemski rizici sektora financijskih usluga ocijenjeni su povišenima, a kamatni rizik ostaje jedan od dominantnih kanala mogućeg prelijevanja šokova. Unatoč tome, stabilne kapitalne pozicije osiguravatelja i leasing društava te visoki prinosi fondova u prethodnim razdobljima pridonose otpornosti sektora i njegovoj sposobnosti apsorpcije nepovoljnih poremećaja.

2. RIZICI MAKROEKONOMSKOG I FINANCIJSKOG OKRUŽJA

2.1. Makroekonomsko okružje

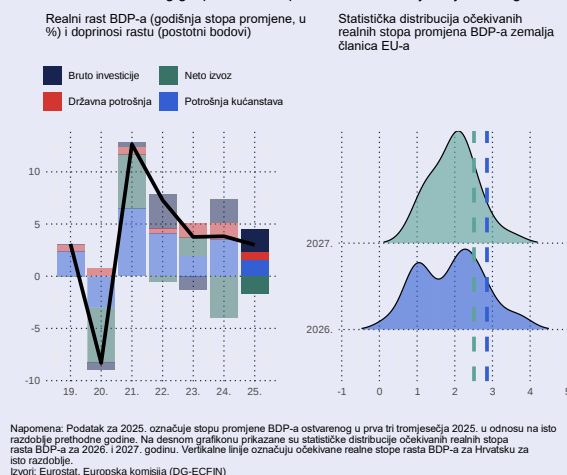
Makroekonomski uvjeti nisu se znatnije promijenili u trećem tromjesečju 2025. godine pa su povezani sistemski rizici ostali na povišenoj razini. Domaće gospodarstvo i dalje stabilno raste, premda sporije nego u prijašnjim tromjesečjima, a inflacija je zadržana iznad ciljane razine. Takvi makroekonomski uvjeti pogodovali su nominalnoj stabilnosti fiskalnih indikatora iako je istodobno raspoloživi fiskalni prostor smanjen, a osjetljivost javnih financija na negativne šokove povećana. Nekretninski ciklus istodobno nastavlja ekspanzivnu fazu, pri čemu je rast cijena dodatno ubrzao u trećem tromjesečju 2025. godine, pa rizici na tom tržištu ostaju jedne od najizraženijih cikličkih sistemskih ranjivosti.

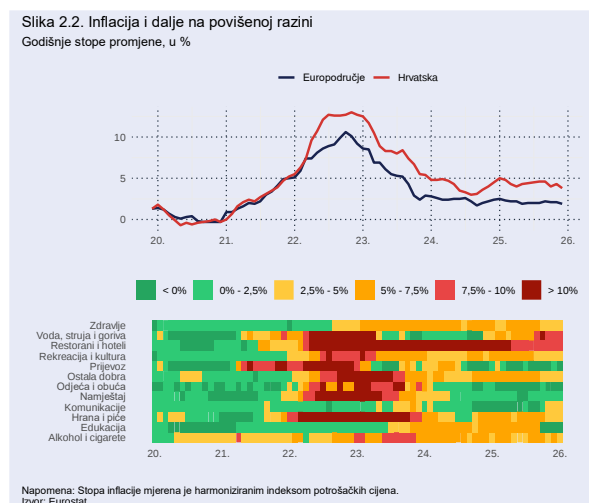
Gospodarstvo je nastavilo rasti i u trećem tromjesečju 2025., premda sporijom dinamikom, a domaća potražnja ostala je glavni pokretač rasta (slika 2.1.). Realni BDP povećao se za 2,3 % na godišnjoj razini, što je najskromnija stopa rasta u protekle dvije godine. Doprinos neto izvoza bio je u promatranom razdoblju negativan poglavito zbog snažnog pada realnog izvoza usluga (godišnji pad od 4,6 %), koji djelomično odražava smanjenje realne potrošnje stranih turista na godišnjoj razini. Usporavanju je pridonio i prigušeniji rast osobne potrošnje, koja je

u promatranom razdoblju porasla tek za 1,9 % na godišnjoj razini, za razliku od razdoblja od travnja do lipnja, kada je ostvareni rast bio znatno snažniji (4,1 %).

Unatoč prisutnim rizicima, kratkoročni izgledi za rast gospodarstva ostaju relativno povoljni. Europska komisija u svojoj **jesenskoj projekciji** predviđa usporavanje rasta domaćeg gospodarstva na 2,9 % u 2026. i 2,5 % u 2027. godini, a koji bi se u najvećoj mjeri, kao i dosad, trebao oslanjati na osobnu potrošnju. No i predviđeni usporeniji rast svrstava Hrvatsku u gornji dio distribucije kada se uspoređuju projekcijske veličine za sve zemlje EU-a (slika 2.1.). Ostvarenja i održivost gospodarskog rasta u narednom bi razdoblju mogli sve značajnije posredno ovisiti o globalnim čimbenicima kao što su geopolitički rizici i stabilnost vanjskotrgovinske politike, čija bi iznenadna promjena osim makroekonomskih efekata zasigurno pojačala i volatilnost na financijskim tržištima.

Slika 2.1. Rast domaćeg gospodarstva usporio u trećem tromjesečju 2025. godine





Inflatorni pritisci u Hrvatskoj zadržali su se i tijekom druge polovine 2025., a prosječna stopa inflacije na razini cijele godine nadmašila je ranije projekcije¹. Prema harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena inflacija je na kraju rujna iznosila 4,6 %, da bi do kraja godine bila smanjena na 3,8 %. Iako na godišnjoj razini usporava rast cijena u kategoriji usluga i hrane, ona i dalje ima pojedinačno najveći doprinos rastu ukupnih cijena. Navedeno je potaknuto snažnom domaćom i turističkom potražnjom te zategnutim uvjetima na tržištu rada uz i nadalje visok rast plaća. Dodatni inflacijski pritisci krajem godine proizašli su i iz kretanja cijena energije, čiji je rast ubrzao u studenome uslijed poskupljenja naftnih derivata i električne energije, kao i zbog postupnog povlačenja Vladinih **administrativnih mjera**, što će i u narednom razdoblju biti jedan od izazova u smirivanju inflacije. Usprkos tome, Europska komisija predviđa izraženije usporavanje inflacije na 2,8 %

u 2026. godini. Takve projekcije izložene su negativnim rizicima i u najvećoj će mjeri ovisiti o kretanjima cijena energije i hrane te intenzitetu domaćih pritisaka, a odstupanja od projekcija mogu nastati i uslijed globalnih šokova, koji nisu isključeni s obzirom na nestabilno globalno okružje.

Povišenu inflaciju podupire i napregnuto tržište rada, koje bilježi nominalno dobre rezultate, ali nosi i određene rizike. Dinamika na tržištu rada nije se znatnije izmijenila tijekom trećeg tromjesečja 2025., kada je zabilježen nastavak relativno visokog nominalnog i realnog rasta plaća uz nisku stopu nezaposlenosti (slika 2.3.). Na kraju rujna 2025. stopa nezaposlenosti iznosila je niskih 4,1 %, dok su neto plaće na godišnjoj razini porasle za 10,1 % u nominalnim i 5,7 % u realnim terminima. U istom su razdoblju plaće u privatnom sektoru rasle nešto brže nego u javnom sektoru², no nesrazmjer između njih i dalje postoji (slika 2.3.), što nastavlja generirati pritiske na tržištu rada, osobito u uvjetima ograničene ponude radne snage. Iako Hrvatska i dalje bilježi nisku nezaposlenost i razmjerno snažan rast plaća, bez istodobnog povećanja produktivnosti³ doprinos tržišta rada dugoročnom gospodarskom rastu ostat će ograničen. Na provođenje politika kojima bi se poboljšala produktivnost pozvao je i MMF u svojem **Izvješću**⁴. Osim toga, prema podacima HZZ-a o broju slobodnih radnih mjesta, na tržištu rada i dalje

¹ Prema jesenskoj projekciji Europske komisije objavljenoj u studenome 2024. i proljetnoj iz svibnja 2025. inflacija u Hrvatskoj za 2025. projicirana je na 3,4 %.

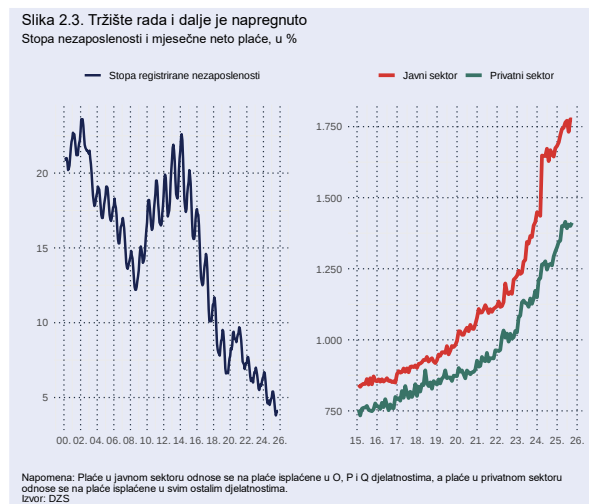
² Plaće u javnom sektoru izračunate su kao prosjek plaća u djelatnostima O, P i Q, dok su plaće u privatnom sektoru izračunate kao prosjek plaća u svim ostalim djelatnostima. Plaće

u javnom sektoru porasle su na kraju rujna 2025. za 7,4 %, a plaće u privatnom sektoru za 11,9 % na godišnjoj razini.

³ Prema podacima Eurostata realna produktivnost rada po satu i po zaposlenom u 2024. je smanjena.

⁴ Konzultacije u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a s Republikom Hrvatskom za 2025. godinu

postoji strukturni nesrazmjer između ponude i potražnje za radom, pri čemu je on najizraženiji u radno intenzivnim sektorima poput ugostiteljstva, turizma i građevinarstva.



Fiskalni indikatori u trećem su tromjesečju 2025. uglavnom bili u skladu s propisanim kriterijima konvergencije, a fiskalna pozicija zadržala je nominalnu stabilnost. Međutim, u prisutnim uvjetima globalne neizvjesnosti i povišenih inflacijskih pritisaka u domaćem okruženju izražena ovisnost proračuna o dinamici osobne potrošnje povećava njegovu osjetljivost na promjene cijena i potrošačkog raspoloženja, kao i na druge negativne šokove. Javni je dug na kraju trećeg tromjesečja 2025. iznosio 57,2 % BDP-a, što je smanjenje od 2 p.b. na godišnjoj razini. Hrvatska i dalje bilježi

jedan od najnižih omjera javnog duga i BDP-a među državama članicama EU-a (slika 2.4.), znatno ispod prosjeka eurozone (88,1 %) i EU-a u cjelini (82,1 %). Međutim, poboljšanje relativnog pokazatelja zaduženosti u cijelosti proizlazi iz snažnog nominalnog rasta BDP-a s obzirom na to da je javni dug u apsolutnom iznosu na godišnjoj razini povećan za 3,7 %. Istodobno je deficit marginalno premašio propisanu granicu od 3 % te je na kraju rujna iznosio 3,1 %.

Prema spomenutom **MMF-ovu Izvješću** Hrvatska treba dodatno usmjeriti reforme prema povećanju fiskalne discipline i učinkovitosti javne potrošnje. Postupna fiskalna konsolidacija može pridonijeti ublažavanju inflacijskih pritisaka⁵ i smanjenju makroekonomskih neravnoteža te povećanju otpornosti javnih financija. Prema Izvješću prostor za prilagodbu postoji ponajprije u umjerenijem rastu rashoda, unaprjeđenju poreznog sustava i povećanju učinkovitosti javne potrošnje.

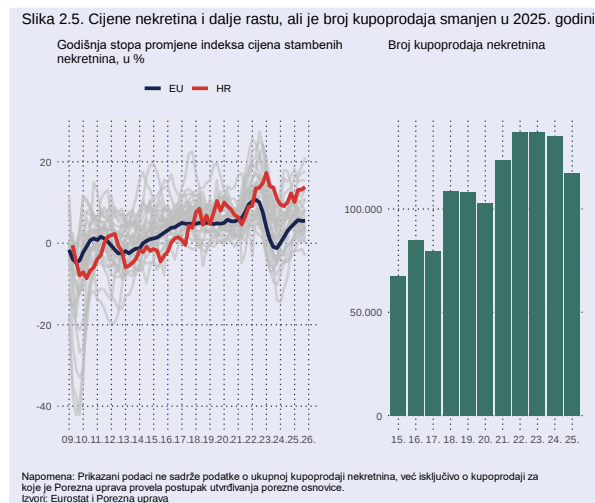
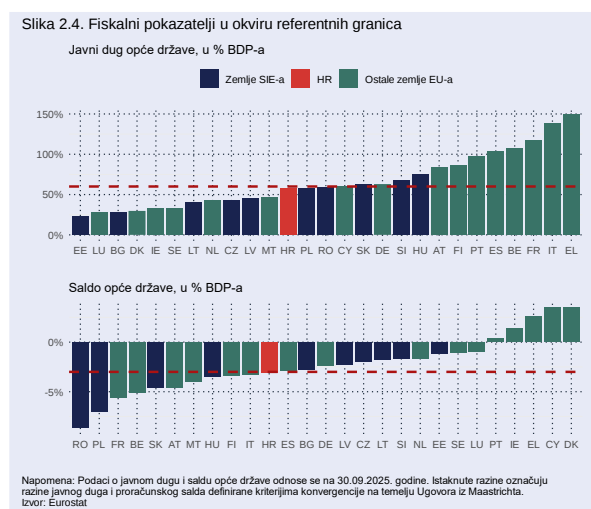
Pored navedenih rizika, domaće makroekonomsko okruženje i dalje opterećuje snažan rast cijena stambenih nekretnina, koji se čak i ubrzao u trećem tromjesečju ove godine (slika 2.5.)⁶. **Uvedene mjere HNB-a** kojima su se ograničili kriteriji kreditiranja potrošača⁷ zasad nisu imale zamjetniji učinak na

⁵ U kratkoročnom razdoblju konsolidaciju može poduprijeti ograničavanje rasta plaća u javnom sektoru, poboljšanje prikupljanja PDV-a, ukidanje preostalih mjera za smanjenje troškova života i poboljšanje fiskalne discipline u jedinicama lokalne uprave.

⁶ Cijene stambenih nekretnina mjerene promjenom indeksa cijena nekretnina porasle su u trećem tromjesečju 2025. za 13,8 % na godišnjoj razini.

⁷ Iznos novog zaduživanja potrošača ograničava se tako da pri odobravanju novoga kredita omjer mjesečne otplate ukupnog duga i dohotka (engl. *debt service to income*, DSTI) ne smije biti veći od 45 % za stambene kredite i 40 % za nestambene kredite, a omjer iznosa stambenoga kredita i vrijednosti nekretnine u zalogu (engl. *loan to value*, LTV) ne smije biti veći od 90 %. Dodatno se ročnost stambenih kredita ograničava na trideset, a nestambenih kredita na deset godina.

smanjenje potražnje za nekretninama, ponajprije zbog kratkog razdoblja njihove primjene, ali i zbog strukturno ograničenog dosega, s obzirom na to da se znatan dio kupoprodaja na tržištu nekretnina financira izvan kreditnog kanala. Ipak, broj realiziranih transakcija zabilježio je pad od 13,2 % u 2025.⁸, što može signalizirati moguću promjenu dinamike na tom tržištu.



2.2. Financijsko okružje

Ublažavanje volatilnosti na financijskim tržištima u drugom dijelu 2025., uz i dalje potisnutu

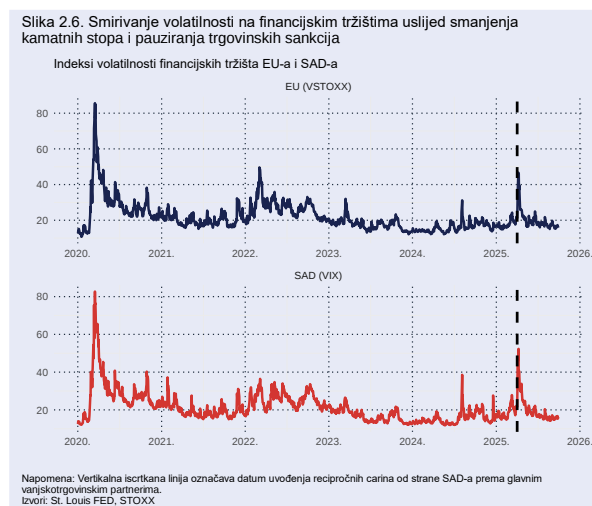
premiju rizika, potpomoglo je pozitivna tržišna kretanja u trećem tromjesečju. Unatoč tome, i dalje vrlo neizvjesno okružje obilježeno geopolitičkim tenzijama te posljedična kolebljivost sentimenta investitora predstavljaju glavne izvore potencijalno značajnih nestabilnosti. Moguće iznenadne i neuredne tržišne korekcije potencirane su pritom pregrijanosti te rastućom koncentracijom pojedinih dioničkih tržišta.

Nakon kolebljivosti izazvanih protekcionizmom nove američke administracije u prvoj polovici 2025. treće je tromjesečje bilo obilježeno relativno niskom volatilnosti potaknutom zaokretom trenda sentimenta ulagatelja te pauziranjem trgovinskih sankcija. Razina tržišnih volatilnosti s obje strane Atlantika smanjena je nakon razdoblja uvođenja „recipročnih carina“ od strane SAD-a na prosječnu razinu oko koje se kretala u prethodnom dvogodišnjem razdoblju s obzirom na pauziranje trgovinskih ratova i bilateralne pregovore (slika 2.6.). Pauziranje trgovinskih sankcija i bilateralni pregovori umanjili su strahove u pogledu intenziviranja trgovinskih ratova između SAD-a i glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Također, smanjivanje ključnih kamatnih stopa od strane FED-a u dva navrata tijekom trećeg tromjesečja 2025. za 25 baznih bodova te očekivanja daljnjih smanjenja⁹ reducirala su pesimizam među tržišnim akterima pružajući prostor za nastavak rasta tržišnih vrednovanja. Dodatno,

⁸ <https://porezna-uprava.gov.hr/hr/evencije-prometa-nekretnina/4757>

⁹ FED je početkom prosinca smanjio ključne kamatne stope za 25 baznih bodova, pri čemu je raspon iznosio od 3,50 % do 3,75 %.

razmjerna otpornost globalnog gospodarstva na geopolitičke tenzije¹⁰ dodatno je pripomogla reduciranju tržišnih kolebljivosti. Ipak, razina tržišnih volatilnosti i dalje je iznimno nestabilna i vrlo osjetljiva na svaku novu vijest iz makroekonomskog, geopolitičkog ili financijskog segmenta.



Iako fragilna, relativna tržišna stabilnost omogućila je uz potisnutu premiju rizika nastavak rasta cijena većine klasa imovine intenzivirajući rizik pregrijanosti i opasnost od snažnijih korekcija u slučaju šokova.

Većina rizičnijih klasa imovine nastavila je rast pod okriljem deeskalacije trgovinskih tenzija, solidnog rasta korporativnih zarada te očekivanog održavanja blažih uvjeta financiranja u vodećim gospodarstvima (slika 2.7.).

Jenjavanje strahova od recesije u SAD-u dovelo je do preokreta trenda povećanja izloženosti europskom dioničkom tržištu

iz prve polovice godine u korist američkog tržišta, pri čemu je indeks S&P 500 zabilježio snažniji kvartalni rast (8 %) u odnosu na STOXX indeks (2 %). Od sektorskih indeksa i dalje prednjače financijske institucije (rast od 9 %) zbog poboljšanja profitabilnosti i očekivanih dividendi, dok je tehnološki sektor unutar EU-a zabilježio blag pad (od 2 %) uslijed bojazni u pogledu potencijalnog AI spekulativnog balona na američkom IT tržištu (rast od 13 %), što je rezultiralo kratkoročnom rasprodajom u kolovozu.

Osim upitnih fundamenata američkog IT sektora s obzirom na detektiranu snažnu međupovezanost i kružno financiranje, izloženost sistemskom riziku potencirana je i zbog mogućeg sinkroniziranog djelovanja ulagatelja, odnosno efektom krda (engl. *herd behaviour*). Navedeno je poglavito zabrinjavajuće u segmentu malih investitora koji slijede radnje većine te su na IT tržištu snažno direktno prisutni kao investitori zbog olakšanog pristupa platformama za trgovanje¹¹. Navedena kretanja povećavaju izloženost sistemskom riziku kroz kanal zaraze, posebice u SAD-u, gdje nekolicina tehnoloških dionica čini trećinu ukupne tržišne kapitalizacije.

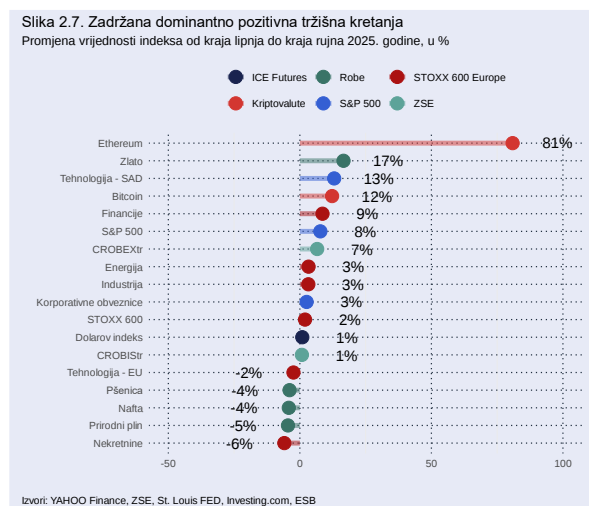
Određeno smanjenje averzije prema riziku dijela investitora vidljivo je u rastu potražnje za rizičnijim klasama imovine poput kriptovaluta (kvartalni rast Etheruma od 81 %¹²), dok je s druge strane među dijelom tržišnih aktera

¹⁰ Procijenjena stopa rasta realnog BDP-a SAD-a za treće tromjesečje 2025. iznosila je 4,3 %, dok je ujedno i EU održavao pozitivne godišnje stope realnog rasta (0,4 % u trećem tromjesečju).

¹¹ Udio malih ulagatelja tijekom 2025. godine činio je oko 20 do 25 % ukupnog prometa na američkom tržištu kapitala, pri čemu je vrhunac zabilježen u travnju, kada je zabilježen udio od 35 %.

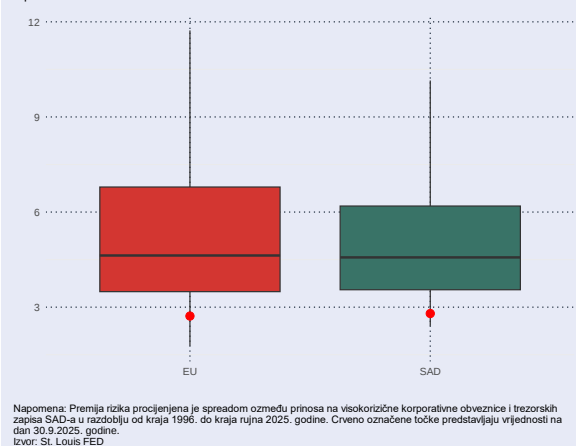
¹² Osim optimizma dijela investitora rastu Etheruma pridonijelo je i usvajanje Genius Acta u SAD-u, odnosno regulatornog okvira kojim se regulira tržište stabilnih kriptovaluta (engl. *stablecoins*), a kojima se uglavnom trguje na Ethereum mreži. Procjenjuje se da se više od polovine trgovine *stablecoinsa* odvija na Ethereum platformi, koja zahtijeva Ethereum kriptovalutu za izvršavanje transakcija.

zadržan oprez u trenutačnim neizvjesnim okolnostima, koji se reflektira u rastu cijene zlata (od 17 %). Većina roba zabilježila je pad cijena terminskih ugovora zbog viška ponude nad potražnjom te slabije gospodarske aktivnosti u pojedinim gospodarstvima poput EU-a.

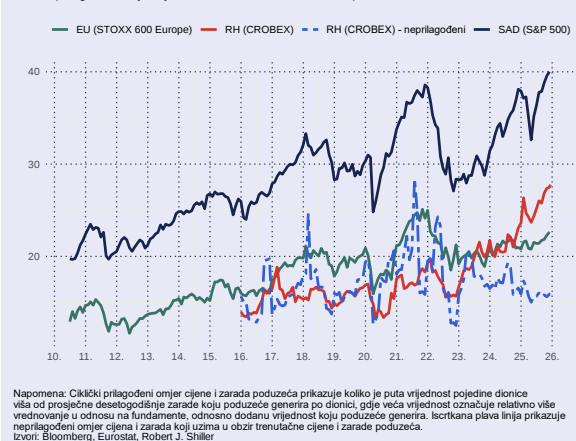


Rizik od iznenadnih i snažnijih tržišnih korekcija intenziviran je pregrijavanjem dioničkih tržišta koja bilježe rast tržišne koncentracije i potisnutom premijom rizika, što se može negativno odraziti na financijsku stabilnost. S obzirom na visoke razine globalnih neizvjesnosti tržišni sentiment i dalje pokazuje znakove potencijalno iracionalnog optimizma, što se očituje u potisnutoj premiji rizika (slika 2.8.). Navedeno potencira rizik pregrijanosti na globalnim dioničkim tržištima, a pogotovo u SAD-u, gdje su zabilježene povijesno visoke razine omjera cijena i zarada kompanija (slika 2.9.).

Slika 2.8. Potisnuta premija rizika reflektira tržišni optimizam u neizvjesnom okružju
Premija rizika visokorizičnih obveznica u SAD-u i EU-u, u postotnim bodovima



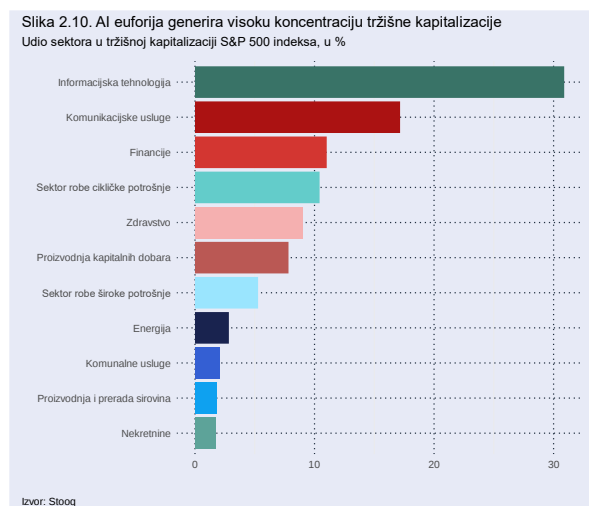
Slika 2.9. Potisnuta premija rizika očituje se u rastu precijenjenosti na dioničkom tržištu
Ciklički prilagođeni omjer cijena i zarada na američkom, europskom i domaćem dioničkom tržištu



Dodatan je rizični čimbenik i rast tržišne koncentracije, koju stimulira rast cijena dionica tehnološkog sektora nauštrb ostalih sastavnica vodećih indeksa¹³ (slika 2.10.). Kvaliteta financijskih izvještaja tehnoloških kompanija dovedena je u pitanje nakon spoznaje o „kružnom toku financiranja“ kompanija, pri čemu se značajna količina sredstava ulaže unutar istog ekosustava, dok prihodi nisu generirani od strane krajnjih korisnika. Takav razvoj događaja povećava krhkost tržišta koje ovisi o svega nekolicini kompanija i upitnoj isplativosti njihovih kapitalnih investicija.

¹³ Cijene dionica „Veličanstvenih 7“ zabilježile su porast od 58 % u razdoblju od početka travnja

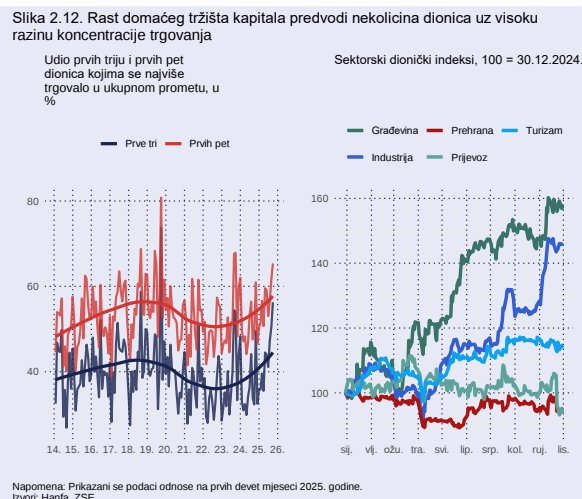
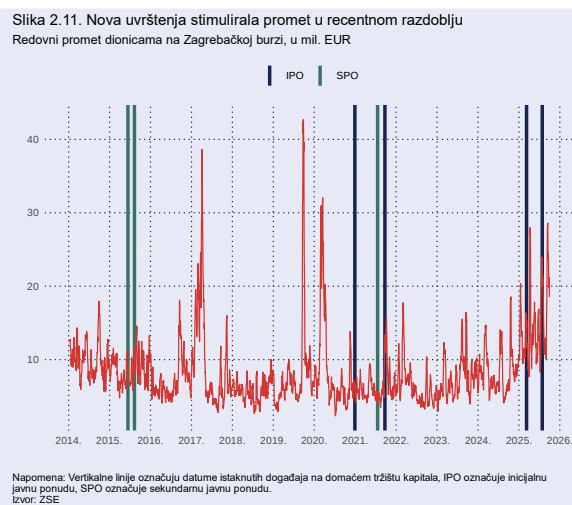
do studenoga 2025., dok su ostale sastavnice zabilježile cjenovni porast od 24 %.



Domaće tržište kapitala nastavlja s izrazito pozitivnim kretanjima, koja nadmašuju realizirane poslovne rezultate izdavalatelja. Međutim, izražena koncentriranost trgovanja i nedostatna likvidnost i dalje predstavljaju značajne slabosti, koje čine tržište kapitala strukturno ranjivim. Glavni dionički indeks CROBEX nastavio je sa snažnim rastom te je porastao za gotovo 19 % u prvih devet mjeseci 2025. godine. Gledano po sektorima, u istom su razdoblju najveći rast zabilježili sektori građevine (58 %) i industrije (45 %) zahvaljujući rastu neto dobiti i optimizmu ulagatelja u pogledu novih uvrštenja na ZSE¹⁴ (slika 2.11.).

Unatoč općem rastu burzovnih indeksa trenutačni cjenovni uzlet na burzi predvodi nekolicina izdavalatelja s obzirom na to da je prosječan rast prvih pet najtrgovanijih dionica i ostatka tržišta u prvih devet mjeseci iznosio 44 % odnosno 21 %. Dodatno, u trećem je tromjesečju zabilježen znatan skok koncentracije trgovanja, pri čemu su krajem rujna tri

dionice činile više od polovine, a prvih pet gotovo dvije trećine ukupne trgovine, što je iznad dugogodišnjih prosjeka¹⁵ (slika 2.12.).

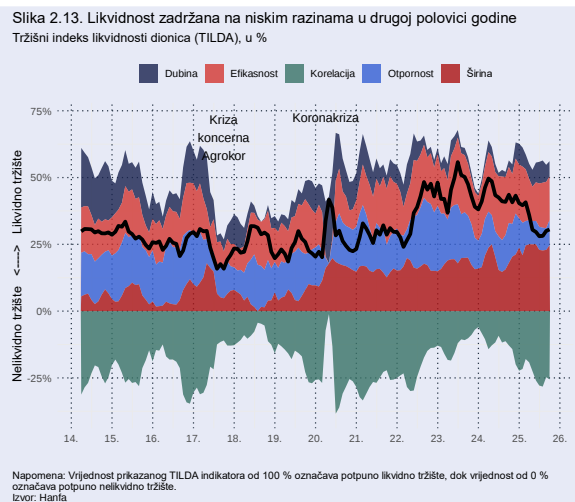


Akumuliranju ranjivosti domaćeg tržišta kapitala pridonosi i dalje strukturno niska likvidnost te plitkost unatoč nešto većem interesu malih investitora, koje su na tržište privukla nova inicijalna izdanja (slika 2.13.). Dimenzija dubine zabilježila je pogoršanje u trećem tromjesečju, što implicira obrtaj manjeg dijela vrijednosti uvrštene na tržište i nemogućnost brze prodaje. Relativno nizak udio u ukupnoj

¹⁴ U ožujku i srpnju na ZSE su uvrštene dionice poduzeća ING-GRAD i ŽITO, koje su ubrzo uvrštene i u pripadajuće sektorske indekse. Zadnje uvrštenje zabilježeno je u studenome, kada je uvršteno poduzeće Tokić d.d.

¹⁵ Prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo u 2025. godini su Končar d.d., KONČAR - D&ST d.d., HT, ING-GRAD i ZABA, s time da Končar d.d. čini više od polovice prometa u ukupnom prometu prvih pet dionica.

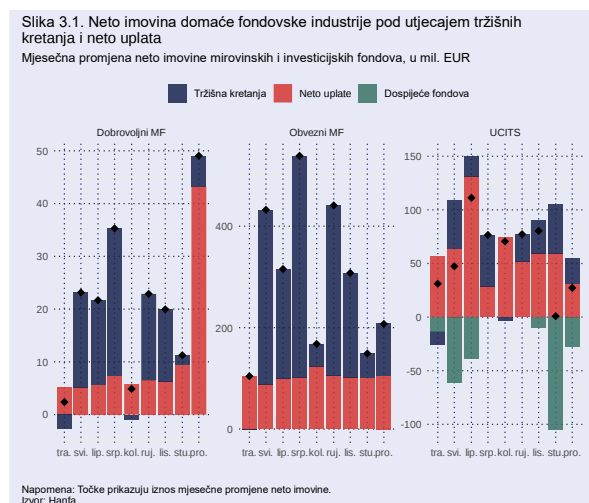
likvidnosti zauzima dimenzija otpornosti, što sugerira smanjenu sposobnost brze korekcije cijena prema fundamentima u slučaju cjenovnog šoka. Navedena kretanja ukazuju na nedostatak robusnosti domaćeg tržišta kapitala, koje može iskusi znatnije volatilnosti u slučaju novog globalnog šoka, a što posljedično ima negativne implikacije za cjelokupni sektor financijskih usluga.



3. RIZICI SEKTORA FINACIJSKIH SLUGA

3.1. Kratkoročni rizici

Smanjena volatilnost i pozitivna tržišna kretanja u drugom dijelu 2025. podržali su rast imovine i stabilne prinose domaćih fondova, uz zadovoljavajuće razine likvidnosnih amortizera. Premda je izloženost kratkoročnim cikličkim rizicima sektora financijskih usluga u trećem tromjesečju bila povišena, ali stabilna, pojedini su segmenti izloženiji izazovima, ponajprije u pogledu mogućnosti generiranja adekvatne profitabilnosti.



Neto imovina domaćih fondova nastavila je rasti u trećem tromjesečju 2025. potaknuta novim priljevima sredstava ulagatelja, posebno u niskorizične fondove, ali i pozitivnim tržišnim kretanjima kako na domaćem tako i globalnim tržištima kapitala. Do kraja 2025. neto imovina mirovinskih fondova porasla je na

28,1 mlrd. EUR, što je za 7,5 % više u odnosu na kraj lipnja. Na rast imovine utjecao je priljev novih članova i rast neto uplata, ali i pozitivan sentiment investitora, koji je pridonio snažnim rezultatima na domaćem tržištu kapitala¹⁶. Visok skok neto uplata u prosincu posljedica je redovite uplate državnih poticaja za štednju u dobrovoljnim mirovinskim fondovima (slika 3.1.).

Istodobno je nastavila rasti i neto imovina UCITS fondova, koja je na kraju studenoga 2025. iznosila 4,0 mlrd. EUR, što je za 25,6 % više u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Unatoč povoljnim tržišnim kretanjima, neto imovina u studenome nije rasla zbog snažnih odljeva sredstava uzrokovanih dospjećem fondova s dospjećem.

Kao i u prvoj polovici godine, rast je ponajviše bio posljedica velikih priljeva sredstava u novčane fondove (86,6 % svih neto priljeva u UCITS fondove u 2025.), čija je imovina u studenome iznosila 1,4 mlrd. EUR (za 121,7 % više u odnosu na isto razdoblje prošle godine). Rast imovine novčanih UCITS fondova ukazuje na strukturnu promjenu na ovom segmentu financijskog tržišta, pri čemu je njihova imovina činila oko trećine sektora UCITS fondova krajem studenoga¹⁷. Odras je to rastućeg interesa malih ulagatelja za sigurnija i konzervativnija ulaganja, no s prinosom višim od bankovnih depozita (više u [okviru 1.](#)

¹⁶ U drugoj polovici 2025. broj članova obveznih mirovinskih fondova narastao je za 1,5 %, a dobrovoljnih mirovinskih fondova za 2,2 %.

¹⁷ Približno 35,0 % na kraju studenoga 2025.

Novčani fondovi – bolja štednja ili drugačija investicija?

Na tragu navedenog posljedično je nastavljen trend strukturalne promjene ulaganja UCITS fondova. S obzirom na priljev sredstva u novčane fondove, u strukturi ulaganja UCITS fondova raste udio visoko likvidne imovine poput instrumenata tržišta novaca (19,8 %) i depozita banaka (19,7 %), ali uz zadržavanje i dalje visoke izloženosti državnim obveznicama (32,8 %).

Takva struktura ulaganja UCITS fondova nominalno je značajno povećala njihovu likvidnost pa je udio likvidne u ukupnoj imovini na kraju 2025. iznosio visokih 42,2 % (za 11,6 % više nego krajem 2024.). No ako bi se izuzeli novčani fondovi, likvidnost po ostalim kategorijama UCITS fondova ostala je relativno stabilna¹⁸. S obzirom na to da u promatranom razdoblju nije bilo značajnije promjene ulagačke strukture na razini svih UCITS fondova u kojoj mali ulagatelji čine 78,1 %, održavanje likvidnosti ključno je s obzirom na njihovu sklonost naglim reakcijama na tržišne šokove, ali i ostale informacije.

Obujam poslovanja društava za osiguranje nastavio se divergentno kretati u segmentu životnih, odnosno neživotnih osiguranja. Naime, iako je ukupni iznos naplaćene premije do kraja studenoga 2025. iznosio 1,9 mlrd. EUR, što je za 7,6 % više na godišnjoj razini, naplaćena premija neživotnih osiguranja porasla je za 9,3 % (uz rast polica od

6,7 %), dok je istodobno premija životnih osiguranja blago smanjena, za -0,8 % (uz blagi rast broja polica od 0,8 %). Iako i dalje u porastu, naplaćena premija neživotnih osiguranja usporava u odnosu na prethodne godine kao posljedica slabljenja inflacijskog učinka, što potvrđuje i manja razlika između stope rasta naplaćene premije i broja sklopljenih polica.

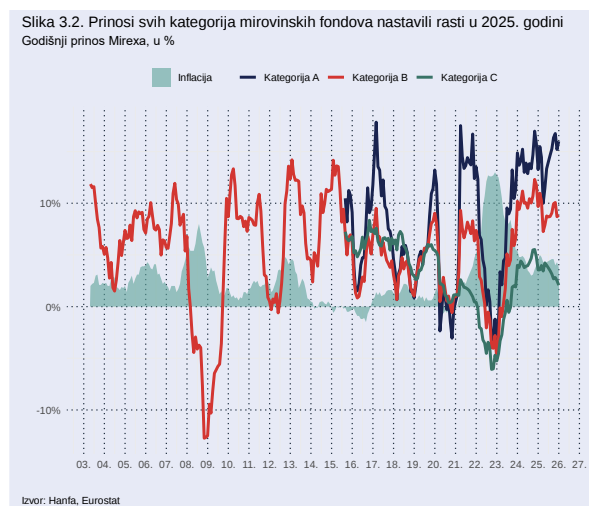
Divergentna kretanja prisutna su i kod iznosa likvidiranih šteta. Ukupan iznos likvidiranih šteta u prvih se 11 mjeseci 2025. smanjio za 4,1 % na godišnjoj razini zbog nastavljenoga snažnog pada likvidiranih šteta životnog osiguranja (za 17,7 % na godišnjoj razini). Posljedica je to zrelosti starog, neobnavljanog životnog portfelja, koji je izgubio na konkurentnosti u odnosu na isplativije oblike štednje pri višim kamatnim stopama. Istodobno iznosi likvidiranih šteta u neživotnom segmentu osiguranja nastavljaju rasti (za 3,1 % na godišnjoj razini), no po nižim stopama nego prethodnih godina s obzirom na slabljenje inflatornih učinaka.

Leasing poslovanje nastavilo je rasti u trećem tromjesečju 2025. iako je godišnji rast novih ugovora usporen¹⁹. Do kraja rujna vrijednost novih ugovora o financijskom leasingu porasla je za 4,6 % na godišnjoj razini, dok je kod operativnog leasinga zabilježen pad od 11,6 %. Rast vrijednosti novozaključenih ugovora o financijskom leasingu sa stanovništvom istodobno je iznosio 15,3 % te je posljedica rasta

¹⁸ Udio likvidne imovine u ukupnoj je krajem 2025. u odnosu na kraj 2024. pao kod dioničkih fondova za 1,2 p.b., kod obvezničkih za 4,1 p.b., kod fondova s dospeljećem za 4,3 p.b., kod ostalih za 0,4 p.b., a kod mješovitih je narastao za 2,5 p.b.

¹⁹ Ukupna vrijednost svih novozaključenih ugovora o leasingu rasla je krajem rujna 2025. na godišnjoj razini za 2,1 %, dok je krajem rujna 2024. rasla za 16,5 %.

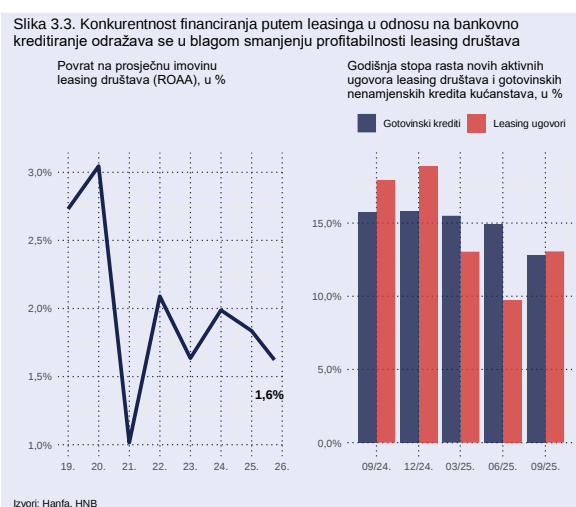
cijena novih i rabljenih vozila, ali i organskog rasta potražnje za automobilima, čija se kupnja sve više financira kroz leasing (u 2024. 56 % svih kupnji novoregistriranih vozila bilo je financirano putem leasinga). Tome u prilog ide i sve manja razlika u trošku financiranja putem leasinga u odnosu na bankovno kreditiranje kupnje automobila²⁰, kao i postrožena makrobonitetna pravila o zaduživanju stanovništva, koja su stupila na snagu sredinom 2025. i za koja tek ostaje za vidjeti kako će se odraziti na potražnju za financiranjem putem leasinga²¹. S obzirom na prisutnu potražnju za tim oblikom financiranja, vrijednost svih aktivnih ugovora o financijskom leasingu do kraja rujna porasla je za 13,3 % u odnosu na isto razdoblje prošle godine te su ugovori o financijskom leasingu u terminima vrijednosti krajem rujna 2025. činili 87,8 % svih ugovora o leasingu.



Dominantno pozitivna tržišna kretanja uz smanjenju volatilnost u drugom dijelu 2025. odrazila su se u

²⁰ Financiranje putem leasinga i dalje je skuplje od bankovnih kredita, no razlika se smanjuje, uz ponderirani prosjek efektivnih kamatnih stopa krajem rujna od 5,9 % za gotovinske kredite i 7,0 % za leasing (podaci za treće tromjesečje dijelom su nepotpuni).

rastu prinosa domaćih fondova. Istodobno je profitabilnost društava za osiguranje i leasing društava, iako zadovoljavajuća, izložena izazovima. Obvezni mirovinski fondovi kategorije A ostvarili su godišnji nominalni prinos od 16,0 %, kategorije B 8,8 %, a kategorije C 2,1 % (slika 3.2.). U isto vrijeme u odnosu na studeni 2024. dionički investicijski fondovi ostvarili su prinos od 24,0 %, a za njima su slijedili mješoviti s 4,9 %, obveznički fondovi s 2,1 % i novčani fondovi s 1,9 %.



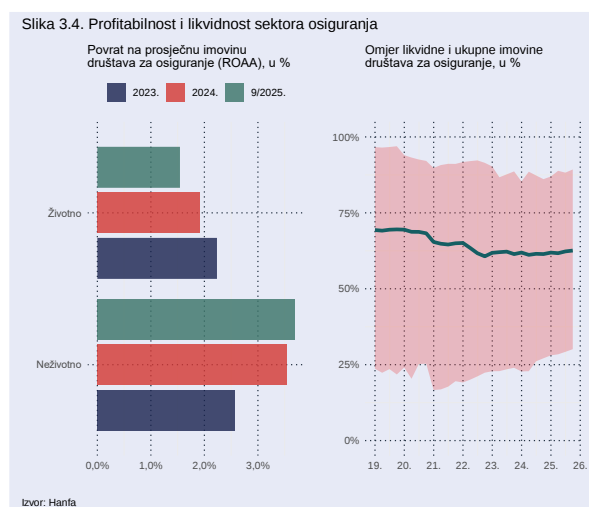
Na kraju trećeg tromjesečja 2025. profitabilnost leasing društava blago je smanjena te je iznosila 1,6 %²² (slika 3.3.). Na blagi pad profitabilnosti odrazila se tijekom 2025. stabilna, ali povijesno gledano razmjeno niska, neto kamatna marža kao i usporavanje rasta cijena vozila, dominantnog objekta financiranja putem leasinga, stoga vrijednosti svih aktivnih ugovora nakon višegodišnjeg rasta stagniraju na tromjesečnoj razini. Mogući rast potražnje za financiranjem putem leasinga kao alternativom

²¹ Krajem trećeg tromjesečja godišnji rast novih aktivnih ugovora leasing društava iznosio je 13,1 %, a rast gotovinskih nenamjenskih kredita kućanstava 12,8 %.

²² Bila je niža za 20 b.b. nego na kraju 2024.

bankovnim kreditima mogao bi u narednom razdoblju kratkoročno pozitivno utjecati na profitabilnost leasing društava, dok će dugoročniji efekt na profitabilnost ovisiti o kreditnoj kvaliteti takvih ugovora o leasingu.

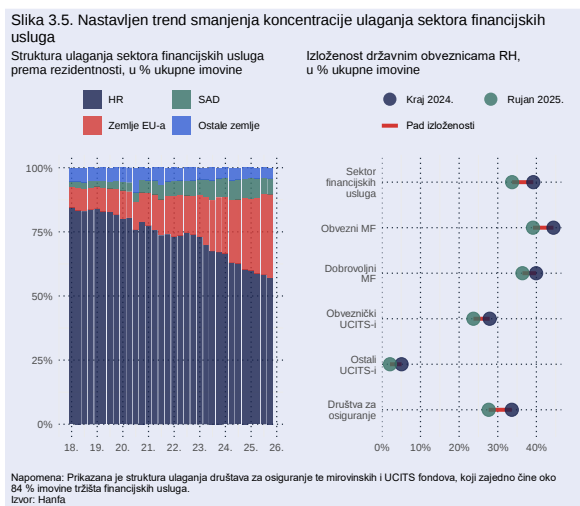
Profitabilnost društava za osiguranje odražava neusklađena kretanja obujma poslovanja segmenta životnog, odnosno neživotnog osiguranja. Povrat na prosječnu imovinu tako je porastao na 3,7 % u segmentu neživotnog osiguranja krajem rujna 2025., dok je istodobno profitabilnost životnih osiguranja iznosila niskih 1,5 %, ponajprije zbog pada rezultata ulaganja od 21,4 % na godišnjoj razini uslijed smanjenja tehničkih pričuva zbog dospijevanja portfelja životnih ugovora²³ (slika 3.4.).



3.2. Dugoročni rizici

U okružju potisnute premije za rizik, povišenih tržišnih vrednovanja i izraženih geopolitičkih neizvjesnosti, izloženost sektora financijskih usluga strukturnim rizicima u trećem tromjesečju 2025. ostala je na

povišenim razinama. S obzirom na moguće nagle promjene tržišnog sentimenta, koje mogu izazvati iznenadne i neuredne tržišne korekcije, kamatni rizik ostaje jedan od dominantnih kanala potencijalnog prelijevanja šokova, posebno na portfelje fondova. I dalje stabilne kapitalne pozicije osiguravatelja i leasing društava pritom podupiru otpornost sektora i sposobnost apsorpcije nepovoljnih poremećaja u neizvjesnom okružju.



Tijekom trećeg tromjesečja 2025. nastavljen je trend smanjenja koncentracije ulaganja sektora financijskih usluga, ponajprije kroz daljnje smanjenje izloženosti domaćem državnom dugu i rast prekograničnih izloženosti prema izdavateljima iz EU-a (slika 3.5.). Udio domaćih državnih obveznica na kraju trećeg tromjesečja smanjen je na 33,7 % (-1,8 p.b. u odnosu na kraj drugog tromjesečja), pri čemu je pad zabilježen kod svih skupina institucionalnih investitora²⁴ (slika 3.5.). Istodobno se povećala izloženost prema državnim

²³ U prvih devet mjeseci 2025. tehnička pričuva životnih osiguranja pala je za 7,4 %.

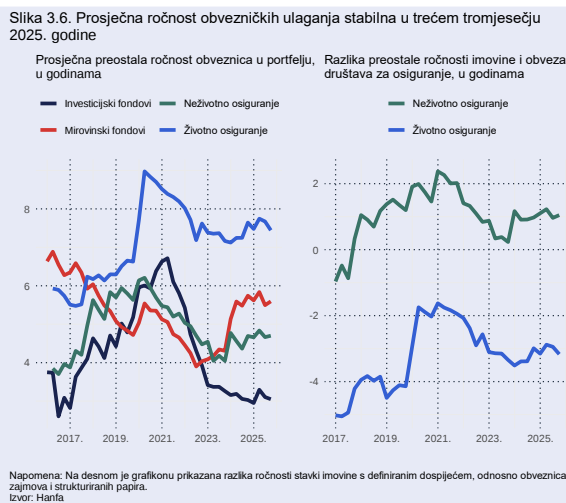
²⁴ Udio domaćih državnih obveznica u ukupnim ulaganjima sektora financijskih usluga smanjen je za 5,5 p.b. u odnosu na kraj 2024. godine.

obveznicama drugih država članica EU-a, na 14,4 % (+1,2 p.b.), dok se ukupna zastupljenost državnih obveznica smanjila na 50,6 % (-0,8 p.b.). Udio dioničkih ulaganja porastao je na 22,5 % (+1,1 p.b.), pri čemu je rast bio podjednako potaknut povećanjem udjela domaćih dionica i onih iz EU-a, odražavajući povoljna kretanja na dioničkim tržištima.

Iako diversifikacija ulaganja podupire dugoročnu otpornost sektora, ona povećava izloženost inozemnim tržišnim rizicima zbog veće ovisnosti o međunarodnim kretanjima te izraženije osjetljivosti na iznenadne korekcije cijena. Potisnuta premija za rizik i znakovi pregrijanosti pojedinih dioničkih tržišta dodatno povećavaju vjerojatnost mogućih budućih korekcija (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**), osobito u slučaju usporavanja globalnog rasta ili eskalacije geopolitičkih tenzija te pojačanja makroekonomskih neizvjesnosti.

S obzirom na i dalje visoku zastupljenost obveznica u portfeljima institucionalnih investitora, sektor financijskih usluga ostaje izrazito osjetljiv na promjene obvezničkih prinosa, što kamatni rizik čini jednom od ključnih ranjivosti sektora. Nakon izraženih oscilacija ranije tijekom godine, kretanja na tržištu državnih obveznica tijekom trećeg tromjesečja 2025. djelomično su se stabilizirala. Međutim, zadržala se povišena neizvjesnost oko daljnje dinamike monetarne politike i kretanja dugoročnih prinosa, osobito u okruženju geopolitičkih i trgovinskih napetosti te fiskalnih pritisaka, što povećava osjetljivost vrednovanja obveznica na promjene očekivanja i rizika. U takvim je okolnostima kamatni

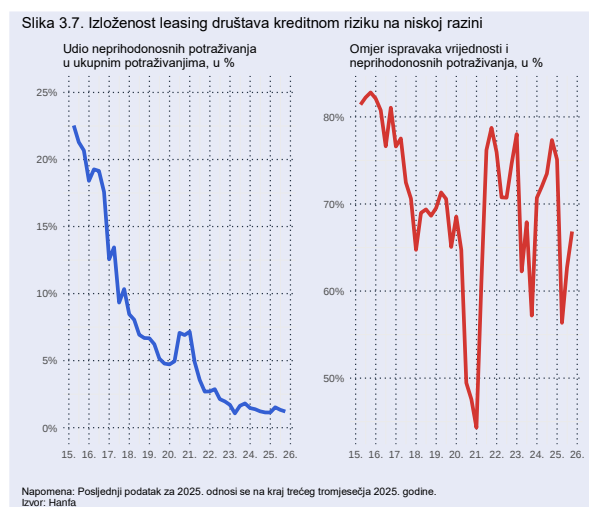
rizik tijekom trećeg tromjesečja 2025. ostao na povišenim razinama.



Prosječna ročnost obvezničkih ulaganja na kraju trećeg tromjesečja bila je kod većine institucionalnih investitora tek blago promijenjena u odnosu na drugo tromjesečje (slika 3.6.), pa se izloženost kamatnom riziku u strukturalnom smislu nije bitno promijenila. Očekuje se da će kamatni rizik u narednom razdoblju ostati izražen, ponajprije zbog mogućih prilagodbi dugoročnih prinosa uslijed promjena tržišnih očekivanja, osobito u okolnostima geopolitičkih napetosti i makroekonomskih neizvjesnosti. Kod društava za osiguranje, osobito u segmentu životnih osiguranja, dodatni izvor pojačane osjetljivosti i dalje predstavlja ročna neusklađenost imovine i obveza (slika 3.6.), zbog čega promjene kamatnih stopa mogu snažnije utjecati na njihovu kapitalnu poziciju.

Izloženost sektora financijskih usluga kreditnom riziku ostala je stabilna i tijekom trećeg tromjesečja 2025. godine. Naime, relativno povoljna gospodarska kretanja i očuvanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske na razini A- sa stabilnim izgledima razmjerno ograničavaju ranjivost domaćeg

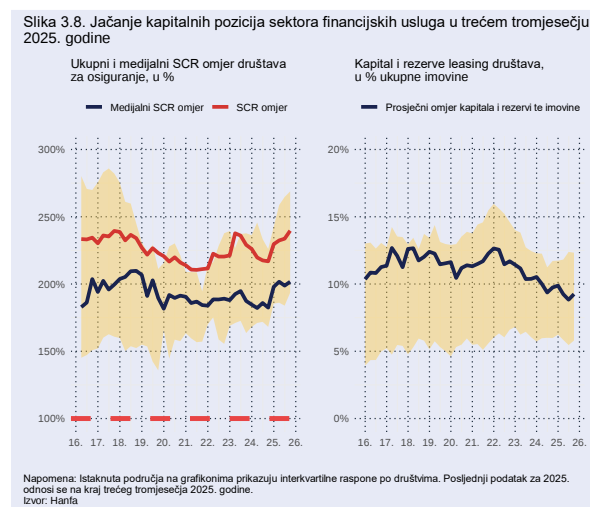
obvezničkog tržišta na promjene globalne premije za rizik, iako bi u slučaju ekstremnih šokova diferencijacija prinosa po tržišno percipiranoj stabilnosti zemlje vjerojatno odvojila Hrvatsku od zemalja eurojezgre. Kreditni rizik leasing društava ostao je nizak, pri čemu se udio neprihodonosnih potraživanja blago smanjio, na 1,2 %, dok je pokrivenost neprihodonosnih plasmana porasla na 66,8 % (slika 3.7). Pritom bi snažniji rast financijskog leasinga stanovništvu u uvjetima postroženih makrobonitetnih ograničenja na bankovno kreditiranje (više u poglavlju **3.1. Kratkoročni rizici**) mogao u narednom razdoblju postupno mijenjati rizični profil novih plasmana, osobito ako dio potražnje dolazi od kućanstava s ograničenim pristupom bankovnom financiranju.



Izloženost sektora valutnom riziku ostala je vrlo niska, zahvaljujući dominantnoj izloženosti prema izdavateljima iz europa područja. Tijekom trećeg tromjesečja 2025. blago je porasla izloženost prema američkom dolaru kao glavnom nositelju valutnog rizika, pa se udio ulaganja denominiranih

u USD povećao na 9,1 % ukupnih ulaganja²⁵ (za 0,5 p.b. više u odnosu na kraj drugog tromjesečja). Promjene u očekivanjima povezanim s monetarnom politikom vodećih središnjih banaka te trgovinske napetosti mogle bi u narednom razdoblju povećati osjetljivost prinosa na promjene tečaja eura prema američkom dolaru, premda ukupna struktura portfelja i dalje ograničava materijalizaciju valutnog rizika na razini sektora.

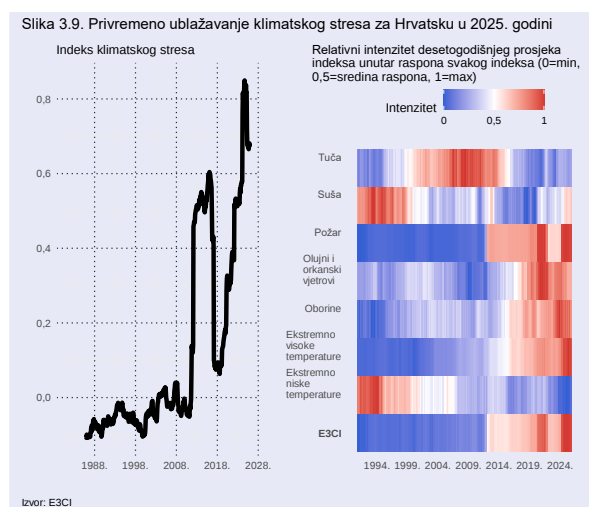
Kapitaliziranost sektora financijskih usluga zadržala se na visokim razinama tijekom trećeg tromjesečja 2025. (slika 3.8). Kapitalne pozicije društava za osiguranje dodatno su ojačale i ostaju znatno iznad regulatornog minimuma, pri čemu je agregatni SCR omjer na kraju trećeg tromjesečja iznosio 239,6 % (za 5,9 p.b. više u odnosu na kraj drugog tromjesečja). Pritom je zabilježen pomak cijele distribucije SCR omjera prema gore, s medijalnim omjerom od 201,7 % (za 2,9 p.b. više u odnosu na kraj drugog tromjesečja), što dodatno jača otpornost sektora osiguranja u cjelini.



²⁵ Uzeta su u obzir ulaganja društava za osiguranje te mirovinskih i UCITS fondova, koji

zajedno čine oko 84 % imovine tržišta financijskih usluga.

Kapitaliziranost leasing društava također se blago povećala, pri čemu je agregatni udjel kapitala i rezervi u ukupnoj imovini dosegao 9,2 % na kraju trećeg tromjesečja (za 0,4 p.b. više u odnosu na kraj drugog tromjesečja). Time je kapitaliziranost održana na razini koja doprinosi stabilnosti poslovanja leasing sektora u slučaju potencijalnih nepovoljnih kretanja.



Izloženost sektora klimatskim rizicima ostala je umjerena, pri čemu fizički rizici i nadalje kratkoročno predstavljaju izraženiji izvor ranjivosti u odnosu na tranzicijske rizike. Iako je tijekom 2025. zabilježeno privremeno ublažavanje klimatskog stresa za Hrvatsku u odnosu na prethodnu godinu, dugoročni trendovi upućuju na njegov postupni rast (slika 3.9.), uz povećani rizik šteta od ekstremnih vremenskih događaja. S obzirom na razmjerno nisku razinu osigurateljne zaštite od elementarnih nepogoda, materijalizacija fizičkih rizika može dovesti do znatnijih financijskih opterećenja kućanstava te potencijalnog prelijevanja dijela troškova sanacije na javni sektor. Izloženost tranzicijskim rizicima ostala je relativno nepromijenjena, uz nastavak postupnog poboljšanja ESG profila ulaganja institucionalnih investitora.

OKVIR 1. NOVČANI FONDOVI – BOLJA ŠTEDNJA ILI DRUGAČIJA INVESTICIJA?

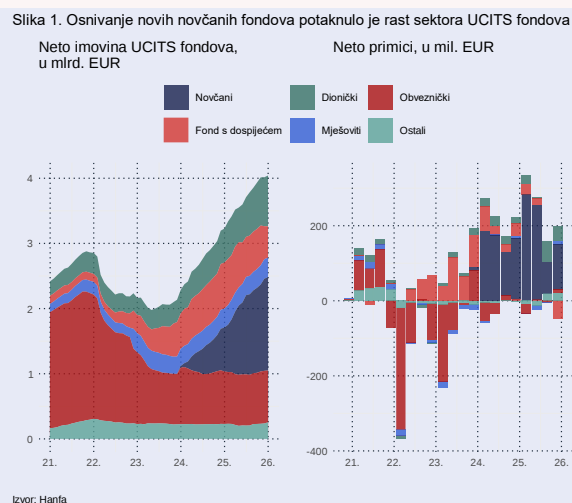
Nakon što je posljednji novčani fond prestao s radom u siječnju 2021., uslijed provedbe regulatornog okvira EU-a²⁶ kojim su uvedeni znatno stroži zahtjevi u pogledu strukture ulaganja, likvidnosti, diversifikacije i upravljanja rizicima, na hrvatskom tržištu tijekom sljedeće dvije godine investiranje u domaće novčane fondove kao zasebnu kategoriju investicijskih fondova nije bilo dostupno. No u lipnju 2023. na hrvatskom tržištu ponovno su osnovana dva nova novčana fonda. Tijekom naredne dvije godine ova najmanje rizična kategorija investicijskih fondova doživljava svoju renesansu, koju je katalizirao povećani interes malih ulagatelja za niskorizične i likvidne oblike ulaganja evidentan kroz vrlo uspješno provedena višekratna izdanja „narodnih“ državnih obveznica i trezorskih zapisa, a sve u uvjetima iznimno visoke likvidnosti domaćeg financijskog sustava.

Novčani fondovi posebna su vrsta fondova, koja ulaže samo u visokolikvidne²⁷, kratkoročne i razmjerno sigurnije plasmane, što omogućuje ulagateljima niskorizično i fleksibilno mjesto za ulaganje svojeg novca. Takva struktura ulaganja usmjerena je na očuvanje realne vrijednosti kapitala i brzu raspoloživost uložених sredstava, zbog čega su novčani fondovi osobito privlačni ulagateljima s niskom tolerancijom na

rizik, koji ih vrlo često percipiraju kao mjesto kratkoročnog spremanja viškova likvidnosti. Zbog navedenih karakteristika novčani fondovi često se percipiraju kao alternativa klasičnoj bankovnoj štednji, osobito u uvjetima promjenjivih kamatnih stopa i povećane potrebe za fleksibilnim upravljanjem likvidnošću.

Glavne karakteristike novčanih fondova

U vrlo kratkom vremenu od nešto više od dvije godine novčani su fondovi na domaćem tržištu postali najzastupljenija kategorija investicijskih fondova. Tako je krajem 2025. u Hrvatskoj poslovalo 6 novčanih fondova s neto imovinom od 1,4 mlrd. EUR, što čini 35,4 % ukupne neto imovine UCITS fondova. U odnosu na kraj 2024. to predstavlja rast neto imovine za 112,3 % (slika 1.).

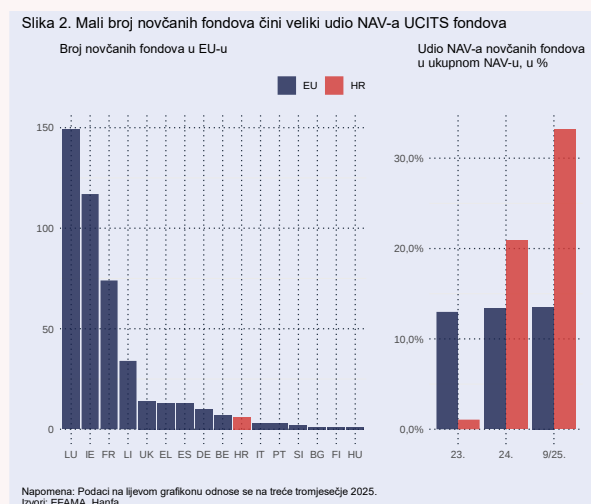


²⁶ Nestanak novčanih fondova u Hrvatskoj izravno je povezan s početkom primjene [Uredbe \(EU\) 2017/1131](#) o novčanim fondovima u srpnju 2018., kojom su znatno pooštrena pravila ulaganja, likvidnosti i vrednovanja tih fondova. Većina tadašnjih domaćih novčanih fondova nije se prilagodila novim zahtjevima, nego su se preregistrirali u kratkoročne obvezničke fondove

ili su postupno ugašeni, pa je posljednji novčani fond prestao s radom 2021., čime je ova kategorija privremeno u potpunosti nestala s hrvatskog tržišta.

²⁷ Visokolikvidna imovina odnosi se na novac, depozite i instrumente tržišta novca, poput trezorskih zapisa i drugih kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira visoke kreditne kvalitete.

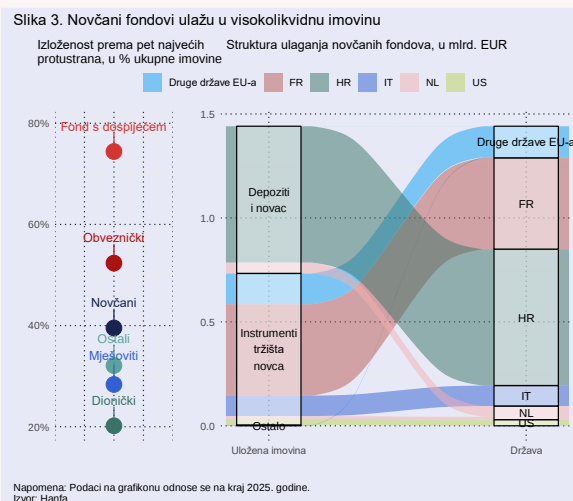
Zastupljenost novčanih fondova u strukturi tržišta UCITS fondova u Hrvatskoj značajno nadmašuje prosjeke EU-a (slika 2.). Krajem rujna 2025. u EU-u prosječna zastupljenost novčanih u neto imovini svih UCITS fondova iznosila je 12,8 %, dok je u Hrvatskoj taj iznos više nego dvostruko veći. Jedina zemlja s višom zastupljenosti novčanih fondova je Francuska, no njezino je tržište novčanih fondova puno razvijenije. Na razini EU-a većina je novčanih fondova koncentrirana u Luksemburgu, Irskoj i Francuskoj. Po broju fondova najviše ih je u Luksemburgu, dok su po neto imovini najveći u Irskoj.



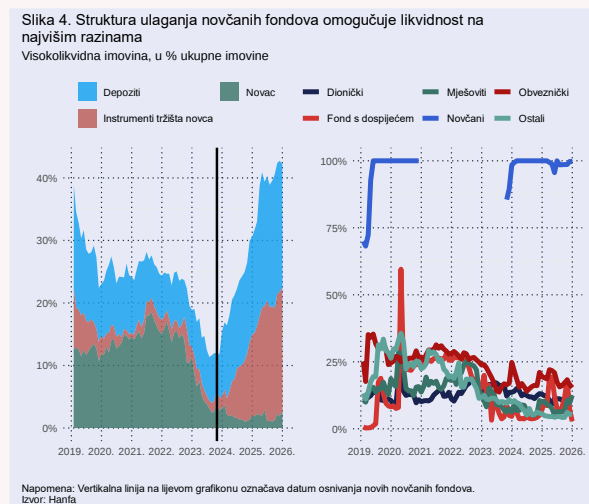
Novčani fondovi po definiciji ulažu samo u visokolikvidne instrumente, što se reflektira u strukturi njihovih ulaganja, koja je krajem 2025. bila gotovo podjednako podijeljena na novac (2,8 %) i dominantno domaće bankovne depozite²⁸ (46,4 %), odnosno inozemne instrumente tržišta novca (ITN-ove) (50,6 %). Prema geografskoj izloženosti u inozemnom portfelju dominiraju francuski trezorski zapisi, koji čine 30,5 % ukupnih ulaganja (slika 3.), dok

ostala ulaganja u ITN-ove drugih europskih zemalja čine 18,1 %, a tek se manji dio odnosi na američke trezorske zapise (2,0 %). S obzirom na strukturu ulaganja, koja je u značajnom dijelu diversificirana na više izdavatelja kratkoročnog državnog duga, koncentracija ulaganja, a time i kreditni rizik, bitno je niža u odnosu na druge konzervativne fondove (obvezničke i fondove s dospjećem).

Ovakva struktura ulaganja, koja se u cijelosti sastoji od visokolikvidne imovine, likvidnost novčanih fondova nominalno čini potpunom, odnosno stopostotnom. Upravo je zbog toga višegodišnji snažan rast neto imovine novčanih fondova u Hrvatskoj prividno popravio i likvidnost cijelog sektora UCITS fondova pa je krajem 2025. ona iznosila visokih 42,2 %. No ako bi se izuzeli novčani fondovi (koji čine 83,7 % tog iznosa, odnosno 35,3 % ukupne likvidne imovine UCITS fondova), likvidnost domaće fondovske industrije zadovoljavajuća je, no ipak bitno niža (slika 4.).

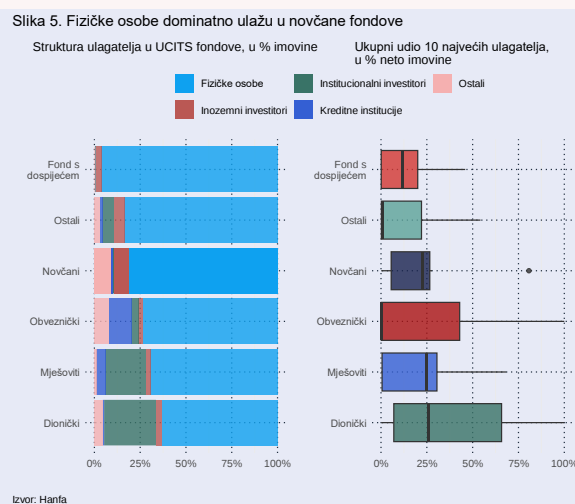


²⁸ Ukupni depoziti čine 46,6 % neto imovine, dok domaći bankovni depoziti čine tek nešto nižih 42,8 %.



Premda je likvidnost novčanih fondova formalno gotovo potpuna, rizik naglih i snažnih odljeva sredstava nije u potpunosti eliminiran. Pogotovo ako razumijevanje i očekivanja ulagatelja nisu u skladu sa stvarnom prirodom financijskog instrumenta u koji su uložili svoja sredstva. To je posebno izraženo s obzirom na to da u strukturi ulagatelja dominiraju fizičke osobe, odnosno mali ulagatelji (81,5 % na kraju rujna 2025., slika 5.). Oni su posebno osjetljivi na svaku informaciju i vanjski neočekivani poremećaj, a koji su povijesno pokazali da mogu naglo promijeniti sentiment malih ulagatelja, potaknuti iznenadne i veće odljeve te stvoriti likvidnosne pritiske na ove fondove. Stoga je iznimno bitno pri plasmanu i distribuciji udjela u novčanim fondovima, koji se dominantno odvijaju kroz bankovni kanal, jasno razdvojiti bankovni depozit kao oblik štednje od ulaganja u novčane fondove, što je po svojoj prirodi investicija koja uvijek nosi određeni rizik gubitka uloženog.

Rizik mogućih iznenadnih likvidnosnih pritisaka na novčane fondove ne proizlazi samo iz strukture u kojoj dominiraju mali konzervativni domaći ulagatelji, već i iz koncentracije uloga po pojedinom ulagatelju. Naime za razliku od drugih konzervativnih ulaganja, koncentracija uloga po pojedinom ulagatelju u novčanim je fondovima bitno viša te je na razini koncentracije znatno rizičnijih dioničkih i mješovitih fondova. Tako je ukupni udio deset najvećih ulagatelja na kraju rujna 2025. u prosjeku iznosio 22,4 % neto imovine novčanih fondova.



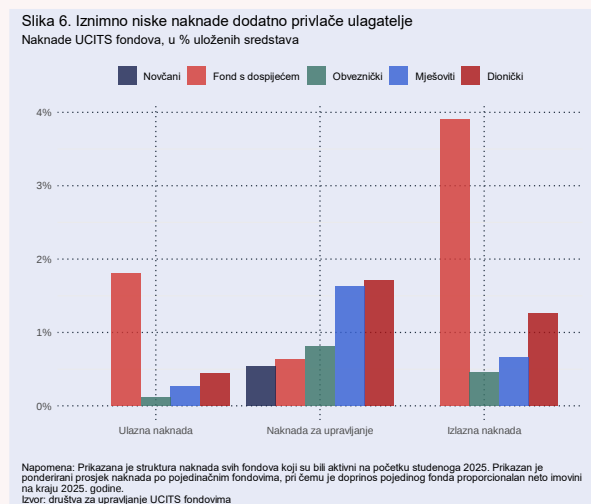
Upravo zbog rizika mogućeg iznenadnog povlačenja sredstava kratkoročnih i konzervativnih ulagatelja, koji ulaganje u novčane fondove prvenstveno gledaju kao kratkoročno skladištenje viškova likvidnosti i alternativnu bankovnoj štednji, poslovanje novčanih fondova čvrsto je uokvireno regulativom koja propisuje nužna minimalna likvidna sredstva²⁹ i visoku kreditnu kvalitetu imovine te provođenje redovitih testiranja otpornosti tih fondova na poremećaje. Testiranje otpornosti na stres mora

²⁹ **Uredba (EU) 2017/1131** propisuje obvezne minimalne razine likvidnosti za novčane fondove s promjenjivom neto imovinom, uključujući najmanje 7,5 % imovine koja dospijeva dnevno

i najmanje 15 % imovine koja dospijeva tjedno, kao zaštitni sloj za podmirenje potencijalnih povećanih zahtjeva za otkup.

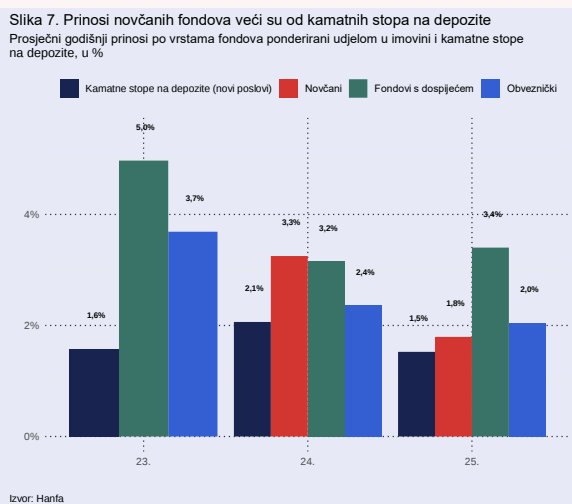
obuhvaćati različite nepovoljne scenarije, uključujući pogoršanja razine likvidnosti, povećane zahtjeve za otkup te promjene kreditnog, kamatnog i valutnog rizika.

Relativno jednostavne i standardizirane strategije ulaganja novčanih fondova, koje zahtijevaju manje aktivnog upravljanja, ostavljaju im prostor za uvođenje razmjerno niskih naknada i to samo za upravljanje³⁰. Ta je naknada na kraju 2025. prosječno iznosila 0,5 % (slika 6.). Komparativno niži troškovi upravljanja u odnosu na slične konzervativne oblike fondovskog ulaganja dodatni su čimbenik privlačnosti novčanih fondova, dok izostanak ulaznih i izlaznih naknada u praksi omogućuje ulagateljima visoku fleksibilnost u upravljanju tim sredstvima kao rezervama likvidnosti.



Drugi su bitan čimbenik privlačnosti ulaganja u novčane fondove malim i konzervativnim ulagateljima, koji su bitno zastupljeni na domaćem tržištu, osim visoke fleksibilnosti i niskih troškova, i razmjerno viši prinosi u odnosu na klasičnu bankovnu štednju (slika 7.). Tako su u 2025. godišnji prinosi novčanih fondova iznosili 1,8 %, odnosno 0,3 p.b.

više od kamatnih stopa na depozite, dok je godinu ranije ta razlika iznosila čak 1,2 p.b. Istodobno su novčani fondovi generirali prinose više i u odnosu na druge konzervativne oblike ulaganja, poput obvezničkih (prinos je bio viši za 0,9 p.b.) ili fondova s dospijećem (prinos je bio viši za 0,1 p.b.).



Slični bankovnim depozitima, ali uz drugačiji rizik

Iz perspektive potrošača, novčani fondovi mogu predstavljati privlačnu alternativu klasičnim bankovnim depozitima. Glavna je prednost što omogućuju likvidnu i relativno sigurnu investiciju, s potencijalno višim prinosom uz niske troškove. Istovremeno nude veću fleksibilnost u upravljanju sredstvima uz niže troškove u odnosu na oročene depozite ili druge konzervativne oblike fondovskih ulaganja.

Ipak, iako je po određenim karakteristikama slično bankovnoj štednji, treba istaknuti kako je ulaganje u novčane fondove ipak investicija u financijske instrumente koja nosi

³⁰ Naime, novčani fondovi, za razliku od drugih vrsta fondova, ne zaračunavaju ulazne i izlazne

naknade, a naknada za upravljanje najniža im je u usporedbi s drugima vrstama fondova.

određene, premda niske, rizike od gubitka uloženog.

Ponajprije, ova ulaganja nisu pokrivena sustavom osiguranja depozita koji osigurava novčane depozite kod kreditnih institucija do iznosa od 100.000 eura po deponentu. S obzirom na to da ulaganje u novčane fondove predstavlja ulaganje u financijske instrumente, ono je obuhvaćeno sustavom zaštite ulagatelja³¹, koji u slučaju nemogućnosti povrata imovine od strane društva za upravljanje ili investicijskog društva predviđa obeštećenje do najviše 20.000 eura, bez jamstva očuvanja vrijednosti ulaganja.

Ulaganje u novčane fondove razlikuje se od bankovnih depozita ne samo po nižoj razini regulatorne zaštite, već i po činjenici da vrijednost ulaganja može varirati uslijed tržišnih kretanja. Rizik od promjene vrijednosti udjela, premda nizak zbog strukture ulaganja novčanih fondova, i dalje postoji te se reflektira u višim prinosima novčanih fondova u odnosu na bankovne depozite.

Ulagatelji su, uz izloženost tržišnim kretanjima, izloženi i riziku smanjene dostupnosti sredstava u izvanrednim tržišnim okolnostima, osobito u slučaju povećanih i istodobnih zahtjeva za otkup udjela većeg broja ulagatelja³². U takvim situacijama fondovi se mogu suočiti s pojačanim likvidnosnim pritiscima, što može dovesti do prodaje imovine u nepovoljnim tržišnim uvjetima i mogućeg pada vrijednosti udjela. Posljedično može

doći do neravnomjerne raspodjele troškova likvidacije imovine, pri čemu ulagatelji koji ranije povuku sredstva mogu ostvariti relativnu prednost u odnosu na preostale ulagatelje.

Iako europski regulatorni okvir razlikuje više strukturnih oblika novčanih fondova s različitim obilježjima rizika³³, na hrvatskom tržištu ne postoji razrađena ponuda različitih vrsta novčanih fondova. Svi dostupni novčani fondovi u praksi su fondovi s varijabilnom neto vrijednošću imovine. Stoga su ulagatelji u novčane fondove izloženi promjenama vrijednosti udjela, mogućim likvidnosnim ograničenjima u stresnim tržišnim uvjetima te rizicima ponašanja koji mogu utjecati na raspodjelu troškova među ulagateljima.

Slika 8. Učinci novčanih fondova na banke i potrošače



U uvjetima povišene likvidnosti domaćeg financijskog sustava kreditne institucije raspolažu značajnim viškovima sredstava, koji se u velikoj mjeri plasiraju u niskorizične i visokolikvidne oblike, uključujući prekonoćne depozite kod središnje banke. U takvom okružju kreditne institucije, kao vlasnici nekih od najznačajnijih društava za upravljanje investicijskim fondovima i glavni

³¹ Fond za zaštitu ulagatelja

³² Kakav je bio primjerice sa izbijanjem Covid krize kada je iz domaćih UCITS fondova u tjedan dana povučeno 503,3 mil. EUR, odnosno 16,8 % NAV-a s kraja 2019. godine

³³ Na razini Europske unije regulativa razlikuje više strukturnih oblika novčanih fondova,

distributeri udjela u fondovima, imaju poticaj usmjeravati dio depozitnih sredstava prema novčanim fondovima.

Naime, transferiranje depozitne štednje u novčane fondove može rezultirati smanjenjem ukupnog troška pasive za banku³⁴, uz istodobno ostvarivanje prihoda od upravljačkih i distribucijskih naknada, bez povećanja kreditnog ili kapitalnog opterećenja za banku.

Pored toga, gotovo se polovica sredstava plasiranih u novčane fondove s obzirom na postojeću strukturu ulaganja ponovno vraća u bankovni sustav kroz depozite fondova. Time se zadržava visoka razina likvidnosti sustava i omogućuje daljnje upravljanje tim sredstvima unutar bankarskog sektora. Bankama je time omogućena razmjerno stabilna kombinacija kamatnih i nekamatnih prihoda na potencijalno višim razinama za dani preuzeti rizik u odnosu na klasične kreditno-depozitne poslove, uz stabilnu likvidnosnu poziciju i ograničenu izloženost rizicima.

Zaključno

Brzi rast novčanih fondova na hrvatskom tržištu u velikoj je mjeri potaknut percepcijom tih proizvoda kao bliske zamjene za klasične bankovne depozite. Međutim, iako su novčani fondovi uobičajeno usmjereni na očuvanje likvidnosti i stabilnosti, ulaganje u te fondove nije bez rizika te, za razliku od bankovnih depozita, ne podrazumijeva

jamstvo očuvanja vrijednosti uložених sredstava.

Istovremeno, ponovno pojavljivanje novčanih fondova na domaćem tržištu proširilo je ponudu investicijskih proizvoda za male ulagatelje te predstavlja važan korak u ponovnom uključivanju domaćih ulagatelja na tržište kapitala. Ulagateljima se time omogućuje pristup instrumentu koji može pružiti konkurentne prinose u odnosu na tradicionalne depozite, pa čak i slične konzervativne oblike ulaganja u fondove, uz istovremeno očuvanje relativno visoke likvidnosti. Ipak, unatoč visokoj likvidnosti i stabilnim prinosima, ključno je naglasiti da je riječ o investicijskim proizvodima koji, za razliku od depozita, nisu obuhvaćeni sustavom osiguranja depozita te nose, iako nizak, tržišni rizik, kao i rizik likvidnosti u uvjetima sustavnih poremećaja i povećanih otkupa.

S obzirom na navedene rizike, važno je da ulagatelji prilikom donošenja odluke o ulaganju u novčane fondove imaju sve nužne informacije i realna očekivanja o prirodi i razini rizika tog proizvoda, kao i o razlikama u zaštiti u odnosu na depozite. Naime, bankovni depoziti usmjereni su na akumulaciju sredstava radi očuvanja vrijednosti i likvidnosti, dok su ulaganja u novčane fondove, kao i u druge investicijske instrumente, usmjerena na povećanje uložеног kapitala, pri čemu očekivani prinos ovisi o razini preuzetog rizika, koja je kod ulaganja uvijek prisutna³⁵.

³⁴ Slijedeći preporučeni investicijski horizont ulaganja u novčane fondove, oročena bankovna štednja kućanstava do jedne godine predstavljala bi najprimjerniji izvor sredstava za transfer u novčane fondove. Prosječna kamatna stopa na oročene depozite kućanstava do jedne

godine na kraju studenoga 2025. je iznosila 1,56 %.

³⁵ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th edition). McGraw-Hill Education

POPIS KRATICA

b.b. – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

DZS – Državni zavod za statistiku

E3CI – Klimatski indeks europskih ekstremnih događaja (engl. *European Extreme Events Climate Index*)

ESB – Europska središnja banka

ESG – ekološki, društveni i upravljački (engl. *Environmental, Social and Governance*)

EU – Europska unija

EUR – euro

Fed – Sustav federalne rezerve

Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HICP – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. *Harmonised Index of Consumer Prices*)

HNB – Hrvatska narodna banka

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

IPO – Inicijalna javna ponuda (engl. *Initial Public Offering*)

MF – mirovinski fondovi

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MMF – Međunarodni monetarni fond

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

ROAA – povrat na prosječnu imovinu (engl. *Return on Average Assets*)

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

SPO – Sekundarna javna ponuda (engl. *Secondary Public Offering*)

TILDA – tržišni indeks likvidnosti dionica

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

USD – američki dolar

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

VSTOXX – indeks volatilnosti EURO STOXX 50 indeksa

ZSE – Zagrebačka burza

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

