



Makroprudencijalni skener rizika

Drugo tromjesečje 2025.

Broj XII, studeni 2025.



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 usluga	11
3.1. Kratkoročni rizici	11
3.2. Dugoročni rizici	14
Okvir 1. Geopolitički šokovi i otpornost hrvatskog financijskog sustava	18
Popis pokrata.....	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

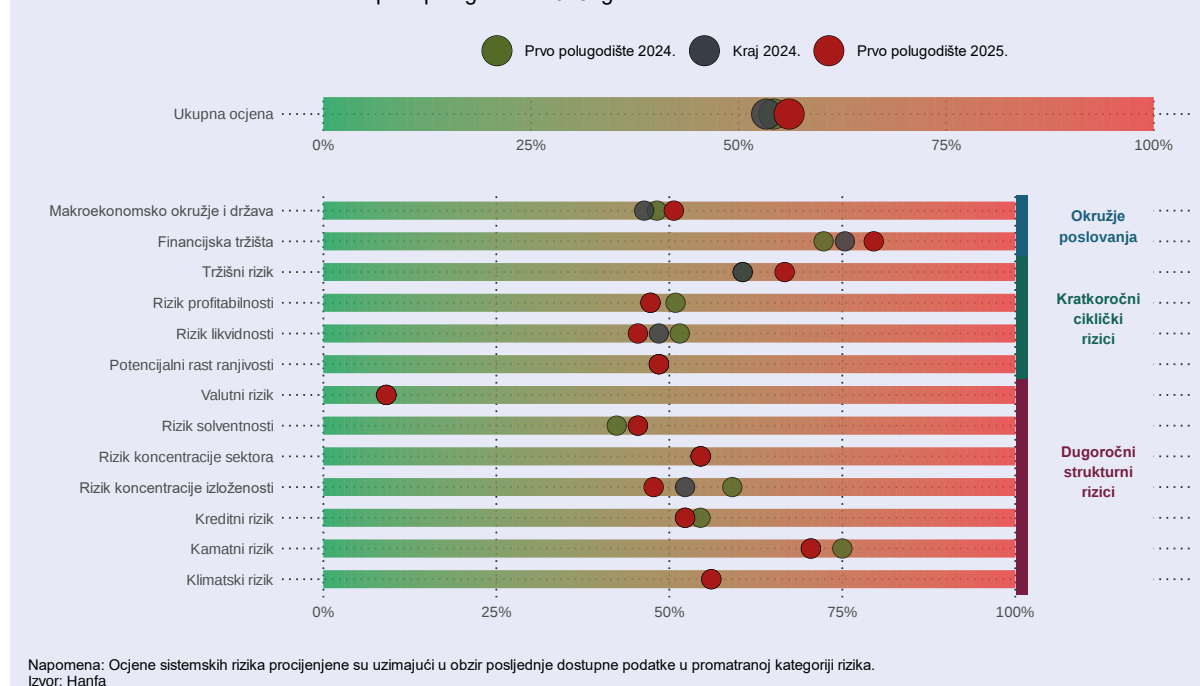
Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih 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 okruženja ili idiosinkratski – generirani domaćim makroekonomskim i financijskim kretanjima, ekonomskom politikom ili promjenama u institucionalnom okruženju. Stoga svaki rizik kojem je sustav izložen, a koji može imati negativne posljedice za funkcioniranje dijela ili cijelog financijskog sustava uzrokujući pritom i ozbiljan negativan utjecaj na realno gospodarstvo, predstavlja **sistemska 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 prvo polugodište 2025. godine



U prvom polugodištu 2025. razina sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga zadržana je na povišenoj razini. Iako je domaće gospodarstvo ostvarilo iznadprosječan rast, a fiskalni su izgledi stabilni, povišeni inflacijski pritisci i nastavak ekspanzije cijena na tržištu nekretnina predstavljaju važne izvore rizika za domaće makroekonomsko okruženje. Financijska tržišta obilježio je kratkotrajni, ali snažan porast volatilnosti potaknut protekcionističkim odlukama SAD-a čiji su učinci privremeno pojačali nesigurnost na globalnim tržištima. Tijek i ishod trgovinskih pregovora doprinio je postupnom smirivanju volatilnosti i oporavku sentimenta. Stoga je, unatoč visokoj razini globalne neizvjesnosti, većina klasa financijske imovine zabilježila rast, što se povoljno odrazilo na profitabilnost sektora financijskih usluga i doprinijelo blagom smanjenju cikličkih rizika.

S druge strane, dugoročni sistemski rizici sektora zadržani su na povišenoj razini, a sektor je i dalje osjetljiv na tržišne i kamatne šokove. Strukturna obilježja domaćeg sektora financijskih usluga, poput koncentracije izloženosti institucionalnih investitora, blago su poboljšana, no i dalje mogu djelovati kao katalizator mogućih gubitaka sektora u slučaju rasta globalno potisnute premije za rizik. Izloženost klimatskim rizicima ocjenjuje se umjerenom, no njezina važnost u procjeni ukupnih sistemskih ranjivosti postupno raste, u skladu s globalnim regulatornim i tržišnim trendovima.

2. RIZICI MAKROEKONOMSKOG I FINANCIJSKOG OKRUŽJA

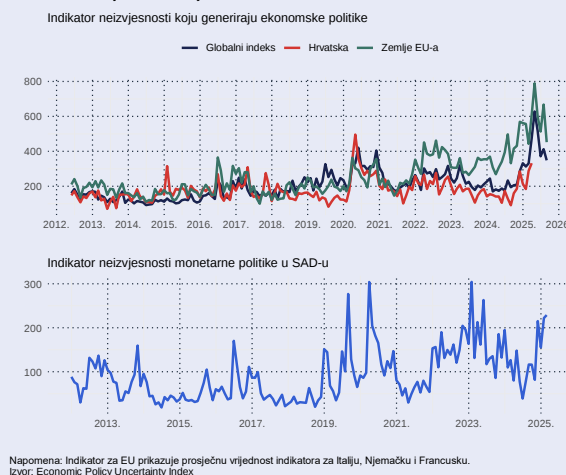
2.1. Makroekonomsko okružje

Unatoč nastavku snažnog gospodarskog rasta u drugom tromjesečju i stabilnim fiskalnim izgledima, izražene međunarodne neizvjesnosti i domaće ranjivosti (ponajprije ubrzani rast nekretninskih i potrošačkih cijena) održavaju makroekonomske rizike na povišenoj razini. Njihova potencijalna materijalizacija u nadolazećem razdoblju mogla bi usporiti gospodarsku aktivnost te pogoršati stanje javnih financija, što bi negativno utjecalo na poslovanje sektora financijskih usluga.

Neizvjesnosti u međunarodnom okružju nastavljaju biti značajan izvor rizika (slika 2.1.). Početkom travnja najavljeno je uvođenje američkih carina na širok spektar uvoznih proizvoda, što je povećalo trgovinske napetosti (slika 2.1.) i izazvalo snažne reakcije ključnih trgovinskih partnera, uključujući i uvođenje recipročnih mjera. Iako su carine u konačnici ublažene te su stupile na snagu početkom kolovoza, procjena njihovih ukupnih učinaka bit će moguća tek s vremenskim odmakom. S ekonomskog aspekta carine povećavaju proizvodne troškove i inflacijske pritiske, dok s geopolitičkog gledišta pojačavaju nesigurnosti u globalnim trgovinskim odnosima, što se može negativno odraziti na dinamiku međunarodne trgovine i

globalni rast. Glavni rizik stoga ne proizlazi iz same razine carina, nego iz njihova šireg utjecaja na globalno makroekonomsko okružje. S obzirom na relativno malu zastupljenost trgovinskih veza s SAD-om¹, uvedene američke carine imaju ograničen izravan učinak na hrvatsko gospodarstvo, no neizravni kanali, kao što su promjene cijena u globalnoj trgovini ili potencijalno smanjenje potražnje ključnih trgovinskih partnera, mogu imati značajniji i dalekosežniji utjecaj.

Slika 2.1. Neizvjesnosti i dalje visoke

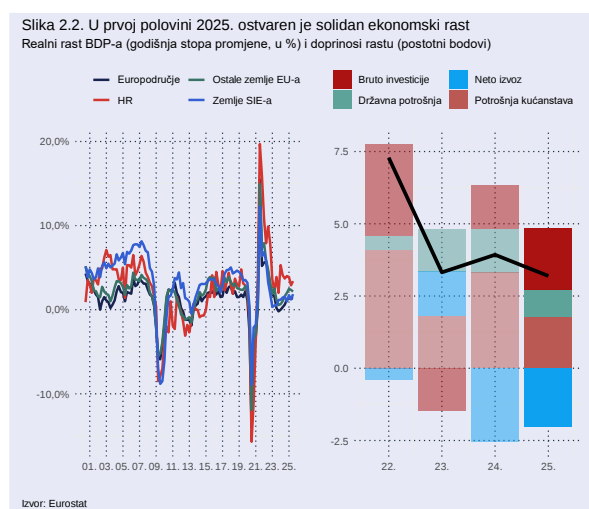


Unatoč globalnim nestabilnostima hrvatsko je gospodarstvo u drugom tromjesečju 2025. nastavilo rasti brže od većine europskih zemalja (slika 2.2.). Krajem lipnja BDP je ostvario godišnji rast od 3,6 %, koji je primarno potaknuo rast osobne potrošnje (za 4,1 %) i investicijskih aktivnosti (za 4,9 %), dok je doprinos neto izvoza ostao skroman, odražavajući slabije

¹ Hrvatski izvoz u SAD čini manje od 1 % BDP-a i uglavnom se odnosi na farmaceutske proizvode, električne strojeve i mehaničke

uređaje, dijelove audiovizualne opreme, oružje i streljivo te određene mineralne proizvode.

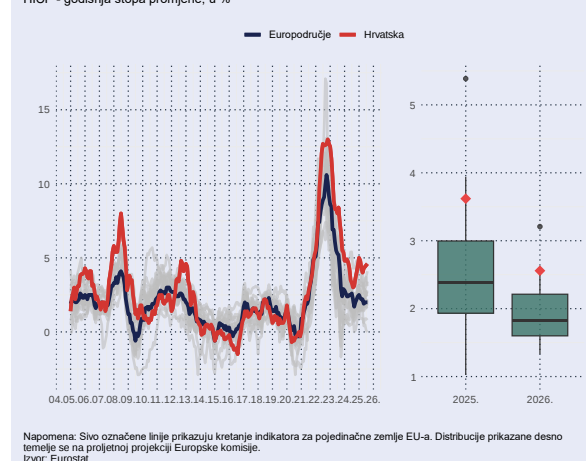
vanjskotrgovinske aktivnosti. Istodobno je gospodarski rast Europske unije bio upola sporiji te je u istom razdoblju iznosio 1,4 %. Iako su gospodarski pokazatelji povoljni već dvije godine, rast se u velikoj mjeri oslanja na domaću i inozemnu potrošnju kućanstva, koja je osjetljiva na inflacijske pritiske, te na investicije koje su dijelom financirane sredstvima iz europskih fondova, a čiji se priljev smanjuje. Takva struktura rasta mogla bi ograničiti njegovu održivost i povećati ranjivost domaćeg gospodarstva. Stoga glavni ciklički sistemski rizici proizlaze iz potencijalnog usporavanja ili privremenog zaustavljanja investicijskog ciklusa što bi u kombinaciji sa smanjenjem domaće potražnje povećalo ranjivost domaćeg gospodarstva. Dodatni pritisci proizlaze iz globalnih kretanja, posebice mogućeg prelijevanja geopolitičkih napetosti i nesigurnosti u međunarodnoj trgovini (više u **okviru 1. Geopolitički šokovi i otpornost hrvatskog financijskog sustava**).



Inflacija je u prvom dijelu godine ostala povišena te i dalje predstavlja jedan od ključnih rizika za domaće makroekonomsko okružje. Krajem rujna stopa inflacije iznosila je 4,6 %, što

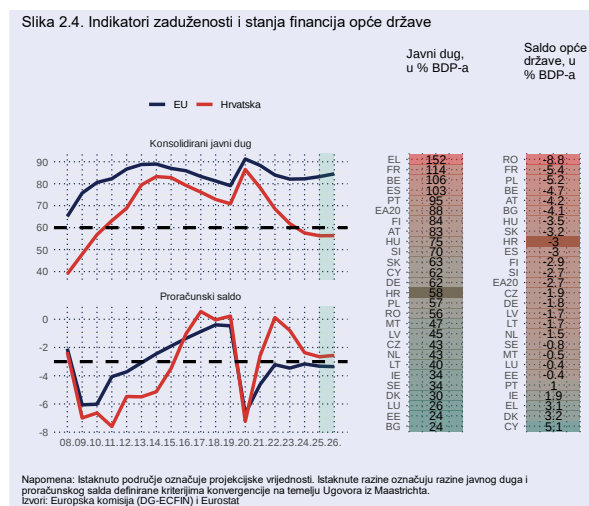
je za oko 2,5 p.b. više u nego u europodručju (slika 2.3.). Povišenu inflaciju u Hrvatskoj u najvećoj mjeri potiču ustrajni pritisci na cijene usluga i hrane, odražavajući snažnu domaću potražnju i „napregnute“ uvjete na tržištu rada. Prema projekcijama Europske komisije, inflacija bi na kraju 2025. mogla usporiti na 3,4 %, no globalne neizvjesnosti pojačavaju negativne rizike takve projekcije. Potencijalna daljnja eskalacija geopolitičkih napetosti i zaoštavanje trgovinskih odnosa mogli bi poremetiti opskrbu energentima i drugim sirovinama (više u **okviru 1. Geopolitički šokovi i otpornost hrvatskog financijskog sustava**), što bi ojačalo inflacijske pritiske. Domaći čimbenici poput nedostatka radne snage, snažnog rasta plaća i gospodarskog rasta potaknutog osobnom potrošnjom dodatno otežavaju smirivanje inflacije.

Slika 2.3. Inflacija u Hrvatskoj među najvišima u europodručju
HICP - godišnja stopa promjene, u %



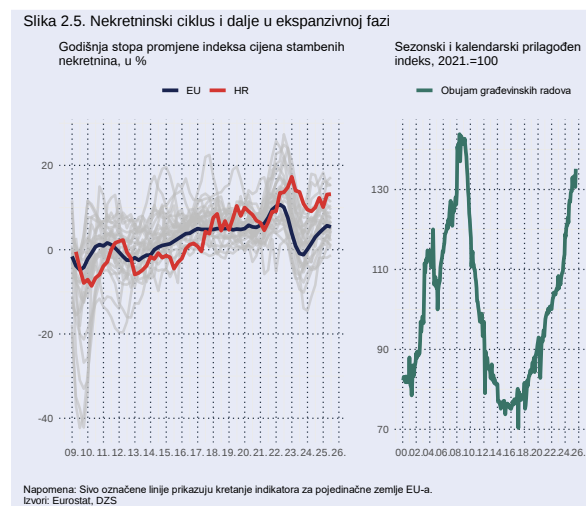
Unatoč uravnoteženoj fiskalnoj poziciji i ispunjavanju maastrichtskih kriterija, fiskalni pritisci u 2025. ostaju izraženi, prvenstveno zbog rastućih srednjoročnih zahtjeva na rashodovnoj strani proračuna. Javni dug je krajem lipnja 2025. iznosio 57,6 %, dok se deficit u istom razdoblju produbio na -3,0% (slika 2.4.). Relativno

povoljni pokazatelji zaduženosti u proteklom razdoblju² posljedica su snažnog nominalnog rasta BDP-a, pri čemu se Hrvatska nalazi ispod prosjeka zemalja europodručja (slika 2.4.), no globalne neizvjesnosti mogle bi utjecati na dinamiku javnih financija u narednom razdoblju. Projicirani obrambeni izdaci u 2025. dosegnut će približno 2 % BDP-a, s očekivanim porastom na 5 % BDP-a do 2035., kako je predviđeno na posljednjem sastanku NATO-a. Planirani rast rashoda, u kombinaciji s prihodima koji se dominantno oslanjaju na porez na potrošnju, čini proračun osjetljivim na izvanredne događaje i ograničava prostor za prilagodbu fiskalne politike. Očuvanje fiskalne stabilnosti, uz postojeću fiskalnu disciplinu, uvelike ovisi o otpornosti gospodarstva na makroekonomske poremećaje i očuvanje premije rizika na niskim razinama, što rizike u ovom segmentu zadržava na povišenoj razini.



Tržište nekretnina jedan je od važnih faktora makroekonomske stabilnosti, a njegova trenutačna dinamika povećava sistemske rizike

gospodarstva. Cijene nekretnina u drugom tromjesečju su porasle za 13,2 % na godišnjoj razini, čime je nastavljena višegodišnja ekspanzija (slika 2.5.). Snažan rast potvrđuju i podaci o obujmu građevinskih radova, koji su u prvom polugodištu ove godine zabilježili značajan rast³ od 7 % na godišnjoj razini. Budući da cijene nekretnina već dulje vrijeme rastu brže od makroekonomskih fundamenata, povećava se mogućnost njihova pada, osobito u uvjetima značajnog pogoršanja gospodarskih kretanja i strožih uvjeta kreditiranja. S ciljem adresiranja sistemskih rizika na ovom tržištu, početkom srpnja stupile su na snagu i **nove makrobonitetne mjere središnje banke**, kojima su se, između ostalog, postrožili uvjeti za odobravanje stambenih kredita. No s obzirom na veliki udio kupoprodaja koje se odvijaju bez bankovnog posredovanja⁴, učinci tih mjera na potražnju i rast cijena ostaju neizvjesni.



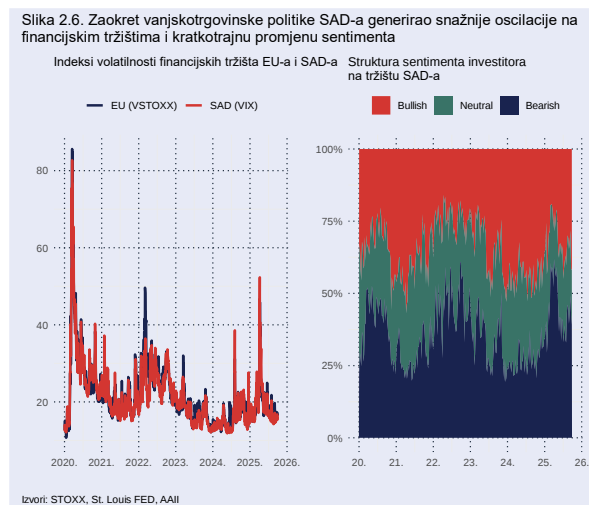
² Krajem lipnja javni dug je u apsolutnom iznosu bio za 3,7 % veći na godišnjoj razini.

³ Prema kalendarski prilagođenom indeksu.

⁴ Prema podacima HNB-a udio kreditno financiranih kupoprodaja putem stambenih kredita u razdoblju od 2021. do 2024. iznosio je u prosjeku oko 30 %.

2.2. Financijsko okružje

Geopolitičke napetosti i ekonomska neizvjesnost dominantno utječu na recentna kretanja na financijskim tržištima. Početkom travnja volatilnost je snažno porasla zbog protekcionističkih odluka SAD-a, dok je njihovo smirivanje potaknulo oporavak. Oporavak optimizma investitora smanjio je premiju rizika, ali i održao visoka vrednovanja dioničkih tržišta, što pak naglašava rizik od tržišnih korekcija. Rastuća koncentracija i snižena likvidnost trgovanja pojačavaju oscilacije na domaćem tržištu, što bi u scenariju snažnijeg vanjskog šoka moglo ugroziti recentna pozitivna kretanja na domaćem tržištu te se nepovoljno odraziti na profitabilnost institucionalnih investitora.



Prva polovica godine obilježena je kratkotrajnim, no snažnim volatilnostima na globalnim financijskim tržištima, koje je potaknula protekcionistička politika nove administracije SAD-a unoseći

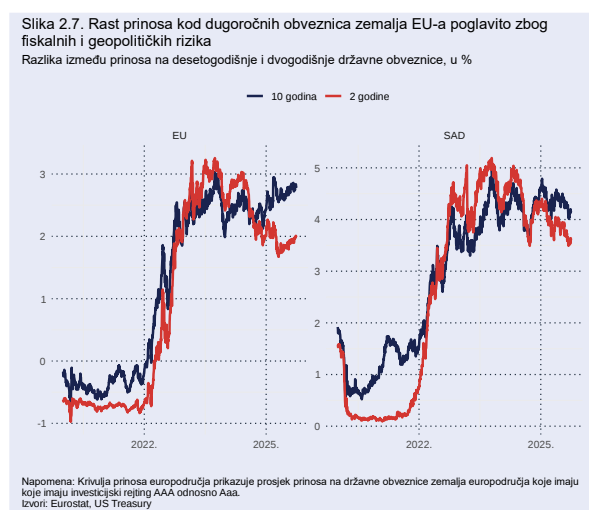
novu dozu neizvjesnosti u makroekonomsko okružje. Pozitivan sentiment s početka godine tako je ubrzo iščeznuo nakon najava o promjeni trgovinske politike SAD-a, a vrhunac napetosti zabilježen je 2. travnja objavom američke strategije „recipročnih carina“, usmjerenih prema državama koje imaju najveće trgovinske suficite s SAD-om. Povećane mogućnosti eskalacije trgovinskog rata i fragmentacije međunarodne razmjene podignule su kolebljivost financijskih tržišta na najvišu razinu od COVID-19 krize (slika 2.6.). Privremena suspenzija mjera i početak bilateralnih pregovora primirili su kretanja na financijskim tržištima, dok su naznake uspješnih pregovora⁵ potaknule oporavak tržišnih vrednovanja u ljetnim mjesecima.

Kretanja na obvezničkim tržištima tijekom godine dominantno su oblikovali geopolitički rizici i monetarna očekivanja.

Početni optimizam investitora smanjio je strahove od recesije početkom godine pa je krivulja prinosa u EU-u i SAD-u postala strmija (Slika 2.7.). Vrhunac volatilnosti na europskom tržištu zabilježen je u ožujku, kada su prinosi na dugoročne obveznice zabilježili skok od 51 b.b. dosegnuvši gotovo 3 %, potaknuti najavama većih fiskalnih izdataka za obranu i infrastrukturu, što je potaknulo zabrinutost oko održivosti javnog duga pojedinih članica EU-a i inflatornog utjecaja fiskalne ekspanzije. S druge strane Atlantika investitori su na vijesti o uvođenju carina u travnju reagirali prodajom američkih obveznica stvarajući

⁵ EU i SAD su krajem srpnja sklopili okvirni trgovinski sporazum kojim SAD uvodi carinu od 15 % na većinu robe iz EU-a.

pritisak na prinose pritom tražeći „sigurno utočište“ u europskim obveznicama. Unatoč dinamičnim kretanjima na međunarodnim tržištima, prinosi na obveznice RH ostali su relativno stabilni te su se zadržali na razini od 3,0 % na kraju kolovoza. Tako su prinosi na domaće obveznice u potpunosti konvergirali prema prosječnim prinosima zemalja europodručja tijekom prvih osam mjeseci 2025., što potvrđuje smanjenje razlike između hrvatskih i njemačkih prinosa za 60 baznih bodova od početka godine.



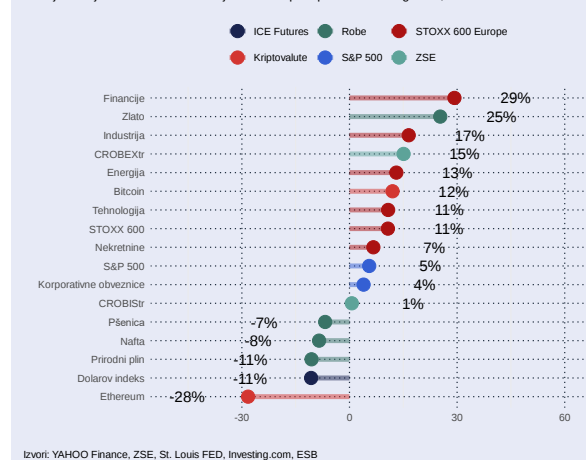
Uvjeti financiranja u sljedećim su se mjesecima ublažili, prvenstveno zbog očekivanog smanjenja kamatnih stopa od strane FED-a⁶, iako protekcionistička trgovinska politika SAD-a potencira osnaživanje inflacije što može dovesti do ponovnog rasta prinosa. Rastući politički rizici⁷ u pojedinim državama članicama EU-a dodatno zaoštravaju uvjete financiranja unutar EU-a u nadolazećem razdoblju.

⁶ FED je sredinom rujna smanjio referentne kamatne stope za 25 b.b., nakon čega se raspon nalazio između 4,00 % i 4,25 %.

⁷ Početkom rujna izglasano je nepovjerenje vladi premijera Francuske što je rezultiralo skokom prinosa na desetogodišnju obveznicu od 16 b.b.

Unatoč visokoj razini globalne neizvjesnosti, većina klasa financijske imovine bilježi snažan rast, implicirajući podcjenjivanje globalne premije rizika (slika 2.8.). Neizvjesnosti oko američke trgovinske politike i niže kamatne stope ESB-a potaknule su preusmjeravanje kapitalnih tokova prema europskom tržištu, pa je u prvoj polovici godine EU STOXX 600 ostvario bolju izvedbu (+ 11 %) u odnosu na S&P 500 (+ 5 %). Slabljenje dolara kao „sigurnog utočišta“ (pad dolarova indeksa⁸ od 11 %) osnažilo je potražnju za zlatom (+25 %). Među sektorima prednjače financijske institucije (+29 %) zahvaljujući stabilnim neto kamatnim maržama te industrija (+17 %) zbog rasta prihoda obrambenog sektora te očekivanih infrastrukturnih projekata u sektoru graditeljstva.

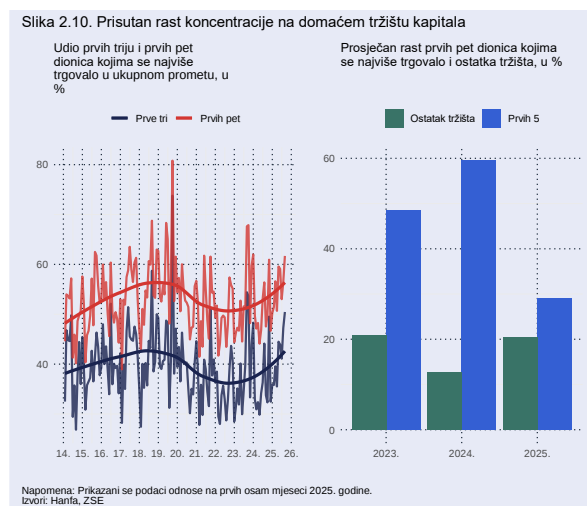
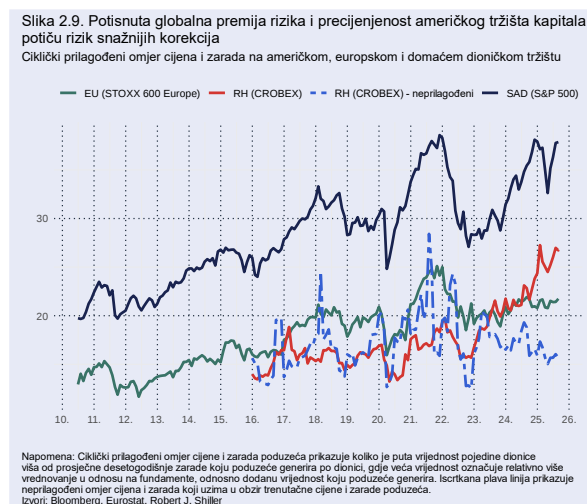
Slika 2.8. Unatoč rastućoj neizvjesnosti, većina klasa imovine bilježi porast
Promjena vrijednosti indeksa od kraja 2024. do prve polovice 2025. godine, u %



Uzlet vrednovanja održava precijenjenost globalnog dioničkog tržišta s obzirom na neizvjesnosti te zadržava rizik iznenadnih korekcija

⁸ Dolarov indeks nominalna je mjera vrijednosti dolara u odnosu na šest valuta najvažnijih trgovinskih partnera SAD-a, pri čemu je svakoj dan ponder ovisno o udjelu trgovine s SAD-om. Rast indeksa predstavlja aprecijaciju dolara, dok pad predstavlja deprecijaciju dolara u odnosu na košaricu valuta.

koje se mogu prenijeti na institucionalne investitore na visokoj razini. Rizik iznenadnih i snažnih cjenovnih korekcija posebno je izražen na američkom dioničkom tržištu, pogotovo ako se u obzir uzme visoka zastupljenost nekoliko tehnoloških kompanija u tržišnoj kapitalizaciji. Time idiosinkratski rizici u tehnološkom sektoru potenciraju volatilnosti na širem tržištu⁹, prelijevajući se i na ostale zemlje.



Unatoč rastu zarada sastavnica Crobexa od 6,6 % na polugodišnjoj razini, i domaće tržište pokazuje znakove precijenjenosti u odnosu na dugoročni

prosjeak zarada, ali i u usporedbi s dioničkim tržištem EU-a (slika 2.9). Navedeno je rezultat prelijevanja pozitivnih kretanja s međunarodnih tržišta te koncentracije na domaćoj burzi čime Crobex nastavlja bilježiti relativno visoke vrijednosti.

Domaće tržište kapitala nastavlja bilježiti snažne rezultate, no i dalje ga karakteriziraju visoka koncentriranost trgovanja i potisnuta likvidnost jer je fokus investitora zadržan na nekolicini najlikvidnijih izdanja. Unatoč kratkotrajnim oscilacijama u ožujku i travnju, glavni dionički indeks CROBEX u prvih osam mjeseci 2025. zabilježio je solidan rast od 16 % nastavljajući pozitivna kretanja iz prethodne dvije godine. Povećana aktivnost investitora očitovala se i u rastu ukupnog prometa, koji je u prvih osam mjeseci nadmašio cjelokupan promet iz 2024. te na godišnjoj razini porastao za 80 %.

Ipak, fokus investitora na svega par najlikvidnijih izdanja sužava prostor za širenje spomenutih pozitivnih kretanja i likvidnosti na cjelokupno tržište te podupire rast koncentracije trgovanja. Prve tri dionice čine polovinu, a prvih pet gotovo dvije trećine ukupne trgovine u 2025., što je iznad dugogodišnjih prosjeka (slika 2.10.). Navedeno se odražava i na cjenovnim kretanjima, pri čemu nekoliko dionica kojima se najviše trguje bilježi iznadprosječan cjenovni rast, dok ostatak tržišta također raste znatno sporijom dinamikom. Prosječna tržišna likvidnost pogoršana je od početka godine (Slika 2.11.), prvenstveno zbog slabljenja dimenzija otpornosti i

⁹ Osjetljivost tržišta na kretanja u tehnološkom sektoru najbolje reflektira dnevna korekcija S&P 500 indeksa od 1,5 % krajem siječnja

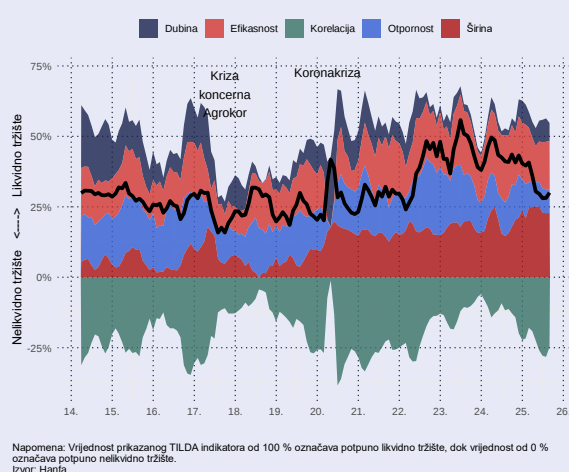
uzrokovana lansiranjem kineskog DeepSeek R1 jezičnog modela koji je troškovno efikasniji od američkih konkurenata.

efikasnosti. To implicira više transakcijske troškove i smanjenu sposobnost oporavka cijena nakon mogućeg inicijalnog cjenovnog šoka. Kombinacija tih čimbenika izlaže domaće tržište riziku nagle korekcije cijena, što se posredno može preliti na ostatak sektora

financijskih

usluga.

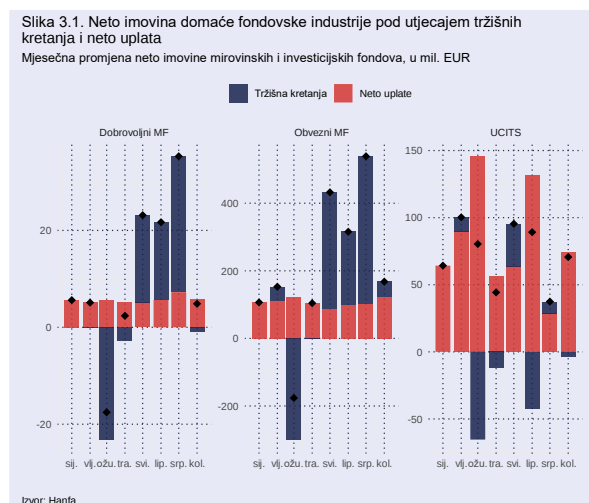
Slika 2.11. Izraženiji pad likvidnosti tijekom prve polovice godine



3. RIZICI SEKTORA FINACIJSKIH USLUGA

3.1. Kratkoročni rizici

Ciklički rizici u sektoru financijskih usluga smanjeni su u prvoj polovici 2025. godine. Povoljna tržišna kretanja potaknula su rast imovine, kao i očuvanje prinosa fondova i visoke profitabilnosti institucionalnih investitora. Unatoč povišenim makroekonomskim neizvjesnostima, nisu zabilježeni snažniji likvidnosni pritisci, a visoke razine likvidnosti ključan su oslonac stabilnosti sektora i u slučaju pojave novih sistemskih šokova.



Povoljna tržišna kretanja i priljev novih sredstava potaknuli su snažan rast imovine mirovinskih i investicijskih fondova u 2025. godini. Neto imovina mirovinskih fondova

dosegnula je na kraju kolovoza 26,9 mlrd. EUR, što je za 9,1 % više u odnosu na kraj prethodne godine¹⁰ (slika 3.1.). Na rast je, povrh pozitivnih tržišnih kretanja koja reflektiraju optimizam investitora, značajno utjecao priljev novih članova¹¹ uz posljedične veće neto uplate koje su krajem kolovoza dosegnule 838,0 mil. EUR kod obveznih mirovinskih fondova te 42,0 mil. EUR kod dobrovoljnih mirovinskih fondova.

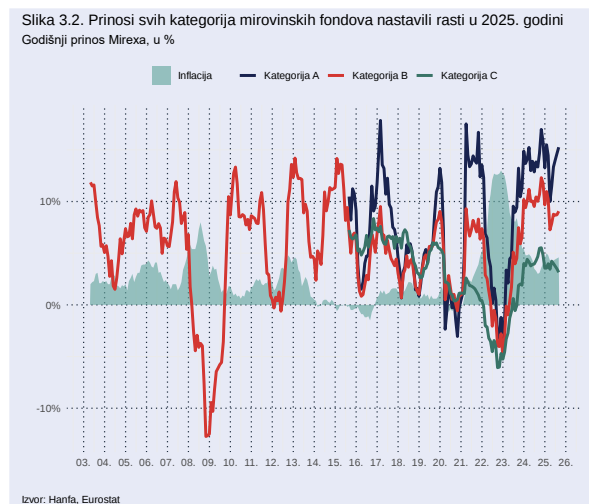
Snažan rast od 33,1 % na godišnjoj razini zabilježili su i investicijski UCITS fondovi, čija je neto imovina na kraju kolovoza iznosila 3,9 milijardi EUR. Ovaj rast u najvećoj mjeri rezultat snažnog priljeva sredstava u novčane fondove¹², koji su na kraju kolovoza upravljali imovinom od 1,3 mlrd. EUR, što čini trećinu ukupne imovine sektora. Time je došlo do znatnih promjena u strukturi ulaganja UCITS fondova, koji sve veći dio imovine¹³ plasiraju u depozite domaćih banaka (20,2 %) i instrumente tržišta novca (18,6 %), uz zadržanu dominaciju državnih obveznica (36,3 %). Struktura ulagatelja ostala je relativno nepromijenjena, pri čemu su mali ulagatelji blago povećali svoj udio na 79,5 %, dok su institucionalni investitori činili 14,2 %.

¹⁰ U predmetnom razdoblju imovina obveznih mirovinskih fondova povećala se za 9,2 %, na 25,3 mlrd. EUR, dok su dobrovoljni mirovinski fondovi dosegli iznos od 1,6 mlrd. EUR uz rast od 7,6 %.

¹¹ U prvih osam mjeseci 2025. broj korisnika obveznog mirovinskog osiguranja porastao je za 2,0 %, a dobrovoljnog mirovinskog osiguranja za 3,5 %.

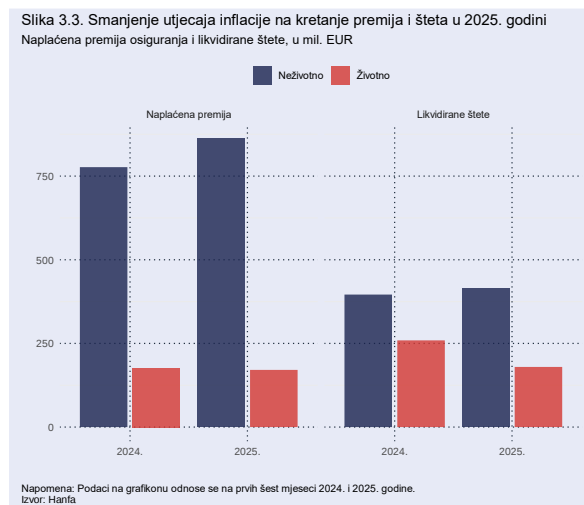
¹² Od ukupnih neto priljeva, koji su u prvih osam mjeseci iznosili 653,7 milijuna EUR, čak 90,2 % odnosilo se na novčane fondove.

¹³ Na kraju kolovoza 2025. ulaganja u instrumente tržišta novca povećana su za 70,9 %, a ulaganja u depozite za 53,6 % u odnosu na kraj 2024. godine.



Pozitivna tržišna kretanja, potaknuta povoljnim makroekonomskim pokazateljima, zadržala su prinose fondova na visokim razinama. Unatoč kratkotrajnim epizodama volatilnosti, tržišna kretanja u prvoj polovici 2025. bila su povoljna i omogućila ostvarivanje dobrih rezultata mirovinskih i investicijskih fondova. U prvih osam mjeseci 2025. obvezni mirovinski fondovi kategorije A ostvarili su nominalni prinos od 7,3 %, kategorije B 3,6 %, a kategorije C 1,2 % (slika 3.2.). Istodobno su dionički investicijski fondovi ostvarili prinos od 13,9 %, a slijedili su ih obveznički s 1,2 % i mješoviti fondovi s 1,1 %. Time su rizici profitabilnosti sektora financijskih usluga zadržani na niskim razinama nastavljajući vrlo dobre rezultate iz prethodne dvije godine. Iako su kretanja u dosadašnjem dijelu godine bila vrlo povoljna, trenutačno okruženje povišenih geopolitičkih i makroekonomskih neizvjesnosti (više u poglavlju **2.2. Financijsko okruženje**) naglašava kratkoročne sistemske rizike sektora, pri čemu nagle tržišne promjene mogu imati nepovoljan učinak na

poslovanje sektora i testirati održivost recentnih kretanja.



Efekti povišene inflacije i dalje su prisutni u poslovanju društava za osiguranje, ali uz jasne znakove slabljenja. Ukupna naplaćena premija na kraju lipnja iznosila je 1,0 mlrd. EUR (rast od 8,3 % na godišnjoj razini), pri čemu je segment neživotnog osiguranja rastao 10,9 %, dok je premija u segmentu životnog osiguranja smanjena za 3,2 %, unatoč porastu broja polica od 1,0 % (slika 3.3.). S obzirom na to da rast naplaćene premije u segmentu neživotnih osiguranja nadmašuje porast broja polica (u nekim vrstama osiguranja¹⁴ značajno), utjecaj inflacije i dalje je prisutan, iako slabiji nego u 2024. godini. Pad naplaćene premije životnih osiguranja proizlazi iz smanjene potražnje za proizvodima tradicionalnog životnog osiguranja (-11,4 %), koji gube atraktivnost u uvjetima viših kamatnih stopa i povećane konkurencije drugih oblika štednje.

Ukupne likvidirane štete smanjene su za 9,3 % na godišnjoj razini, prvenstveno zbog velikog pada u segmentu životnog

¹⁴ Rast naplaćene premije osiguranja cestovnih vozila na kraju lipnja 2025. iznosio je 14,8 % na godišnjoj razini (rast broja polica od 3,4 %), dok

je rast naplaćene premije ostalih osiguranja imovine iznosio 16,0 % uz rast broja polica od svega 4,5 %.

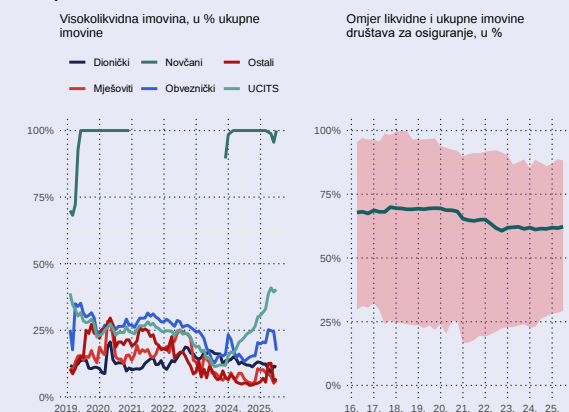
osiguranja (-30 %), dok je rast likvidiranih šteta u segmentu neživotnih osiguranja značajno usporen¹⁵. Odlični neto rezultati iz ugovora o osiguranju (rast od 20,5 %) i povoljni prinosi od ulaganja povisili su profitabilnost segmenta neživotnog osiguranja na visokih 6,3 %, dok je profitabilnost životnih osiguranja smanjena na 0,9 %, prvenstveno zbog pada rezultata ulaganja od 32,9 % na godišnjoj razini.

Broj i vrijednost novozaključenih ugovora o leasingu nastavili su rasti, ali sporije nego u 2024. godini. Vrijednost novih ugovora o financijskom leasingu porasla je za 6,4 %, dok je kod operativnog leasinga zabilježen pad od 7,7 % na godišnjoj razini¹⁶. Ugovori o financijskom leasingu na kraju lipnja 2025. činili su 86,9 % vrijednosti svih aktivnih ugovora, koja je na godišnjoj razini porasla za 14,3 %. Na kraju lipnja profitabilnost leasing društava blago je smanjena, ponajprije zbog porasta zaduživanja, odnosno rasta kratkoročnih obveza za kredite i zajmove, koje su u odnosu na prethodni kvartal porasle za 23,6 %.

Likvidnost sektora financijskih usluga poboljšana je tijekom prvog dijela ove godine. Snažan rast novčanih fondova povećao je likvidnost UCITS fondova. Njihova struktura ulaganja u isključivo visokolikvidne instrumente povećala je udio likvidne imovine na 40,3 % ukupne imovine sektora, što je za 18,0 p. b. više nego godinu ranije (slika 3.4.). Održavanje dostatne razine

likvidnosti ključni je preduvjet otpornosti sustava s obzirom na dominantni udio malih ulagatelja, koji mogu biti skloni brzim i snažnim reakcijama na negativna tržišna kretanja.

Slika 3.4. Zalihe likvidnosti domaćih UCITS fondova i društava za osiguranje na visokoj razini



U sektoru osiguranja, rast kamatnih stopa na financijsku imovinu rezultirao je najvišom razinom likvidnosti u posljednje dvije godine (62,3 % na kraju lipnja). Rast kamatnih stopa i prinosa na financijskim tržištima potaknuo je društva koja su značajniji dio svoje imovine ulagala u manje likvidne oblike imovine, poput nekretnina ili zajmova, na realokaciju njezina dijela prema likvidnijim oblicima. I dok povećane zalihe likvidnosti zadržavaju rizik likvidnosti na niskim razinama, i dalje prisutni inflacijski pritisci u vidu povećanih izdataka za isplatu šteta, znakovi precijenjenosti vrednovanja nekretninskih ulaganja te rastući geopolitički rizici mogu dovesti do naglih korekcija cijena imovine. Stoga je iznimno važno odgovorno upravljanje rizikom likvidnosti kako bi se izbjegli

¹⁵ Iako su likvidirane štete u segmentu neživotnih osiguranja na kraju lipnja na godišnjoj razini porasle za 4,6 %, to je značajno manje od rasta u istom razdoblju prethodne godine, koji je iznosio 22,8 %.

¹⁶ Broj novih ugovora porastao je za 5,4 % u segmentu financijskog leasinga, a u segmentu operativnog leasinga smanjen je za 1,1 %.

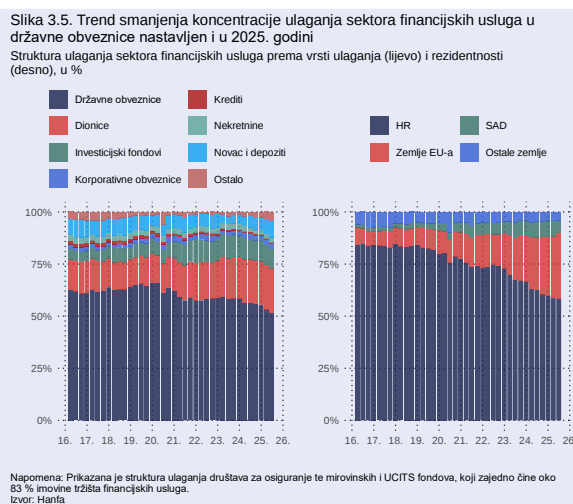
neželjeni oblici (prisilne) prodaje imovine i negativni učinci na profitabilnost i kapitaliziranost društava.

3.2. Dugoročni rizici

Visoka vrednovanja i niska premija za rizik u kombinaciji s povišenim geopolitičkim i makroekonomskim neizvjesnostima održavaju povišenu razinu dugoročnih sistemskih rizika sektora u prvoj polovici 2025., čineći ga osjetljivim na tržišne i kamatne šokove. Kapitaliziranost društava za osiguranje i leasing društava ostaje stabilna, osiguravajući otpornost sektora. Izloženost sektora klimatskim rizicima i dalje je na umjerenim razinama, no globalni trendovi i regulatorna očekivanja ukazuju na njihovo postupno jačanje i sve veći značaj u procjeni sistemskih ranjivosti.

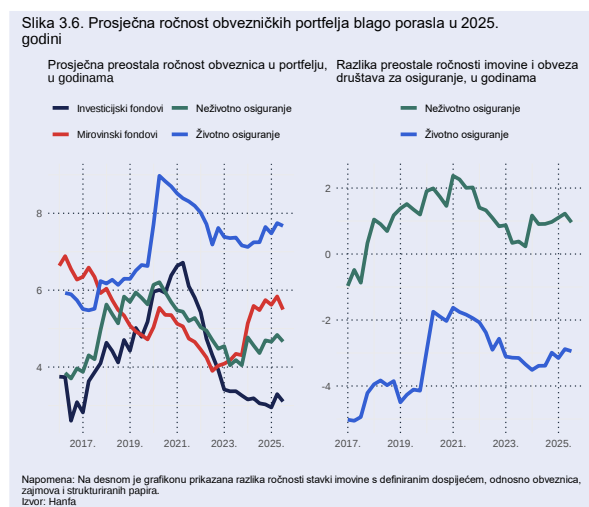
Proces smanjenja koncentracije ulaganja sektora financijskih usluga nastavio se i u 2025. godini (slika 3.5.). Na kraju drugog tromjesečja 2025. ukupna izloženost sektora državnim obveznicama smanjila se za 3,9 p.b. u odnosu na kraj 2024. (na 51,4 %), što je u najvećoj mjeri posljedica pada udjela domaćih državnih obveznica (–3,7 p.b.), ali i američkih državnih obveznica (–1,4 p.b.). Istodobno je nastavljen rast izloženosti prema zemljama EU-a, i to podjednako kroz povećanje udjela državnih obveznica (+1,2 p.b.) i dioničkih ulaganja (+1,1 p.b.). Iako diversifikacija podupire profitabilnost i otpornost sektora, veća geografska raspršenost ulaganja povećava izloženost tržišnim rizicima iz međunarodnog okružja, dok veća izloženost profitabilnijim, ali i rizičnijim klasama imovine povećava

osjetljivost sektora na nagle korekcije cijena. Visoku međunarodnu međupovezanost tržišta potvrdile su kratkotrajne oscilacije na američkom i europskom tržištu u travnju 2025., što je ukazalo na ranjivost sektora na negativne informacije. Nastavak geopolitičkih napetosti, visoke razine vrednovanja imovine i niska premija za rizik (više u poglavlju **2.2. Financijsko okružje**) dodatno povećavaju vjerojatnost materijalizacije tržišnih rizika kroz nagle korekcije cijena u slučaju usporavanja gospodarstva ili drugih sistemskih šokova.



Visoka zastupljenost obveznica u portfeljima institucionalnih investitora i povišena volatilnost obvezničkih tržišta naglašavaju važnost kamatnog rizika kao jednog od ključnih izazova za sektor financijskih usluga. Oscilacije na europskim obvezničkim tržištima zabilježene u ožujku ove godine naglasile su neizvjesnost u pogledu smjera monetarne politike i fiskalne održivosti pojedinih europskih zemalja. Domaći su se institucionalni investitori u uvjetima očekivanog popuštanja monetarne politike usmjerili prema ulaganjima s duljim dospijećima kako bi iskoristili

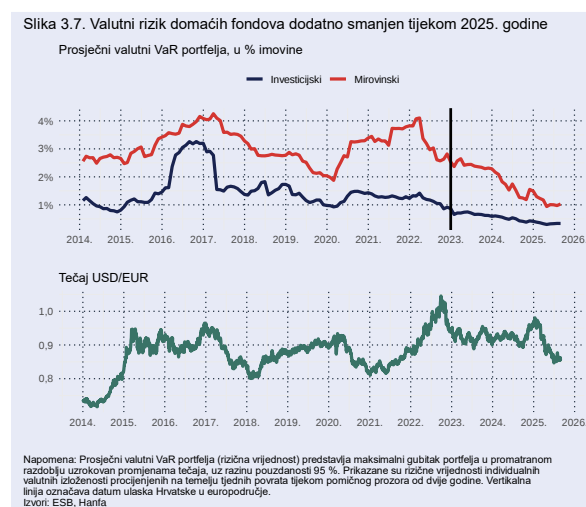
povoljnije prinose na duljem dijelu krivulje, što je rezultiralo blagim povećanjem prosječne ročnosti obvezničkih ulaganja u 2025. (slika 3.6.) te povećalo ranjivost sektora na buduće promjene prinosa. Očekivanja investitora povezana s monetarnom politikom usmjerena su na dodatno snižavanje kamatnih stopa, osobito u slučaju izraženijeg usporavanja gospodarstva. Istodobno, fiskalna ekspanzija u području obrambenih i infrastrukturnih projekata te trgovinske napetosti djeluju u suprotnom smjeru, potičući pritisak na rast premije za rizik, a time i rast prinosa državnih obveznica, što bi kratkoročno opteretilo profitabilnost sektora financijskih usluga kroz pad vrijednosti postojećih ulaganja.



Kod društava za osiguranje, osobito onih koja se bave životnim osiguranjima, ostaje izražen problem ročne neusklađenosti između imovine i obveza (slika 3.6.). U uvjetima potencijalnih oscilacija kamatnih stopa vrijednost njihovih obveza može značajno varirati u odnosu na vrijednost imovine te potencijalno rezultirati smanjenjem

vlastitih sredstava i pritiscima na kapitalnu poziciju.

Izloženost institucionalnih investitora kreditnom riziku ostala je stabilna u prvoj polovici 2025. godine. Povoljna gospodarska kretanja (više u poglavlju **2.1. Makroekonomsko okruženje**), dobri rezultati poslovanja nefinancijskih poduzeća te zadržavanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske na A- razini sa stabilnim izgledima pridonijeli su otpornosti domaćeg obvezničkog i dioničkog tržišta na promjene globalne premije za rizik. Leasing društva zadržala su vrlo nisku izloženost kreditnom riziku, s udjelom neprihodonosnih potraživanja od 1,3 %, uz relativno visoku pokrivenost neprihodonosnih plasmana od 62,7 % na kraju lipnja 2025. godine.



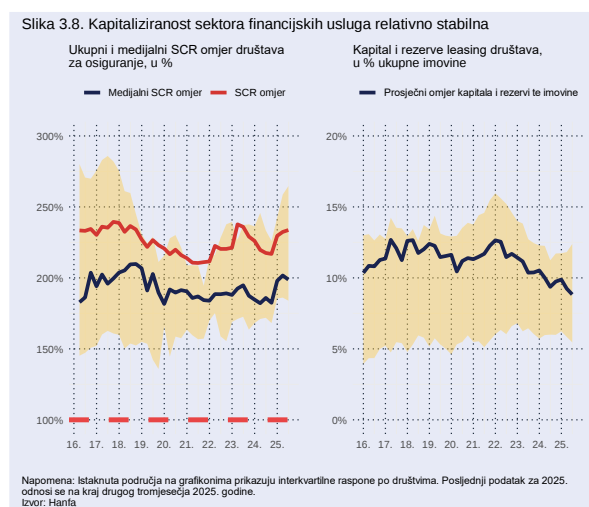
S obzirom na dominantnu orijentaciju portfelja prema izdavateljima iz zemalja EU-a izloženost sektora valutnom riziku ostala je niska. Udio ulaganja denominiranih u USD smanjio se na 8,6 % ukupnih ulaganja na kraju lipnja 2025., što je za 2,2 p.b. manje u odnosu na kraj 2024. godine¹⁷. Umjerene oscilacije tečaja eura prema dolaru nisu

¹⁷ Uzeta su u obzir ulaganja društava za osiguranje te mirovinskih i UCITS fondova, koji

zajedno čine oko 83 % imovine tržišta financijskih usluga.

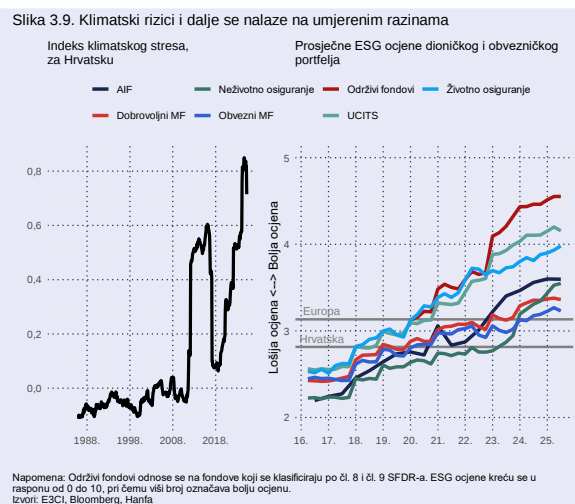
značajnije povećale volatilnost portfelja (slika 3.7.), no daljnji razvoj monetarne politike SAD-a i fiskalne odluke nove administracije mogli bi predstavljati izvor budućih pritisaka.

Kapitaliziranost sektora financijskih usluga zadržana je na relativno visokim razinama (slika 3.8). Kapitalni amortizeri društava za osiguranje i dalje su znatno iznad regulatornog minimuma, pri čemu je agregatni SCR omjer na kraju lipnja 2025. iznosio 233,7 % (za 4,1 p.b. više u odnosu na kraj 2024.)¹⁸. Pozicije društava iz donjeg dijela distribucije stabilne su, dok su pozicije društava iz gornjeg dijela distribucije dodatno ojačale, čime je povećana otpornost osigurateljnog sektora u proteklom razdoblju.



Istodobno je kapitaliziranost leasing društava smanjena, uz agregatni udjel kapitala i rezervi u ukupnoj imovini od 8,8 % na kraju drugog tromjesečja 2025. (za 1,0 p.b. manje u odnosu na kraj 2024.). To je posljedica povećanog obujma poslovanja i značajnog povećanja imovine od 11,9 %.

¹⁸ Medijalni SCR omjer iznosio je 198,8 % (za 0,9 p.b. više u odnosu na kraj 2024.).



Izloženost sektora klimatskim rizicima umjerena je, pri čemu fizički rizici kratkoročno predstavljaju veću prijetnju. Klimatski stres za Hrvatsku u prva je četiri mjeseca 2025. blago smanjen u odnosu na isto razdoblje u 2024., ponajprije zbog povoljnijih vremenskih uvjeta i smanjenog intenziteta toplinskih valova. Riječ je ipak o privremenim oscilacijama, dok dugoročni trendovi ukazuju na kontinuirani rast klimatskog stresa. Fizički rizici i dalje se nalaze na povišenim razinama iznad prosjeka EU-a, što se može nepovoljno odraziti na makroekonomska kretanja kroz utjecaj na turističku sezonu, ali i rastuće troškove šteta od elementarnih nepogoda. Materijalizacija fizičkog rizika u kombinaciji s niskim razinama osigurateljne zaštite od elementarnih šteta izlažu sektor kućanstva potencijalnim značajnim izdacima. Mogući transfer troškova sanacije šteta elementarnih nepogoda s privatnog na javni sektor može rezultirati povećanjem javnog duga i narušavanjem fiskalne pozicije. Izloženost tranzicijskim rizicima ostala je relativno nepromijenjena. ESG

ocjene domaćih institucionalnih ulaganja prema više društveno
investitora nastavile su se blago odgovornim izdavateljima.¹⁹
poboljšavati kao rezultat alokacije

¹⁹ Više o utjecaju klimatskih rizika na domaći sektor finansijskih usluga i metodološkom okviru njihova mjerenja možete pronaći u okviru 1.

Matrica rizika: praćenje klimatskih rizika u Financijskoj stabilnosti broj 4.

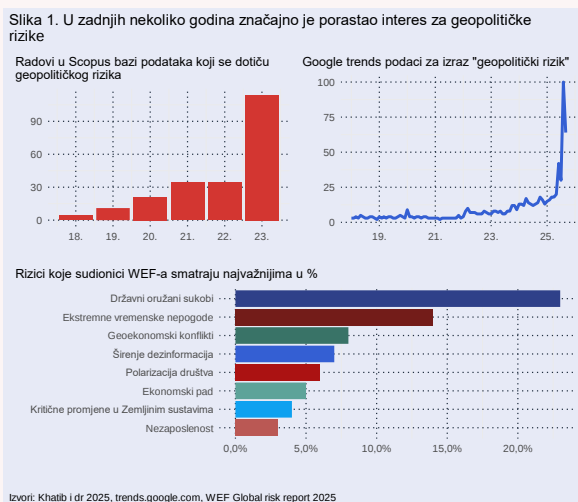
OKVIR 1. GEOPOLITIČKI ŠOKOVI I OTPORNOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA

Geopolitički rizici poput trgovinskih ratova, oružanih sukoba i kibernetičkih napada postaju jedan od ključnih izazova za očuvanje financijske stabilnosti. Njihovi učinci mogu dovesti do fragmentacije globalne trgovine i destabilizacije financijskih tržišta, povećavajući neizvjesnost i sistemske ranjivosti. Recentni geopolitički šokovi odrazili su se i na domaća tržišna kretanja, no u relativno ograničenom i kratkotrajnom opsegu. Ipak, intenziviranje geopolitičkih rizika nakon početka rata u Ukrajini naglašava važnost pravovremenog prepoznavanja i praćenja transmisivnih kanala kroz koje se oni mogu prenijeti na likvidnost i cijene imovine. Sustavno praćenje geopolitičkih rizika stoga je važno za pravovremeno makrobonitetno djelovanje usmjereno na jačanje otpornosti financijskog sustava.

Uvod

Rastuće geopolitičke napetosti stvaraju okružje pojačane neizvjesnosti, koje negativno utječe na gospodarska i financijska kretanja. Produljeno razdoblje političkih i trgovinskih previranja sve više ugrožava gospodarske izgleda, dok geopolitička fragmentacija povećava tržišnu volatilnost i premiju za rizik. Zbog sve izraženijeg i učestalijeg utjecaja na ekonomske i financijske sustave geopolitički rizici u 2025. ističu se kao jedan od važnijih izvora kratkoročnih sistemskih ranjivosti, što potvrđuje i rast

općeg interesa javnosti te broja istraživanja posvećenih negativnim implikacijama geopolitičkog rizika (slika 1.).



Empirijska istraživanja dosljedno sugeriraju da geopolitički rizici negativno utječu na ekonomske i financijske tokove. Caldara i Iacoviello (2022.) pokazuju da geopolitički šokovi smanjuju privatne investicije i ekonomske aktivnosti po stanovniku te negativno utječu na cijene dionica u razvijenim zemljama. Istodobno su efekti kod cijena sirovina i prinosa na obveznice mješoviti, pri čemu se kratkoročno bilježi povećana volatilnost, dok dugoročno dolazi do stabilizacije. Slične nalaze potvrđuju analize MMF-a (2024.), koje ističu da značajni geopolitički događaji poput rata u Ukrajini ili trgovinskog rata između SAD-a i Kine mogu izazvati snažan pad dioničkih tržišta, dok je učinak na obveznice izraženiji u zemljama u razvoju i u visokozaduženim zemljama. Huu i Orsal (2023.), Yilmazkuday (2024.) i Agoraki (2022.) potvrđuju da geopolitički rizici imaju snažniji negativni utjecaj na dionice

u razvijenim zemljama, dok Smiles (2021.) upozorava na to da efekt nije uvijek statistički značajan kad se uračuna prirodna tržišna volatilnost.

Negativni učinci geopolitičkih rizika odražavaju se i na poslovanje investicijskih fondova. MMF (2024.) upozorava na povećanu izloženost dioničkih fondova zemljama pogođenima geopolitičkim rizicima, dok su obveznički fondovi otporniji, pri čemu fondovi koji ulažu u državne obveznice čak bilježe neto priljeve sredstava. Slične nalaze potvrđuje analiza Češke središnje banke (2024.), koja pokazuje da su priljevi fondova negativno korelirani s financijskom i političkom nesigurnošću, pri čemu su najosjetljiviji hedge fondovi, ali i obveznički fondovi. ESB (2024.) pokazuje da porast geopolitičkog rizika uzrokuje odljeve u gotovo svim kategorijama dioničkih fondova, dok obveznički fondovi, osobito oni s državnim obveznicama, bilježe neto priljeve.

Utjecaj geopolitičkog rizika na financijsku stabilnost

Pojam **geopolitičkih rizika** obuhvaća prijetnje koje proizlaze iz promjena u međunarodnim političkim odnosima koje mogu dovesti do usporavanja gospodarstva i povećanja tržišne nestabilnosti. Na važnost njihova sustavnog praćenja ukazuje i [Izvešće o globalnim rizicima za 2025. godinu](#) Svjetskog ekonomskog foruma (slika 1.), u kojem su svjetski lideri među najrelevantnije globalne rizike uvrstili upravo oružane i ekonomske sukobe. Tu važnost prepoznaju i investitori te

nositelji ekonomskih politika poput središnjih banaka²⁰ i financijskih regulatora, koji u svoje analize i odluke sve više uključuju procjenu utjecaja geopolitičkih rizika na poslovanje financijskog sektora.

Geopolitički rizici mogu ugroziti stabilnost financijskog sustava putem dva međusobno povezana kanala prijenosa (slika 2.).

Ekonomski kanal očituje se u usporavanju gospodarskog rasta, povećanju inflatornih pritisaka, smanjenju međunarodne trgovine i interesa za izravnim stranim ulaganjima te promjeni u obrascima potrošnje i štednje stanovništva. Trgovinska ograničenja i sankcije pritom mogu poremetiti funkcioniranje lanaca opskrbe, narušiti profitabilnost poduzeća i pogoršati izgledе gospodarskog rasta, čime raste mogućnost materijalizacije kreditnog rizika.

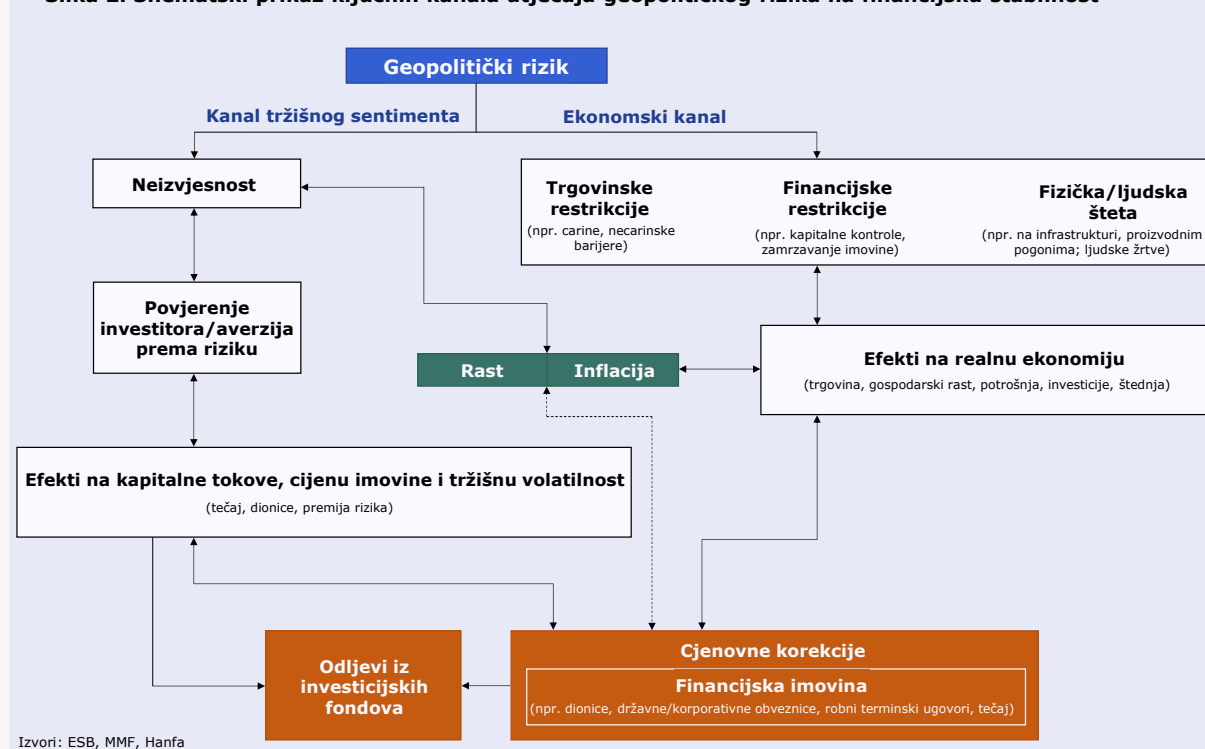
Kanal tržišnog sentimenta odražava se kroz povećanu volatilnost na financijskim tržištima. U uvjetima povišenih geopolitičkih napetosti smanjenje povjerenja i odlazak investitora u sigurniju financijsku imovinu može uzrokovati poremećaje u globalnim kapitalnim tokovima, potaknuti fluktuacije tečajeva te povišiti premiju rizika na tržištu obveznica. Neizvjesnost u pogledu mogućih cjenovnih korekcija izlaže financijski sustav povećanom tržišnom riziku, dok povlačenje sredstava iz fondova i sektora koji su podložniji geopolitičkim rizicima povećava rizik likvidnosti. Ukupan intenzitet utjecaja geopolitičkih rizika na financijsku

²⁰ Više informacija na stranicama [HNB-a](#) i [ESB-a](#).

stabilnost također ovisi i o međupovezanosti tih dvaju kanala utjecaja i potencijalnim sekundarnim efektima koji mogu dodatno pospješiti inicijalne šokove. S obzirom na nepredvidivost i brzinu propagacije geopolitičkih šokova, razina otpornosti

financijskog sustava, uključujući raspoložive kapitalne i likvidnosne amortizere, ključna je za ublažavanje njihovih negativnih učinaka i očuvanje stabilnosti u uvjetima povećane neizvjesnosti.

Slika 2. Shematski prikaz ključnih kanala utjecaja geopolitičkog rizika na financijsku stabilnost



Kako se mjeri geopolitički rizik?

Za razliku od tradicionalnih rizika, geopolitičke je rizike relativno zahtjevno kvantificirati zbog njihove nepredvidivosti i nedostatka standardiziranih indikatora. Jedna od najčešće korištenih mjera geopolitičkog rizika jest indeks geopolitičkog rizika (engl. *Geopolitical Risk Index* - GPR), koji su razvili Caldara i Iacoviello (2022.)²¹, a koji se temelji na analizi učestalosti novinskih članaka o geopolitičkim događajima²². Pritom

indeks obuhvaća dvije komponente: indeks geopolitičkih događaja (GPA) i indeks prijetnji (GPT), čija kombinacija omogućuje sveobuhvatniji prikaz razine geopolitičkih napetosti. Najveći skok rizika zabilježen je tijekom terorističkih napada 11. rujna 2001., dok su nešto manji skokovi zabilježeni tijekom invazije SAD-a i saveznika na Afganistan i Irak (Drugi zaljevski rat) te eskalacije rata u Ukrajini početkom 2022. godine. Indeks je od 2022. zadržan na povišenim

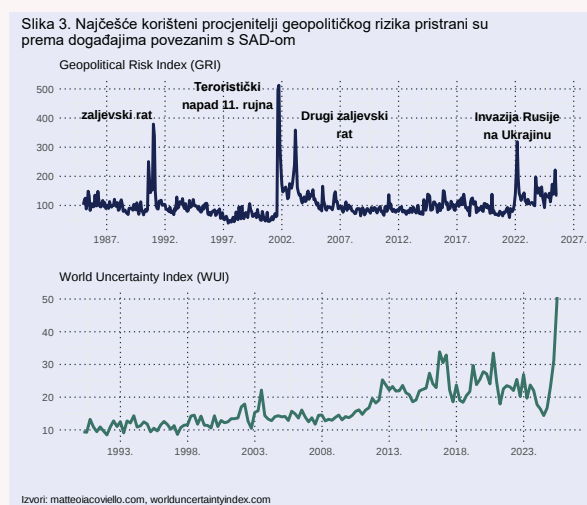
²¹ Caldara, Dario i Iacoviello, Matteo (2022.): **Measuring Geopolitical Risk**, American Economic Review, April, 112(4), str. 1194 – 1225

²² Više vrijednosti GPR indeksa pritom odražavaju pojačanu prisutnost geopolitičkih

događaja ili veću vjerojatnost njihova nastanka. Vrijednost indeksa iznad (ispod) 100 označava vrijednosti veće (manje) od dugoročnog prosjeka.

razinama, primjerice zbog novih ratnih sukoba na bliskom istoku, a od početka 2025. bilježi blag trend rasta slijedom zaoštavanja trgovinske politike nove američke administracije (slika 3.).

Iako GPR pruža dugoročnu i informativnu kvantifikaciju geopolitičkih rizika, on je ograničen na medijsku pristranost izvora koji su najvećim dijelom bazirani u SAD-u, što ne odražava nužno europsku perspektivu. Za sveobuhvatnu procjenu geopolitičkih rizika stoga se često koriste i dodatni indikatori poput **indeksa ekonomske neizvjesnosti** (engl. *Economic Policy Uncertainty Index* – EPU) te **globalnog indeksa naoružavanja** (engl. *Global Militarization Index* – GMI) i **globalnog indeksa rizika od sukoba** (engl. *Global Conflict Risk Index* – GCRI).



²³ Analiza je provedena korištenjem standardnog VAR modela s dva ili tri vremenska pomaka (*laga*), ovisno o kriteriju odabira Akaike Information Criterion (AIC). Prije procjene modela provedeni su svi relevantni dijagnostički testovi, uključujući testove stacionarnosti varijabli, stabilnosti modela, serijske autokorelacije i heteroskedastičnosti reziduala. Posebna je pažnja posvećena problemu multikolinearnosti, pri čemu su visokokorelirane varijable uključene u zasebnim modelskim specifikacijama. Procjene su provedene na razdoblju od siječnja 2010. do lipnja 2025.

Učinci geopolitičkih šokova na hrvatsko gospodarstvo

Iako Hrvatska u posljednjih 20 godina nije bila izravno uključena u značajnije geopolitičke sukobe ili napetosti, njezino gospodarstvo i financijski sustav djeluju u visokointegriranom europskom i globalnom okružju. U takvim uvjetima šokovi uzrokovani rastom geopolitičkih rizika mogu se posredno, kroz trgovinske i financijske kanale, prenijeti na domaći sektor financijskih usluga. S obzirom na snažnu povezanost Hrvatske s gospodarskim ciklusima europodručja promjene u globalnom riziku mogu se odraziti na domaću gospodarsku aktivnost, inflacijske pritiske, kamatne stope i kretanja na financijskim tržištima.

Empirijska procjena tih učinaka stoga je važna za razumijevanje potencijalne izloženosti domaćeg gospodarstva vanjskim šokovima i za procjenu otpornosti financijskog sustava na taj sve prisutniji izvor sistemskog rizika. U tu je svrhu provedena VAR analiza²³ kojom se kvantificira odnos između geopolitičkih rizika i ključnih makroekonomskih i financijskih varijabli u Hrvatskoj. Također su prikazane funkcije impulsnog odziva²⁴ makroekonomskih i financijskih indikatora na šok od jedne standardne devijacije u indikatoru geopolitičkih najava (Acts), čime se procjenjuje

godine. Za analizu učinaka na makroekonomske varijable korišteni su mjesečni podaci, dok su za procjenu učinaka na financijske varijable korišteni tjedni podaci, u skladu s dostupnošću i dinamikom promatranih indikatora. Izvori podataka uključuju Hanfu, Eurostat, Zagrebačku burzu (ZSE), St. Louis FED te Caldaru i Iacoviella (2022.).

²⁴ Intervali značajnosti procijenjeni su korištenjem *bootstrapping* metode s 1000 ponavljanja, čime se osigurava robusnost dobivenih procjena.

kratkoročna reakcija ključnih varijabli na promjene u razini geopolitičkih napetosti. Analiza omogućuje procjenu intenziteta i vremenske dinamike učinaka geopolitičkih šokova te identificira kanale kroz koje se oni prenose na realni i financijski sektor.

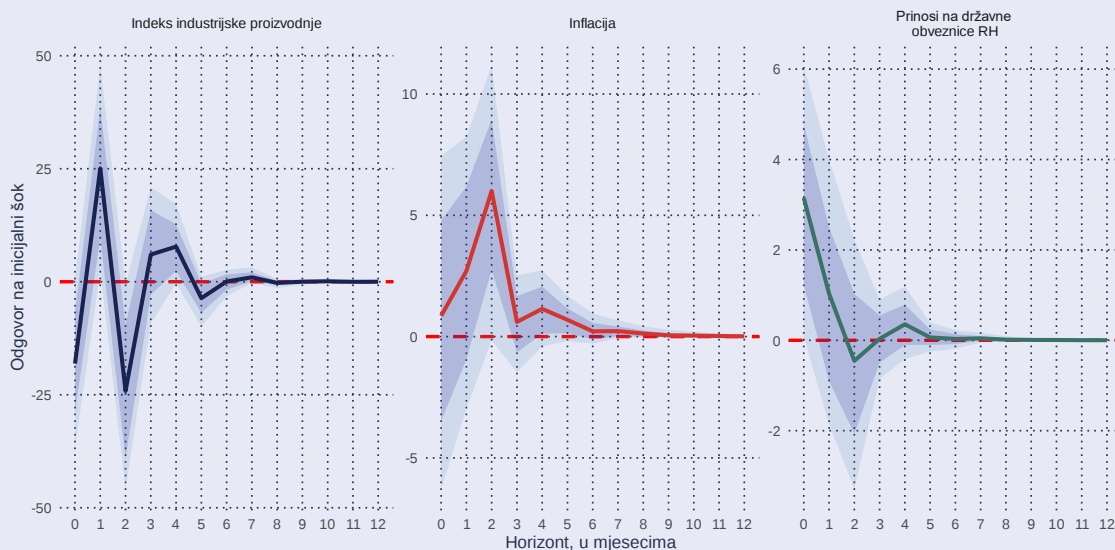
Procijenjeni rezultati ukazuju na to da domaće gospodarstvo pokazuje kratkoročnu osjetljivost na geopolitičke šokove, pri čemu su procijenjeni učinci u skladu s nalazima prethodnih empirijskih istraživanja. Reakcija inflacije na porast geopolitičkih napetosti pokazuje se pozitivnom i statistički značajnom, s odgodom od približno dva mjeseca nakon šoka. To sugerira da geopolitička neizvjesnost kratkoročno djeluje proinflacijski, ponajprije putem viših cijena energije i sirovina te povećanih troškova nabave i transporta. Prinosi na državne obveznice rastu za 3,6 baznih bodova već u mjesecu nastanka šoka, što potvrđuje pretpostavku da investitori brzo revidiraju očekivanja o budućim rizicima i zahtijevaju višu premiju rizika u uvjetima

povećane geopolitičke neizvjesnosti. S druge strane, utjecaj na realnu gospodarsku aktivnost, aproksimiranu indeksom industrijske proizvodnje, nije jednoznačan ni statistički značajan. Takav rezultat upućuje na kompleksnost odnosa između geopolitičkih rizika i realnog sektora, pri čemu učinci mogu biti posredovani trgovinskim i investicijskim kanalima te ublaženi fiskalnim i monetarnim politikama.

Ovi rezultati impliciraju da bi povećanje geopolitičke napetosti moglo privremeno povećati inflatorne pritiske i troškove financiranja, što posljedično može otežati uvjete refinanciranja za državu i poduzeća. Premda kratkoročni učinci na realnu aktivnost nisu izraženi, trajnije zadržavanje povišene razine geopolitičkog rizika moglo bi se reflektirati kroz postupno pogoršanje uvjeta financiranja i smanjenje investicijske aktivnosti, čime bi se povećala ranjivost financijskog sustava na vanjske šokove.

Slika 4. Geopolitički šok nepovoljno djeluje na makroekonomske pokazatelje

Funkcije impulsnog odziva na šok od jedne standardne devijacije indeksa geopolitičkih prijetnji, u baznim bodovima i u vrijednosti indeksa



Napomena: Procjene se temelje na standardnom VAR modelu s mjesečnim podacima za razdoblje od veljače 2006. do srpnja 2025. godine. U modelu su korištena dva laga, a utjecaji su izolirani primjenom Cholesky dekompozicije. Prikazani su 68 %-tni i 90 %-tni intervali pouzdanosti procijenjeni na temelju bootstrap postupka na 1000 iteracija. Izvori: Eurostat, Caldara i Iacoviello (2022)

Procijenjeni rezultati učinaka geopolitičkih šokova na financijske pokazatelje sektora financijskih usluga ukazuju na jasnu osjetljivost tržišta kapitala na porast geopolitičke neizvjesnosti. Reakcija dioničkog tržišta na pojavu šoka negativna je i statistički značajna – vrijednost indeksa CROBEX smanjuje se za oko 0,1 postotni bod u tjednu kada je šok nastao, što je u skladu s pretpostavkom da geopolitički događaji povećavaju percepciju rizika te potiču investitore na povlačenje iz rizičnijih klasa imovine. Istodobno je zabilježen blago negativan učinak i na europsko obvezničko tržište, što upućuje na privremeni porast averzije prema riziku i preusmjeravanje ulaganja u sigurniju imovinu poput državnih obveznica visoke kvalitete i novčanih instrumenata.

Ponašanje investitora u domaćem sektoru investicijskih fondova dodatno potvrđuje taj obrazac. Iako ukupni neto odljevi na razini sektora nisu statistički značajni, analiza po klasama pokazuje da dionički i mješoviti fondovi bilježe kratkoročne i značajne odljeve sredstava, dok obveznički i novčani fondovi ostaju relativno stabilni. Takvi rezultati sugeriraju da domaći investitori u razdobljima pojačane neizvjesnosti privremeno napuštaju fondove s višim tržišnim rizikom, ali pritom zadržavaju povjerenje u fondove nižeg rizika te u razdoblju od 2022. godine čak usmjeravaju sredstva u te fondove u stresnim razdobljima, što potvrđuje relativnu otpornost sustava u kojem obveznički i novčani UCITS fondovi na kraju lipnja 2025. čine 54 % neto imovine.

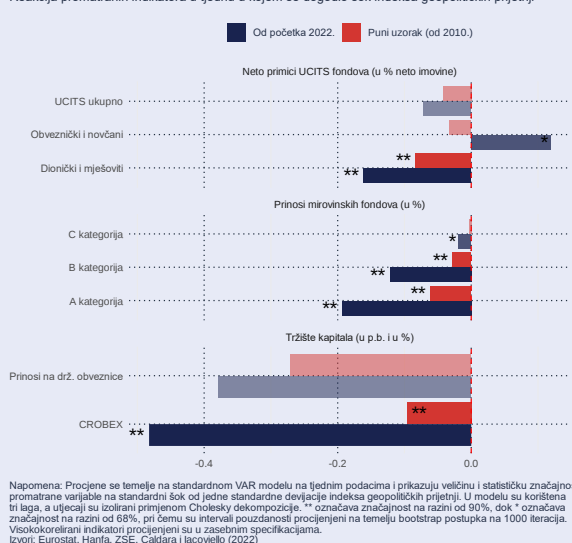
Negativan, ali ograničen učinak zabilježen je i na tržištu mirovinskih fondova, pri

čemu prinosi fondova kategorija A i B kratkoročno padaju, dok fondovi kategorije C ostaju relativno stabilni i ne reagiraju na geopolitičke šokove. Takva dinamika odražava razlike u strukturi ulaganja i duljini investicijskog horizonta pojedinih kategorija fondova, pri čemu su konzervativniji fondovi otporniji na vanjske šokove.

Zaključno

Iako je utjecaj geopolitičkih šokova na domaći sektor financijskih usluga kratkotrajan i u povijesnom je kontekstu bio relativno ograničenog utjecaja, intenzitet njegova utjecaja značajno se povećao nakon početka rata u Ukrajini 2022. godine, što dodatno naglašava važnost pravovremenog adresiranja rizika u trenutačnim okolnostima. Njihovo prolongirano djelovanje može dovesti do pojačanih pritisaka na likvidnost i cijene imovine, osobito u fondovima koji su relativno više izloženi tržišnim rizicima. Stoga je pravovremeno prepoznavanje i praćenje transmisijских kanala kroz koje se ti rizici materijaliziraju ključno za pravovremeno djelovanje usmjereno na očuvanje otpornosti financijskog sustava.

Slika 5. Utjecaj geopolitičkog šoka na sektor financijskih usluga
Reakcija promatranih indikatora u tjednu u kojem se dogodio šok indeksa geopolitičkih prijetnji



Reference

- Czech National Bank 2024. Geopolitical Risks and Their Impact on Global Macro-Financial Stability: Literature and Measurements, Prag
- Dario Caldara & Matteo Iacoviello, 2022. "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, American Economic Association, vol. 112(4), pages 1194-1225
- Europska središnja banka 2024. *Financial Stability Review : Turbulent times: geopolitical risk and its impact on euro area financial stability*. Frankfurt am Main
- Hakan Yilmazkuday, 2024. "Geopolitical Risk and Stock Prices," Working Papers 2407, Florida International University, Department of Economics.
- International Monetary Fund. 2025. *Global Financial Stability Report: Enhancing Resilience amid Uncertainty*. Washington, D.C.
- International Monetary Fund. 2024. *Global Financial Stability Report: Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability*. Washington, D.C.
- Khatib, Saleh & Abbas, Alhamzah & Nweke, Igwe & Yue, Shanshan & Sulimany, Hamid. (2025). Mind the Tides: A Systematic Review of the Geopolitical Risk Literature. *Politics & Policy*. 53. 10.1111/polp.70028.
- Lieven Baele & Geert Bekaert & Koen Inghelbrecht & Min Wei, 2020. "Flights to Safety," *The Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 33(2), pages 689-746.
- Maria-Eleni K. Agoraki & Georgios P. Kouretas & Nikiforos T. Laopodis, 2022. "Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance," *Economic and Political Studies*, Taylor & Francis Journals, vol. 10(3), pages 253-265
- NguyenHuu, Tam & Karaman Örsal, Deniz. (2023). Geopolitical risks and financial stress in emerging economies. *The World Economy*. 47. 217-237. 10.1111/twec.13529.
- Smales, L.A., 2021. "Geopolitical risk and volatility spillovers in oil and stock markets," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 80(C), pages 358-366.
- Svjetski ekonomski forum. 2025. *The Global Risks Report 2025 20th Edition*. Ženeva.

POPIS POKRATA

AIF – alternativni investicijski fond

BDP – bruto domaći proizvod

DZS – Državni zavod za statistiku

ESB – Europska središnja banka

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

EPU – indeks ekonomske neizvjesnosti
(engl. *Economic Policy Uncertainty Index*)

EU – Europska unija

EUR – euro

Fed – Sustav federalne rezerve

GCRI – globalni indeks rizika od sukoba
(engl. *Global Conflict Risk Index*)

GMI – globalni indeks naoružavanja
(engl. *Global Militarization Index*)

GPA – indeks geopolitičkih događaja
(engl. *Geopolitical Acts Index*)

GPR – indeks geopolitičkog rizika (engl. *Geopolitical Risk Index*)

GPT – indeks prijetnji (engl. *Geopolitical Threats Index*)

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

MF – mirovinski fondovi

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MMF – Međunarodni monetarni fond

NATO – Sjevernoatlantski savez (engl. *North Atlantic Treaty Organisation*)

p.b. – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

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

SAD – Sjedinjene Američke Države

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

SIE – Srednja i Istočna Europa

TILDA – tržišni indeks likvidnosti dionica

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

USD – američki dolar

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

ZSE – Zagrebačka burza

WEF – Svjetski ekonomski forum (engl. *World Economic Forum*)

WUI – indeks globalne neizvjesnosti
(engl. *World Uncertainty Index*)

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

