



Financijska stabilnost

Broj V, kolovoz 2026.



SADRŽAJ

1. Uvodno.....	1
2. Makroekonomsko okruŹje.....	3
3. Financijska trŹišta.....	12
Okvir 1. Zaraza ili meŹuovisnost? Što povezuje hrvatsko i svjetska trŹišta kapitala?	22
4. Mirovinski fondovi.....	33
5. Investicijski fondovi.....	41
6. Društva za osiguranje	48
7. Leasing društva.....	55
8. Ostali pruŹatelji financijskih usluga	61
9. Testiranje otpornosti na stres	66
Popis kratica.....	73

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Adresa: Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

Telefon centrale: +385 1 6173 200

Telefaks: +385 1 4811 406

WEB: www.hanfa.hr

ISSN: 2806-6448

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

1. UVODNO

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

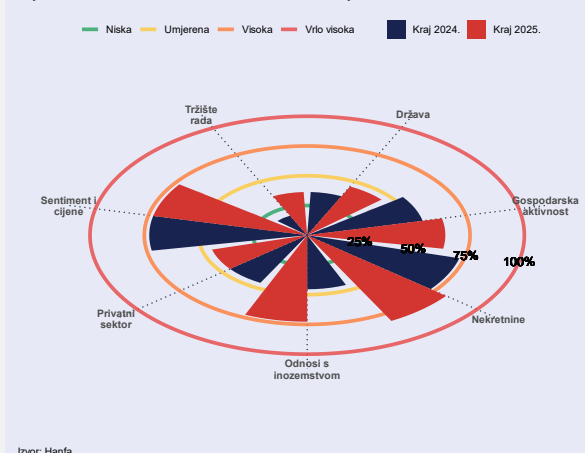
Financijsku stabilnost mogu narušiti procesi koji nastaju i razvijaju se unutar samog sustava stvarajući ranjivosti koje se u slučaju javljanja određenih šokova mogu materijalizirati u vidu narušenih likvidnosnih i kapitalnih pozicija financijskih institucija onemogućavajući nesmetano funkcioniranje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

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

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

2. MAKROEKONOMSKO OKRUŽJE

Slika 2.1. Realizacija geopolitičkog rizika je dovela do rasta rizika u većini kategorija
Ocjena razine sistemskih rizika u makroekonomskom okružju, u %



Unatoč nastavku razmjerno snažnog gospodarskog rasta u 2025., makroekonomsko okružje obilježilo je postupno jačanje neravnoteža koje povećavaju rizike za financijsku stabilnost. Rast se i dalje ponajprije oslanja na domaću potražnju i investicije, uz istodobno pogoršanje vanjske ravnoteže, dok se inflacija zadržala iznad prosjeka europodručja. Cijene nekretnina nastavile su snažno rasti unatoč usporavanju tržišne aktivnosti, što upućuje na povećanje cikličkih rizika. Istodobno, materijalizacija geopolitičkih rizika početkom 2026. povećala je neizvjesnost u pogledu gospodarskih izgleda kroz moguće poremećaje u opskrbi energentima, više inflacijske pritiske i slabiji gospodarski rast europskih trgovinskih partnera. Iako su tržište rada, fiskalni pokazatelji i razina zaduženosti privatnog sektora ostali povoljni, kombinacija vanjskih šokova, povišene inflacije i neravnoteža na tržištu nekretnina upućuje na daljnje povećanje makrofinancijskih rizika u nadolazećem razdoblju.

Nastavak snažnog rasta uz slabljenje vanjske ravnoteže

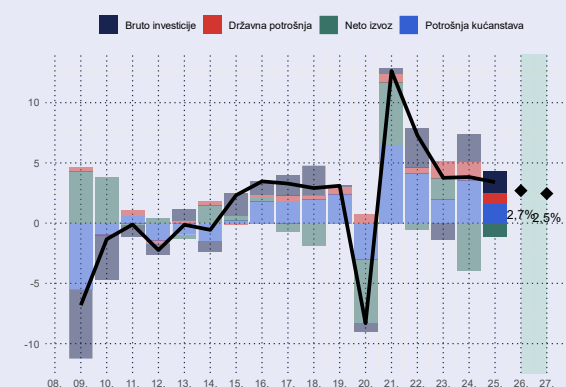
Hrvatsko gospodarstvo je u 2025. blago usporilo u odnosu na prethodnu godinu, ostvarivši rast od 3,2 %, što je u skladu sa projekcijama europske komisije i slabijim rastom glavnih vanjskotrgovinskih partnera u Europskoj uniji koja je u istom razdoblju raslo tek 1,6%. Glavni pokretači rasta bile su bruto investicije koje su rasle za približno 7,3 % te potrošnja kućanstva koja je porasla za 2,5 % (slika 2.2). Rast potrošnje potvrđuju i podatci o fiskalizaciji koji pokazuju da je u 2025. izdano približno 1,7 % više računa, čija je ukupna vrijednost bila 8,1% veća u odnosu na prethodnu godinu. Relativno usporavanje inozemne potražnje u odnosu na rast domaćeg gospodarstva odrazilo se na smanjenje neto izvoza koji je i u 2025. imao negativan utjecaj na ukupan BDP. Razlog tome je rast uvoza za 2,8 % dok je istovremeno izvoz rastao tek 0,9 %. Prema tim podacima Hrvatska se u 2025. značajno više oslonila na rast investicija kao pokretača gospodarskog rasta, čiji nastavak u budućem razdoblju uvelike ovisi o očuvanju pozitivnog sentimenta i produktivnosti trenutnih investicija.

Građevinski sektor je u 2025. bilježio najbrži rast bruto dodane vrijednosti, sa približno 7,3 %, dok je trgovina nekretninama porasla tek za 1,7 %. Na snažan rast aktivnosti u sektoru građevine ukazuje i sezonski prilagođeni indeks obujma građevinskih radova, koji je porastao za približno 7,2% u 2025. godini (slika 2.3.). Navedeni pokazatelji upućuju

na uznapredovalu fazu investicijskog ciklusa u građevinskom sektoru, što naglašava cikličke rizike gospodarstva čija kretanja su tradicionalno usko vezana uz nekretninski ciklus. Natprosječan rast aktivnosti su zabilježile i prerađivačka industrija te stručne i znanstvene djelatnosti (3,9 %, odnosno 3,6 %). Jedini sektor sa padom bruto dodane vrijednosti od 1 % u 2025. bila je poljoprivreda. Trgovina, prijevoz, smještaj i ugostiteljstvo su rasli blago sporije od prosjeka za 2,7 % i značajno sporije od 2024. kada su rasli 5,9 %, što odražava usporavanje rasta dolazaka i noćenja turista u 2025.¹ godini.

Slika 2.2. Osobna potrošnja i bruto investicije glavne odrednice gospodarskog rasta u 2025. godini

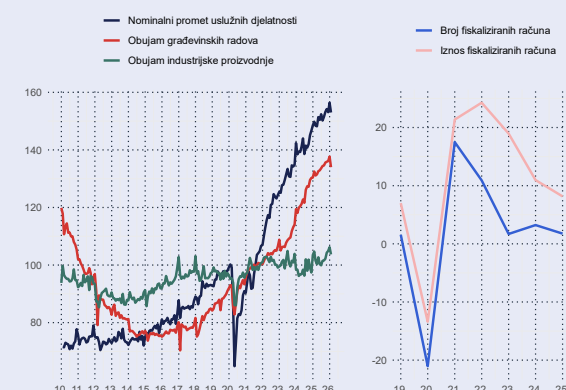
Realni rast BDP-a (godišnja stopa promjene, u %) i doprinosi rastu (postotni bodovi)



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

Slika 2.3. U 2025. ekspanzija građevinske djelatnosti i stagnacija industrijske proizvodnje, a broj i iznos fiskaliziranih računa u porastu

Sezonski i kalendarski prilagođeni indeks, 2021.=100 Godišnja stopa promjene, u %



Izvori: DZS i Porezna uprava

Tekući račun platne bilance dodatno se pogoršao u 2025., s minusom od 3,2 mlrd. EUR (5,1 % BDP-a), što je najveći manjak u zadnjih 25 godina, izuzev kriznih 2007. i 2008. godine. Pogoršanje je podjednako vidljivo i na stavkama roba i usluga, zbog bržeg rasta uvoza od izvoza. Taj se manjak uglavnom nadoknađuje iz sekundarnog dohotka i kapitalnih transfera, stavki na kojima se bilježi većina nepovratnih sredstava iz Europske unije. Izgledno je da će od novog proračunskog razdoblja, koje započinje u 2027. godini, raspoloživa sredstva iz EU fondova biti manja radi prestanka programa Nacionalnog plana oporavka i otpornosti, zbog čega bi Hrvatskoj moglo biti otežano održati aktualnu stopu investicija bez značajnijeg vanjskog zaduživanja ili snažnijeg izvoza kao rezultata povećane produktivnosti ulaganja iz prethodnog proračunskog razdoblja.

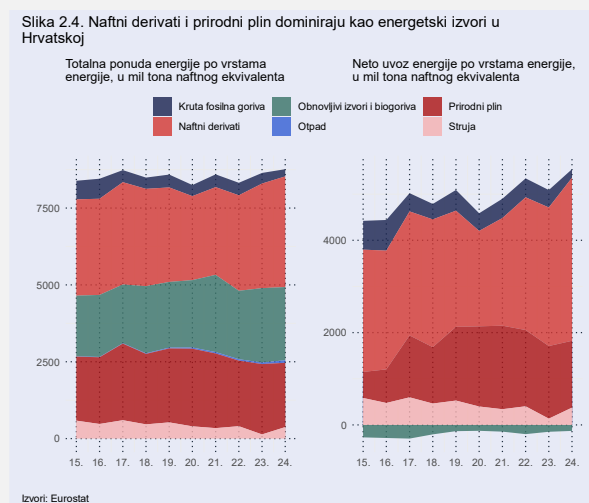
Geopolitičke napetosti povećavaju rizike energetske opskrbe

U ožujku 2026. došlo je do materijalizacije geopolitičkih rizika u obliku oružanog sukoba Irana te SAD-a i Izraela, što uz rast makroekonomskih neizvjesnosti stvara nove pritiske na rast cijena energenata, a posredno i potrošačkih cijena. Zatvaranje Hormušskog tjesnaca u ožujku 2026., kroz koji je prije sukoba prolazilo približno 25 % globalnog pomorskog transporta nafte i 20 % pomorskog transporta ukapljenog prirodnog plin², stvorilo je cjenovne pritiske na tržištima energenata s posljedičnim rastom međunarodnih cijena nafte i prirodnog plina, a dovedena

¹ U 2025. godini dolasci su rasli 2,2 %, a noćenja za 1,2 % dok su u 2024. godini dolasci rasli za 3,9 %, a noćenja za 1,4 %

² <https://www.iea.org/about/oil-security-and-emergency-response/strait-of-hormuz>

je u pitanje i sama opskrba određenih goriva. Naftni derivati i prirodni plin zauzimaju dominantnu ulogu u hrvatskoj strukturi izvora energije (slika 2.4.). Prirodni plin je u 2024. činio 23,9 %, a naftni derivati čak 41,1 % raspoložive energije i ti se udjeli u zadnjih 10 godina nisu značajno mijenjali što upućuje na strukturalnu i kratkoročno teško promjenjivu ovisnost o ovim izvorima energije. Oni zauzimaju još veći udio u Hrvatskom energetske neto uvozu (26,8 % za prirodni plin i 65,3 % za naftne derivate), koji čini više od polovice ukupne hrvatske raspoložive energije. Hrvatskoj bi iz stoga bilo vrlo zahtjevno zadovoljiti svoje energetske potrebe bez uvoza naftnih derivata i prirodnog plina, a dugotrajnije zatvaranje Hormuškog tjesnaca bi moglo dovesti do izraženijih makroekonomskih poremećaja, koji bi se odrazili na ubrzanje rasta cijena, a potencijalno i do usporavanja gospodarske aktivnosti.



Nagli rast cijena ili nestašica energenata mogao bi ugroziti rast hrvatskog gospodarstva i povećati vanjskotrgovinske neravnoteže. Imajući u vidu strukturu gospodarskog rasta koji se zasniva na investicijama i potrošnji, poremećaj na tržištu energenata mogao

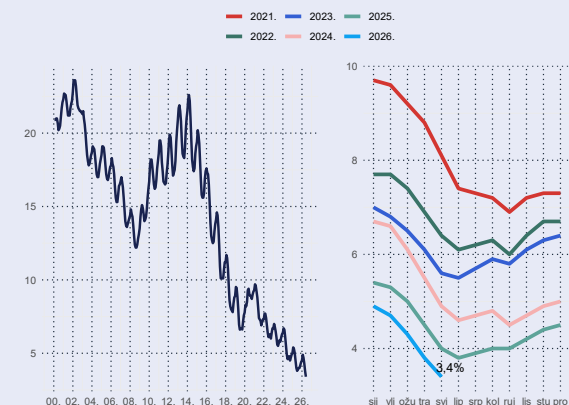
bi direktno utjecati na BDP kroz smanjenje raspoloživog dohotka potrošača i pad očekivanog prinosa od investicija. Mineralna goriva i maziva (stavka koja se primarno sastoji od fosilnih goriva) po vrijednosti su treća najveća stavka uvoza Hrvatske i čine 13,8% uvoza. Rast cijena energenata bi stoga mogao značajno povećati hrvatski uvoz. S druge strane, rast EU gospodarstva (koje je najznačajniji hrvatski trgovinski partner) bi kao posljedica energetske krize mogao dodatno usporiti, što bi uvelike utjecalo na potražnju za hrvatskim izvoznim proizvodima i uslugama, dodatno pogoršavajući trgovinsku bilancu. Dugoročnije povećanje cijena energenata bi dodatno stvorilo pritiske na stezanje monetarne politike ESB-a i drugih središnjih banaka te posljedičnog rasta kamatnih stopa, ograničavajući prostor fiskalnoj politici za kontracikličko djelovanje (više u poglavlju **9. Testiranje otpornosti na stres**).

Tržište rada ostaje napregnuto

Snažan rast bruto dodane vrijednosti u radno intenzivnim sektorima poput građevine, uslužnih djelatnosti i trgovine dodatno je zaoštrio uvjete na tržištu rada u 2025. godini. Anketna stopa nezaposlenosti pala je na 5,0 % na kraju 2025., znatno ispod prosjeka EU od 5,8 %, dok je administrativna stopa nezaposlenosti pala na 3,8 %, što je najniža razina u povijesti RH (slika 2.5.). Istovremeno je i stopa aktivnosti stanovništva blago porasla na 54,0 % na kraju 2025. Kako se tržište rada približava prirodnoj stopi nezaposlenosti, ipak su vidljivi određeni znakovi usporavanja: broj zaposlenih povećan je za samo 0,4 % i to primarno zbog rasta broja zaposlenih u

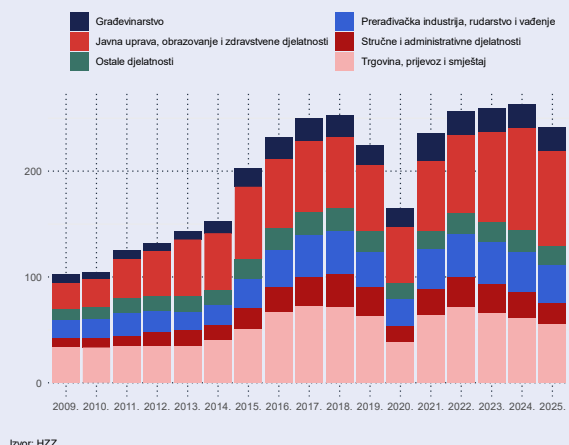
djelatnostima povezanim sa javnim sektorom³, dok su djelatnosti povezane s turizmom zabilježile blagi pad. Broj izdanih dozvola za strane radnike u Hrvatskoj smanjio se za 17,3 % u 2025. (slika 2.7.), pri čemu je najveći pad od čak 29,7 % zabilježen u građevini, što bi moglo sugerirati na usporavanje buduće aktivnosti u građevini. Također, prvi put nakon pandemije COVID-a, podatci HZZ-a pokazuju pad broja slobodnih radnih mjesta u 2025., za 8,3 % (slika 2.6.), a na blago usporavanje pritiska na tržištu rada u 2025. ukazuju i podatci OVI indeksa⁴.

Slika 2.5. Stopa nezaposlenosti na povijesno niskim razinama
Administrativna stopa nezaposlenosti, u %



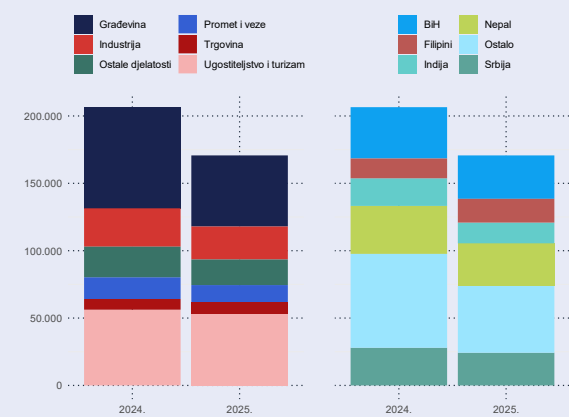
Izvor: DZS

Slika 2.6. Broj slobodnih radnih mjesta blago je pao u 2025. godini
Broj slobodnih radnih mjesta po područjima djelatnosti NKD-a 2007., u tisućama



Izvor: HZZ

Slika 2.7. Broj dozvola za boravak stranih radnika u Hrvatskoj u padu
Broj dozvola prema djelatnosti i državi



Izvor: Ministarstvo unutarnjih poslova

U uvjetima niske nezaposlenosti i visoke potražnje za radom, 2025. je obilježio i naglašen rast plaća koje su nominalno porasle za 9,8 %, a realno za 6,3 %. Time je nastavljen trend usporavanja rasta plaća, koji je nastavljen i u prvom tromjesečju 2026. kada je iznosio 7,4 % nominalno i 2,5 % realno (slika 2.8.). Navedeno upućuje na to da se rizik potencijalne spirale povećanja plaća i inflacije, nije materijalizirao nakon značajnog povećanja plaća u javnom sektoru u 2024. godini. S obzirom na to da se stopa nezaposlenosti približila prirodnoj razini, prostor za daljnje širenje zaposlenosti bez dodatnog pritiska na plaće postaje sve uži, zbog čega bi se rizik od jačanja navedene spirale mogao ponovno povećati. Rast plaća je još uvijek značajno veći nego u ostalim zemljama eurozone. U 2025. godini prosječni godišnji dohodak samca bez djece porastao je nominalno za 9,0 % u Hrvatskoj dok je u eurozoni porastao za samo 3,0 % što se slaže sa značajno višom

³ O-Javna uprava i obrana; obvezno socijalno osiguranje, P-Obrazovanje, Q-Djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi

⁴ **Online Vacancy Index (OVI)** mjesečni je indeks online oglasa slobodnih radnih mjesta razvijen na

Ekonomskom institutu, Zagreb u suradnji s portalom MojPosao. OVI indeks izrađuje se jednostavnim prebrojavanjem broja jedinstvenih novih oglasa čiji rokovi prijave završavaju u mjesecu za koji se indeks izračunava.

inflacijom i gospodarskim rastom u Hrvatskoj u odnosu na eurozonu.

Slika 2.8. Dinamika rasta plaća usporila u prvom tromjesečju 2026. Godišnje stope promjena nominalne i realne neto plaće, u %



Inflacija i dalje izvor rizika

Iako je inflacija tijekom 2025. ostala stabilna, zadržala se na relativno povišenim razinama, a njezino ponovno ubrzanje bi mogla potaknuti nova materijalizacija geopolitičkih rizika početkom 2026. godine. Tijekom 2025 inflacija se držala u rasponu od 3,2 % do 4,2 %, pri čemu je ukupna godišnja inflacija porasla na 3,8 %, u odnosu na 2024. kad je iznosila 3,0 %. Prema harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HIPC)⁵, inflacija je u 2025. iznosila 4,4 %, znatno više od prosjeka europodručja od 2,5 % (slika 2.9.), pri čemu su višu stopu rasta cijena zabilježile samo Estonija (4,8 %) i Rumunjska (6,8 %).

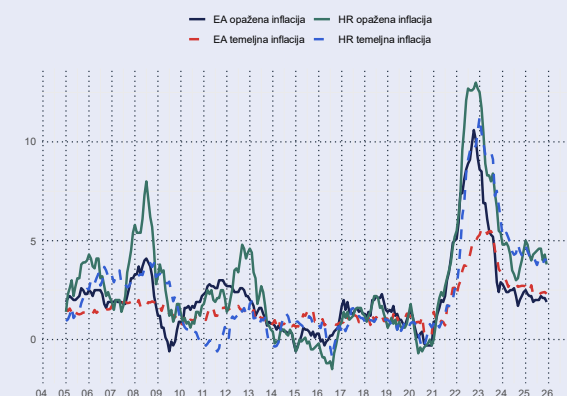
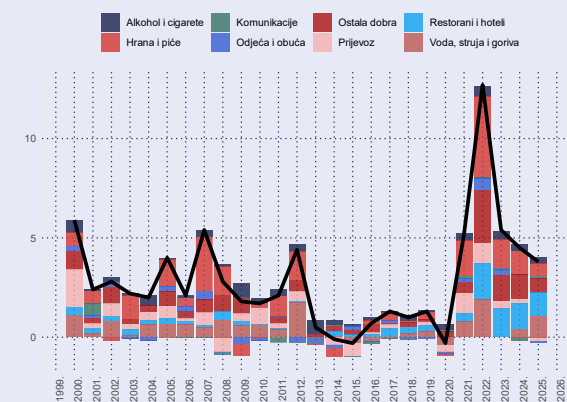
I tijekom 2025. rast cijena bio je široko rasprostranjen, uz pozitivan doprinos gotovo svih komponenti potrošačke košarice. Ključni su generator ponovno bile cijene usluga u kategoriji restorana i

hotela, iako u manjoj mjeri nego prethodne godine (slika 2.10.). Snažan inflacijski doprinos su u 2025. imale i cijene energenata, djelomično zbog ukidanja dijela vladinih mjera potpore. Inflacijski pritisci dodatno su pojačani početkom 2026. početkom ratnog sukoba u Iranu, kada je ukupna stopa inflacije zamjetno skočila na 4,8 % u ožujku, a potom i na 5,8 % u travnju. Slično ubrzanje rasta zabilježila je i inflacija europodručja, koja je u prva četiri mjeseca 2026. porasla za 2,4 p.b. te je na kraju travnja iznosila 3,2%. Time uz navedene nepovoljne karakteristike domaćeg gospodarstva, u 2026. jačaju i inozemni kanali prijenosa inflacije koji otežavaju normalizaciju cijena u nadolazećem razdoblju.

Na dinamiku opće razine cijena utjecale su i visoke profitne marže nefinancijskih poduzeća. Prema zadnje dostupnim podacima Fine agregatna EBITDA marža poduzeća u 2024. ostala je stabilna na relativno visokih 11,9 %, a u istom su razdoblju porasli i pokazatelji rentabilnosti ukupne imovine i vlastitog kapitala, koji su na kraju 2024. iznosili 4,5 % i 10,8 % (slika 2.12.). Takva kretanja pozitivno utječu na tržišna vrednovanja poduzeća (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), ali istovremeno otežavaju smanjenje inflacije na ciljane razine. Ipak agregatni podatci djelomično prikrivaju stvarno stanje. Ostvareni rast povrata na imovinu i kapital su bili uzrokovani snažnim rastom povrata velikih poduzeća⁶ dok su sve ostale veličinske kategorije zabilježile pad prinosa.

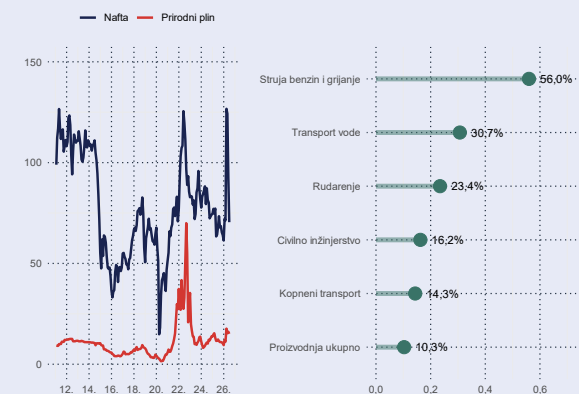
⁵ Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. *Harmonised Index of Consumer Prices*), standardizirana mjera koja omogućuje usporedivost inflacije među zemljama članicama EU-a.

⁶ Velika poduzeća se, prema klasifikaciji Fine, smatraju ona poduzeća koja ispunjavaju barem 2 od 3 navedena uvjeta: 1. imaju aktivu od 20 mil. eura ili više 2. imaju prihode od 40 mil. eura ili više 3. imaju više 250 zaposlenih ili više.

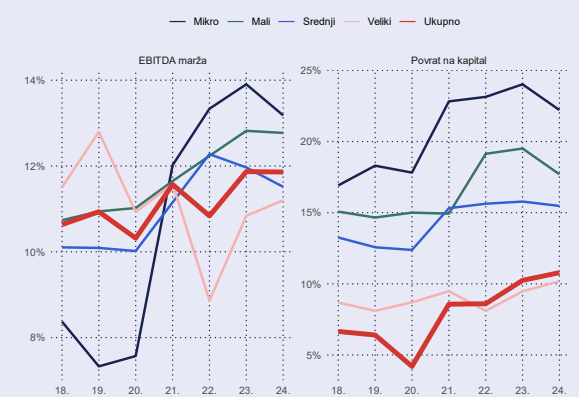
Slika 2.9. Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj znatno viši od europskih
Godišnja stopa promjene, u %Napomena: Prikazana stopa inflacije mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena.
Izvor: EurostatSlika 2.10. Cijene energenata sve više doprinose inflaciji
Doprinosi pojedinačnih kategorija dobara ukupnoj stopi inflacije, u postotnim bodovimaNapomena: Ostala dobra uključuju kategorije: namještaj, edukacija, zdravlje te rekreacija i kultura.
Izvor: Eurostat

Cijene energije postale su uvjerljivo najveći motor inflacije, s rastom od čak 17,5 % u travnju 2026. godine. Cijena nafte na međunarodnim tržištima porasla je do razina zabilježenih netom nakon početka rata u Ukrajini 2022. godine (slika 2.11.). Nije isključeno da bi, u slučaju brzog okončanja sukoba, cjenovni šok mogao biti ograničen i tranzitoran, no dugotrajnije prolongiranje sukoba mogao bi se negativno odraziti na inflaciju tijekom cijele 2026. godine. U takvim okolnostima, za očekivati je u narednim mjesecima daljnje jačanje inflacije, kako se inicijalni šok bude prelijevao u druge djelatnosti poput prijevoza i proizvodnje⁷,

gdje su naftni derivati i prirodni plin ključni inputi. Paketi mjera Vlade Republike Hrvatske⁸ za nošenje sa novom krizom upućuje na to da će se Hrvatska nositi sa energetsom krizom primarno kroz subvencioniranje cijena energenata koje će se financirati novim oporezivanjima i prebacivanjem poreznog tereta sa stanovništva na poduzeća. Iako će taj odgovor vjerojatno poboljšati distribuciju tereta cjenovnog šoka, malo je izgledno da će imati pozitivan efekt na inflaciju, a upitna je i njegova fiskalna održivost ukoliko kriza potraje.

Slika 2.11. Cijene nafte i prirodnog plina značajno su skočile nakon eskalacije sukoba
Cijena barela sirove nafte i kubičnog metra prirodnog plina, u dolarima

Izvori: St. Louis FED, Eurostat

Slika 2.12. Pokazatelji poslovanja sektora nefinancijskih poduzeća u blagom porastu zbog boljeg poslovanja velikih poduzeća
Pokazatelji poslovanja nefinancijskih poduzeća prema veličini poduzeća, u %

Izvor: Fina

⁷ Energenti su značajan input u cijelom hrvatskom gospodarstvu i čine približno 10,3% vrijednosti inputa u proizvodnji.

⁸ Više informacija dostupno je na [poveznici](#).

Slabija likvidnost tržišta nekretnina pojačava cjenovne rizike

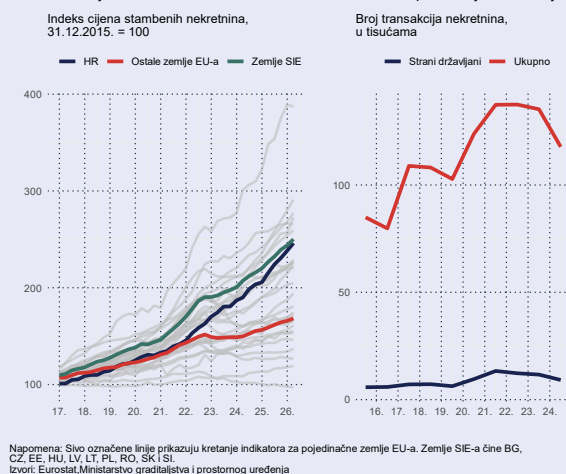
Rast plaća i niska nezaposlenost dodatno su potaknuli potražnju kućanstava za kreditima, čiji rast je u 2025. ubrzao na 12,5 %, najvećim dijelom pod utjecajem gotovinskih nenamjenskih kredita. S ciljem ublažavanja nakupljenih rizika za financijsku stabilnost i jačanja financijske otpornosti kućanstava, središnja banka postrožila je kriterije kreditiranja potrošača od srpnja 2025. godine. Uvedene mjere ⁹ su usmjerene na usporavanje rasta nenamjenskih gotovinskih i stambenih kredita i zaštitu najranjivijih kućanstava, no kratkoročni utjecaj na potražnju za nekretninama ostao je relativno ograničen ¹⁰, jer se značajan broj kupoprodaja realizira i bez kreditnog financiranja.

Cijene nekretnina narasle su za 16,1 % u 2025. (slika 2.13), značajno brže nego u zemljama srednje i istočne Europe (10,8 %) i ostalim zemljama EU-a (6,0 %). Navedeni rast cijena postignut je uz smanjeni broj transakcija, što je u skladu sa padom aktivnosti u sektoru trgovina nekretnina u posljednja dva tromjesečja 2025. Takvi podatci ukazuju na sve nižu likvidnost tržišta i povećanje zaliha neprodanih nekretnina čija ponuda ne hvata korak sa i dalje snažnom potražnjom. Globalna kretanja na početku 2026. stvaraju nove cjenovne pritiske, koji bi se u okolnostima snažnog tržišta rada i

pojačane kreditne aktivnosti mogli dodatno pojačati u ostatku godine.

Kombinacija snažnog rasta cijena i sve manjeg broja transakcija upućuje na slabljenje pouzdanosti mehanizma formiranja cijena na tržištu nekretnina, budući da se trenutne razine cijena oslanjaju na sve manji opseg transakcija. Takvi uvjeti tržište čine podložnijim naglijoj korekciji u slučaju iznenadnog zastoja potražnje, primjerice zbog daljnjeg pogoršanja uvjeta financiranja ili usporavanja tržišta rada. Iako sektor financijskih usluga nije izravno značajno izložen tržištu nekretnina, potencijal prelijevanja takvog šoka na širi financijski sustav ostaje značajan (kroz učinke na bilance kućanstava, građevinski sektor i opću gospodarsku aktivnost), zbog čega spomenuti sistemski rizici imaju značajne implikacije za financijsku stabilnost.

Slika 2.13. Cijene na tržištu nekretnina nastavile rasti unatoč padu broja transakcija

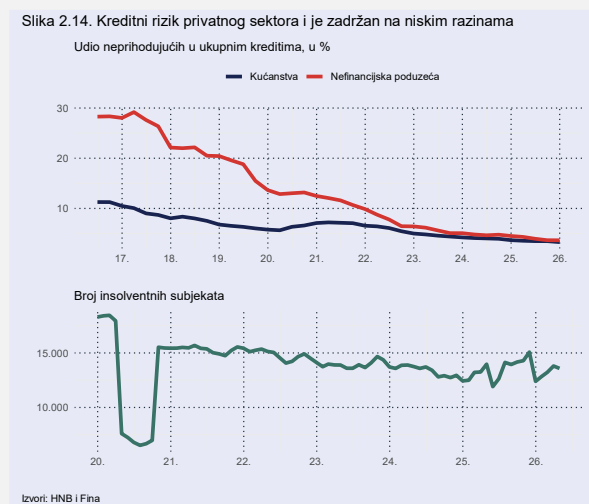


Unatoč blagom rastu zaduženosti kućanstva i nefinancijskih poduzeća kreditni rizik ostao je na povijesno niskim razinama, čemu je pridonio

⁹ Mjerama je postrožen omjer dohotka i rate kredita kao i omjer iznosa kredita i vrijednosti zaloga te je dodatno je ograničen maksimalni rok otplate kredita.

¹⁰ U drugoj polovici 2025. rast gotovinskih nenamjenskih kredita kućanstvima dodatno je ubrzan u odnosu na prvu polovicu godine te je iznosio 8,3 %, dok su stambeni krediti rasli nešto sporije u odnosu na prvu polovicu godine za 7,0 %

snažan rast BDP-a koji je stabilizirao indikatore relativne zaduženosti. Dug kućanstava je u 2025. iznosio 31,3 % BDP-a, što je za 0,7 p.b. više nego u 2024., dok je dug nefinancijskih poduzeća povećan za 0,2 p.b. (na 52,9 %). Iako je zaduženost privatnog sektora relativno niska u usporedbi sa prosjekom EU-a, primjetno je zaustavljanje trenda razduživanja nakon 2020. Broj insolventnih poduzeća blago je porastao u odnosu na prošlu godinu, dok je udio neprihodonosnih kredita ostao je na povijesno niskim razinama (slika 2.14.). Uzimajući u obzir umjerenu zaduženost realnog sektora i razmjerno povoljnu kamatnu strukturu duga u kojoj prevladava fiksna ili djelomično fiksna kamatna stopa, znatnija materijalizacija kreditnog rizika nefinancijskog sektora nije izgledna ni u narednom razdoblju (više u poglavlju **7. Leasing društva**).



Indikatori fiskalne politika stabilni

Unatoč ekspanzivnoj fiskalnoj politici, 2025. godinu obilježilo je smanjenje javnog duga i poboljšanje kreditnog rejtinga. Snažan rast gospodarske aktivnosti, a posljedično i prihoda opće države ublažio je povećanje rashoda i

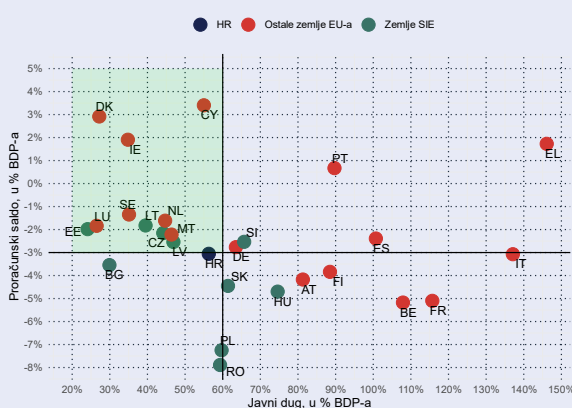
doveo do poboljšanja relativnih pokazatelja zaduženosti. Iako je javni dug u apsolutnom iznosu porastao 6,3 % tijekom 2025., on je u relativnim terminima blago smanjen te je na kraju godine iznosio 57,4 % BDP-a (slika 2.15.). Strukturne karakteristike javnog duga nisu značajnije izmijenjene u 2025. godini. Uvođenjem eura značajno je smanjen valutni rizik, pa je tako krajem 2025. manje od 1 % duga bilo denominirano u drugim valutama. Najveći dio duga, krajem 2025., (90,4 %) i dalje je dugoročnog karaktera i povezan s domaćim sektorima (70,6 %). Stabilnost javnog duga dodatno je poboljšana diverzifikacijom ulagatelja kroz uspješno plasiranje narodnih obveznica. Tako je u rujnu 2025. stanovništvo držalo 4,5 mlrd eura dužničkih vrijednosnih papira Republike Hrvatske što je činilo 11,8% ukupne vrijednosti izdanih dužničkih vrijednosnih papira Republike Hrvatske

Ukupni rashodi države nadmašili su prihode, uz produljenje deficita na 3,0 % BDP-a krajem 2025. Prema projekcijama EK-a javni dug bi se trebao krajem 2026. dodatno smanjiti, uz proračunski manjak od -2,9 %. Ipak, mjere za borbu protiv potencijalne energetske krize mogu vrlo brzo pogoršati fiskalne pokazatelje, zbog čega su kratkoročni rizici naglašeni unatoč razmjerno povoljnim fiskalnim kretanjima. Ukoliko energetska kriza bude prolongirana i na ostatak 2026., a Hrvatska ostane dosljedna politici subvencioniranja cijene energenata, to bi moglo dovesti do pogoršanja fiskalnih pokazatelja, posebice u okolnostima slabljenja gospodarskih kretanja. Dodatni pritisak na proračunske rashode u budućnosti vjerojatno će stvarati povećani izdatci za obranu. Hrvatska trenutno troši približno 2,1%

BDP-a na obranu dok se na NATO sastanku u Haagu 2025. obvezala na povećanje tih izdataka na 5 % BDP-a do 2035. Trenutačni planovi Ministarstva obrane su da se za godine 2027. i 2028. izdvajanje za obranu povise na 2,5 % BDP-a¹¹. Kako su ti ciljevi mjereni u postotku BDP-a oni nisu ostvarivi samo kroz pasivno povećanje prihoda proračuna kroz gospodarski rast već će zahtijevati ili relativno smanjenje drugih proračunskih stavki ili povećanjem poreza ako se želi izbjeći dodatno zaduživanje.

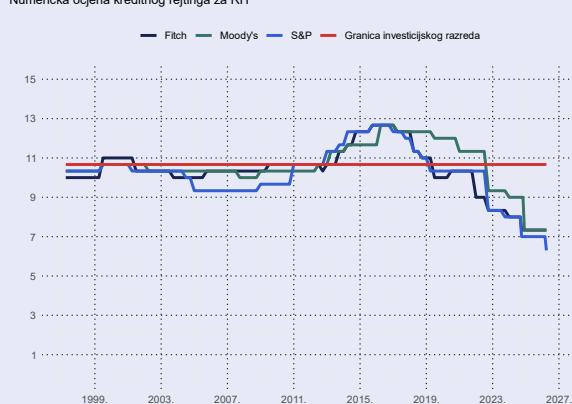
Povoljni fiskalni pokazatelji i rast gospodarske aktivnosti rezultirali su poboljšanjem kreditnog rejtinga Hrvatske u 2025. godini (slika 2.16.). Dok su Moodys i Fitch zadržali rejting na ekvivalentnim A3 odnosno A- razinama uz stabilne izgleda, Standard & Poor's je u ožujku 2026. povisio hrvatski rejting na A uz pozitivne izgleda. Spomenuto povećanje rejtinga nije se značajno odrazilo na razinu prinosa državnih obveznica koji su u potpunosti konvergirali prema zemljama europodručja, no ono dodatno podržava njihovu otpornost na šokove, koja je bila vidljiva i u ožujku 2026. nakon početka oružanog sukoba u Iranu (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).

Slika 2.15. Indikatori zaduženosti i stanja financija opće države unutar maastrichtskih kriterija



Napomena: Istaknute linije označuju razine javnog duga i proračunskog salda definirane kriterijima konvergencije na temelju Ugovora iz Maastrichta. Podaci se odnose na 31.12.2025. godine.
Izvori: Europska komisija (DG-ECFIN), Eurostat

Slika 2.16. Kreditni rejting Hrvatske na povijesno najboljoj razini

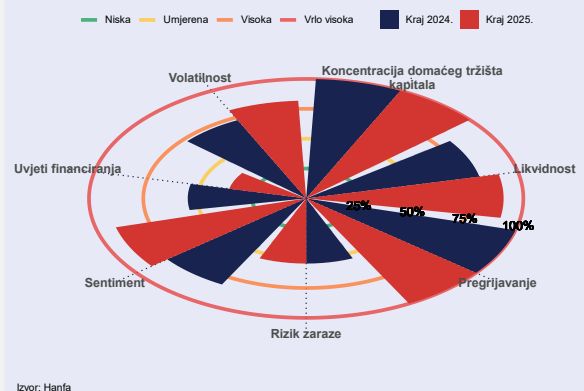


Napomena: Bonitetne ocjene međunarodnih agencija za procjenu kreditnog rejtinga su numerički kvantificirane na način da je 1 pridružen najvišoj ocjeni, a 19 najlošijoj.
Izvori: Trading Economics

¹¹ Više informacija dostupno je na [poveznici](#).

3. FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Slika 3.1. Financijska tržišta obilježena rizicima pregrijavanja i visoke koncentracije tijekom 2025. godine
Ocjena razine rizika na financijskim tržištima



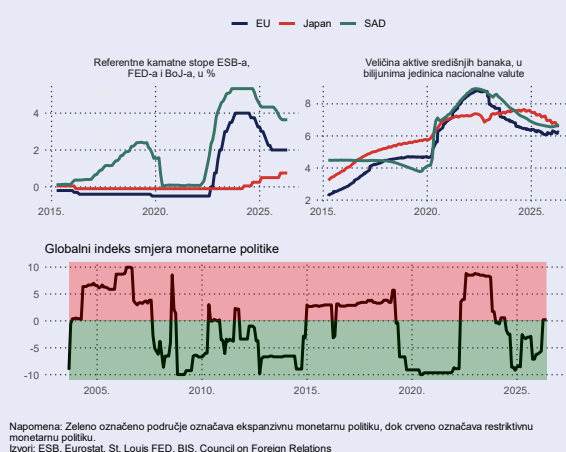
Financijska tržišta tijekom 2025. pokazala su visoku otpornost unatoč povećanim geopolitičkim napetostima, trgovinskim poremećajima i rastu monetarne neizvjesnosti. Premda su postupno snižavanje kamatnih stopa i povoljan tržišni sentiment nastavili podupirati rast cijena financijske imovine, tržišna vrednovanja ostala su povišena, osobito na dioničkim tržištima, čime su povećane ranjivosti na moguće korekcije u slučaju pogoršanja makroekonomskih ili geopolitičkih uvjeta. Istodobno, rast prinosa na državne obveznice odražava postupno zaoštavanje uvjeta financiranja pod utjecajem fiskalnih pritisaka i povećane neizvjesnosti oko buduće monetarne politike. Na domaćem tržištu kapitala nastavljena su povoljna kretanja, uz snažan rast cijena i prometa, no visoka koncentracija trgovanja i pogoršanje tržišne likvidnosti i dalje predstavljaju važne strukturne ranjivosti. Kombinacija povišenih tržišnih vrednovanja, povećane koncentracije ulaganja i učestalijih globalnih šokova

upućuje na rast sistemskih rizika za financijsku stabilnost.

Monetarno okružje i uvjeti financiranja

Nakon razdoblja izražene monetarne relaksacije tijekom 2025., materijalizacija geopolitičkog rizika početkom 2026. najavila je preokret smjera monetarne politike, koji se u lipnju 2026. konkretizirao podizanjem referentne kamatne stope ESB-a za 25 b.b. Primicanje inflacijskom cilju od 2 % i neizvjesna gospodarska situacija tijekom 2025. godine osigurali su prostor za nastavak relaksacije monetarne politike, koja je u većem dijelu godine zadržala ekspanzivan karakter (slika 3.2.). Unatoč tome, trenutna fragmentacija globalnog gospodarstva i novi ratni sukobi na Bliskom istoku pojačavaju rizik povratka inflacije na više razine doprinoseći višim razinama monetarnih neizvjesnosti.

Slika 3.2. Nastavljen ciklus snižavanja kamatnih stopa u EU-u i SAD-u uz usporavanje kvantitativnog zatezanja



Ubrzavanje stope inflacije prema 3 % te neizvjesnost u pogledu utjecaja uvedenih „recipročnih“ carina na inflatorna kretanja prisilili su FED tijekom na pauziranje

snizavanja kamatnih stopa tijekom prve polovice godine, zadržavajući ih u rasponu od 4,25 % do 4,50 %. Padom stope inflacije u zadnjem tromjesečju te relativno snažnim usporavanjem tržišta rada¹², FED je u drugoj polovici godine nastavio s kamatnim rezovima od 25 b.b. čime je raspon na kraju godine iznosio 3,50 % do 3,75 %. Proces kvantitativnog zatezanja u obliku smanjenja aktive FED-a završen je krajem godine, čime je od sredine 2022. do kraja 2025. kumulativno povučeno oko 2,4 bilijuna dolara aktive FED-a (22 % BDP-a, smanjenje za 14 p.b. od početka normalizacije). Zbog recentnog povratka inflacijskih pritisaka u SAD-u nakon početka oružanog sukoba u Iranu¹³, očekivanja tržišta primaknula su se mogućem rastu kamatnih stopa u ostatku godine. Usporavanje inflacije u prvoj polovici godine i anemičan rast EU gospodarstva osigurali su prostor ESB-u za kumulativno smanjenje kamatnih stopa od 100 b.b. u četiri koraka. Time je u lipnju referentna kamatna stopa dosegla 2 % koja je ostala nepromijenjena i u ostatku godine. Također je nastavljen i proces normalizacije bilance ESB-a¹⁴, koja je krajem godine iznosila 40 % BDP-a euro područja (smanjenje za 28 p.b. od vrhunca krajem 2021. godine).

Premije rizika na obvezničkim tržištima ostale su niske unatoč geopolitičkim napetostima, unatoč pogoršanju uvjeta financiranja zbog sukoba na Bliskom istoku i većeg zaduživanja država

europodručja. Nakon razdoblja relativne stabilnosti tijekom 2024., prinosi zemalja europodručja porasli su tijekom 2025. 47 b.b., dosegnuvši koncem godine 3,21 %. Posljedica je to rastućih potreba za financiranje obrane i infrastrukture što je potaknulo zabrinutosti investitora oko održivosti javnog duga pojedinih zemalja europodručja. S druge strane, tržište korporativnih obveznica unutar EU pokazuje povećani apetit za rizikom pri čemu je premija rizika zabilježila pad od 41 b.b. u odnosu na kraj 2024. godine. Zamjetan je i značajan skok premije rizika u travnju reflektirajući kratkotrajne nestabilnosti uzrokovane uvođenjem „recipročnih carina“ SAD-a (slika 3.3.), što implicira podcjenjivanje kreditnog rizika i potencijalno snažnu latentnu volatilnost u scenariju povratka investitora na „*risk on*“ sentiment u slučaju novih sistemskih šokova.

Rast geopolitičke neizvjesnosti odrazio se na porast terminske premije tijekom 2025., signalizirajući više zahtijevane prinose investitora kao kompenzaciju za rastuću monetarnu neizvjesnost. U kombinaciji s fiskalnom ekspanzijom, prinosi na dugoročne obveznice europodručja i Japana su zabilježile značajan porast, dok su američke državne obveznice, unatoč fiskalnim rizicima, zadržale status „sigurnog utočišta“ te bilježile smanjenje prinosa u odnosu na početak godine (slika 3.4.). Početak oružanog sukoba u Iranu u ožujku 2026. povisio je volatilnosti na financijskim

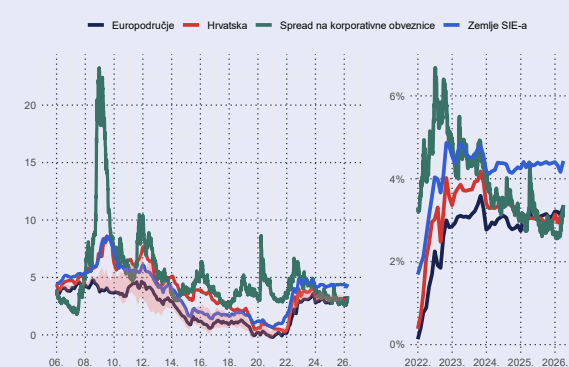
¹² Stopa inflacije je dosegla vrhunac u rujnu bilježeći razinu od 3 %, dok je stopa nezaposlenosti u studenom zabilježila najvišu razinu u 2025. godini od 4,5 %.

¹³ Godišnja stopa inflacije u SAD-u je krajem svibnja iznosila 4,2 % što je treće uzastopno povećanje.

¹⁴ Tijekom 2025. zabilježena je kontrakcija bilance od 37,3 mlrd. EUR zbog prestanka reinvestiranja dospjelih glavnica obveznica kupljenih u okviru APP (engl. Asset Purchase Programme) i PEPP (engl. Pandemic Emergency Purchase Programme) programa nastavljajući smanjivanje svog utjecaja na sekundarna tržišta.

tržištima i doveo do rasta prinosa na državne obveznice. Međunarodna energetska tržišta su zabilježila značajan skok cijena s obzirom na važnost te regije u svjetskoj opskrbi energentima¹⁵, što je izazvalo zabrinutosti oko potencijalnih inflatornih pritisaka i smjera monetarne politike središnjih banaka u ostatku godine.

Slika 3.3. Premija rizika korporativnih obveznica u padu, dok su prinosi državnih obveznica EU-a u porastu
Prinosi na dugoročne državne obveznice, u %



Napomena: ICE euro high yield spread (zeleni linija) označuje razliku prinosa između indeksa rizičnih korporativnih obveznica na europskim tržištima koje se nalaze ispod investicijskog razreda i trezorskih zapisa. Crveno područje označava interkvartilni raspon prinosa zemalja EU-a.
Izvori: Bloomberg, Eurostat, St. Louis FED

Slika 3.4. Novi geopolitički sukobi generiraju rast globalnih prinosa na državne obveznice
Rast prinosa na državne obveznice od početka 2025. godine, u baznim bodovima



Napomena: Prva vertikalna linija označava datum uvođenja recipročnih carina od strane SAD-a, a druga linija označava datum početka sukoba u Iranu.
Izvori: ESB, St. Louis FED, Investing.com

Predvođeni solidnim makroekonomskim fundamentima, prinosi na državne obveznice RH su ostali stabilni oko razine 3 % tijekom

2025. godine. Krajem godine je ipak uslijedio blagi rast prinosa uslijed prelijevanja volatilnosti s globalnih obvezničkih tržišta zbog rastućih fiskalnih pritisaka i geopolitičkih neizvjesnosti. Tako su prinosi na državne obveznice na kraju 2025. iznosili 3,14 %, što je za 7 b.b. niže od prosjeka zemalja europodručja. Osim iznadprosječnog gospodarskog rasta, relativno povoljniji uvjeti zaduživanja su rezultat i dinamike snižavanja javnog duga proteklih godina koje se također nalazi ispod prosjeka zemalja europodručja (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okruženje**). Potvrda pozitivnih makroekonomskih kretanja je stigla u ožujku 2026. povećanjem kreditnog rejtinga agencije S&P s A- na ocjenu A uz stabilne izgleda što je najveći zabilježeni kreditni rejting u povijesti RH. Također je nastavljen i rast zastupljenosti sektora stanovništva kao izvora kratkoročnog financiranja državnog duga¹⁶, koji pruža konkurentnu alternativu bankovnoj štednji. Unatoč trenutno pozitivnoj tržišnoj percepciji RH, prinosi na domaće obveznice i dalje su izloženi sistemskom riziku potencijalnog zaoštavanja uvjeta financiranja s obzirom na globalnu neizvjesnost te rastuće gospodarske i geopolitičke nestabilnosti.

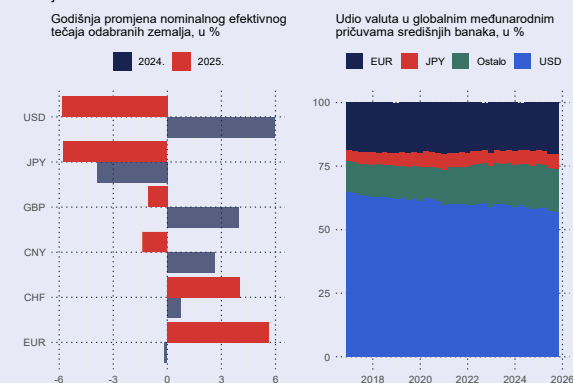
Dodatan izvor neizvjesnosti čini i volatilnost na valutnim tržištima, koja je ojačala uz recentne šokove na tržištima energenata i geostrateška preslagivanja. Nakon značajne aprecijacije krajem prošle godine,

¹⁵ Kroz blokirani Hormuški tjesnac prolazi oko petine svjetske opskrbe naftom te trećina gnojiva, dok ostale zemlje pogođene ratnim sukobom značajno sudjeluju u globalnoj opskrbi ostalim energentima poput Katra (zauzima petinu globalne opskrbe prirodnim plinom i trećinu opskrbe helija).

¹⁶ U ožujku 2025. je izdana dvogodišnja obveznica s kuponom od 2,65 % i nominalnim iznosom od 1,75 mlrd. EUR pri čemu je sudjelovalo više od 18500 građana s iznosom od 590,5 mil. EUR. Također je plasirano sedam izdanja „narodnih“ trezorskih zapisa u koje su građani uložili 6,9 mlrd. EUR.

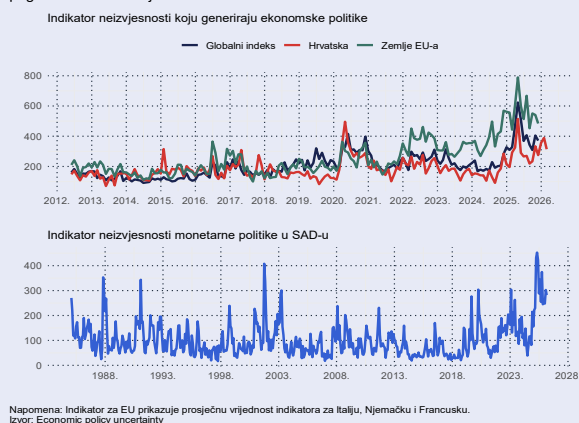
deprecijacija nominalnog efektivnog tečaja dolara u odnosu na košaricu valuta trgovinskih partnera je u 2025. iznosila 5,6 % u odnosu na kraj 2024. godine (slika 3.5.). Navedeno je rezultat rastućih geopolitičkih rizika i slabljenju povjerenja u ekonomsku politiku nove američke administracije, ali i zabrinutosti oko dugoročne održivosti javnih financija što je rezultiralo smanjenjem kreditnog rejtinga SAD-a ¹⁷. Kombinacija rastućih rizika postupno nagriza dominaciju dolara koji i dalje zauzima visok udio u globalnim međunarodnim pričuvama središnjih banaka (57 % u trećem tromjesečju 2025. godine), no s tendencijom pada (smanjenje od 7,8 p.b. od kraja 2016. godine). Postupno slabljenje dolara i zaoštavanje uvjeta financiranja, potaknuto padom kreditnog rejtinga SAD-a, pridonose globalnoj neizvjesnosti uz rastući rizik prelijevanja volatilnosti na globalna financijska tržišta.

Slika 3.5. Trgovinske napetosti i globalna neizvjesnost ugrožavaju status dolara kao svjetske rezervne valute



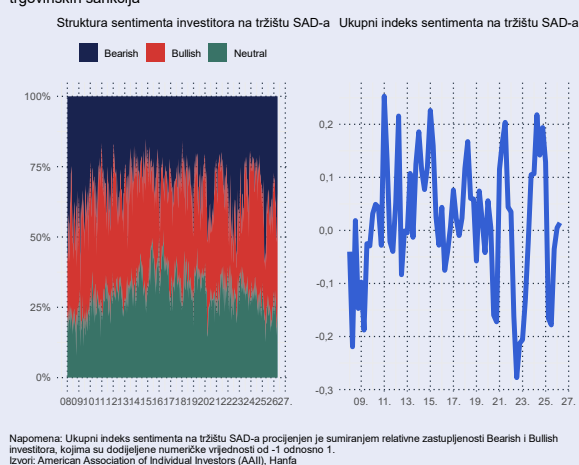
Napomena: Pozitivna promjena indeksa nominalnog efektivnog tečaja na lijevom grafikonu predstavlja aprecijaciju, dok negativna promjena predstavlja deprecijaciju tečaja pojedine valute u odnosu na košaricu valuta 64 trgovinska partnera. Bazno razdoblje indeksa je kraj 2019. godine.
Izvori: BIS, MMF

Slika 3.6. Uvođenje recipročnih carina SAD-a generiralo visoke razine neizvjesnosti, pogotovo među zemljama EU-a



Napomena: Indikator za EU prikazuje prosječnu vrijednost indikatora za Italiju, Njemačku i Francusku.
Izvori: Economic policy uncertainty

Slika 3.7. Oporavak sentimenta investitora u SAD-u nakon nestabilnosti povodom trgovinskih sankcija



Napomena: Ukupni indeks sentimenta na tržištu SAD-a procijenjen je sumiranjem relativne zastupljenosti Bearish i Bullish investitora, kojima su dodijeljene numeričke vrijednosti od -1 odnosno 1.
Izvori: American Association of Individual Investors (AAII), Hanfa

Sentiment investitora

Protekla godina je bila obilježena značajnim geopolitičkim i trgovinskim šokovima koji nastavljaju ugrožavati globalnu sigurnost i jačaju neizvjesnosti na financijskim tržištima. Indeksi neizvjesnosti dosegli su rekordne razine u travnju neposredno nakon uvođenja trgovinskih carina SAD-a, što je izazvalo snažnu tržišnu reakciju ¹⁸ te stvorilo zabrinutosti oko eskalacije trgovinskog rata koje bi imale nepovoljne implikacije na inflacijska i gospodarska kretanja. U sljedećim mjesecima je

¹⁷ Kreditna rejting agencija Moody's je u svibnju 2025. snizila kreditni rejting SAD-a s razine Aaa na Aa1, ističući zabrinutosti zbog rastućeg proračunskog deficita i javnog duga koji krajem godine iznose oko 6 %, odnosno 122 % BDP-a.

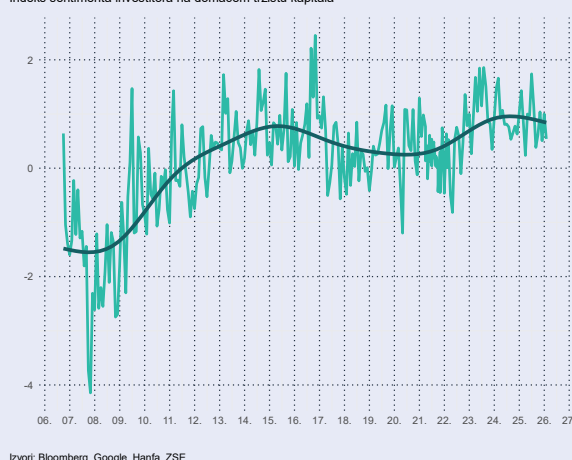
¹⁸ Indeks S&P 500 je u tjedan nakon objave zabilježio pad od 12,1 %, dok je europski indeks STOXX 600 zabilježio gubitak od 12,9 % na tjednoj razini.

zabilježeno blago smirivanje neizvjesnosti privremenom suspenzijom mjera i sklapanjem sporazuma¹⁹, no one su ostale povišene i u ostatku godine odražavajući rastuće geopolitičke tenzije u Europi i Bliskom istoku (slika 3.6.). Posebno visoke razine neizvjesnosti zabilježene su u EU-u, zbog nesigurnosti oko učinaka američkih carina te političkih nestabilnosti i rasta populizma u pojedinim državama članicama, što je oslabilo tržišni kredibilitet pojedinih zemalja članica²⁰. Uz ekonomske politike, u fokus ulazi i globalna monetarna politika, koja se suočava sa smanjenjem ponude energenata suočava sa sve izraženijim rizikom stagflacije.

Globalni je sentiment investitora zabilježio izražena kolebanja tijekom godine, odražavajući tržišna previranja u prvoj polovici godine, no ipak je u ostatku godine zadržan u pozitivnom području (slika 3.7.). Skok neizvjesnosti u travnju 2025. kratkotrajno je narušio sentiment investitora, koji se u nastavku godine oporavio pod utjecajem euforije oko razvoja umjetne inteligencije i postupnog snižavanja kamatnih stopa FED-a, doprinoseći brzom oporavku vrednovanja na dioničkim tržištima. Sentiment se pokazao relativno otpornim na pojedine šokove u drugoj polovici godine poput obustave rada državnih službi SAD-a²¹ u listopadu i rastućih tržišnih zabrinutosti oko potencijalnog cjenovnog balona tehnoloških kompanija. Intenziviranje sukoba na Bliskom istoku i

moguća energetska kriza potencirali su kolebljivost tržišnog sentimenta početkom 2026., što se može negativno odraziti na financijska tržišta u ostatku godine. Sentiment investitora na domaćem tržištu zabilježio je usporavanje u odnosu na prethodne godine (slika 3.8.), odražavajući prelijevanje globalnih tržišnih volatilnosti na raspoloženje domaćih investitora unatoč snažnom rastu profitabilnosti domaćih izdavatelja.

Slika 3.8. Prisutno usporavanje optimizma na domaćem tržištu kapitala
Indeks sentimenta investitora na domaćem tržištu kapitala



Vrijednost i volatilnost na financijskim tržištima

Financijska su tržišta tijekom 2025. zabilježila značajnu volatilnost, koja je do kraja godine ipak ublažena oporavkom tržišnog sentimenta i nastavkom snižavanja referentnih kamatnih stopa. Volatilnosti inducirane uvođenjem trgovinskih carina prelile su se na globalna dionička tržišta, poglavito europska tržišta s obzirom na naglašenu trgovinsku povezanost s SAD-om. Domaće tržište kapitala je također

¹⁹ EU i SAD su krajem srpnja sklopili okvirni trgovinski sporazum kojim SAD uvodi carinu od 15 % na većinu robe iz EU-a.

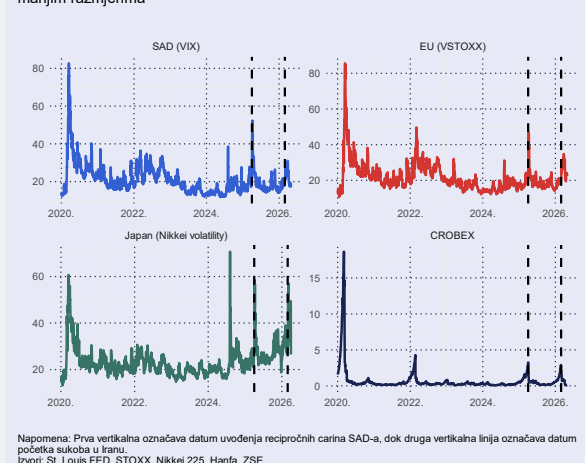
²⁰ Početkom rujna izglasano je nepovjerenje vladi premijera Francuske što je rezultiralo skokom prinosa na desetogodišnju obveznicu od 16 b.b. Također su u rujnu i listopadu kreditne rejting

agencije Fitch i S&P snizile kreditni rejting Francuske s AA- na A+.

²¹ Rad brojnih državnih službi na saveznoj razini obustavljen je tijekom listopada jer je Senat uskratio podršku prijedlogu proračuna za fiskalnu 2026. godinu.

zabilježilo porast volatilnosti u prvoj polovici 2025., ali u znatno manjim razmjerima u odnosu na razdoblje COVID-19 krize i početka ruske invazije na Ukrajinu (slika 3.9.). Skok volatilnosti ponovno je zabilježen u ožujku 2026. početkom oružanog sukoba u Iranu, s izraženijim učinkom na tržišta visoko ovisna o energentima s Bliskog istoka poput Japana²². S obzirom na moguće prelijevanje viših cijena energenata u više stope inflacije i zaokret monetarnih politika, izgledna je povećana volatilnost kroz ostatak 2026. godine.

Slika 3.9. Prelijevanje globalnih volatilnosti na domaće dioničko tržište u manjim razmjerima



Unatoč ponavljajućim globalnim šokovima, financijska tržišta su pokazala znatnu otpornost te su zadržala rast vrednovanja tijekom 2025. godine (slika 3.10.). Divergentna kretanja glavnih tržišnih indeksa obilježila su prvo tromjesečje 2025.²³, prije nego što je travanjski šok uvođenja carina izazvao kratkotrajnu paničnu rasprodaju na dioničkim tržištima, nakon čega je

tijekom svibnja uslijedio snažan oporavak nakon pozitivnih ishoda u trgovinskim pregovorima. Rast vrednovanja se održao kroz ostatak godine, pri čemu je većina globalnih indeksa imala bolju izvedbu od S&P 500 indeksa (+ 16,7 % na godišnjoj razini) čiji je rast usporio u zadnjem dijelu godine zbog bojazni oko formiranja mogućeg špekulativnog balona vezanog uz umjetnu inteligenciju. Tijekom 2025. je zabilježeno preusmjeravanje dijela ulaganja s američkog na ostala dionička tržišta, gdje se prvenstveno ističe japansko tržište sa godišnjim rastom od 26,2 % zahvaljujući rastu korporativnih zarada, fiskalnoj ekspanziji te reformama u korporativnom sektoru²⁴. Europsko dioničko tržište je također ostvarilo snažnu izvedbu (STOXX 600 je porastao +17,4 %), zahvaljujući najavljenim ulaganjima u vojne i infrastrukturne projekte te ESB-ovom snižavanju kamatnih stopa. Rast je nastavljen i u 2026. godini, unatoč kratkoročnoj korekciji u ožujku²⁵.

Tijekom 2025. većina klasa financijske imovine zabilježila je rast vrednovanja (slika 3.11.). Među sektorskim indeksima najviše se ističu banke (rast od 52 %), zbog održavanja visoke razine profitabilnosti i kapitaliziranosti, čineći ih atraktivnijim ulaganjem. Solidan je povrat zabilježio i energetske sektor (rast od 29 %) zahvaljujući programima otkupa dionica, rastu prihoda te ulaganjima u nove projekte obnovljive energije. Optimizam oko napretka umjetne inteligencije i

²² Čak 94 % naftnog uvoza Japana čine zemlje iz regije Bliskog istoka.

²³ Zabilježen pad S&P 500 indeksa od 5 %, dok su STOXX 600 i FTSE 100 zabilježili rast od 5,8 % odnosno 5,7 %.

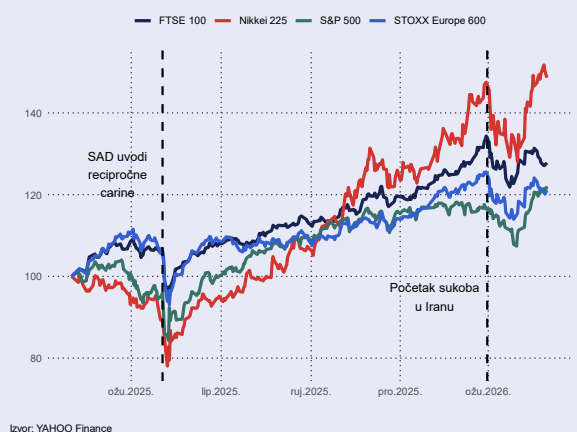
²⁴ Tokyo Stock Exchange je 2023. uveo korporativne reforme čiji je fokus na rast vrijednosti dioničarima i pokazatelja

profitabilnosti. Reforme su rezultirale investiranjem akumuliranih viškova gotovine korporacija u nove projekte te provođenjem programa otkupa dionica i isplata dividendi u širem opsegu.

²⁵ Najveću korekciju zabilježio japanski indeks Nikkei 225 (-13,2 %), dok je najmanja korekcija zabilježena u SAD-u (-5,1 %).

njena dugoročnog utjecaja na produktivnost gospodarstva nastavila je poticati rast cijena tehnoloških kompanija u SAD-u (rast od 23 %) i, u nešto manjoj mjeri, unutar EU-a (rast od 10 %). Snažan uzlet cijena na kriptotržištu iz 2024. prekinut je krajem 2025., pri čemu su kriptovalute poput Bitcoina i Etheruma zabilježile značajnije korekcije (pad od 7 %, odnosno 11 %). Navedeno je posljedica šireg sudjelovanja institucionalnih investitora, čime se tržište kryptoimovine sve više integrira u tradicionalni financijski sustav i sentiment postaje osjetljiviji na makroekonomske²⁶ i monetarne šokove te odljeve iz specijaliziranih ETF-ova²⁷.

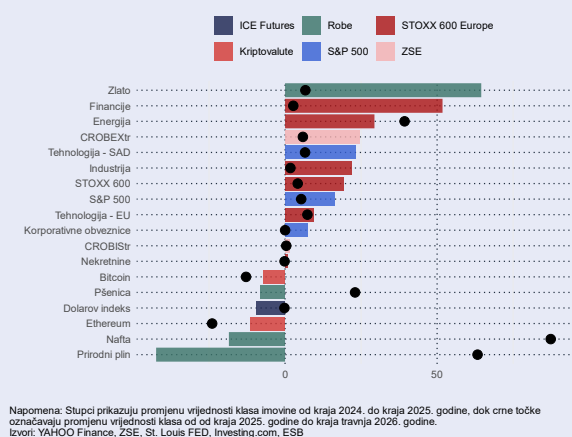
Slika 3.10. Novi geopolitički šok ugrozio oporavak dioničkih tržišta nakon trgovinskih sankcija SAD-a
Globalni dionički indeksi, 100 = 30.12.2024.



Rast vrednovanja je zadržan i početkom 2026., pri čemu je izbijanje energetske krize izazvano zatvaranjem Hormuškog tjesnaca je potaknulo snažan rast cijena energenata. Tako su nafta i plin zabilježili signifikantan rast cijena na terminskim tržištima od 87 %, odnosno 63 % u prva četiri mjeseca 2026., preokrenuvši negativna kretanja iz prethodne godine. Uvjeti visoke neizvjesnosti potaknuli su

investitore na daljnja ulaganja u zlato, čija vrijednost je porasla 65 % tijekom 2025. i još dodatnih 7 % u prva četiri mjeseca 2026., signalizirajući povišenu tržišnu averziju prema riziku. Novi porast neizvjesnosti negativno se odrazio na vrednovanja kriptovaluta tržišta koje su zabilježile nove korekcije u 2026. godini²⁸.

Slika 3.11. Širenje ratnih sukoba na Bliskom istoku izazvalo znatniji rast cijena roba i manje korekcije među ostalim klasama imovine
Promjena vrijednosti klasa imovine, u %



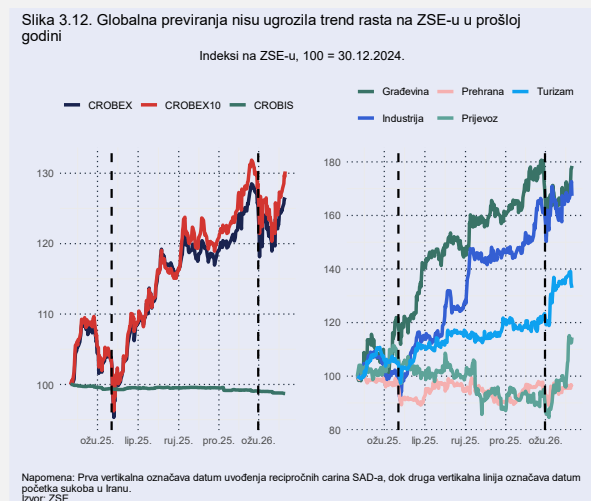
Pozitivna kretanja na domaćem dioničkom tržištu nastavljena su i tijekom 2025., uz godišnji rast CROBEX-a za gotovo 21 %. Rast korporativnih zarada i fokus ulagača na pojedine sastavnice, potaknule su rast indeksa nakon kratkotrajne travanjske korekcije, dok je obveznički indeks CROBIS zabilježio neznatan pad od 0,9 % na godišnjoj razini odražavajući blagi rast prinosa na dugoročne državne obveznice povezan sa rastućim fiskalnim pritiscima zemalja europodručja koji su povisili nerizičnu stopu, a posljedično i prinose na državne obveznice RH. U ožujku 2026. je uslijedila nova kratkotrajna korekcija CROBEX-a od 1,6 %, što je samo odgodilo daljnji cjenovni rast (slika 3.12.). Iako su

²⁶ Predsjednik SAD-a je početkom kolovoza najavio uvođenje carinske stope od 100 % prema Kini što je uznemirilo tržišta i izazvalo prisilne likvidacije pozicija na kriptotržištima koje su iznosile rekordnih 19 mlrd. dolara.

²⁷ Kripto ETF-ovi u SAD-u su u zadnjem kvartalu 2025. zabilježili neto odljeve od 1,2 mlrd. dolara.

²⁸ Zabilježen je pad Etheruma i Bitcoina od 29 % odnosno 22 %.

obje epizode bile tranzitorne naravi i nisu ugrozile pozitivna kretanja na domaćem dioničkom tržištu, one upozoravaju na osjetljivost domaćeg tržišta na nepovoljna globalna kretanja (više u [Okviru 1. Zaraza ili međuovisnost? Što povezuje hrvatsko i svjetska tržišta kapitala](#)).



Pozitivna kretanja u 2025. su ostvarili i sektorski indeksi, među kojima se ističe sektor građevine s rastom od 61 % zahvaljujući projektima širenja energetske i prometne infrastrukture te uvrštenja nove sastavnice ²⁹. Visoke povrate od 47 %, odnosno 18 % su također zabilježili sektori industrije te turizma, prvenstveno zahvaljujući pozitivnim fundamentima te isplatama dividendi u najprominentnijim sastavnicama. Kriza u Hormuzu nije imala trajniji učinak na sektorske indekse pri čemu su nakon korekcije svi zabilježili oporavak te bilježe značajan rast od početka 2026., u čemu prednjače prijevoz (rast od 26 %) i industrije (rast od 14 %).

²⁹ Početkom ožujka 2025. je uvršten ING-Grad na ZSE i u sektorski indeks građevine.

³⁰ Udio „Veličanstvenih 7“ krajem godine je iznosio oko 35 % tržišne kapitalizacije S&P 500 indeksa.

³¹ Osjetljivost tržišta na kretanja u tehnološkom sektoru se očitovala početkom 2025. godine

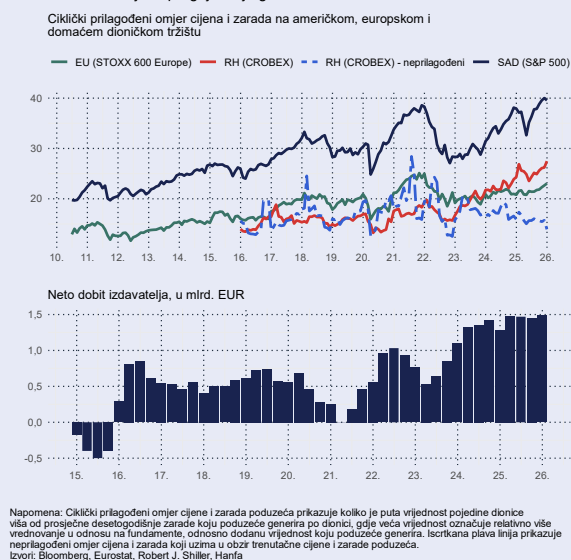
Rekordna vrednovanja na dioničkim tržištima značajan su izvor tržišnih rizika s mogućim negativnim učinkom na sektor financijskih usluga. Američko dioničko tržište je krajem 2025. doseglo rekordan omjer cijena i zarada od gotovo 40, zahvaljujući potisnutoj premiji rizika i optimizmu investitora u tehnološkom sektoru (slika 3.13.). Koncentriranost tržišne kapitalizacije u svega nekoliko tehnoloških kompanija ³⁰ te rastuća prisutnost malih ulagača koji prate dominantne tržišne trendove (engl. *herd behaviour*) povećavaju ranjivost tržišta na naglu promjenu sentimenta. Doprinos akumuliranju rizika čini i pitanje prihoda tehnoloških kompanija koje ne generiraju krajnji korisnici, već ulaganja u ostale povezane kompanije stvarajući „kružni tok financiranja“ koji je ovisan o kapitalnim investicijama. Navedena kretanja čine tržište osjetljivim na pojedine idiosinkratske rizike tehnološkog sektora³¹, što se može prenijeti na ostatak tržišta. Rast vrednovanja tijekom 2025. su zabilježila i europska tržišta pod utjecajem odmaka investitora od precijenjenih tržišta i diverzifikacije portfelja, pri čemu je omjer cijena i zarada zadržan na umjerenim razinama od 23. Snažan rast dobiti izdavatelja³² ublažila je pokazatelj omjera cijena i trenutnih zarada sastavnica CROBEX-a koji je 2025. završio na 14 puta (slika 3.13.). Iako recentan vrednovanja na proporcionalno prati rast korporativnih zarada, on ipak sve izraženije odstupa od povijesnih prosjeka, što može ukazivati na rast cikličkih

korekcijom tržišta u SAD-u zbog lansiranja kineskog DeepSeek R1 jezičnog modela koji je troškovno efikasniji od američkih konkurenata.

³² Dobit izdavatelja je u zadnjem tromjesečju rasla po stopi od gotovo 16 % u odnosu na isto razdoblje 2024. godine.

sistemskih rizika domaćeg tržišta kapitala, čija vrednovanja su ranjivo na potencijalne globalne šokove, koji postaju sve frekventniji.

Slika 3.13. Nastavljeno pregrijavanje globalnih dioničkih tržišta



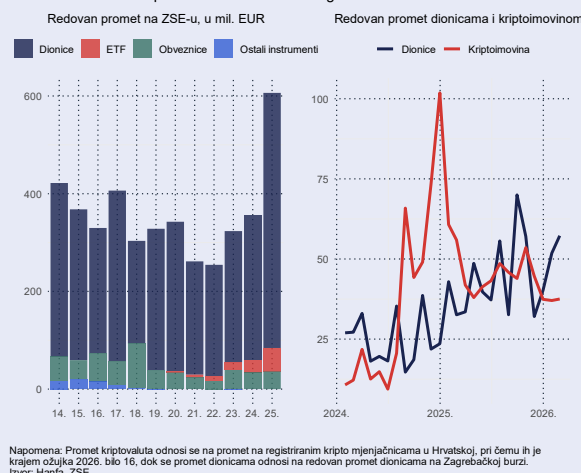
Likvidnost i koncentracija tržišta

Kretanja na domaćoj burzi tijekom 2025. obilježili su rekordni iznosi redovnog prometa i nova uvrštenja, no ranjivosti poput visoke koncentracije trgovanja i nedostatka likvidnosti su i dalje prisutne. Proteklu 2025. je obilježio rekordan iznos redovnog prometa od 606 mil. EUR, što je porast od gotovo 71 % na godišnjoj razini, od čega čak 86,1 % čini promet dionicama. On je potaknut i sa tri nova uvrštenja koja su uz institucionalne, privukla interes i malih ulagača³³. Snažan rast prometa od 84,6 % su tijekom 2025. zabilježili i ETF-ovi koji su čak nadmašili i redovan promet obveznicama (slika 3.15.). Nakon uzleta krajem 2024. godine generiranog euforijom oko deregulacije sektora kripto imovine u SAD-u, mjesečni

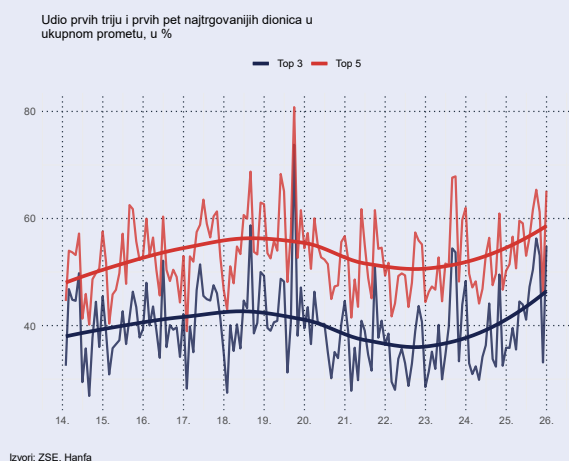
³³ Tijekom 2025. su na ZSE uvršteni građevinska kompanija Ing-Grad (IG) u ožujku, poljoprivredno-prehrambeni koncern Žito Grupe (ZITO) u srpnju, te kompanija za autodijelove Tokić (TOK) u studenom. Ukupni prikupljeni iznos

promet kripto valutama u registriranim kripto mjenjačnicama u RH se vratio na razine dioničkog prometa pri čemu je koncem 2025. zabilježen godišnji porast od 27,1 % (Slika 3.14.).

Slika 3.14. Rekordan promet na ZSE-u u 2025. godini



Slika 3.15. Izražena koncentracija trgovanja pridonosi riziku tržišnih oscilacija uz nedostatan likvidnost



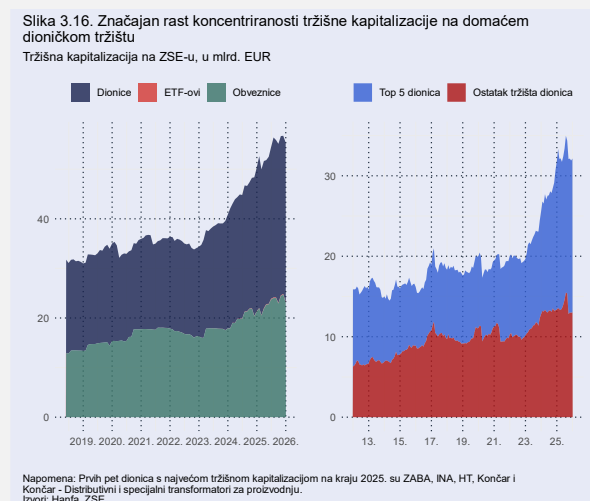
Unatoč rastu cijena i obujma prometa, uski fokus investitora na svega nekoliko dionica ističe se kao strukturna ranjivost domaćeg tržišta kapitala. Tijekom 2025. zabilježen je izraženiji rast koncentracije trgovanja u odnosu na 2024., pri čemu je prvih pet najtrgovanijih dionica³⁴ u prosjeku zauzimalo oko 57 % ukupnog prometa, dok su prve tri činile

je iznosio oko 214 mil. EUR pri čemu je sudjelovalo 8281 malih ulagača.

³⁴ Prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo tijekom 2025. godine su Končar, Končar – D&ST, HT, Končar – D&ST (povlaštena dionica) i Adris Grupa.

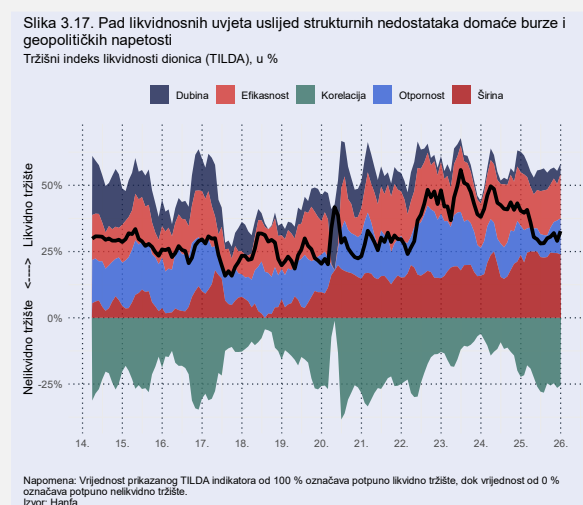
više oko 44 % redovnog prometa dionicama (slika 3.15.). Dodatna potpora visokoj koncentraciji trgovanja je i nastavak trenda pada broja uvrštenih dionica³⁵ čime se smanjuje atraktivnost domaćeg tržišta kapitala i širine ponude malim ulagačima.

Tržišna kapitalizacija je zabilježila porast od 10 % na godišnjoj razini čime je dosegla iznos od 55,4 mlrd. EUR na kraju godine. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica zabilježila nešto sporiji porast (od 11 %) u odnosu na prethodnu godinu, dok je obveznički segment zabilježio porast tržišne kapitalizacije od 8,3 % što se može pripisati novim uvrštenjima³⁶. ETF-ovi su zabilježili porast tržišne kapitalizacije od 69,4 %, no i dalje imaju relativno nisku zastupljenost u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji s udjelom od 0,2 %. Koncentracija domaćeg tržišta kapitala je vidljiva i u vrednovanjima, pri čemu je krajem godine pet najistaknutijih izdanja činilo gotovo 60 % ukupne tržišne kapitalizacije dionica na domaćem tržištu (slika 3.16.).



³⁵ Unatoč novim trima uvrštenjima, tijekom 2025. su zabilježena četiri izvrštenja pri čemu je snižen broj ukupnih uvrštenih dionica na 77.

Likvidnosni uvjeti na domaćem tržištu blago su pogoršani tijekom 2025., pri čemu je likvidnost prosječne dionice smanjena unatoč značajnom povećanju tržišne aktivnosti koja je dominantno bila usmjerena prema nekolicini najlikvidnijih izdanja. Tržišni indeks likvidnosti dioničkog tržišta (TILDA) zabilježio je pogoršanje tijekom 2025. godine (slika 3.17.), s izraženijim padom likvidnosti u ožujku pod utjecajem prelijevanja globalnih tržišnih previranja. Najveće smanjenje u odnosu na 2024. zabilježile su komponente dubine i efikasnosti. Smanjena komponenta dubine implicira niži broj tržišnih naloga te smanjenu mogućnost brze prodaje dionica bez stvaranja pritiska na pad cijena, dok pogoršanje efikasnosti sugerira povećanu razinu asimetričnosti informacija i transakcijskih troškova. Time su strukturne karakteristike tržišta blago pogoršane tijekom 2025., povećavajući sistemске rizike koji se mogu materijalizirati u scenariju pogoršanja cikličkih kretanja ukoliko sljedeći sistemski šok ne bude tranzitornog karaktera.



³⁶ Uvrštene su tri državne i četiri korporativne obveznice, dok je izvršteno šest obveznica tijekom 2025. godine.

OKVIR 1. ZARAZA ILI MEĐUOVISNOST? ŠTO POVEZUJE HRVATSKO I SVJETSKA TRŽIŠTA KAPITALA?

Hrvatsko tržište kapitala posljednjih godina bilježi snažan rast vrednovanja, rekordnu tržišnu aktivnost i sve veću ponudu novih uvrštenja. Istodobno, globalno okružje obilježavaju rastuće makroekonomske, geopolitičke i financijske neizvjesnosti koje povećavaju razinu cikličkih sistemskih rizika te mogu utjecati na nastavak povoljnih kretanja i na domaćem tržištu. Ovaj analitički okvir procjenjuje u kojoj je mjeri hrvatsko dioničko tržište povezano s međunarodnim tržištima kapitala te razlikuje strukturnu međuovisnost tržišta od financijske zaraze karakteristične za krizna razdoblja. Rezultati ukazuju na izraženu međupovezanost domaćeg i međunarodnih tržišta kapitala te potvrđuju postojanje važnog kanala prijenosa inozemnih šokova. Sama povezanost pritom ne znači nužno i veću ranjivost financijskog sustava, već predstavlja jedan od čimbenika koji, zajedno sa snagom fundamenata, tržišnom likvidnosti i strukturom ulagatelja, određuje njegovu otpornost. Iako se analiza temelji na povijesnim tržišnim podacima te ne predstavlja procjenu budućih tržišnih kretanja, njezini nalazi potvrđuju da međunarodno okružje ostaje ključan izvor sistemskih rizika za domaće tržište kapitala. U uvjetima povišenih geopolitičkih napetosti i povećane

neizvjesnosti na međunarodnim financijskim tržištima, kontinuirano praćenje prekograničnih kanala prijenosa šokova predstavlja važan element makroprudencijalne procjene rizika.

Zašto je međupovezanost tržišta važna za financijsku stabilnost?

Financijska tržišta nisu izolirani sustavi, već su međusobno povezana mrežom trgovinskih, financijskih i informacijskih veza kroz koje se šokovi s jednog tržišta prelijevaju na druga. U literaturi o financijskoj stabilnosti ta se povezanost konceptualno dijeli na dvije osnovne komponente: **međuovisnost** (engl. *interdependence*), odnosno strukturnu i relativno trajnu povezanost tržišta koja proizlazi iz realnih gospodarskih i financijskih veza, te **zarazu** (engl. *contagion*), pod kojom se podrazumijeva skokovit porast povezanosti u kriznim razdobljima iznad razine koju objašnjavaju temeljni čimbenici (Forbes i Rigobon, 2002). Prelijevanje šokova pritom se odvija kroz nekoliko kanala: **trgovinski** putem izloženosti zajedničkim izvoznim tržištima, **financijski** posredstvom zajedničkih ulagatelja i prekograničnih tokova kapitala te **informacijski**, kod kojeg šok u jednoj zemlji potiče ponovnu procjenu rizika u drugim, naizgled nepovezanim tržištima. Za relativno malo i otvoreno gospodarstvo poput hrvatskoga, čije je tržište kapitala

usko povezano s europskim i regionalnim tržištima, razumijevanje intenziteta i smjera te povezanosti ključno je za procjenu prekogranične dimenzije cikličkih sistemskih rizika. Za domaće tržište kapitala takva je analiza osobito važna jer omogućuje procjenu ranjivosti domaćeg financijskog tržišta na vanjske šokove, sa važnim implikacijama i za institucionalne investitore poput mirovinskih i investicijskih fondova te društava za osiguranje.

Domaće dioničko tržište već nekoliko godina bilježi snažan rast vrednovanja, uz rekordnu razinu aktivnosti i nova uvrštenja. Glavni dionički indeks CROBEX nastavio je rasti treću godinu zaredom, uz porast od gotovo 21 % u 2025., dok je redovni promet na Zagrebačkoj burzi dosegnuo rekordnih 606 mil. EUR, uz gotovo 71 % rasta na godišnjoj razini (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**). Takva pozitivna kretanja, potpomognuta povoljnim makroekonomskim okruženjem i poboljšanjem kreditnog rejtinga Republike Hrvatske, dodatno su ojačala ulogu domaćeg tržišta kapitala, ali i povećavala važnost procjene njegove izloženosti vanjskim šokovima.

Istodobno, međunarodno financijsko okruženje obilježava povećana neizvjesnost, zbog čega ciklički sistemski rizici na globalnim tržištima kapitala ostaju povišeni. Tijekom 2025. i početkom 2026. financijska su tržišta prolazila kroz nekoliko epizoda pojačane volatilnosti, od šoka izazvanog uvođenjem američkih trgovinskih carina do materijalizacije geopolitičkog

rizika povezanog s oružanim sukobom na Bliskom istoku (više u poglavljima **2. Makroekonomsko okruženje** i **3. Financijska tržišta**). U okruženju visokih tržišnih vrednovanja i rastuće koncentracije povećava se mogućnost naglih korekcija cijena financijske imovine te njihova prelijevanja na domaće tržište kapitala.

Polazeći od tih okolnosti, ovaj analitički okvir ispituje u kojoj su mjeri kretanja na domaćem tržištu kapitala povezana s međunarodnim tržištima, osobito u razdobljima tržišnih poremećaja. Pritom se rast korelacija tijekom kriznih razdoblja ne može automatski tumačiti kao dokaz financijske zaraze, jer dio tog povećanja proizlazi isključivo iz povećane volatilnosti izvorišnog tržišta, a ne iz stvarnog jačanja veza među tržištima. Zanimarivanje te razlike može dovesti do precjenjivanja vanjske ranjivosti domaćeg tržišta kapitala. Stoga se analiza temelji na dva komplementarna pristupa:

1. **procjena ukupne međupovezanosti i smjera prelijevanja šokova** primjenom indeksa prelijevanja (Diebold i Yilmaz, 2012), kojim se prati dinamika povezanosti kroz vrijeme i utvrđuje djeluje li domaće tržište kao neto primatelj ili neto izvor šokova;
2. **razlikovanje tržišne međuovisnosti od financijske zaraze** primjenom Forbes-Rigobon korekcije, kojom se iz kriznog rasta korelacija uklanja pristranost uzrokovana povećanom volatilnošću, što omogućuje procjenu predstavlja li povećana

povezanost stvarnu promjenu transmisije šokova ili je samo statistički učinak ugrađen u mjeru korelacije.

Kombinacija tih dvaju pristupa omogućuje cjelovitiju procjenu prekogranične izloženosti hrvatskog tržišta kapitala te pruža analitički okvir za redovito praćenje sistemskih rizika i mogućih kanala njihova prelijevanja na domaći financijski sustav.

Što o prijenosu tržišnih šokova pokazuje znanstvena literatura?

Empirijska istraživanja međupovezanosti tržišta kapitala intenzivnije se razvijaju početkom 1990-ih, potaknuta spoznajom da se tijekom burzovnog sloma u listopadu 1987. korekcije cijena gotovo istodobno javljaju na većini svjetskih tržišta, unatoč znatno različitim gospodarskim okolnostima pojedinih zemalja. King i Wadhwani (1990) tu su pojavu objasnili modelom u kojem racionalni ulagatelji informacije sadržane u promjenama cijena na jednom tržištu koriste pri procjeni vrijednosti imovine na drugim tržištima, čime se šokovi prenose neovisno o njihovim fundamentima. Ubrzo nakon toga Hamao i sur. (1990) primjenom GARCH modela među prvima dokumentiraju prelijevanje ne samo prinosa, nego i volatilnosti između Tokija, Londona i New Yorka, dok su (Lin i sur. 1994) pokazali da se to prelijevanje odvija dinamički, prateći slijed otvaranja svjetskih tržišta. Ti su radovi postavili temelje suvremenog razumijevanja međunarodnog prelijevanja financijskih šokova te otvorili pitanje razlikovanja

trajne međuovisnosti tržišta od krizno uvjetovanog jačanja njihove povezanosti.

Daljnji razvoj literature usmjerio se na razgraničenje strukturne međuovisnosti (engl. *interdependence*) od financijske zaraze (engl. *contagion*). Pericoli i Sbracia (2003) sistematiziraju različite definicije zaraze prisutne u literaturi te pokazuju da se financijska kriza može međunarodno proširiti i bez tržišnih nesavršenosti, isključivo putem fundamentalnih ekonomskih veza. Dornbusch i sur. (2000) dodatno razlikuju kanale prijenosa šokova, pri čemu izdvajaju trgovinske i makroekonomske veze kao fundamentalne izvore međuovisnosti, dok financijske kanale, poput zajedničkih ulagatelja, povlačenja likvidnosti ili ponovne procjene rizika, identificiraju kao glavne mehanizme širenja tržišnih poremećaja. Poseban doprinos toj raspravi dali su Forbes i Rigobon (2002), koji pokazuju da dio rasta korelacija tijekom kriznih razdoblja proizlazi isključivo iz povećane volatilnosti izvorišnog tržišta, a ne iz stvarnog jačanja povezanosti među tržištima. Time upozoravaju da povećanje korelacija tijekom krize samo po sebi nije dostatan dokaz financijske zaraze.

Potreba za razlikovanjem međuovisnosti i zaraze potaknula je razvoj brojnih kvantitativnih mjera međupovezanosti tržišta. Diebold i Yilmaz (2009, 2012) razvili su indeks prelijevanja (engl. *spillover index*) temeljen na dekompoziciji varijance pogreške prognoze unutar VAR modela,

koji omogućuje mjerenje ukupne i usmjerene (neto) povezanosti među tržištima te praćenje njezine dinamike kroz vrijeme. Bekaert i Harvey (2003) ponudili su alternativni pristup temeljen na dvofaktorskom modelu s vremenski promjenjivim izloženostima globalnim i lokalnim čimbenicima, pokazujući da procjena stupnja integriranosti i zaraze uvelike ovisi o odabranoj definiciji tržišnih fundamenata.

Za procjenu vanjske izloženosti domaćeg tržišta kapitala posebno su relevantna istraživanja tržišta zemalja srednje i istočne Europe, koja hrvatsko tržište dosljedno svrstavaju među slabije integrirana i pretežno primateljska tržišta u regiji. Horvath i Petrovski (2012) pokazuju da su tržišta jugoistočne Europe znatno slabije povezana sa zapadnoeuropskim tržištima nego zemlje srednje Europe, pri čemu Hrvatska bilježi postupno jačanje integriranosti. Šikić i Šagovac (2017), primjenom modelima dinamičkih uvjetnih korelacija, potvrđuju relativno nisku prosječnu povezanost Zagrebačke burze s inozemnim tržištima, uz njeno privremeno povećanje tijekom globalne financijske krize i nakon pristupanja Hrvatske Europskoj uniji. Dajčman (2014) pokazuje da se porast istodobnih ekstremnih prinosa tijekom globalne financijske i europske dužničke krize, nakon kontrole za zajedničke globalne čimbenike, ne može pripisati financijskoj zarazi u užem smislu. S druge strane, Škrinjarić i Šego (2019) primjenom indeksa prelijevanja, zaključuju da je Hrvatska dugoročno

neto primatelj šokova iz međunarodnog okružja, dok su razvijenija tržišta srednje Europe dominantni emiteri tržišnih poremećaja.

Literatura o sistemskom riziku dodatno naglašava regulatornu važnost procjene međupovezanosti tržišta kapitala. Allen i Gale (2000) pokazuju da povezanost financijskog sustava istodobno omogućuje učinkovitu raspodjelu rizika, ali i njegovo širenje, zbog čega i malen šok u jednom dijelu sustava može, u nepovoljnim okolnostima, prerasti u sistemski događaj. Billio i sur. (2011) razvijaju ekonometrijske mjere povezanosti, te pokazuju da njihov rast prethodi povećanju sistemskog rizika i može poslužiti kao rani signal financijske nestabilnosti. Slično tome, ESRB i ESB (2026) upozoravaju da geoekonomska fragmentacija u recentnom razdoblju povećava intenzitet prekograničnih prelijevanja volatilnosti između financijskih tržišta i klasa, pri čemu financijski kanal predstavlja jedan od ključnih mehanizama prijenosa sistemskih rizika. Zajednički gledano, literatura pokazuje da međupovezanost tržišta nije samo statističko obilježje financijskih tržišta, već važan kanal prijenosa sistemskih rizika. Razlikovanje strukturne međuovisnosti od financijske zaraze stoga predstavlja ne samo metodološko, nego i regulatorno pitanje, budući da omogućuje precizniju procjenu prekogranične ranjivosti domaćeg tržišta kapitala i financijskog sustava.

Kako razlikovati međuovisnost od financijske zaraze?

Analizom je obuhvaćeno 15 dioničkih indeksa razvijenih europskih i svjetskih tržišta (Austrija, Italija, Francuska, Njemačka, Ujedinjena Kraljevina, Španjolska, SAD i europodručje) te tržišta srednje i istočne Europe (Hrvatska, Bugarska, Rumunjska, Slovačka, Poljska, Češka i Mađarska), pri čemu promatrano razdoblje obuhvaća tjedne podatke od 2005. do 2025. godine. Po uzoru na rad Diebolda i Yilmaza (2009), izračunati su tjedni realni prinosi:

$$r_{it}^{nom} = \ln(P_{it}) - \ln(P_{i,t-1}),$$

koji su zatim korigirani za odgovarajuću stopu inflacije kako bi se dobili realni prinosi:

$$r_{it} = r_{it}^{nom} - \ln(1 + \pi_{it}),$$

$$\ln(1 + \pi_{it}) = \frac{\ln(1 + \pi_{it}^{mjesečno})}{4},$$

pri čemu je $\pi_{it}^{mjesečno}$ mjesečna stopa inflacije u referentnom gospodarstvu³⁷. Korištenje realnih prinosa omogućuje usporedivost tržišta u razdoblju izraženih inflacijskih razlika među državama te smanjuje mogućnost da promatrana povezanost odražava zajedničke inflacijske šokove umjesto stvarnih promjena tržišnih vrednovanja.

Za procjenu volatilnosti korištena je metodologija prema Garman i Klass (1980) koja, uz početnu i zaključnu cijenu, uzima u obzir i podatke o najvišoj i najnižoj cijeni u promatranom

razdoblju radi postizanja efikasnije procjene tjedne volatilnosti:

$$\sigma_{GK,it}^2 = 0,5 * (\ln \frac{H_{it}}{L_{it}})^2 - (2\ln 2 - 1) * (\ln \frac{C_{it}}{O_{it}})^2,$$

pri čemu su O, H, L i C redom početna, najviša, najniža i završna cijena u promatranom tjednu. Tjedna volatilnost je potom procijenjena kao $\sqrt{\sigma_{GK,it}^2}$. Na seriji podataka o prinosima i volatilnosti je provedena generalizirana dekompozicija varijance pogreške prognoze unutar VAR modela unutar Diebold-Yilmaz (2012) okvira povezanosti financijskih tržišta, s vremenskim periodom prognoze od 10 tjedana čime je adresiran problem osjetljivosti modela na redoslijed varijabli. Time je procijenjena ukupna povezanost promatranih tržišta kao i udio unutrašnjih šokova i šokova iz ostalih zemalja u ukupnoj neizvjesnosti kretanja prinosa i volatilnosti pojedinog tržišta. Robusnost glavnih zaključaka dodatno je provjerena u zasebnoj analizi variranjem horizonta prognoze (2 do 20 tjedana) i širine pomičnog prozora (150, 200 i 250 tjedana), koji su potvrdili glavne zaključke osnovnog modela.

U drugom dijelu analize promatra se promjena povezanosti CROBEX-a s odabranim globalnim referentnim tržištima tijekom kriznih razdoblja, uzimajući u obzir povećanje tržišne volatilnosti (Forbes i Rigobon, 2002). Analiza obuhvaća dnevne nominalne

³⁷ Eurostat HICP za zemlje EU-a, nacionalni CPI za SAD, UK i Japan), raspodijeljena na tjednu razinu

uz pretpostavku od približno četiri tjedna u mjesecu.

logaritmirane prinose indeksa CROBEX te tri referentna tržišta: S&P 500 (SAD), STOXX Europe 600 (EU) i FTSE 100 (UK) te promatrano razdoblje od 2005. do 2025., tijekom kojeg su detektiranje tri systemske krize: globalna financijska kriza, pandemija bolesti COVID 19 i rat u Ukrajini. Za svaku kombinaciju krize i referentnog tržišta procijenjena je korelacija sa CROBEX-om. Budući da povećana volatilnost može mehanički povisiti izmjerenu kriznu korelaciju, ona se korigira za promjenu varijance izvorišnog tržišta:

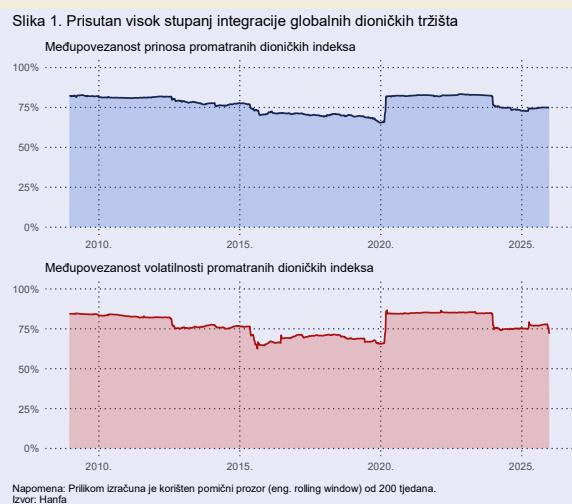
$$\rho_{kriza,FR} = \frac{\rho_{kriza,sirovo}}{\sqrt{1 + \delta(1 - \rho_{kriza,sirovo}^2)}},$$

$$\delta = \frac{\sigma_{izvor,kriza}^2}{\sigma_{izvor,mirno}^2} - 1,$$

pri čemu su $\sigma_{izvor,kriza}^2$ i $\sigma_{izvor,mirno}^2$ varijance dnevnih prinosa referentnog tržišta u kriznom, odnosno mirnom razdoblju, a $\rho_{kriza,sirovo}$ nekorigirana krizna korelacija CROBEX-a sa promatranim referentnim tržištem. Budući da su izvorišna tržišta unaprijed definirana kao globalna referentna tržišta, a CROBEX je uvijek ciljano tržište, korekcija se u ovoj analizi provodi samo u jednom smjeru (referentno tržište → CROBEX), pri čemu tako definiran smjer proizlazi iz odabira izvorišnog tržišta u formuli i nije dokaz kauzalnog utjecaja. Jednostrani test temeljen na Fisherovoj z-transformaciji korelacijskog koeficijenta (Fisher, 1921) služi za provjeru je li FR-korigirana krizna korelacija statistički značajno veća od korelacije u mirnom razdoblju, dok se Benjamini–Hochbergova korekcija (Benjamini i Hochberg, 1995)

primjenjuje radi kontrole višestrukog testiranja. Statistička značajnost potrebna je za formalnu tvrdnju o zarazi, ali njezin izostanak ne poništava deskriptivni nalaz o povećanoj kriznoj povezanosti tržišta.

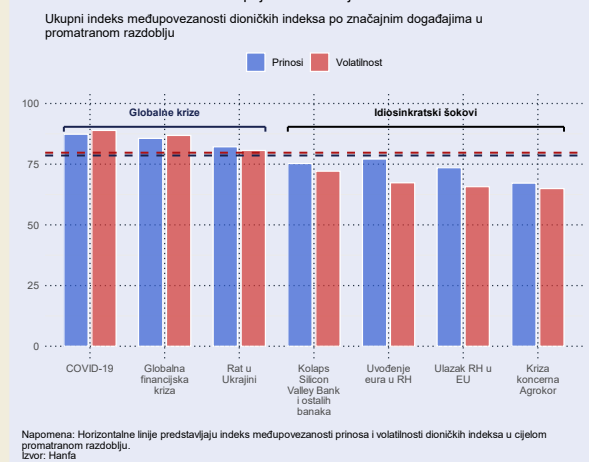
Kako se međunarodni šokovi prelijevaju na hrvatsko tržište kapitala?



Promatrana dionička tržišta tijekom cijelog razdoblja karakterizira visok stupanj međupovezanosti, pri čemu se ukupni indeks povezanosti prinosa i volatilnosti većinom zadržava iznad 70 % (slika 1.). Takva razina povezanosti upućuje na snažnu integriranost međunarodnih tržišta kapitala, zbog čega se šokovi s vodećih tržišta relativno brzo prelijevaju na ostale burze. Međupovezanost se postupno smanjivala nakon globalne financijske krize te je s 82,2 % krajem 2009. pala na 65,5 % krajem 2019. godine. Početkom pandemije COVID 19 ponovno je naglo porasla, potvrđujući da u razdobljima izraženog globalnog stresa zajednički čimbenici postaju dominantni pokretači kretanja nacionalnih tržišta. Sličan

obrazac vidljiv je i kod volatilnosti, ali uz izraženije oscilacije, što odražava veću osjetljivost tržišne neizvjesnosti na promjene globalnog okružja.

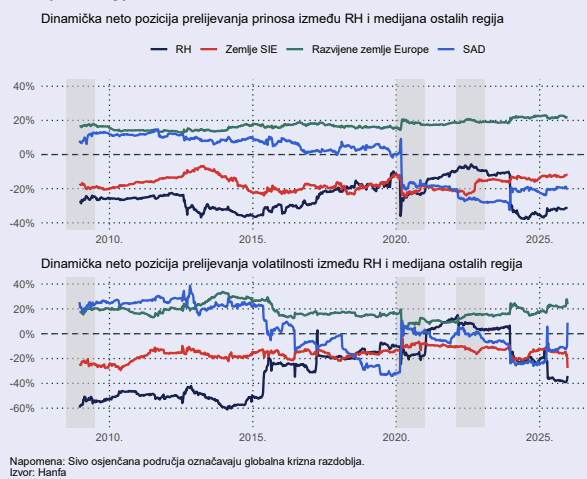
Slika 2. Globalne krize generiraju snažniju međupovezanost dioničkih tržišta u odnosu na idiosinkratske šokove pojedinih zemalja



Rezultati također pokazuju da je međupovezanost tržišta izraženija tijekom globalnih kriza nego za vrijeme događaja ograničenih na pojedine zemlje (slika 2.). Prosječna međupovezanost tijekom tri globalne krize (globalne financijske krize, pandemije bolesti COVID-19 i rata u Ukrajini) iznosi 85,0 % za prinose i 85,5 % za volatilnost, dok je tijekom četiri idiosinkratska događaja (ulazak RH u EU, kriza koncerna Agrokor, kolaps Silicon Valley Bank i uvođenje eura u RH) osjetno niža i iznosi 73,3 % odnosno 67,5 %. Najviša razina povezanosti zabilježena je tijekom pandemije bolesti COVID-19 (87,3 % za prinose i 88,9 % za volatilnost), dok je najniža zabilježena tijekom krize koncerna Agrokor (67,2 % odnosno 65,0 %), kada je domaće tržište bilo ponajprije pod utjecajem domaćih čimbenika (slika 4.). Ipak, čak i u takvim okolnostima međupovezanost ostaje visoka, što potvrđuje da hrvatsko tržište trajno djeluje unutar snažno

integriranog međunarodnog financijskog sustava, dok globalne krize postojeće veze dodatno intenziviraju.

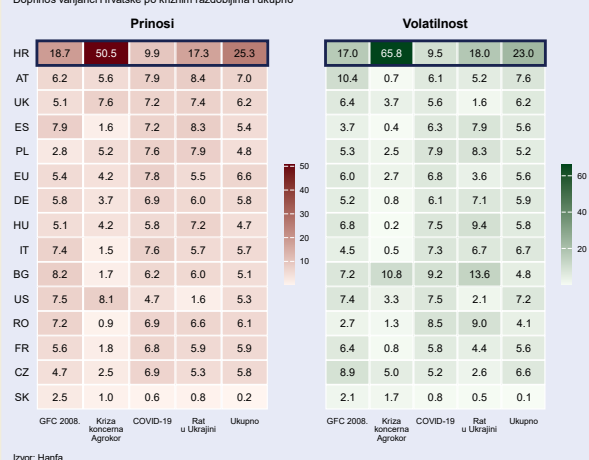
Slika 3. Hrvatska je u većini razdoblja primatelj šokova s globalnih tržišta kao i zemlje SIE regije



Analiza usmjerenih prelijevanja pokazuje da hrvatsko tržište tijekom većeg dijela promatranog razdoblja djeluje kao neto primatelj šokova prinosa i volatilnosti s inozemnih tržišta (slika 3.), dok su razvijena europska tržišta uglavnom njihovi neto izvori. Takav nalaz ne znači da inozemna tržišta uzrokuju većinu promjena na domaćem tržištu, nego da je u promatranom razdoblju veći dio informacija sadržanih u kretanjima CROBEX-a statistički dolazio iz kretanja ostalih tržišta nego što je on determinirao kretanja na tim tržištima. Dodatno, takav obrazac je u skladu s obilježjima relativno malih i manje likvidnih tržišta kapitala, poput usporedivih zemalja SIE-a, koja u pravilu više apsorbiraju međunarodne tržišne utjecaje nego što ih stvaraju. Američko tržište pritom pokazuje nešto drukčiju dinamiku, uz vidljivu promjenu nakon pandemije bolesti COVID-19, kada iz neto izvora prelazi u neto primatelja šokova. Iz perspektive sistemskih rizika, takvi rezultati potvrđuju da su kretanja

na hrvatskom tržištu kapitala u velikoj mjeri određena razvojem događaja na međunarodnim tržištima, ponajprije europskim, zbog čega njihovo praćenje predstavlja važan element ranog prepoznavanja potencijalnih rizika za domaći financijski sustav. Globalne krize pritom ne povećavaju samo ukupnu povezanost tržišta, nego mijenjaju i njihov relativni položaj u međunarodnoj mreži prijenosa šokova.

Slika 4. Domaće dioničko tržište u većoj je mjeri ovisno o kretanjima na stranim tržištima, pogotovo tijekom globalnih šokova
Doprinos varijanci Hrvatske po kriznim razdobljima i ukupno

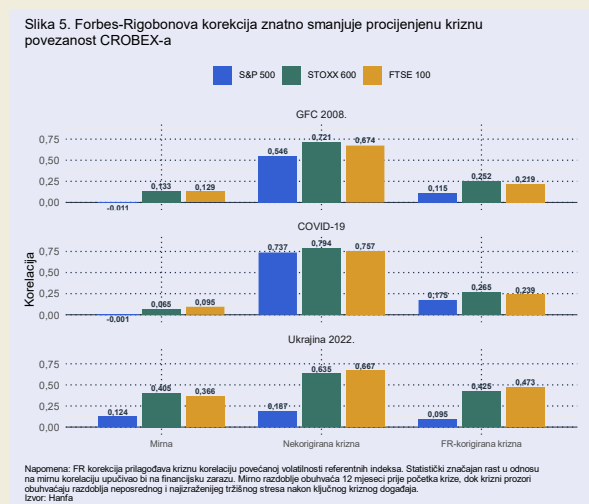


Dekompozicija varijance dodatno pokazuje koliki dio kretanja CROBEX-a proizlazi iz domaćih, a koliki iz inozemnih čimbenika (slika 4.). Tijekom krize koncerna Agrokor domaći šokovi objašnjavaju 50,5 % varijance prinosa i 65,8 % varijance volatilnosti, znatno više od doprinosa bilo kojeg pojedinačnog stranog tržišta. Suprotno tome, tijekom globalne financijske krize vlastiti doprinos Hrvatske iznosi svega 18,7 % za prinose i 17,0 % za volatilnost, dok se tijekom pandemije bolesti COVID-19 dodatno smanjuje na 9,9 %, odnosno 9,5 %. Sličan obrazac prisutan je i tijekom rata u Ukrajini, kada domaći čimbenici objašnjavaju tek oko petine ukupne varijance. U razdoblju globalnih

šokova većina neizvjesnosti stoga proizlazi iz međunarodnog okružja, dok domaći čimbenici gube relativni značaj. Na razini cijelog promatranog razdoblja vlastiti šokovi objašnjavaju približno četvrtinu varijance prinosa (25,3 %) i volatilnosti (23,0 %), dok preostali dio proizlazi iz zajedničkog djelovanja stranih tržišta. Pritom se ne izdvaja jedno trajno dominantno tržište, već se važnost pojedinih europskih, regionalnih i američkih tržišta mijenja ovisno o prirodi promatranog šoka. Rezultati potvrđuju da se izvor sistemskog rizika za hrvatsko tržište mijenja ovisno o vrsti poremećaja: tijekom globalnih kriza dominantan izvor rizika postaju međunarodna tržišta, dok tijekom domaćih poremećaja prevladavaju lokalni čimbenici.

Kako bi se procijenilo predstavlja li povećana krizna povezanost ujedno i financijsku zarazu, analizirana je povezanost CROBEX-a s trima referentnim tržištima (američkim indeksom S&P 500, europskim indeksom STOXX Europe 600 i britanskim indeksom FTSE 100) tijekom globalne financijske krize, pandemije bolesti COVID-19 i početka rata u Ukrajini (slika 5.). U svim promatranim slučajevima nekorigitane korelacije tijekom kriza snažno rastu, no nakon primjene Forbes-Rigobon korekcije povećanje je znatno manje. Najizraženiji primjer zabilježen je tijekom globalne financijske krize, kada korelacija CROBEX-a sa S&P 500 raste s -0,011 u mirnom razdoblju na nekorigitiranih 0,546, ali nakon FR korekcije iznosi

0,115³⁸. Sličan obrazac prisutan je i tijekom pandemije bolesti COVID-19, kada se nekorrigirane korelacije kreću između 0,737 i 0,794, dok korigirane vrijednosti ostaju između 0,175 i 0,265. Rezultati upućuju na to da se velik dio kriznog povećanja korelacija može objasniti naglim rastom tržišne volatilnosti, a ne nužno jačanjem samih veza među tržištima. Rat u Ukrajini pokazuje nešto drukčiji obrazac jer su korigirane promjene povezanosti male, što sugerira da je visoka krizna korelacija ponajprije odraz već postojeće međuovisnosti europskih tržišta.



Formalni statistički testovi dodatno potvrđuju takav zaključak. Ni za jednu od devet promatranih kombinacija krize i referentnog tržišta rezultati ne pružaju statistički značajne dokaze financijske zaraze prema Forbesa-Rigobon metodologiji. Najizraženiji rezidualni rast povezanosti zabilježen je tijekom pandemije bolesti COVID-19, osobito u odnosu na indeks STOXX Europe 600, no ni taj rezultat nije statistički značajan. To,

međutim, ne znači da je hrvatsko tržište tijekom kriznih razdoblja bilo izolirano od međunarodnih kretanja. Naprotiv, u kombinaciji s rezultatima analize prelijevanja šokova nalazi upućuju na zaključak da se u razdobljima povećanog stresa koristi međunarodne diversifikacije smanjuju ponajprije zbog jačanja međuovisnosti tržišta i zajedničkog djelovanja globalnih čimbenika, a ne zbog pojave financijske zaraze u užem smislu.

Makrobonitetne implikacije

Rezultati analize upućuju na to da je hrvatsko tržište kapitala trajno integrirano u međunarodni financijski sustav te da se njegova povezanost s inozemnim tržištima dodatno pojačava u razdobljima globalnih poremećaja. Istodobno, provedene analize ne potvrđuju postojanje financijske zaraze u užem smislu, već upućuju na to da se veći dio kriznog zajedničkog kretanja može objasniti rastom tržišne volatilnosti i djelovanjem zajedničkih globalnih čimbenika. U aktualnom okružju povišenih tržišnih vrednovanja, geopolitičkih napetosti i povećane neizvjesnosti takav obrazac sugerira da značajan izvor cikličkih sistemskih rizika za domaće tržište proizlazi iz mogućih korekcija na međunarodnim tržištima kapitala. Dobiveni rezultati stoga prije svega doprinose boljem razumijevanju kanala međunarodnog prijenosa šokova na domaće tržište kapitala. U makrobonitetnom kontekstu oni

³⁸ Slično vrijedi i za STOXX 600, gdje se nekorrigirana krizna korelacija od 0,721 nakon

korekcije smanjuje na 0,252, te za FTSE 100, kod kojega se smanjuje s 0,674 na 0,219.

predstavljaju dopunski analitički alat za procjenu vanjske dimenzije sistemskih rizika, pri čemu samu razinu povezanosti treba promatrati holistički i zajedno s pokazateljima otpornosti financijskog sustava kako bi se procijenile stvarne implikacije za financijsku stabilnost.

Reference

Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2000. "Financial Contagion." *Journal of Political Economy* 108 (1): 1–33. <https://doi.org/10.1086/262109>.

Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey. 2003. "Market Integration and Contagion." Working Paper No. 9510. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research, February. <https://doi.org/10.3386/w9510>.

Benjamini, Y. and Hochberg, Y. (1995) Controlling the False Discovery Rate: A Practical and Powerful Approach to Multiple Testing. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)*, 57, 289–300. <https://doi.org/10.1111/j.2517-6161.1995.tb02031.x>

Billio, Monica, Andrew W. Lo, Mila Getmansky Sherman, and Lorian Pelizzon. 2011. "Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors." SSRN Scholarly Paper No. 1963216. Social Science Research Network, November 1. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1963216>.

Dajčman, Silvo. 2014. "Was There a Contagion between Major European and Croatian Stock Markets? An Analysis of Co-Exceedances." *Economic*

Research-Ekonomska Istraživanja 27 (1): 155–68.

<https://doi.org/10.1080/1331677X.2014.952110>.

Diebold, Francis X., and Kamil Yilmaz. 2009. "Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets." *The Economic Journal* 119 (534): 158–71.

Diebold, Francis X., and Kamil Yilmaz. 2012. "Better to Give than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers." *International Journal of Forecasting, Special Section 1: The Predictability of Financial Markets*, vol. 28 (1): 57–66. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2011.02.006>.

Dornbusch, Rüdiger, Yung Chul Park, and Stijn Claessens. 2000. "Contagion: Understanding How It Spreads." *The World Bank Research Observer* 15 (2): 177–97.

ESRB and ECB. 2026. Financial Stability Risks from Geoeconomic Fragmentation. European Systemic Risk Board. <https://doi.org/10.2849/1027957>.

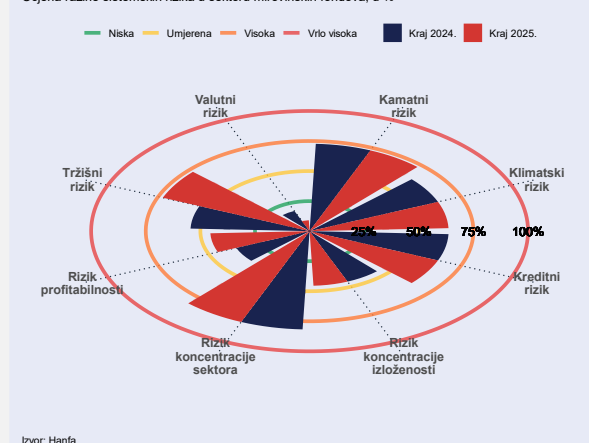
Fisher, R. A. (1921). On the "probable error" of a coefficient of correlation deduced from a small sample. *Metron*, 1(4), 3–32.

Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon. 2002. "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements." *The Journal of Finance* 57 (5): 2223–61. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00494>.

- Garman, Mark B., and Michael J. Klass. 1980. "On the Estimation of Security Price Volatilities from Historical Data." *The Journal of Business* 53 (1): 67–78.
- Hamao, Yasushi, Ronald W. Masulis, and Victor Ng. 1990. "Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets." *The Review of Financial Studies* 3 (2): 281–307. <https://doi.org/10.1093/rfs/3.2.281>.
- Horvath, Roman, and Dragan Petrovski. 2012. "International Stock Market Integration: Central and South Eastern Europe Compared." SSRN Scholarly Paper No. 2078238. Social Science Research Network, February 5. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2078238>.
- King, Mervyn A., and Sushil Wadhvani. 1990. "Transmission of Volatility between Stock Markets." *The Review of Financial Studies* 3 (1): 5–33.
- Lin, W. L., RF Engle, and T. Ito. 1994. "Do Bulls and Bears Move across Borders? International Transmission of Stock Returns and Volatility." *The Review of Financial Studies* 7 (3): 507–38. <https://doi.org/10.1093/rfs/7.3.507>.
- Pericoli, Marcello, and Massimo Sbracia. 2003. "A Primer on Financial Contagion." *Journal of Economic Surveys* 17 (4): 571–608. <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00205>.
- Šikić, Luka, and Mislav Šagovac. 2017. "An International Integration History of the Zagreb Stock Exchange." *Public Sector Economics* 41 (2): 227–57. <https://doi.org/10.3326/pse.41.2.4>.
- Škrinjarić, Tihana, and Boško Šego. 2019. "Risk Connectedness of Selected CESEE Stock Markets: A Spillover Index Approach." *China Finance Review International* 10 (4): 447–72. <https://doi.org/10.1108/CFRI-07-2019-0124>.

4. MIROVINSKI FONDOVI

Slika 4.1. Izloženost sistemskim rizicima ostala je izražena u uvjetima tržišnih, kamatnih i geopolitičkih neizvjesnosti
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru mirovinskih fondova, u %



Mirovinski su fondovi tijekom 2025. nastavili povećavati imovinu i ostvarivati pozitivne prinose unatoč povećanoj volatilnosti na financijskim tržištima. Postupna diversifikacija ulaganja i smanjenje izloženosti domaćem državnom dugu pridonijeli su smanjenju koncentracijskih rizika, ali su istodobno povećali osjetljivost sektora na globalna tržišna kretanja. U okruženju povišenih tržišnih vrednovanja, promjenjivih očekivanja o inflaciji i kamatnim stopama te izraženih geopolitičkih i trgovinskih neizvjesnosti, tržišni i kamatni rizici ostali su glavni izvori ranjivosti sektora. Privremene tržišne nestabilnosti početkom 2026. uzrokovale su kratkotrajan pad vrijednosti imovine fondova, no njihov brzi oporavak potvrdio je otpornost sektora, istodobno naglašavajući njegovu veću izloženost promjenama globalnog tržišnog sentimenta.

Ključna ciklička kretanja

Unatoč povremenim epizodama povećane volatilnosti, osobito početkom godine zbog neizvjesnosti povezanih s trgovinskom politikom SAD-a, mirovinski fondovi nastavili su bilježiti pozitivna kretanja tijekom većeg dijela 2025. godine (slika 4.2.).

Ukupna je neto imovina mirovinskih fondova na kraju 2025. dosegla 28,1 mlrd. EUR, što je povećanje od 14,0 % u odnosu na kraj prethodne godine. Neto imovina obveznih mirovinskih fondova porasla je za 13,9 %, na 26,5 mlrd. EUR, dok je imovina dobrovoljnih mirovinskih fondova povećana za 14,8 %, na 1,7 mlrd. EUR. Imovina sektora mirovinskih fondova na kraju 2025. činila je 31,0 % BDP-a i 20,9 % ukupne imovine domaćeg financijskog sustava, čime su mirovinski fondovi zadržali ulogu drugog najvažnijeg segmenta domaćeg financijskog sustava, odmah nakon kreditnih institucija. Njihov značaj ne proizlazi samo iz veličine, već i iz dugoročne investicijske orijentacije i stabilnih tokova uplata, zbog čega imaju važnu ulogu u stabilizaciji i razvoju domaćeg tržišta kapitala te u dugoročnom financiranju države i gospodarstva.

Najizraženiji relativni rast u 2025. ostvarili su obvezni mirovinski fondovi kategorije A, čija je neto imovina porasla za 65,4 %, ponajprije pod utjecajem priljeva sredstava novih članova³⁹. Kategorija B, u

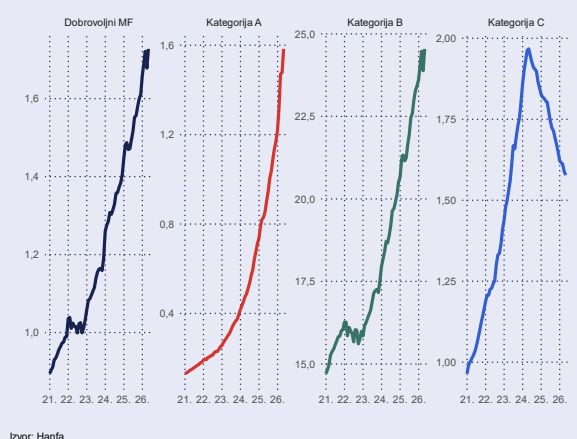
³⁹ Članove koji nakon prvog zaposlenja sami ne izaberu mirovinski fond i njegovu kategoriju REGOS automatski raspoređuje u mirovinski

fond kategorije A pod upravljanjem jednog od mirovinskih društava.

kojoj je koncentriran najveći dio imovine obveznih mirovinskih fondova (89,3 % na kraju 2025.), zabilježila je rast neto imovine od 14,3 %, čime je zadržala dominantan doprinos ukupnom povećanju imovine sustava. Istodobno je neto imovina kategorije C smanjena za 11,2 %, ponajprije kao posljedica regulatornih promjena koje su stupile na snagu u 2024.⁴⁰, a kojima je ukinut automatski prelazak članova u tu kategoriju pet godina prije ostvarivanja prava na starosnu mirovinu, što je značajno smanjilo priljeve. Dinamikom ove kategorije fondova time upravljaju odljevi povezani s umirovljenjem članova koji su ostali izraženi (slika 4.3.).

Slika 4.2. Nastavljen rast neto imovine mirovinskih fondova na razini sustava, uz razlike među kategorijama

Neto imovina mirovinskih fondova, u mlrd. EUR

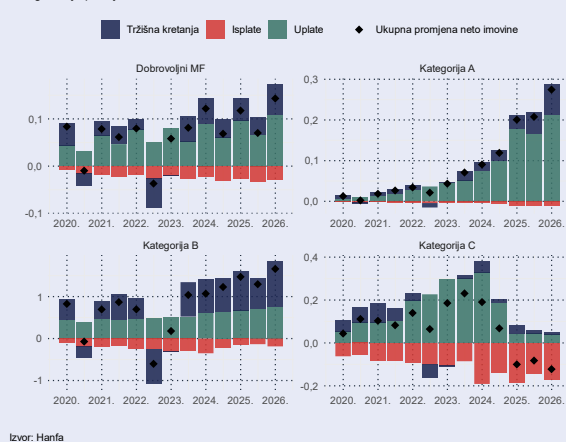


Početak 2026., privremeno je povećana volatilnost na globalnim financijskim tržištima, ponajprije kroz rast cijena energije i promjene inflacijskih očekivanja (više u poglavlju 3. Financijska tržišta). Unatoč blažem učinku na domaće tržište kapitala, navedena su se kretanja odrazila i na vrijednost imovine mirovinskih fondova,

čija je neto imovina u ožujku smanjena za 2,2 % u odnosu na kraj veljače. Razmjerno snažan oporavak uslijedio je već u travnju, ponajprije zahvaljujući relativnoj otpornosti prinosa na državne obveznice RH i pozitivnih kretanja na domaćem tržištu kapitala, čime je u velikoj mjeri nadoknađen pad vrijednosti imovine uzrokovan nepovoljnim tržišnim kretanjima u ožujku.

Slika 4.3. Pretežno povoljna tržišna kretanja i stabilne neto uplate nastavili su podupirati rast imovine mirovinskih fondova u 2025. godini

Polugodišnja promjena neto imovine mirovinskih fondova, u mlrd. EUR



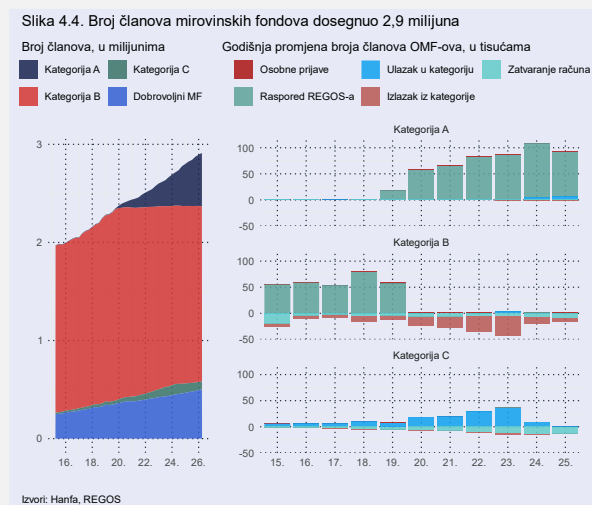
Izvor: Hanfa

Broj članova mirovinskih fondova nastavio je rasti u 2025. te je na kraju godine dosegao 2,9 milijuna, što je povećanje od 94,5 tisuća članova, odnosno 3,4 % u odnosu na kraj 2024. godine⁴¹. Premda je broj novih članova OMF-ova počeo usporavati te je u 2025. smanjen za 16,0 % u odnosu na prethodnu godinu (89,1 tisuća), on je i dalje višestruko veći od broja zatvorenih osobnih računa zbog ostvarivanja prava na mirovinu ili nasljedstvo (22,9 tisuća). Time je, unatoč sazrijevanju sustava i postupnom povećanju izlazaka, nastavljen rast ukupnog članstva u drugom stupu. Kretanja broja članova po kategorijama

⁴⁰ Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ([NN, br. 156/23](#)).

⁴¹ Pritom je broj članova obveznih mirovinskih fondova porastao za 66,2 tisuće, odnosno za 2,8 %, dok se broj članova dobrovoljnih mirovinskih fondova povećao za 28,3 tisuće, odnosno 6,1 %, dosegnuvši 495,1 tisuću.

obveznih mirovinskih fondova⁴² upućuju na nastavak postupne promjene strukture članstva, ponajprije pod utjecajem važećih pravila raspodjele novih članova⁴³ i učinaka zakonskih izmjena kojima su promijenjeni automatski mehanizmi raspodjele i prijelaza među kategorijama (slika 4.4.). Iako su zakonske promjene povećale fleksibilnost u pogledu odabira mirovinskih fondova, slaba aktivnost članova i izražena uloga automatiziranih mehanizama u raspodjeli članova dodatno naglašavaju potrebu daljnjeg jačanja financijske pismenosti i informiranosti članova o razlikama među kategorijama fondova, osobito u pogledu preuzetog rizika i očekivanog prinosa, te o važnosti aktivnog odabira mirovinske štednje.



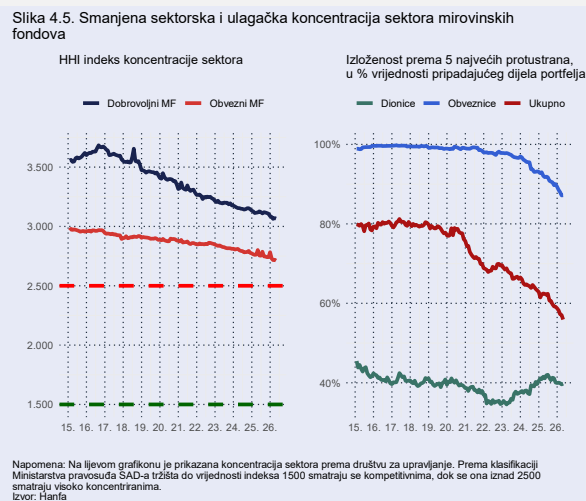
Nastavak rasta broja članova dobrovoljnih mirovinskih fondova, koji je na kraju ožujka 2026. premašio pola milijuna, upućuje na jačanje potražnje za dodatnim oblicima mirovinske

⁴² Broj članova obveznih mirovinskih fondova kategorije A porastao je za 92,4 tisuće, a broj članova fondova kategorije B i C smanjio se za 12,9 tisuća, odnosno za 13,3 tisuće.

štednje, čiji potencijal još uvijek nije u potpunosti iskorišten.

Strukturna obilježja i rizici

Sektor mirovinskih fondova i dalje obilježava visoka tržišna koncentracija, iako se ona u posljednjim godinama postupno smanjuje (slika 4.5). Takva je struktura u znatnoj mjeri uvjetovana obilježjima i regulatornim zahtjevima obveznog mirovinskog sustava, a omogućuje korištenje prednosti ekonomije razmjera, što može pridonijeti učinkovitijem upravljanju imovinom, nižim troškovima i u konačnici višim neto prinosima za članove. Istodobno, visoka koncentracija naglašava važnost stabilnosti u poslovanju pojedinih mirovinskih društava, kao osnovnog predujeta za stabilnost sektora i domaćeg financijskog sustava.

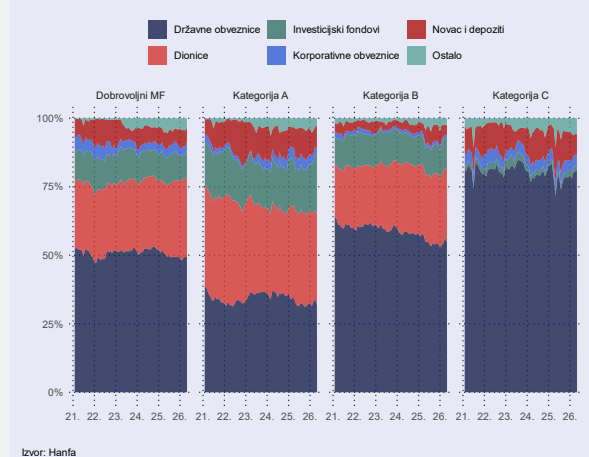


Koncentracija ulaganja mirovinskih fondova nastavila se smanjivati u 2025., no portfelji ostaju značajno usmjereni prema državnim obveznicama i domaćem tržištu. Udio državnih

⁴³ U 2025. je 4,3 % novih članova obveznih mirovinskih fondova samostalno odabralo mirovinski fond, dok je ostatak članova automatizmom preraspoređen u fondove kategorije A.

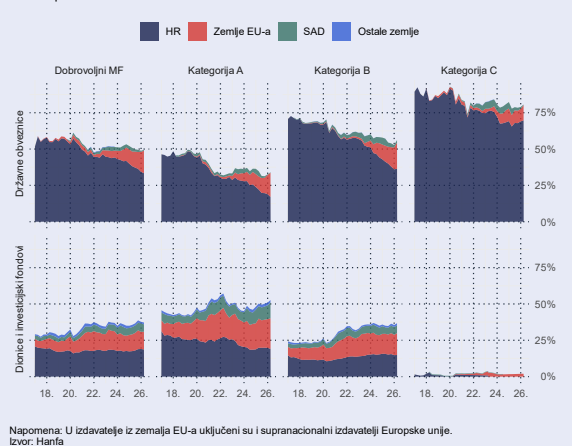
obveznica u ukupnim ulaganjima smanjen je za 5,6 p.b. tijekom 2025. (na 53,2 %), ponajprije zbog niže izloženosti domaćim državnim obveznicama (pad udjela za 7,0 p.b., na 37,1 %), ali i znatnog smanjenja izloženosti američkim državnim obveznicama (pad udjela za 3,0 p.b., na 1,6 % ukupnih ulaganja). Istodobno je povećana izloženost državnim i supranacionalnim obveznicama izdavatelja iz EU-a, (za 4,5 p.b., na 14,5 % ukupnih ulaganja), što upućuje na nastavak geografske diversifikacije obvezničkog portfelja (slika 4.7.). Tome su pridonijeli širi investicijski prostor nakon ulaska Hrvatske u europodručje, kao i veća usmjerenost novih izdanja državnih obveznica RH prema građanima, koja je smanjila relativnu ulogu institucionalnih ulagatelja. Početkom 2026. dodatno je porasla izloženost obveznicama izdavatelja iz EU-a, ponajprije pod utjecajem ulaganja u obveznice supranacionalnih izdavatelja EU-a⁴⁴, čiji je udio u prvom tromjesečju 2026. povećan za 5,5 p.b. (na 5,7 % ukupnih ulaganja).

Slika 4.6. Ulaganja se postupno diversificiraju uz i dalje znatan udio obveznica
Struktura ulaganja mirovinskih fondova prema vrsti instrumenta, u % ukupne imovine



Izvor: Hanfa

Slika 4.7. Nastavljen rast izloženosti prema izdavateljima iz EU-a
Struktura ulaganja mirovinskih fondova u obveznice, dionice i investicijske fondove, u % ukupne imovine



Napomena: U izdavatelje iz zemalja EU-a uključeni su i supranacionalni izdavatelji Europske unije.
Izvor: Hanfa

Dionička ulaganja nastavila su rasti te su na kraju 2025. činila 24,0 % ukupnih ulaganja, odnosno 0,9 p.b. više nego godinu ranije. Taj je rast odražavao pozitivna kretanja na dioničkim tržištima, ali i povećanje izloženosti dionicama izdavatelja iz zemalja EU-a, čiji je udio porastao za 1,0 p.b. (na 5,7 % ukupnih ulaganja). Iako je udio domaćih dionica blago smanjen, na 13,9 %, one su i dalje činile 57,9 % ukupnog dioničkog portfelja, potvrđujući važnost domaćeg tržišta kapitala u strukturi ulaganja mirovinskih fondova. Početkom 2026. dionička ulaganja nastavila su rasti (na 24,8 % ukupnih ulaganja na kraju prvog tromjesečja), unatoč povišenim tržišnim rizicima uslijed izraženih geopolitičkih i trgovinskih napetosti.

Koncentracija ulaganja prema pojedinim izdavateljima ostala je izražena, osobito u obvezničkom dijelu (slika 4.5.). Iako se udio pet najvećih izloženosti u ukupnom portfelju u 2025. blago smanjio, on je i dalje činio gotovo tri petine ukupnih ulaganja, dok je u obvezničkom portfelju ostao znatno viši. Na izraženu koncentraciju upućuje i

oporavak, otpornost i dugoročnu transformaciju gospodarstva EU-a.

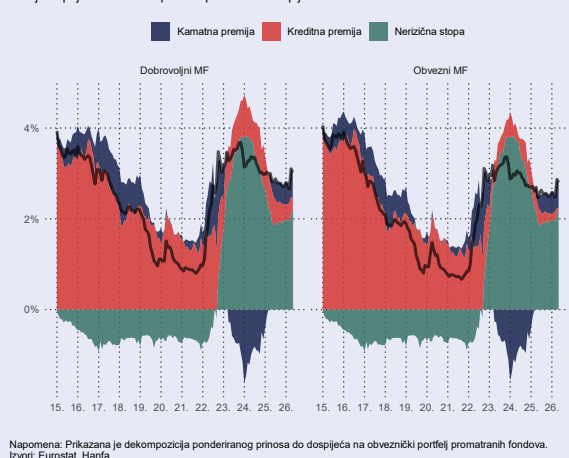
⁴⁴ Riječ je pretežito o izdanjima povezanim s programom NextGenerationEU, kojim se financiraju reforme i ulaganja usmjerena na

činjenica da su mirovinski fondovi tijekom 2025. smanjivali pojedina dionička ulaganja nakon snažnog rasta tržišne vrijednosti određenih izdavatelja, kako bi izloženost prema tim izdavateljima zadržali unutar propisanih zakonskih ograničenja. Regulatorne izmjene provedene posljednjih godina predstavljaju pozitivan korak prema većoj fleksibilnosti ulaganja i daljnjoj diversifikaciji portfelja, no njihovi će se učinci ostvarivati postupno, ovisno o tržišnoj likvidnosti, širini investicijske ponude i mogućnosti fondova da dodatnu fleksibilnost iskoriste uz primjereno upravljanje rizicima. Veća diversifikacija ulaganja može pridonijeti stabilnijim prinosima i smanjenju rizika povezanih s visokom koncentracijom portfelja. Međutim, ona ne pruža potpunu zaštitu od gubitaka tijekom sistemskih šokova, osobito u okruženju povišenih geopolitičkih i trgovinskih neizvjesnosti.

Tržišni rizici ostali su povišeni tijekom 2025., unatoč pozitivnim kretanjima na financijskim tržištima i rastu vrijednosti imovine fondova. Globalna su tržišta tijekom godine obilježile epizode povećane volatilnosti, ponajprije zbog neizvjesnosti oko trgovinske politike SAD-a, geopolitičkih napetosti te promjena očekivanja o kretanju inflacije i kamatnih stopa (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**). Iako se tržišni sentiment nakon pojedinih šokova relativno brzo oporavljao, visoka vrednovanja, potisnute premije za rizik (slika 4.8.) i rastuća koncentracija u najlikvidnijim izdanjima povećavaju mogućnost snažnijih cjenovnih korekcija u slučaju promjene očekivanja ulagatelja. Takva su se kretanja odrazila na rast rizičnosti pojedinačnih ulaganja, no razmjerno nizak portfeljni

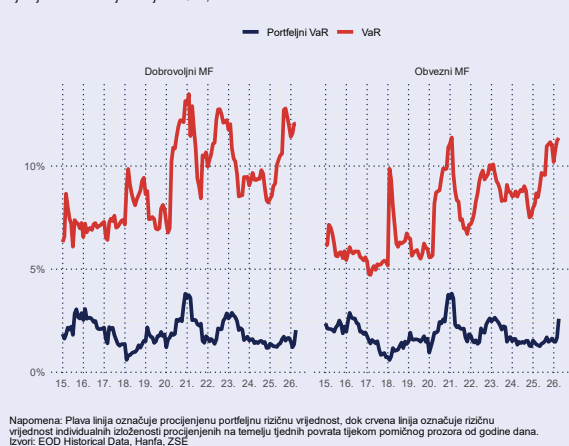
rizik upućuje na to da rastuća diversifikacija ulaganja ublažava prienos nepovoljnih tržišnih kretanja (slika 4.9.).

Slika 4.8. Premija za rizik ostala potisnuta i kroz 2025. godinu
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća



Napomena: Prikazana je dekompozicija ponderiranog prinosa do dospijeća na obveznički portfelj promatranih fondova.

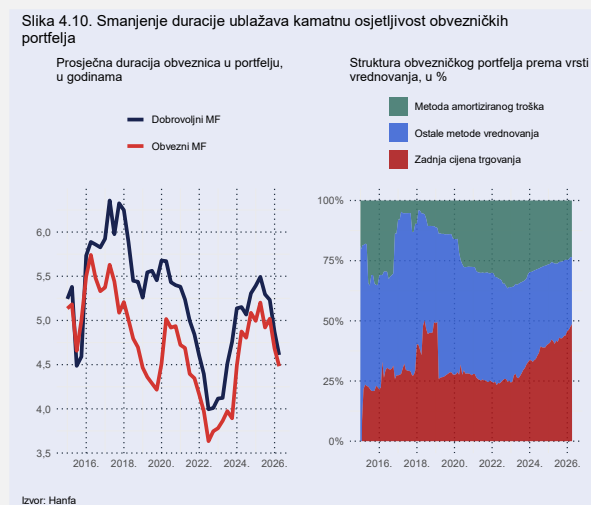
Slika 4.9. Učinci diversifikacije ublažavaju rast portfeljnog rizika
Procijenjeni gubitak po ulaganjima u dionice i investicijske fondove u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 %, u % imovine



Napomena: Plava linija označuje procijenjenu portfeljnu rizičnu vrijednost, dok crvena linija označuje rizičnu vrijednost individualnih izloženosti procijenjenih na temelju štednih povrata tijekom pomičnog prozora od godine dana.

U okruženju povijesno visoke monetarne neizvjesnosti i jačanja inflatornih pritisaka, kamatni rizik ostaje jedan od važnijih izvora tržišnog rizika za sektor mirovinskih fondova. Unatoč nastavku monetarne relaksacije tijekom 2025., prinosi na državne obveznice u europodručju porasli su pod utjecajem povećanih fiskalnih potreba, zabrinutosti oko održivosti javnog duga i povišene neizvjesnosti, zadržavajući izloženost obvezničkih portfelja promjenama tržišnih prinosa na povišenoj razini. Smanjenjem duracije obvezničkih

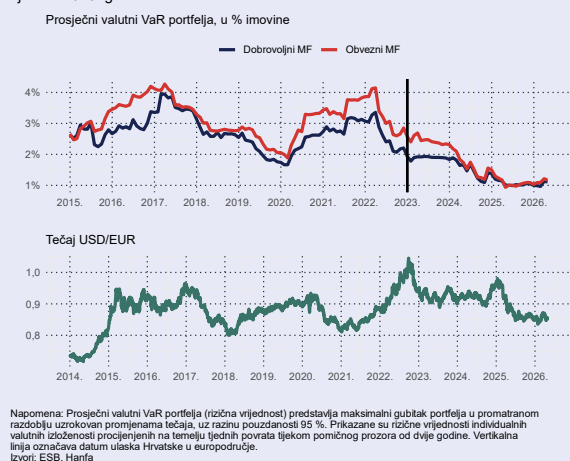
portfelja tijekom 2025.⁴⁵, mirovinski su fondovi ublažili osjetljivost vrijednosti imovine na promjene kamatnih stopa. Takvo je kretanje dijelom proizlazilo iz postupnog skraćivanja preostale ročnosti postojećih ulaganja, ali i aktivnog upravljanja obvezničkim portfeljem u promjenjivom kamatnom okružju. Istodobno, rast zastupljenosti imovine koja se vrednuje po zadnjoj cijeni trgovanja povećava osjetljivost vrijednosti portfelja na promjene tržišnih cijena. Početkom 2026. rast geopolitičkih napetosti dodatno je povećao kamatnu neizvjesnost kroz utjecaj na cijene energije, inflacijska očekivanja i očekivanja o smjeru monetarne politike, što bi moglo potaknuti zaoštavanje uvjeta financiranja.



Izloženost domaćim državnim obveznicama ostaje ključni čimbenik kreditnog rizika mirovinskih fondova. Kreditna percepcija domaćeg državnog duga ostala je povoljna tijekom 2025., potpomognuta stabilnim makroekonomskim kretanjima, smanjenjem relativnih pokazatelja zaduženosti i zadržavanjem investicijskog

rejtinga Republike Hrvatske na najvišim povijesnim razinama (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**). Takva su kretanja pridonijela očuvanju stabilnosti domaćeg obvezničkog tržišta i ublažila izloženost portfelja mogućem pogoršanju percepcije kreditnog rizika domaćeg fiskusa, što je posebice relevantno u uvjetima povećanih fiskalnih izdataka i potrebe za zaduživanjem. U takvom okružju potencijalno pogoršanje kreditne percepcije državnih izdavatelja moglo bi se brzo odraziti na vrijednost obvezničkih ulaganja te smanjiti prostor za apsorpciju nepovoljnih tržišnih šokova u portfeljima mirovinskih fondova.

Slika 4.11. Valutni rizik mirovinskih fondova na povijesno niskim razinama tijekom 2025. godine

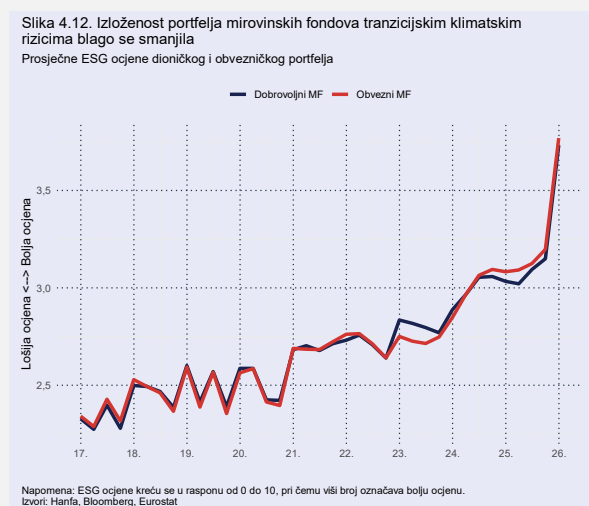


Valutni rizik mirovinskih fondova ostao je nizak tijekom 2025., ponajprije zbog usmjerenosti prekograničnih ulaganja prema izdavateljima iz europodručja. Izloženost prema američkom dolaru, koja je najveći pojedinačni izvor valutnog rizika, smanjena je tijekom 2025. za 3,2 p.b. (na 10,0 % ukupne imovine). U uvjetima povišene volatilnosti tečaja i slabljenje američkog dolara prema euru tijekom većeg dijela godine, valutni rizik sektora ostao na povijesno niskim razinama (slika

⁴⁵ Prosječna duracija obveznica u portfeljima obveznih mirovinskih fondova smanjena je

tijekom 2025. za 0,3 godine, a u portfeljima dobrovoljnih mirovinskih fondova za 0,5 godine.

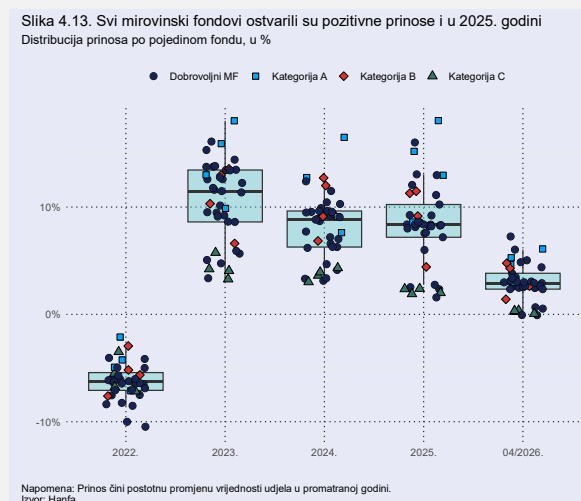
4.11.). Navedenom slabljenju dolara, pridonijele su trgovinske napetosti, promjena u očekivanjima povezanim s monetarnom politikom vodećih središnjih banaka te povećane neizvjesnosti oko ekonomske i fiskalne politike SAD-a. Stoga, iako ukupna struktura portfelja i dalje ograničava učinak valutnih promjena na razini sektora, kretanje tečaja eura prema američkom dolaru ostaje relevantan izvor neizvjesnosti, osobito u uvjetima promjenjivih očekivanja o monetarnoj politici i povišenih geopolitičkih rizika.



Izloženost mirovinskih fondova tranzicijskim klimatskim rizicima tijekom 2025. blago je smanjena, ponajprije pod utjecajem poboljšanja ESG ocjena portfelja (slika 4.12.). Unatoč tom poboljšanju, tranzicijski rizici ostaju povišeni, osobito u slučaju strožih klimatskih politika, rasta cijena emisijskih jedinica ili promjene tržišnih preferencija prema održivijim ulaganjima, budući da bi takvi čimbenici mogli nepovoljno utjecati na vrednovanje dijela ulaganja mirovinskih fondova.

Prinosi

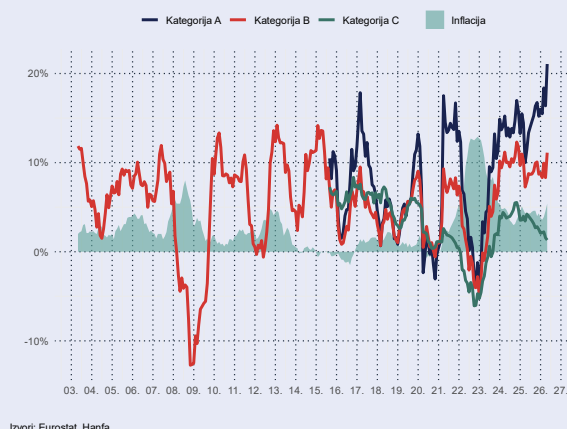
Prinosi svih kategorija mirovinskih fondova ostali su stabilni u 2025., unatoč kratkotrajnim epizodama povećane volatilnosti u prvom dijelu godine (slika 4.13.). Najviše prinose ponovno su ostvarili fondovi kategorije A, ponajprije zahvaljujući pozitivnim kretanjima na dioničkim tržištima, uz godišnji prinos od 16,0 %, dok su fondovi kategorije B ostvarili prinos od 8,8 %, a fondovi kategorije C prinos od 2,1 %. U segmentu dobrovoljnih mirovinskih fondova otvoreni fondovi ostvarili su prosječan prinos od 6,2 %, a zatvoreni fondovi od 9,1 %.



Unatoč pozitivnim nominalnim prinosima, i dalje povišena inflacija nastavila je ograničavati realne prinose mirovinskih fondova, osobito u kategoriji C⁴⁶ (slika 4.14.), čiji je konzervativniji profil ulaganja povezan s nižim očekivanim prinosima. Zbog kraćega investicijskog horizonta i većih očekivanih potreba za financiranjem budućih isplata, ostvarivanje primjerenih prinosa u toj kategoriji predstavlja poseban izazov.

⁴⁶ Fondovi kategorije C su u 2025. ostvarili negativan realni prinos od -1,2 %.

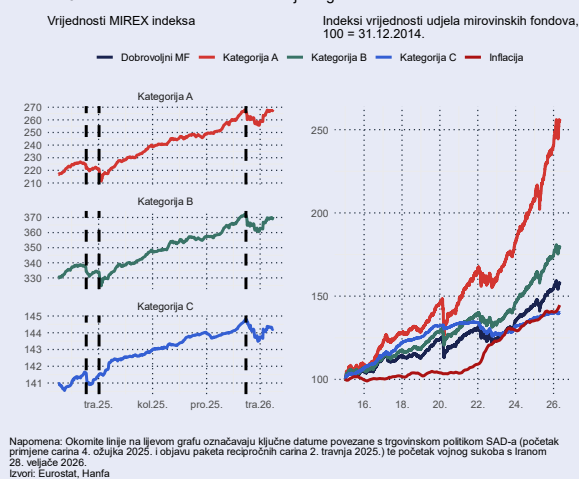
Slika 4.14. Ostvarivanje pozitivnih realnih prinosa ostaje izazov za fondove kategorije C
Godišnji prinos, u %



Početak 2026. pogoršanje tržišnog sentimenta, privremeno je nepovoljno utjecalo na vrijednost imovine i kratkoročne prinose mirovinskih fondova. Oporavak koji je uslijedio već u travnju, ponajprije zahvaljujući smirivanju tržišnih kretanja i pozitivnim kretanjima na domaćem tržištu kapitala, ublažio je dio negativnih učinaka tog šoka te

potvrdio potrebu sagledavanja prinosa mirovinskih fondova kroz dulji horizont, u skladu s dugoročnom prirodom mirovinske štednje (slika 4.15.). Istodobno, visoka vrednovanja na dioničkim tržištima, obnovljeni inflacijski pritisci te nastavak geopolitičkih i trgovinskih napetosti ostaju važni izvori neizvjesnosti za profitabilnost mirovinskih fondova.

Slika 4.15. Kratkoročni šokovi ne narušavaju dugoročni rast mirovinskih fondova

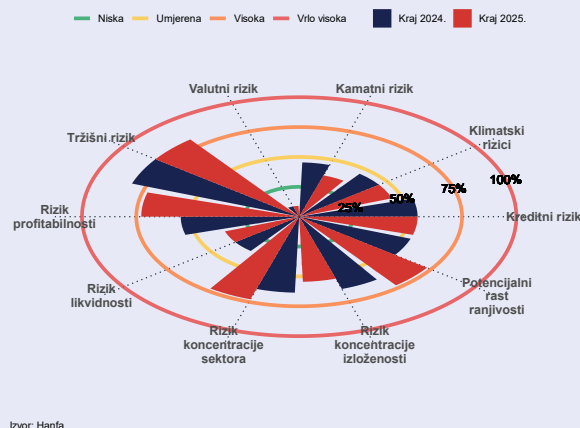


Napomena: Okomite linije na lijevom grafu označavaju ključne datume povezane s trgovinskom politikom SAD-a (početak primjene carina 4. ožujka 2025. i objavu paketa reciprocitnih carina 2. travnja 2025.) te početak vojnog sukoba s Iranom 28. veljače 2026.
Izvori: Eurostat, Hanfa

5. INVESTICIJSKI FONDOVI

Slika 5.1. Geopolitičke napetosti i tržišna neizvjesnost povećale pojedine rizike investicijskih fondova

Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru investicijskih fondova, u %

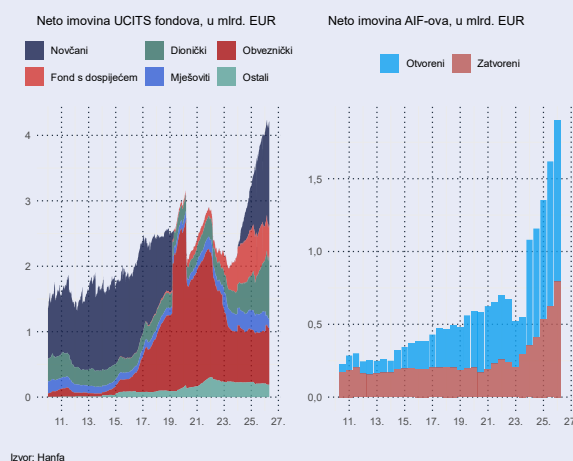


Sektor investicijskih fondova nastavio je tijekom 2025. bilježiti snažan rast neto imovine i pozitivne prinose, ponajprije zahvaljujući nastavku priljeva sredstava i povoljnim kretanjima na financijskim tržištima. Rast sektora predvodili su novčani fondovi, koji su postali najveća kategorija UCITS fondova, potvrđujući povećanu sklonost ulagatelja konzervativnijim oblicima ulaganja u okružju i dalje povišenih neizvjesnosti. Materijalizacija geopolitičkih rizika i povećana volatilnost na financijskim tržištima početkom 2026. privremeno su prekinuli pozitivna kretanja, uz pad vrijednosti imovine i prinosa fondova, nakon čega je uslijedio brz oporavak. Unatoč toj otpornosti, tržišni i kamatni rizici ostali su povišeni, dok povećana neizvjesnost na globalnim financijskim tržištima i dalje predstavlja važan izvor cikličkih sistemskih rizika za sektor investicijskih fondova.

Ključna ciklička kretanja

2025. godinu je obilježio snažan priljev sredstava u sektor investicijskih fondova, u čemu su prednjačili novčani fondovi, a rastu sektora su pozitivno pridonijela i pozitivna kretanja na financijskim tržištima. Neto imovina UCITS fondova rasla je za 25,2 % u 2025. te je krajem godine dosegla 4,0 mlrd. EUR (slika 5.2.). Najviše su tome pridonijeli novčani fondovi, koji su zabilježili neto priljeve od 740,3 mil. EUR, čime su postali najzastupljenija kategorija UCITS fondova, čineći 35,4 % ukupne neto imovine sektora na kraju 2025. godine. Pozitivne neto priljeve, zabilježili su i dionički fondovi, dok su obveznički i mješoviti fondovi ostvarili neto odljeve ⁴⁷. Neto imovina fondova s dospijećem smanjila se zbog dospjeća čak 16 fondova tijekom godine, što je smanjilo njihovu neto imovinu za 25,4 %.

Slika 5.2. Snažan rast neto imovine UCITS fondova tijekom 2025. generirali su novčani fondovi



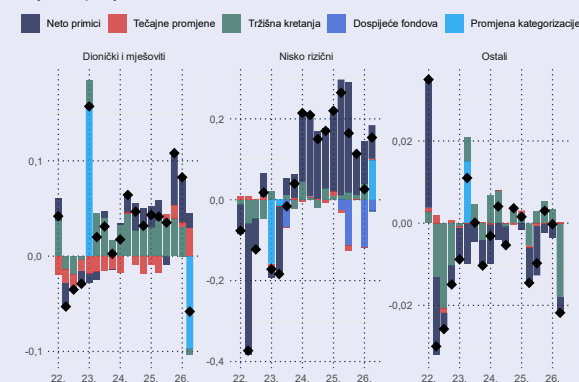
⁴⁷ Neto odljevi iz obvezničkih fondova u 2025. iznosili su 15,5 mil. EUR, dok su neto odljevi iz mješovitih fondova iznosili 5,4 mil. EUR.

Rast neto imovine UCITS fondova nastavljen je i u prva četiri mjeseca 2026., no naglo zaoštavanje geopolitičke situacije i skok volatilnosti na financijskim tržištima (o kojima možete više pročitati u poglavljima [2. Makroekonomsko okruženje](#) i [3. Financijska tržišta](#)) kratkotrajno su smanjile neto imovinu UCITS fondova početkom ožujka⁴⁸, čime se ukupna neto imovina sektora smanjila za 118,31 mil. EUR. odnosno za 2,8 %. Ipak, već u travnju je uslijedila stabilizacija i povratak rasta na financijskim tržištima, što se odrazilo i na oporavak neto imovine UCITS fondova koja je krajem travnja dosegla 4,2 mlrd. EUR, što je najviša razina u posljednjih 26 godina, nadmašivši čak i rekordnu 2007. godinu. Unatoč povoljnim recentnim kretanjima, daljnji rast sektora izložen je nepovoljnim globalnim makroekonomskim, geopolitičkim i tržišnim rizicima koji mogu ugroziti nastavak rasta sektora. Osnivanje novih alternativnih investicijskih fondova doprinijelo je rastu i alternativnih investicijskih fondova u 2025., koji su na kraju godine dosegli neto imovinu 1,9 mlrd. EUR, što je rast od 40,6 % u odnosu na kraj 2024. godine.

Povratak novčanih fondova i proširenje ponude na domaćem tržištu fondova rezultirali su snažnim prirastom malih ulagača koji su tradicionalno skloni konzervativnijim vrstama ulaganja i smanjenoj sklonosti preuzimanja rizika. Relativno sigurna priroda ulaganja novčanih fondova, koja ih čini sličnima bankovnoj štednji učinili su ih izrazito primamljivima malim ulagačima tijekom 2025. godine⁴⁹. To potvrđuje i rast broja

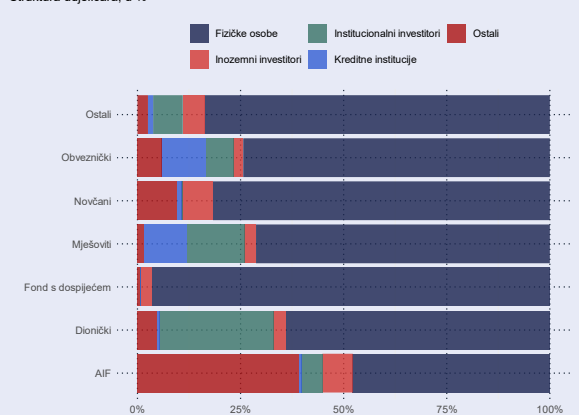
udjelničara (13,3 %) i vrijednosti njihovih udjela (25,2 %), što je ujedno povećalo i zastupljenost malih ulagača koji su na kraju 2025. činili 78,0 % vrijednosti imovine i 98,3 % broja ulagača (slika 5.4.).

Slika 5.3. Ulaganje u niskorizične fondove dovelo je do rasta neto imovine UCITS fondova tijekom 2024. i 2025. godine
Tromjesečna promjena neto imovine fondova, u mlrd. EUR



Napomena: Nisko rizični fondovi odnose se na obvezničke i novčane fondove te fondove s dospjećem, a kategorija ostali fondovi se odnosi na napajajuće i ostale fondove.
Izvor: Hanfa

Slika 5.4. U strukturi ulagatelja UCITS fondova prevladava sektor stanovništva
Struktura udjelničara, u %



Napomena: Podaci za UCITS fondove odnose se na kraj 2025. godine, a za AIF-ove na prvu polovicu 2025. godine.
Izvor: Hanfa

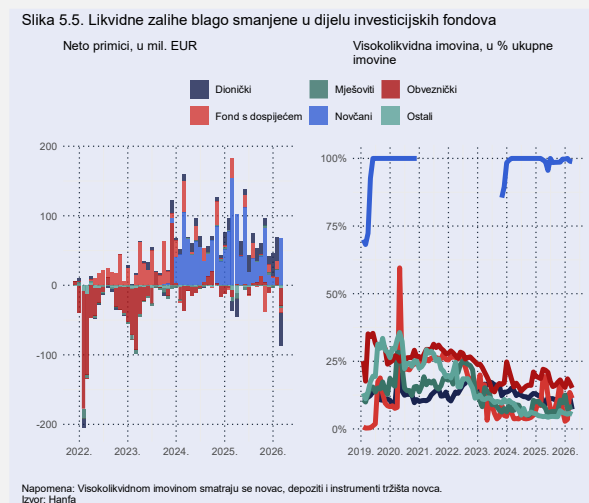
Struktura sektora ulagatelja relativno je dobro diversificirana zahvaljujući visokom udjelu malih ulagatelja. Ipak, sektor investicijskih fondova prirodno je izložen riziku naglih odljeva sredstava u slučaju sistemskih poremećaja, gdje mali i relativno konzervativni ulagatelji mogu snažno reagirati na negativne vijesti i tržišne šokove, ugrožavajući likvidnost i stabilnost fondova u ekstremnim nepovoljnim događajima. Ipak čak i u

⁴⁸ U ožujku 2026. su gotovo sve kategorije UCITS fondova zabilježile smanjenje neto imovine, a ponajviše dionički fondovi (za 9,7 %), dok su jedino novčani fondovi ostvarili rast neto imovine.

⁴⁹ Više o novčanim fondovima možete pročitati u [Makroprudencijalnom skeneru rizika 13. Okvir 1. Novčani fondovi – bolja štednja ili drugačija investicija?](#)

stresnim okolnostima koji mogu nastati u scenariju daljnje materijalizacije geopolitičkih rizika i povratka stagflacijskih pritisaka, sektor investicijskih fondova ostaje otporan i stabilan (više u poglavlju [9. Testiranje otpornosti na stres](#)).

Tijekom 2025. nisu zabilježeni značajni likvidonosni pritisci, no neizvjesnosti u ožujku 2026. snizile su zalihe likvidnosti ne novčanih fondova. Iako je udio visokolikvidne imovine ⁵⁰ u ukupnoj na razini cjelokupnog sektora rastao za 1,1 p.b. u prva tri mjeseca 2026. (dosegnuvši 43,3 %), taj rast ponajprije je rezultat povećanja zastupljenosti novčanih fondova, dok su druge kategorije fondova zabilježile blago smanjenje likvidnih sredstava (slika 5.5.). Najveći pad likvidne imovine zabilježili su dionički fondovi čiji se udio visoko likvidne imovine smanjilo za 4,6 p.b. u mjesec dana, a slijede fondovi s dospijecem (-2,2 p.b.) te obveznički fondovi (-2,0 p.b.), dok su preostale kategorije fondova zabilježile nešto umjerenije smanjenje udjela likvidne imovine u ukupnoj imovini.

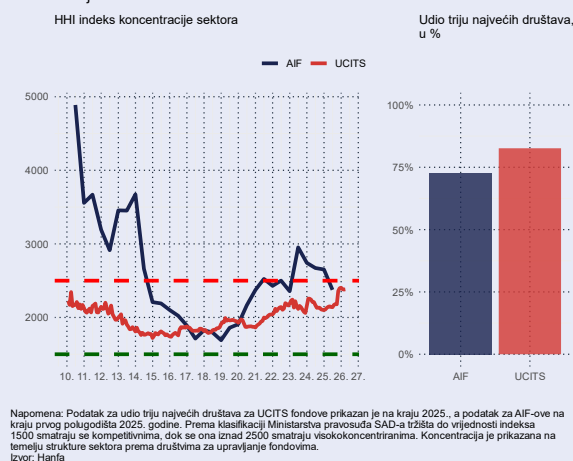


Unatoč smanjenju likvidnih pričuva kod dijela fondova, razina likvidnosti sektora i

dalje je ostala vrlo visoka i dostatna za podmirivanje potencijalnih zahtjeva za otkup udjela.

Strukturna obilježja i rizici

Slika 5.6. Smanjenje broja UCITS fondova dodatno je povećalo upravljačku koncentraciju

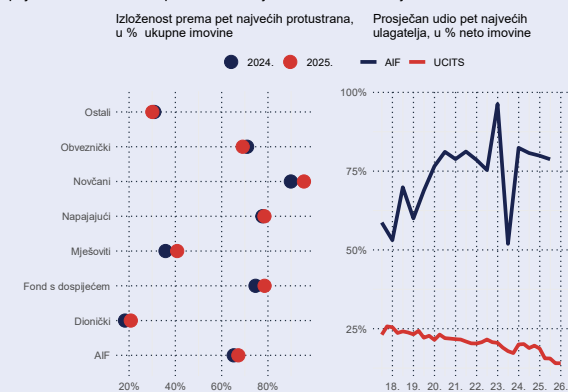


Koncentracija sektora UCITS fondova povećala se krajem 2025. zbog smanjenja ukupnog broja fondova i rasta značaja novčanih fondova. Tijekom 2025. zabilježeno je dospijecem 16 fondova s dospijecem, koje je tek djelomično nadoknađeno osnivanjem novih fondova. Tako da na kraju 2025. poslovalo 110 UCITS fondova, sedam manje nego prethodne godine. Istodobno je broj AIF-ova povećan za tri u 2025., te je sektor na kraju godine brojao na 47 fondova, čime je nastavljen trend smanjenja koncentracije sektora (slika 5.6.). Tri najveća društva upravljala su s 86,2 % neto imovine UCITS fondova, što je ponajprije posljedica rasta novčanih fondova, čija je imovina koncentrirana kod dva društva za upravljanje. Kod AIF-ova koncentracija se blago smanjila uslijed širenja ponude fondova te je sredinom 2025. iznosila 72,7 % (-5,4 p.b.). Iako je koncentracija sektora investicijskih fondova umjerena, pri čemu je riječ o razmjerno konkurentnom tržištu, rast

⁵⁰ Visokolikvidnom imovinom se smatraju: novac na računu, depoziti i trezorski zapisi.

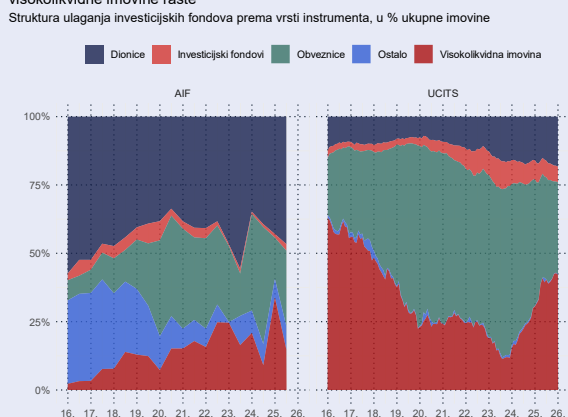
koncentracije povećava osjetljivost sektora na rizik usklađenih reakcija upravitelja tijekom tržišnih poremećaja, ali i ranjivost na idiosinkratske rizike pojedinog društva, koji se relativno brzo mogu prelići na ostatak sektora.

Slika 5.7. Iako se ukupna koncentracija ulaganja UCITS fondova smanjuje, pojedine vrste fondova povisile su svoje razine koncentracije



Napomena: Prikazan je imovinom ponderirani prosječan udio pet najvećih protustrana, odnosno ulagatelja pojedinog segmenta investicijskih fondova. Posljednji podatak za AIF-ove odnosi se na kraj lipnja 2025., a za UCITS-e kraj prosinca 2025. godine.
 Izvor: Hanfa

Slika 5.8. Udio obveznica u strukturi ulaganja nastavio se smanjivati, dok udio visokolikvidne imovine raste



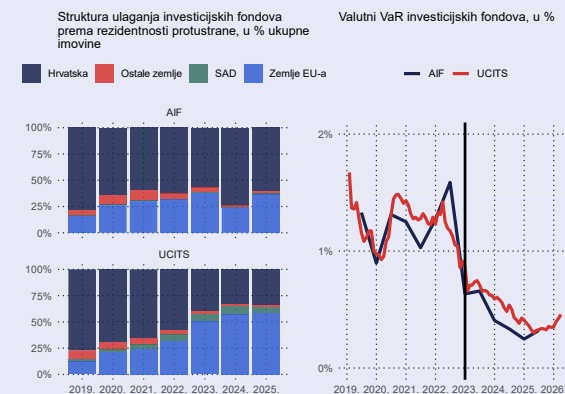
Napomena: Visokolikvidna imovina odnosi se na novac, depozite i instrumente tržišta novca.
 Izvor: Hanfa

Koncentracija ulaganja investicijskih fondova nastavila se smanjivati u 2025., iako novčane fondove strukturno karakterizira povišena koncentracija portfelja, koji je usmjeren prema ograničenom broju izdavatelja i instrumenata. Promjene u strukturi fondova odrazile su se i na strukturu ulaganja. Udio obveznica smanjen je na 33,5 % ukupne imovine UCITS fondova krajem 2025., dok je udio visokolikvidne imovine porastao na 42,2 % (22,5 % novac i depoziti, a 19,8 % instrumenti tržišta

novca). Istodobno su ulaganja u dionice i investicijske fondove također povećana na 24,0 %. UCITS fondovi su i dalje najviše izloženi sektoru države, ponajprije kroz ulaganja u domaće državne obveznice (slika 5.8.). Krajem 2025. izloženost javnoj upravi iznosila je 52,4 %, što je 5,9 p.b. manje u odnosu na 2024. godinu. Unutar dioničkog portfelja najveća izloženost je i dalje prema prerađivačkoj industriji, koja čini 67,8 % dioničkog portfelja AIF-a i 32,7 % UCITS fondova. Istodobno se povećala izloženost financijskim djelatnostima, koje su na kraju 2025. činile 29,5 % dioničkog portfelja UCITS fondova te 21,0 % portfelja AIF-ova.

Smanjenju koncentracije izloženosti pridonio je i nastavak višegodišnjeg rasta prekograničnih ulaganja u 2025. godini. Prekogranična ulaganja su i dalje dominantno usmjerena prema državama EU-a, dok se izloženost prema SAD-u smanjila za 2,3 p.b. krajem 2025. (slika 5.9.). Širenje ulaganja na veći broj tržišta pridonosi stabilnijim prinosima i smanjuje koncentracijske rizike, iako ne može u potpunosti ublažiti gubitke tijekom sistemskih tržišnih šokova. Istodobno povećava otpornost fondova na nepovoljne promjene uvjeta na domaćem tržištu.

Slika 5.9. Valutni rizik blago porastao početkom 2026. godine



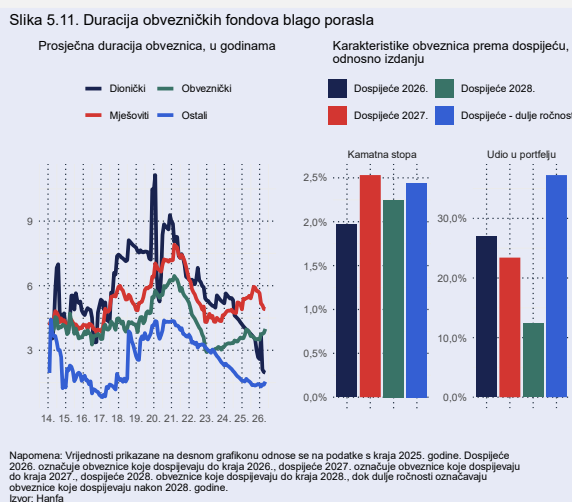
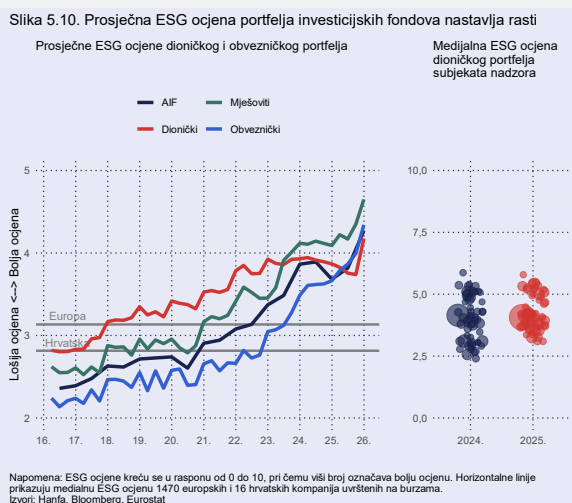
Napomena: Zadnji podatak za AIF-ove odnosi se na kraj lipnja 2025. godine. Prosječni valutni VaR portfelja (rizična vrijednost) predstavlja maksimalni gubitak portfelja u promatranom razdoblju uzrokovan promjenama tečaja, uz razinu pouzdanosti 95 %. Prikazane su različite vrijednosti individualnih valutnih izloženosti procijenjenih na temelju jednih povrata tijekom pomičnog razdoblja od dvije godine. Vertikalna linija označava datum ulaska Hrvatske u europodručje.
 Izvor: Hanfa

Zahvaljujući velikom udjelu imovine denominirane u eurima, valutni rizik ostao je nizak. Glavnina valutne izloženosti i dalje proizlazi iz američkog dolara, čiji se udio smanjio u odnosu na 2024. godinu, no ukupna izloženost blago je porasla krajem 2025. i početkom 2026., ponajprije zbog povećane volatilnosti tečaja dolara (više o kretanju tečaja možete pročitati u poglavlju [3. Financijska tržišta](#)).

Izloženost sektora investicijskih fondova tranzicijskim klimatskim rizicima blago se smanjila tijekom 2025., ponajprije zahvaljujući poboljšanju prosječnih ESG ocjena portfelja i smanjenju izloženosti prema ugljično intenzivnim industrijama (slika 5.10).

Poboljšanje odražava veću zastupljenost izdavatelja s povoljnijim ESG obilježjima, ali i rast ESG ocjena dijela izdavatelja koji su već bili zastupljeni u portfeljima fondova. Unatoč pozitivnim pomacima, razlike među pojedinim fondovima i dalje su izražene, što upućuje na nastavak prilagodbe portfelja održivim ulaganjima i postupnu integraciju ESG čimbenika u investicijske strategije. Fondovi s nižim ESG ocjenama i fondovi s višim ugljičnim intenzitetom portfelja ostaju osjetljiviji na promjene regulatornog okvira, rast troškova prilagodbe te promjene preferencija ulagatelja prema održivim ulaganjima. Navedeni čimbenici mogli bi povećati troškove prilagodbe i negativno utjecati na vrednovanje dijela ulaganja, osobito u sektorima s većom emisijskom intenzivnošću. Tijekom 2025. ugljični intenzitet dioničkih fondova blago se smanjio, dok je kod mješovitih i

obvezničkih fondova ostao relativno nepromijenjen.



Izloženost kamatnom riziku blago se povećala u 2025. unatoč smanjenju zastupljenosti obveznica u portfelju.

Glavni razlog bio je rast prosječne duracije obvezničkog dijela portfelja UCITS fondova, koja je na kraju 2025. iznosila 2,9 godina. Rast duracije bio je najizraženiji u segmentu mješovitih fondova⁵¹, dok se kod obvezničkih zadržala na približno istoj razinama, a kod dioničkih fondova dodatno smanjila (slika 5.11.). Rast duracije, uz rastuće tržišne neizvjesnosti, povećava osjetljivost investicijskih fondova na promjene kamatnih stopa te može

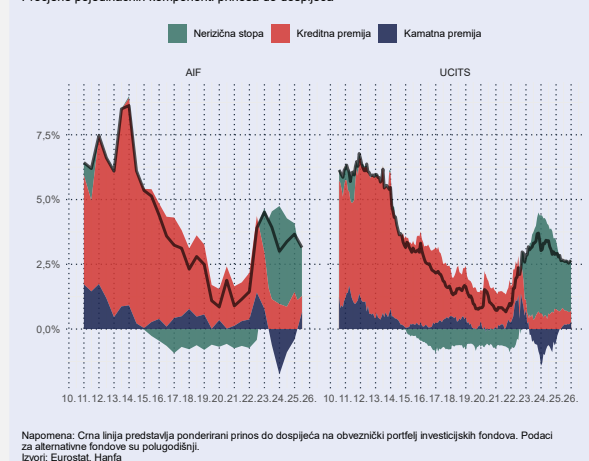
⁵¹ Prosječna duracija mješovitih fondova iznosila je 5,7 godina na kraju 2025. godine.

pojačati ranjivost portfelja u razdobljima tržišnog stresa.

Tržišni rizik UCITS fondova povećao se tijekom 2025. i početkom 2026., pod utjecajem pojačanih geopolitičkih i trgovinskih napetosti te povećane volatilnosti na financijskim tržištima.

Procijenjeni gubici pojedinih kategorija ulaganja porasli su tijekom 2025. i 2026., što upućuje na veću osjetljivost dijela portfelja na tržišne šokove. Unatoč tome, procijenjeni gubici na razini ukupnog portfelja ostali su razmjerno ograničeni, što potvrđuje važnost diversifikacije ulaganja u upravljanju tržišnim rizikom. Ipak, povećani procijenjeni gubici na razini portfelja na početku 2026. upućuju na slabljenje učinaka diversifikacije tijekom sistemskih tržišnih poremećaja, kada rast korelacija među klasama imovine smanjuje njezin zaštitni učinak (više o povezanosti tržišta i prijenosu šokova pročitati u [okviru 1. Zaraza ili međuovisnost? Što povezuje hrvatsko i svjetska tržišta kapitala?](#)).

Slika 5.12. Premija rizika i dalje se nalazi na povijesno niskim razinama
Procjene pojedinačnih komponenti prinosa do dospijeća

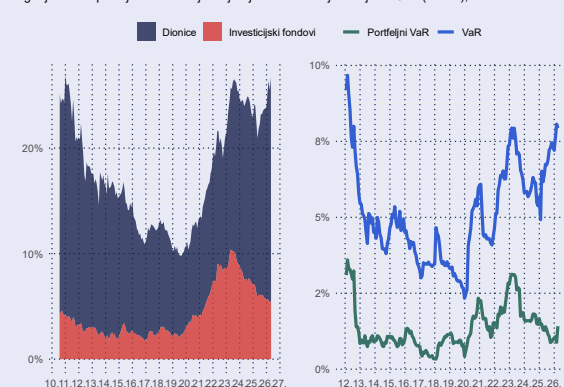


Tijekom 2025. godine kreditna premija ostala je na niskim razinama (slika 5.12.), što upućuje na stabilnu percepciju kreditnog rizika u portfeljima investicijskih fondova. Iako je početkom 2026. zabilježen blagi porast kreditne

premije, ona se i dalje nalazi ispod razina zabilježenih tijekom razdoblja povišene tržišne neizvjesnosti, pa se kreditni rizik u portfeljima investicijskih fondova i dalje ocjenjuje umjerenim.

Slika 5.13. Geopolitičke napetosti povećale tržišne rizike

Udio ulaganja UCITS fondova u dionice i investicijske fondove (lijevo) i procijenjeni gubitak po tim ulaganjima u nepovoljnom scenariju s vjerojatnosti materijalizacije od 5 % (desno), u % imovine

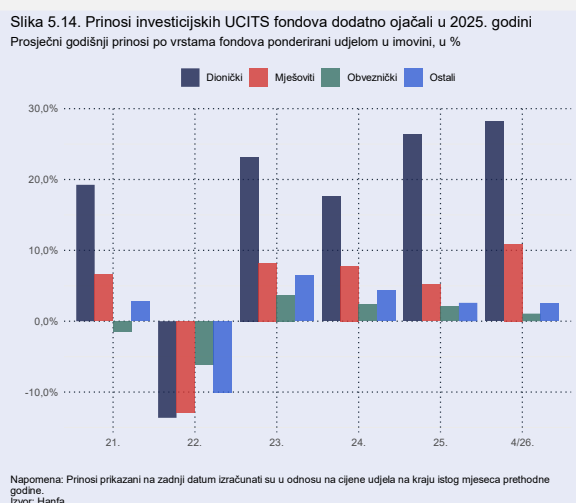


Prinosi

Unatoč povremenim epizodama povećane volatilnosti tijekom godine, financijska tržišta u cjelini ostvarila su pozitivna kretanja, što je rezultiralo pozitivnim prinosima svih kategorija UCITS fondova (slika 5.14.). Najviše prinose ostvarili su dionički fondovi (26,4 %), što je njihov najviši prinos u posljednjih deset godina. Mješoviti fondovi ostvarili su prinos od 5,2 %, a obveznički od 2,0 % tijekom 2025. godine. Unatoč pozitivnim nominalnim prinosima, konzervativnije kategorije fondova nisu uspjeli nadmašiti stopu inflacije, koja je u 2025. iznosila 3,8 % te su time ostvarili negativne realne prinose.

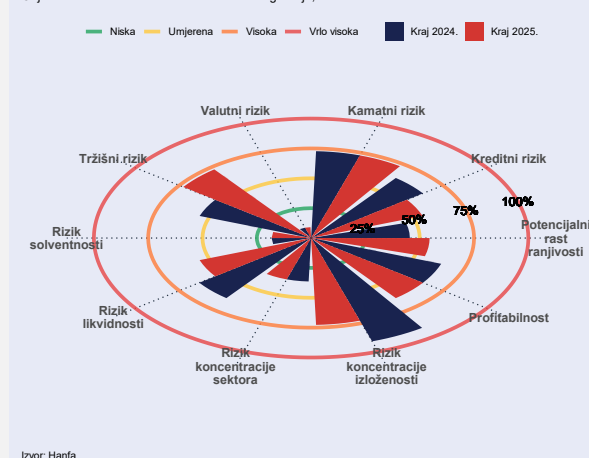
Povoljna tržišna kretanja privremeno su zaustavljena početkom ožujka 2026., kada su geopolitičke nestabilnosti dovele do kratkotrajnih korekcija prinosa UCITS fondova. Dionički i mješoviti fondovi su ostvarili najveći pad, kod kojih je najveći dnevni gubitak iznosio 2,8 % odnosno 1,1 %. Unatoč kratkotrajnoj

korekciji početkom 2026., kretanja u sektoru investicijskih fondova i dalje su povoljna, uz nastavak priljeva sredstava i razmjerno visoke prinose. Istodobno, poboljšana strukturna otpornost sektora tijekom protekle godine povećala je njegovu sposobnost apsorpcije tržišnih šokova. Ipak, ciklički sistemski rizici u globalnom okružju ostaju izraženi te bi njihova materijalizacija mogla prekinuti recentna pozitivna kretanja i nepovoljno utjecati na vrijednost imovine i prinose fondova.



6. DRUŠTVA ZA OSIGURANJE

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



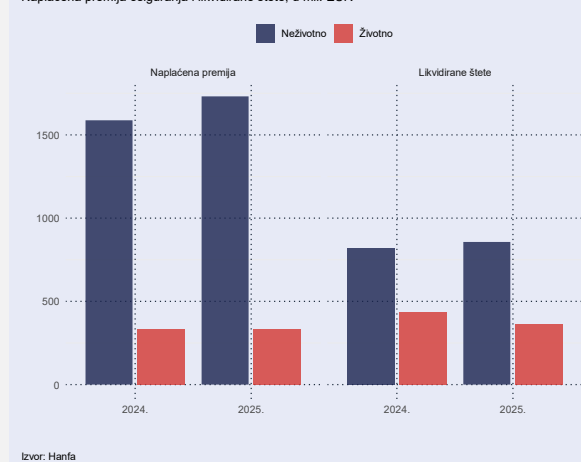
Sektor osiguranja zadržao je tijekom 2025. visoku razinu stabilnosti, profitabilnosti i kapitaliziranosti, uz nastavak rasta premije i snažnu sposobnost apsorpcije rizika. Diversifikacija ulaganja i poboljšanje kreditne kvalitete portfelja pridonijeli su jačanju otpornosti sektora, dok su niže kamatne stope povoljno djelovale na vrijednost ulaganja. Istodobno su rast izloženosti vlasničkim instrumentima i nastavak širenja *unit-linked* proizvoda povećali osjetljivost sektora na kretanja na financijskim tržištima, zbog čega su tržišni i kamatni rizici ostali najvažniji izvori ranjivosti. Unatoč rastu kapitalnih zahtjeva, snažniji rast vlastitih sredstava dodatno je ojačao kapitalnu poziciju sektora te ublažio implikacije povišenih sistemskih rizika za financijsku stabilnost.

Ključna ciklička kretanja

Tijekom 2025. smanjen je utjecaj inflacije na kretanje cijena naplaćene premije osiguranja koja je ostvarila rast od 7,5 %, dosegnuvši 2,1 mlrd. EUR.

Rast je gotovo u potpunosti ostvaren u segmentu neživotnog osiguranja, gdje je premija porasla za 9,0 % (slika 6.2.). Najveći doprinos ponovno je dao segment osiguranja vozila (obvezno osiguranje od automobilske odgovornosti te kasko osiguranje), koji je činio 54,9 % ukupne naplaćene premije neživotnog osiguranja (slika 6.3.). Iako je broj polica ovih vrsta osiguranja⁵² nastavio rasti, rast naplaćene premije osjetno je usporio, što ukazuje na postupno slabljenje utjecaja inflacije šteta na cijene osiguranja.

Slika 6.2. Neživotna osiguranja zaslužna za rast naplaćene premije
Naplaćena premija osiguranja i likvidirane štete, u mil. EUR



Dvoznamenkasti rast premije od 15,3 % ostvarilo je zdravstveno osiguranje, unatoč padu broja polica od 3,8 %, dok je premija osiguranja od požara i elementarnih šteta porasla za 10,2 % zahvaljujući nastavku trenda rasta broja

⁵² Tijekom 2025. premija kasko osiguranja porasla je za 15,1 %, a obveznog auto osiguranja za 6,2 %, zahvaljujući rastu broja polica kasko osiguranja

od 5,3 % te obveznog auto osiguranje od 3,9 % na godišnjoj razini.

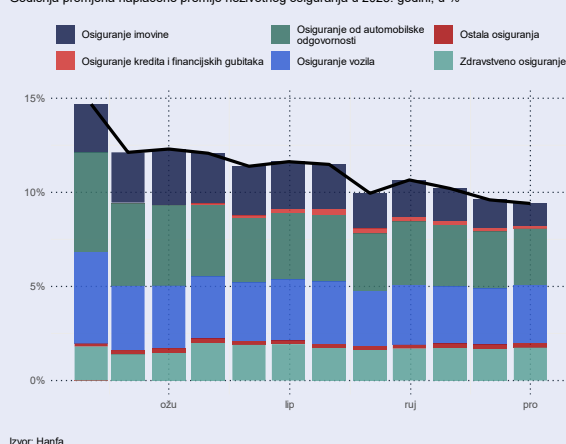
polica osiguranja (3,6 %). Takva kretanja djelomično odražavaju cjenovne pritiske i rast vrijednosti osiguranih objekata, ali i povećanje svijesti o negativnim posljedicama rizika klimatskih promjena na imovinu ugovaratelja osiguranja (više u Financijskoj stabilnosti IV, [Okviru 1. Matrica rizika: praćenje klimatskih rizika](#)).

Ukupna naplaćena premija u segmentu životnih osiguranja ostala je gotovo nepromijenjena (rast od 0,2 %) tijekom 2025. godine. Pritom je naplaćena premija tradicionalnog životnog osiguranja smanjena za 6,7 % na godišnjoj razini, dok je kod *unit-linked* proizvoda nastavljen snažan rast naplaćene premije od 22,9 % (slika 6.4.), čime je njegova zastupljenost u ukupnoj premiji životnih osiguranja dosegla 25,7 % (povećanje od 4,8 p.b. u odnosu na 2024. godinu). Rast naplaćene premije *unit-linked* proizvoda prisutan je i u većini europskih tržišta, gdje povećani interes ugovaratelja osiguranja odražava povoljne uvjete na tržištima kapitala, ali i usmjeravanje prodajnih strategija društava prema *unit-linked* proizvodima. Rast udjela *unit-linked* proizvoda mijenja profil rizika sektora te ga čini osjetljivijim na poremećaje na financijskim tržištima, koje na početku 2026. karakteriziraju vrlo visoke neizvjesnosti (više u poglavlju [3. Financijska tržišta](#)). Za razliku od tradicionalnih životnih osiguranja, koja zahvaljujući ugrađenim jamstvima i konzervativnijoj investicijskoj politici ublažavaju učinke tržišnih šokova, vrijednost *unit-linked* proizvoda izravno ovisi o kretanjima na financijskim tržištima. Time raste izloženost sektora tržišnim rizicima i jača mogućnost procikličnih reakcija ugovaratelja osiguranja u razdobljima tržišnih poremećaja.

S obzirom na navedena kretanja, udio životnih osiguranja dodatno je smanjen na svega 16,2 % ukupno naplaćene premije društava za osiguranje. Sve veći zaostatak za europskim prosjekom upućuje na potrebu daljnjeg razvoja tržišta životnih osiguranja i podizanja svijesti o njihovoj ulozi u dugoročnoj financijskoj zaštiti kućanstava, akumulaciji štednje i jačanju otpornosti financijskog sustava.

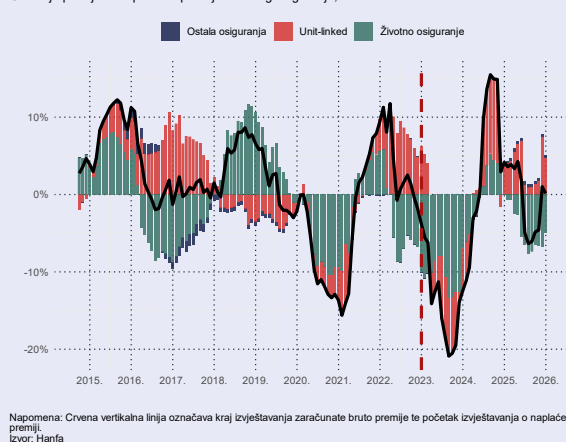
Slika 6.3. Segment osiguranja vozila najzaslužniji za rast premije neživotnih osiguranja

Godišnja promjena naplaćene premije neživotnog osiguranja u 2025. godini, u %



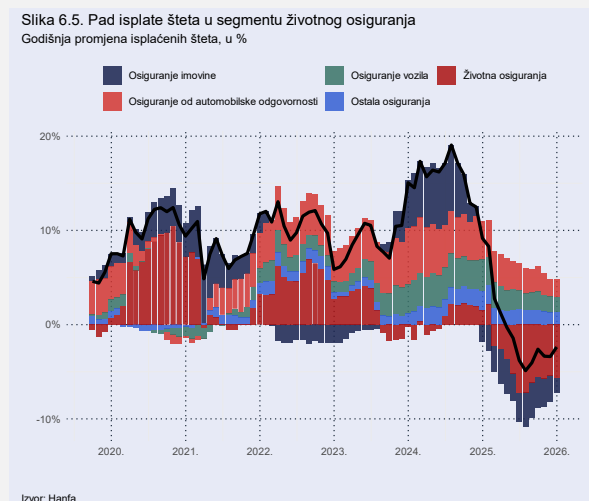
Slika 6.4. Ukupno naplaćena premija životnog osiguranja na pozitivnoj nuli u 2025. godini

Godišnja promjena naplaćene premije životnog osiguranja, u %



Na kraju 2025. ukupne likvidirane štete iznosile su 1,2 mlrd. EUR, što je za 3,0 % manje u odnosu na prethodnu godinu. U segmentu neživotnih osiguranja iznos likvidiranih šteta porastao je za 4,4 %, znatno sporije nego u 2024. (10,5 %), što također ukazuje na slabljenje utjecaja inflacije šteta, osobito u segmentu

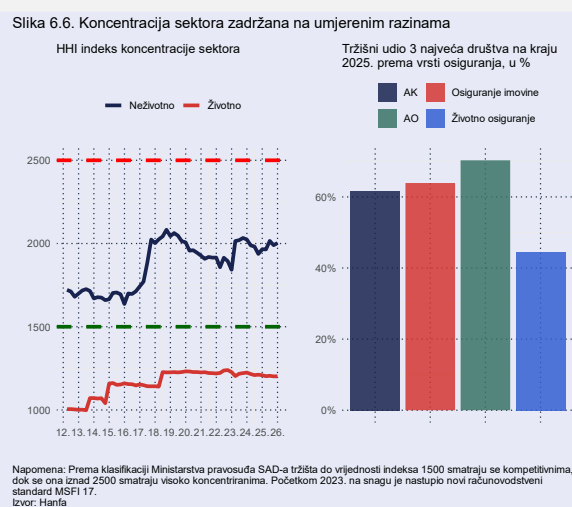
osiguranja vozila, gdje je unatoč većem broju šteta, rast likvidiranih iznosa značajno usporio⁵³. U segmentu životnih osiguranja zabilježen je pad iznosa likvidiranih šteta od 16,8 % u odnosu na prethodnu godinu (slika 6.5.). Iako su likvidirane štete vezane za *unit-linked* proizvode pale za 53,6 %, važniji je pad likvidiranih šteta klasičnog životnog osiguranja od čak 11,1 % na godišnjoj razini. Budući da je istodobno nastavljen višegodišnji pad broja aktivnih polica, po prvi puta zabilježeni pad iznosa likvidiranih šteta dodatno potvrđuje da se portfelj polica klasičnog životnog osiguranja postupno smanjuje.



Strukturna obilježja i rizici

Konkurentnost sektora nije se bitnije mijenjala u 2025., pri čemu je i dalje prisutna izražena koncentracija u najzastupljenijim vrstama neživotnih

osiguranja. Broj društava nije se mijenjao u 2025.⁵⁴, kao ni tržišna koncentracija koja je ostala gotovo nepromijenjena u oba segmenta, uz značajno veću koncentraciju neživotnih osiguranja (slika 6.6.), gdje u najzastupljenijim vrstama osiguranja tri najveća društva čine preko 60 % ukupne naplaćene premije u 2025. godini⁵⁵. Izražena koncentracija povećava mogućnost prelijevanja potencijalnog rizika u poslovanju vodećih društava na ostatak tržišta.



Diversifikacija ulaganja nastavljena je i tijekom 2025., uz postupno smanjenje izloženosti državnim obveznicama i rast udjela vlasničkih instrumenata, pri čemu ova promjena povećava potencijal za ostvarivanje viših prinosa, ali i njegovu osjetljivost na nepovoljna kretanja na financijskim tržištima. Udio državnih obveznica smanjen je za 2,7 p.b. (na 43,0

⁵³ Na kraju 2025. broj šteta kasko osiguranja porastao je za 2,3 %, dok su likvidirane štete porasle za 4,5 % na godišnjoj razini (na kraju 2024. porast je iznosio 18,6 %). Broj šteta obveznog auto osiguranja porastao je za 1,3 %, dok su likvidirane štete porasle za 4,6 % na godišnjoj razini (na kraju 2024. porast je iznosio 15,3 %).

⁵⁴ Na kraju 2025. poslovalo je 14 društava za osiguranje, od čega dva isključivo životna, četiri isključivo neživotna i osam mješovitih društava.

⁵⁵ Kod obveznog osiguranja od automobilske odgovornosti tri najveća društva drže 70,3 % ukupne naplaćene premije na kraju 2025., u segmentu kasko-osiguranja navedeni udio iznosi 61,7 %, dok je 63,9 % naplaćene premije imovinskih osiguranja ostvareno u tri najzastupljenija društva. U segmentu životnog osiguranja tri najveća društva drže 44,6 % naplaćene premije životnog osiguranja. Zajedno su ove četiri vrste osiguranja činile čak 72,0 % ukupno naplaćene premije sektora.

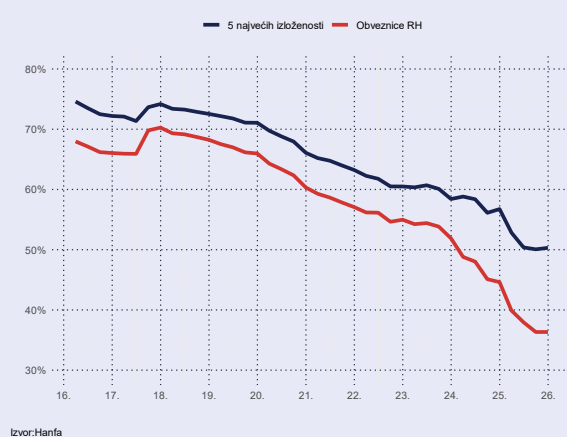
%), dok je istodobno nastavljen rast udjela vlasničkih instrumenata, koji je povećan za 1,5 p.b. te je na kraju godine činio 15,3 % ukupnih ulaganja. Struktura preostalih ulaganja ostala je razmjerno stabilna, uz promjene udjela pojedinih kategorija za manje od 0,5 p.b. (slika 6.8.). Time je nastavljeno višegodišnje postupno preusmjeravanje ulaganja iz državnih obveznica prema drugim oblicima imovine, potaknut konvergencijom prinosa hrvatskih državnih obveznica prema prinosima usporedivih izdanja zemalja europodručja.

Unatoč tome, domaća društva za osiguranje i dalje su znatno više izložena državnim obveznicama od europskog prosjeka (43,9 % prema 18,6 %), dok su manje zastupljene korporativne obveznice (6,4 % prema 17,3 %) i investicijski fondovi (10,3 % prema 36,1 %). Veća diversifikacija portfelja može pridonijeti ostvarivanju viših prinosa i relativnoj otpornosti na idiosinkratske šokove pojedinih klasa imovine, ali istodobno povećava osjetljivost portfelja na promjene tržišnih cijena i potencijalni rast premije za rizik, čija bi se materijalizacija mogla nepovoljno odraziti na vrijednost ulaganja, a time i na kapitalnu poziciju društava za osiguranje.

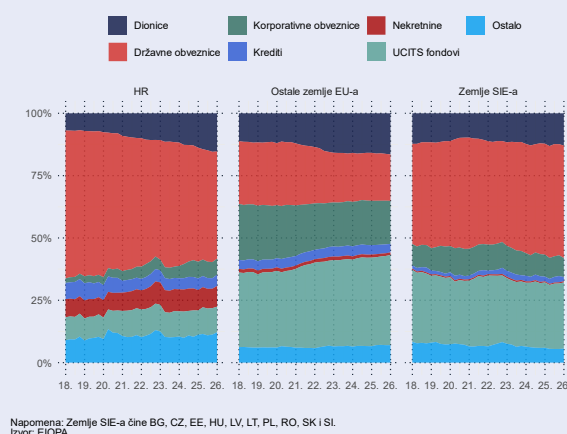
Udio ulaganja u nekretnine ostao je gotovo nepromijenjen tijekom 2025. te je na kraju godine iznosio 8,2 % ukupnih ulaganja. Iako nekretnine ne čine dominantnu investicijsku klasu u portfeljima domaćih društava za osiguranje, njihova je izravna zastupljenost i dalje izraženija nego kod osiguratelja u europodručju, koji su ovom tržištu u većoj mjeri izloženi posredno, putem investicijskih fondova. Iako takva ulaganja pridonose diversifikaciji i mogu

pružiti i određenu zaštitu od inflacije, njihova niska likvidnost i sporija prilagodba vrednovanja tržišnim uvjetima mogu povećati ranjivost portfelja u razdobljima snažnijih tržišnih korekcija i likvidnosnih pritisaka.

Slika 6.7. Smanjenje rizika koncentracije izloženosti, posebno u segmentu državnih obveznica
Udio 5 najvećih protustrana, u % ukupnih ulaganja

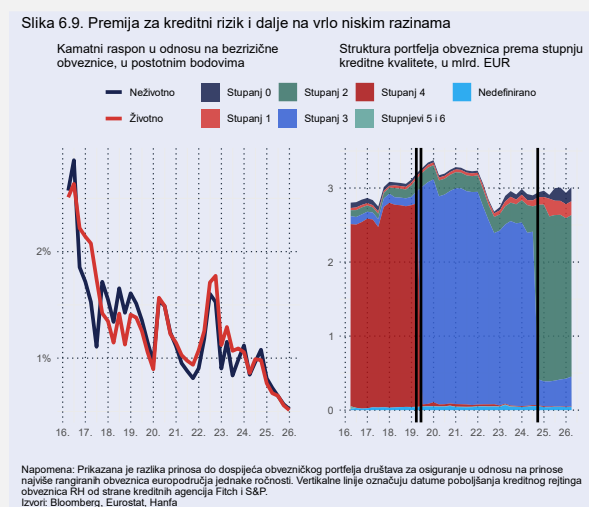


Slika 6.8. Nastavak pada kamatnih stopa utjecao je na smanjenje ulaganja u državne obveznice uz istovremeni rast ulaganja u dionice u 2025. godini
Struktura ulaganja društava za osiguranje, u %



Likvidnost društava za osiguranje ostala na visokoj razini, uz udio likvidne imovine od 61,7 % na kraju godine (slika 6.12.). Smanjenje referentnih kamatnih stopa povoljno se odrazilo na tržišnu vrijednost obvezničkog portfelja društava za osiguranje i istodobno smanjilo poticaje za prijevremeni otkup polica životnog osiguranja kroz nižu relativnu atraktivnost alternativnih oblika štednje. U takvom okružju smanjuje se i rizik

istodobne materijalizacije tržišnih gubitaka i povećanih novčanih odljeva, koji bi u scenariju naglog rasta kamatnih stopa mogli stvoriti pritiske na prodaju obveznica u nepovoljnim tržišnim uvjetima. Međutim, visoka izloženost obveznicama i dalje predstavlja potencijalnu ranjivost u slučaju snažnijeg rasta kamatnih stopa (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**).



Kreditni rizik društava za osiguranje ostao je umjeren tijekom 2025., zahvaljujući poboljšanju kreditne kvalitete obvezničkog portfelja (slika 6.9.). Tijekom 2025. povećan je udio obveznica najviših kreditnih razreda (CQS 0 i CQS 1)⁵⁶, a smanjen je obveznica razreda CQS 2, kojem pripadaju i državne obveznice RH. Za razliku od prethodne godine, kada je poboljšanje kreditne kvalitete portfelja bilo povezano s rastom kreditnog rejtinga Republike Hrvatske, kretanja u 2025. odražavaju veću diversifikaciju prema kreditno kvalitetnijim izdavateljima, što dodatno jača otpornost sektora.

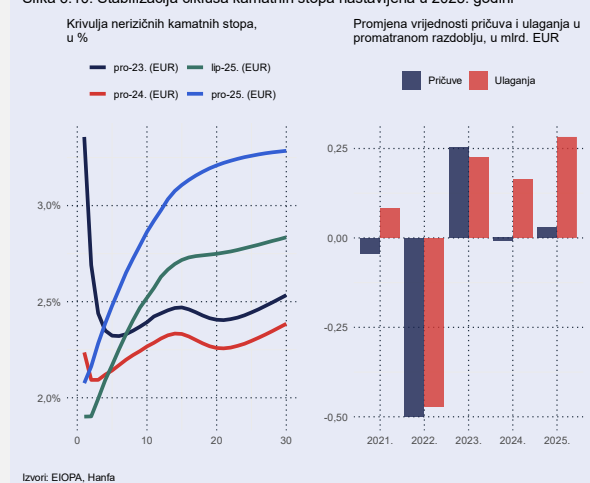
Kamatni rizik ostaje jedan od najvažnijih rizika sektora. Tijekom 2025. nastavljen je ciklus smanjenja referentnih kamatnih stopa središnjih banaka (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**), što se odrazilo i na kretanje nerizične kamatne stope koja se primjenjuje pri vrednovanju obveza društava za osiguranje (slika 6.10.). U segmentu neživotnih osiguranja, u kojem je ročnost imovine u prosjeku viša od ročnosti obveza, pad kamatnih stopa povoljno se odrazio na bilance društava jer je povećanje vrijednosti ulaganja nadmašilo rast vrijednosti tehničkih pričuva. Istodobno, okružje nižih kamatnih stopa povećava rizik reinvestiranja jer se dospjela sredstva i novi priljevi ulažu uz niže prinose. Društva stoga mogu nastojati produljiti ročnost ulaganja radi osiguravanja viših prinosa tijekom duljeg razdoblja i boljeg usklađivanja novčanih tokova imovine i obveza, što ih, međutim, može učiniti osjetljivijima na buduće promjene kamatnih stopa. Kamatni rizik izraženiji je u segmentu životnih osiguranja zbog dugoročnije prirode obveza i veće ročne neusklađenosti imovine i obveza. Na kraju 2025. prosječna ročnost imovine iznosila je 7,4 godine, dok je prosječna ročnost obveza dosegla 10,9 godina, čime se ročna neusklađenost povećala s 3,1 godine na kraju 2024. na 3,5 godina (slika 6.11.). Povećanje ročne neusklađenosti tijekom 2025. stoga je dodatno povećalo osjetljivost životnih osiguratelja na promjene kamatnih stopa, dok bi dugotrajnije zadržavanje stopa na nižim razinama moglo dodatno pojačati rizik

⁵⁶ Udio obveznica najviše kreditne kvalitete (CQS 0) dosegao je 5,2 %, što je za 2,3 p.b. više nego godinu prije, dok je udio instrumenata razreda

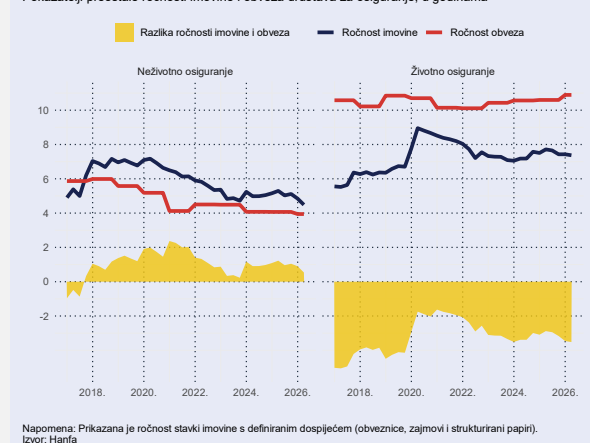
CQS 1 porastao za 3,0 p.b., na 6,5 %. Udio obveznica kreditne kvalitete CQS 2 smanjio se za 6,7 p.b., na 73,8 %

reinvestiranja, osobito kod portfelja s dugoročnim ugrađenim jamstvima.

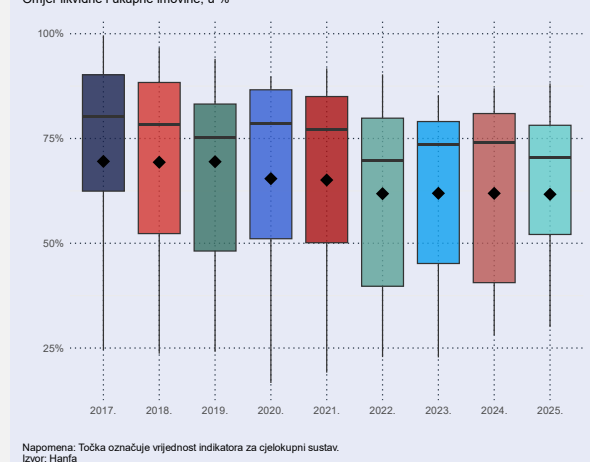
Slika 6.10. Stabilizacija ciklusa kamatnih stopa nastavljena u 2025. godini



Slika 6.11. Izloženost osiguranja kamatnom riziku proporcionalno se smanjuje s padom ročne neusklađenosti bilance

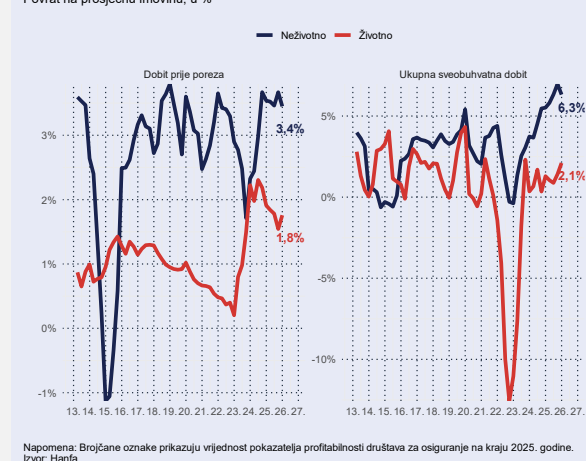


Slika 6.12. Likvidnost sektora ostala stabilna



pozitivna vrednovanja financijske imovine podržala su rast sveobuhvatne dobiti i ukupne profitabilnosti sektora u 2025. godini. Unatoč rastu prihoda od ugovora o osiguranju, relativno snažniji rast rashoda rezultirao je smanjenjem rezultata iz ugovora o osiguranju za 5,0 % u 2025. godini. Smanjenje rezultata ulaganja u segmentu životnih osiguranja pridonijelo je padu operativne dobiti za 10,8 %, dok je njegov rast u segmentu neživotnih osiguranja podržao povećanje operativne dobiti za 8,1 % na godišnjoj razini. Povrat na prosječnu imovinu u iznosio je 3,4 % u segmentu neživotnih te 1,8 % u segmentu životnih osiguranja u 2025. godini (slika 6.13.). Pozitivni učinci vrednovanja financijske imovine ipak su pridonijeli rastu ukupne sveobuhvatne dobiti društava za 17,1 % na godišnjoj razini. Profitabilnost mjerena sveobuhvatnom dobiti tako je dosegla 6,3 % u segmentu neživotnih osiguranja i 2,1 % u segmentu životnih osiguranja iznosila 2,1 %, što je povećanje od 0,8 p.b. u oba segmenta u odnosu na prethodnu godinu.

Slika 6.13. Profitabilnost u segmentu neživotnih osiguranja na visokoj razini

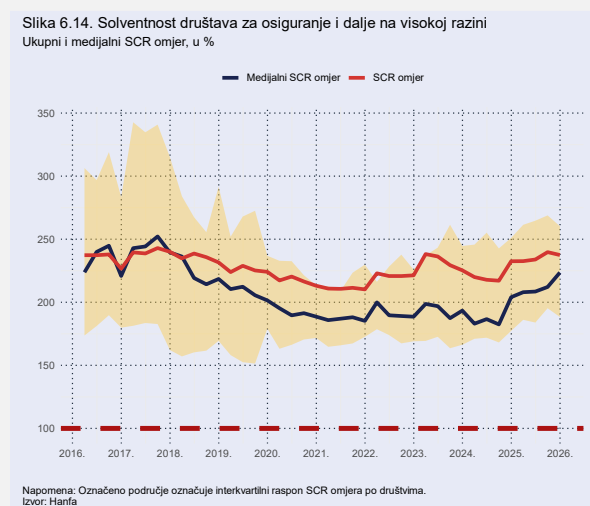


Profitabilnost i kapitaliziranost

Rast rashoda oslabio je poslovni rezultat iz osigurateljnog poslovanja, no

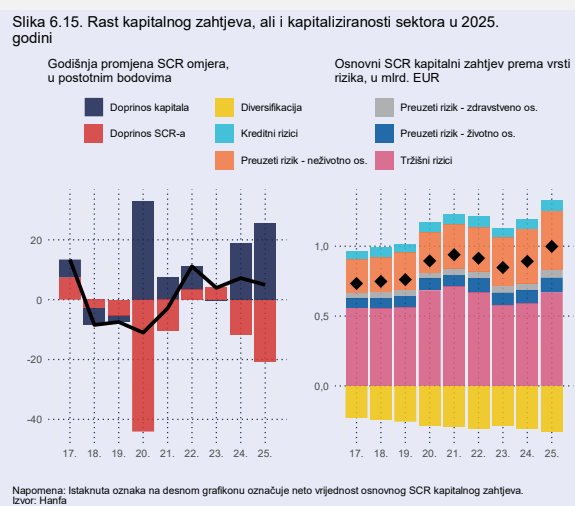
Kapitaliziranost sektora dodatno je ojačala, unatoč rastu kapitalnih zahtjeva. Potrebni solventni kapital (SCR) porastao je za 9,2 % na godišnjoj razini, ponajprije zbog većih ulaganja u vlasničke

vrijednosne papire, koja istodobno povećavaju i kapitalni zahtjev za tržišni rizik. Istodobno su vlastita sredstva rasla snažnije (za 12,9 %), pa je tržišni SCR omjer na kraju 2025. dosegnuo 237,5 %, odnosno 5,0 p.b. više nego godinu prije (slika 6.14.), zadržavajući se znatno iznad regulatorno propisane razine.



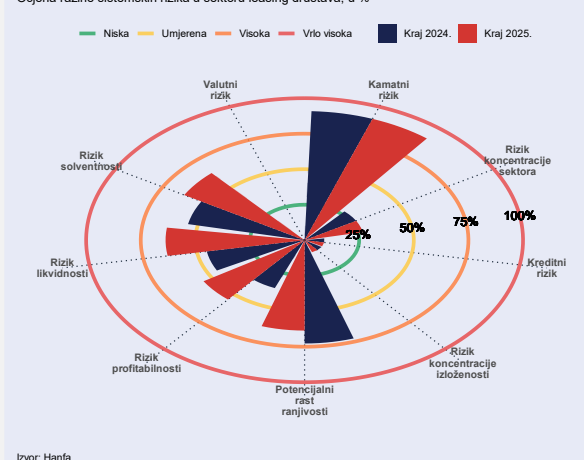
Tržišni rizik i rizik preuzetih obveza neživotnog osiguranja zajedno čine više od 80 % ukupnog kapitalnog zahtjeva te ostaju ključni izvori rizika za poslovanje sektora. Veća izloženost vlasničkim

instrumentima povećava osjetljivost na tržišne oscilacije u uvjetima povišene geopolitičke i ekonomske neizvjesnosti (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**) te mogućih naglih promjena sentimenta na financijskim tržištima. Ipak, snažna kapitalizirana pozicija i zadržana profitabilnost sektora osiguravaju značajne kapacitete za apsorpciju potencijalnih gubitaka te ublažavaju ranjivost društava na materijalizaciju nepovoljnih tržišnih i osigurateljnih šokova.



7. LEASING DRUŠTVA

Slika 7.1. Kamatni rizik ostaje najizraženiji rizik za leasing društva
Ocjena razine sistemskih rizika u sektoru leasing društava, u %



Leasing poslovanje nastavilo je rasti tijekom 2025., iako umjerenijom dinamikom nego prethodnih godina, uz daljnje povećanje broja i vrijednosti novozaključenih ugovora. Povoljna makroekonomska kretanja i snažna potražnja za leasing financiranjem pridonijeli su zadržavanju kreditnog rizika na niskim razinama, dok su profitabilnost i kapitaliziranost sektora ostale dostatne za apsorpciju mogućih šokova. Istodobno, neusklađenost kamatne i ročne strukture bilance i dalje održava kamatni rizik povišenim te predstavlja glavnu ranjivost sektora, osobito u uvjetima povećane neizvjesnosti na financijskim tržištima. Stoga sistemski rizici sektora proizlaze ponajprije iz njegove osjetljivosti na promjene uvjeta financiranja i moguće pogoršanje makroekonomskog okružja, a ne iz trenutačne kvalitete portfelja.

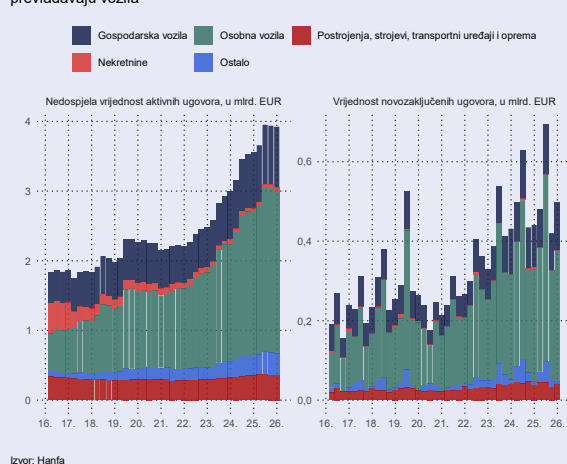
Ključna ciklička kretanja

Stabilan gospodarski rast i iznimno uspješna turistička sezona pridonijeli su nastavku višegodišnjeg rasta leasing

poslovanja i tijekom 2025. godine.

Ukupna imovina leasing društava porasla je za 9,8 % na godišnjoj razini, dosegnuvši 4,5 mlrd. EUR na kraju 2025. godine. Kao odraz inflacijskih pritisaka i viših cijena objekata leasinga, nastavljen je rast vrijednosti aktivnih ugovora, koji su na kraju 2025. iznosili 3,9 mlrd. EUR (slika 7.2.). Pritom je uz vrijednost ugovora, porastao i broj aktivnih leasing ugovora 7,6 % (na 196,4 tisuće), čime je dosegnuta najviša razina u posljednjih deset godina, ukazujući na sve veću atraktivnost leasing ugovora kao oblika srednjoročnog financiranja. I dok je rast ostvaren i u segmentu financijskog i operativnog leasinga, čak 87,5 % ukupne vrijednosti aktivnih ugovora na kraju 2025. odnosilo se na financijski leasing. Visok udio financijskog leasinga, kojeg karakterizira relativno veća vrijednost i dulja ročnost pojedinačnih ugovora, pozitivno su doprinijeli stabilnosti poslovanja leasing društava, smanjujući likvidnosne pritiske.

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

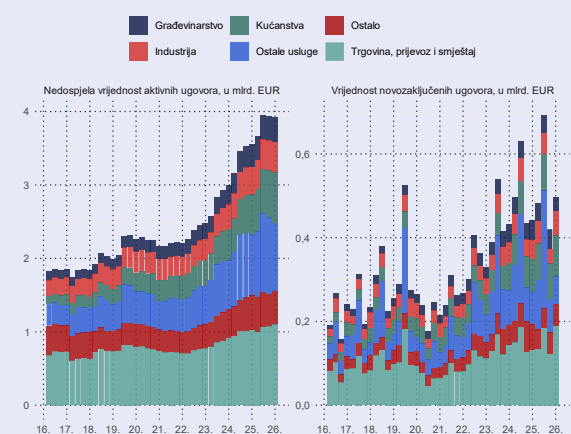


Izvor: Hanfa

lako je blago usporio u odnosu na 2024., broj novozaključenih ugovora ponovno je ostvario značajan rast od 5,1 % (slika 7.4.),

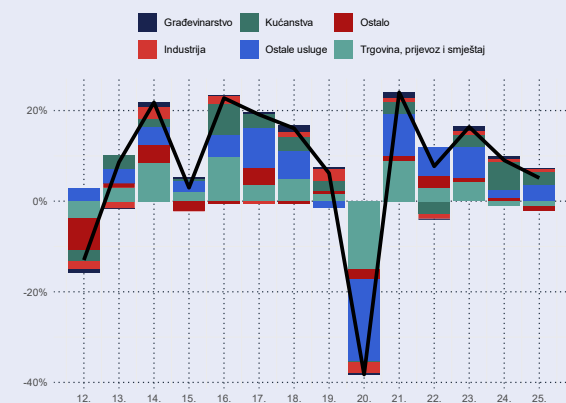
dosegnuvši 72 tis. krajem 2025., što je također najviša razina u posljednjih deset godina. Rast njihove vrijednosti dodatno je ubrzana te je na godišnjoj razini iznosila 12,7 %, čemu je pridonijela snažna kreditna aktivnost sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća, koja je zadržana na povišenim razinama (više u [2. Makroekonomsko okružje](#)).

Slika 7.3. Raste udio leasing ugovora sklopljenih s kućanstvima



Izvor: Hanfa

Slika 7.4. Rast novozaključenih leasing ugovora usporeva Godišnja stopa promjene broja novih ugovora i doprinosi pojedinačnih djelatnosti, u %

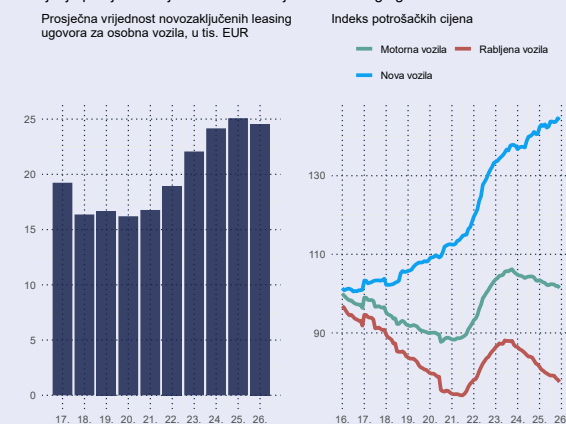


Izvor: Hanfa

Leasing poslovanje s kućanstvima nastavilo je snažno rasti tijekom 2025. godine. Broj novih ugovora s kućanstvima povećan je za 17,1 %, uz rast njihove vrijednosti za 23,1 %. Rast je prvenstveno potaknut financiranjem osobnih vozila,

koja čine čak 83,3 % novih ugovora, što odražava povećanu potražnju za automobilima, čija se kupnja sve više financira putem leasinga⁵⁷. Stabilizacija tržišta rabljenih vozila usporila je rast njihovih cijena, što se odrazilo na blagi pad prosječne vrijednosti pojedinačnog leasing ugovora (slika 7.5.). Snažniji rast broja takvih ugovora u odnosu na njihovu ukupnu vrijednost upućuje na češće sklapanje manjih ugovora, što je u skladu s trendom rasta leasing poslovanja sa sektorom kućanstava⁵⁸. Time se širi baza korisnika leasing usluga i dodatno smanjuje rizik koncentracije izloženosti, što pozitivno doprinosi stabilnosti poslovanja leasing društava.

Slika 7.5. Usporevanje rasta prosječne cijene motornih vozila odrazilo se na smanjenje prosječne vrijednosti novozaključenih leasing ugovora za osobna vozila



Izvori: Eurostat, Hanfa

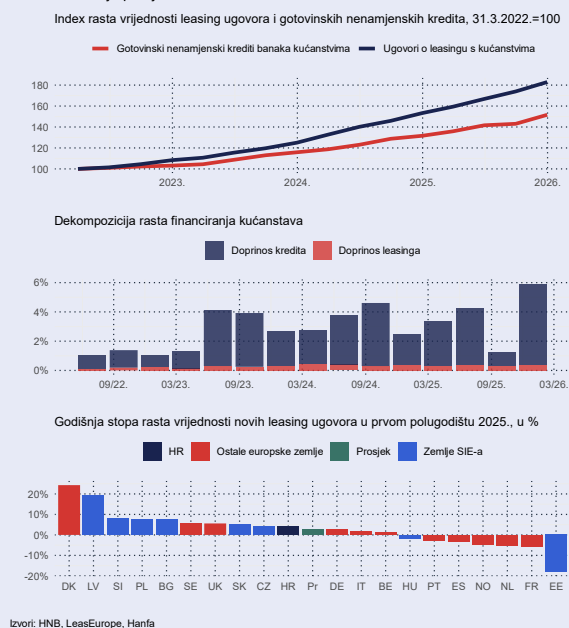
Hrvatsko tržište leasinga i dalje raste brže od europskog prosjeka (slika 7.6.), što naglašava potencijalni rast cikličkih sistemskih rizika. Iako inflacija djelomično objašnjava takva kretanja, rast vrijednosti novih ugovora u Hrvatskoj u znatnoj mjeri proizlazi iz povećane potražnje za leasing uslugama, ali i baznog efekta budući da se ukupna aktiva leasing društava još uvijek nalazi ispod

⁵⁷ U 2025. 35,2 % svih kupnji novoregistriranih vozila bilo je financirano putem leasinga.

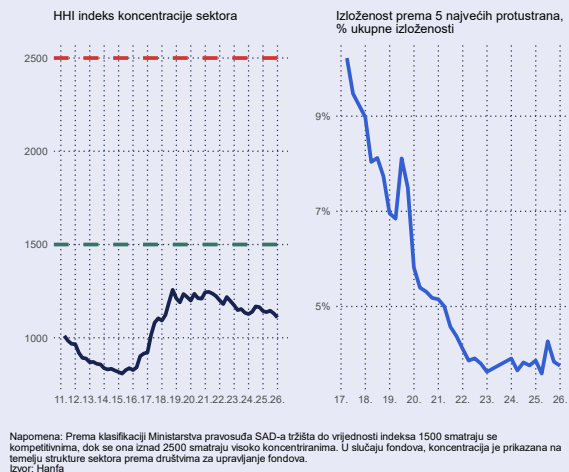
⁵⁸ Kućanstva češće sklapaju veći broj ugovora manje pojedinačne vrijednosti u odnosu na poduzeća.

razine s početka 2009. godine. Povećana potražnja za leasing uslugama je dio općenito snažne potražnje kućanstava za financiranjem, koje se ogleda i u rastu vrijednosti gotovinskih nenamjenskih kredita, premda krediti i dalje ostaju znatno zastupljeniji oblik financiranja kućanstava.

Slika 7.6. Vrijednost ugovora o leasingu raste brže od vrijednosti bankovnih kredita i iznad je prosjeka EU-a



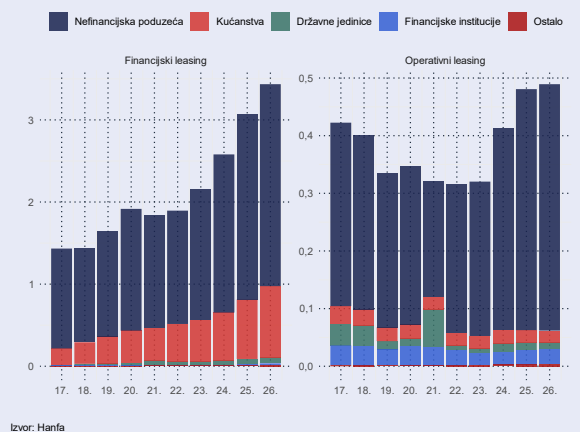
Slika 7.7. Koncentracija u sektoru leasing društava ostala na niskim razinama



pojedini primateljima blago smanjena. Tako je na kraju 2025. izloženost prema 5 najvećih protustrana zadržana na niskoj razini od 3,8 % ukupne izloženosti (slika 7.7.). Unatoč razmjerno diversificiranom portfelju prema pojedini primateljima, poslovanje leasing društava i dalje je pretežito usmjereno na financiranje osobnih i gospodarskih vozila, na koje se krajem 2025. odnosilo 81,4 % aktivnih leasing ugovora. Rastuća koncentracija poslovanja u segmentu financijskog leasinga, osobito u dijelu financiranja osobnih vozila, povećava osjetljivost sektora na moguće pogoršanje makroekonomskih uvjeta, poput pada raspoloživog dohotka kućanstava ili pak smanjenja opsega turističkih aktivnosti, odnosno smanjenja investicijskih aktivnosti u segmentu nefinancijskih poduzeća.

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

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



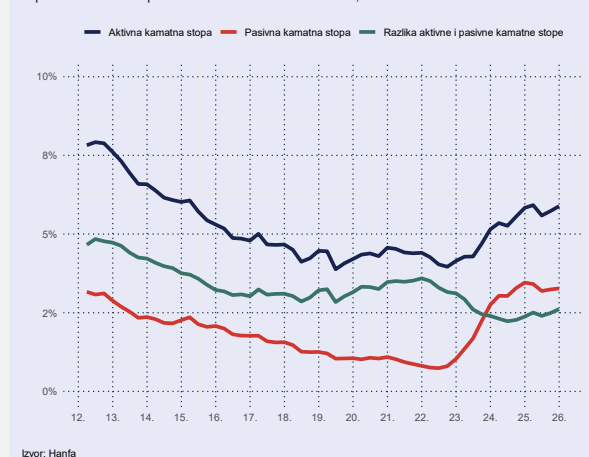
Potražnja za trajnim potrošnim dobrima, poput vozila, značajno ovisi o razini gospodarske aktivnosti, koja je istodobno pod sve izraženijim utjecajem globalnih čimbenika kao što su geopolitički rizici i stabilnost vanjskotrgovinske politike. Nastavak usporavanja rasta najvažnijih trgovinskih partnera mogao bi se negativno odraziti na domaće gospodarstvo te posljedično i na leasing

Strukturna obilježja i rizici

Smanjenje koncentracije tržišta leasinga nastavljeno je i tijekom 2025. godine. Broj leasing društava ostao je nepromijenjen, dok je izloženost prema

poslovanje. Pritom bi potencijalna negativna korekcija inozemne potražnje za domaćim uslugama stvorila dodatan pritisak na profitabilnost leasing društava, koji proizlazi iz njihove izloženosti prema sektoru turizma.⁵⁹

Slika 7.9. Izloženost leasing društava kamatnom riziku ostaje visoka, ali stabilna
Implicititne kamatne stope na kamatnosnu imovinu i obveze, u %



Neusklađenost kamatne i ročne strukture bilance izlaže leasing društva kamatnom i kamatno induciranom kreditnom riziku, koji ostaju povišeni i na kraju 2025. godine. Poboljšani uvjeti financiranja tijekom 2025. blago su smanjili troškove zaduživanja leasing društava (slika 7.9.), pa se razlika između implicitne aktivne i pasivne kamatne stope povećala za 0,2 p.b. u odnosu na kraj 2024. godine. Unatoč blagom poboljšanju, neto kamatna marža ostala je razmjerno niska na 2,6 p.b. na kraju 2025. godine. Budući da u portfelju prevladavaju ugovori s fiksnim kamatnim stopama, prostor za očuvanje profitabilnosti ograničen je na porast kamatnih stopa na nove ugovore, što povećava kamatno inducirani kreditni rizik leasing društava. Istodobno, eventualna promjena smjera monetarne politike u uvjetima povećane

međunarodne neizvjesnosti (više u poglavlju **3. Financijska tržišta**) mogla bi ponovno povećati kamatni rizik i dodatno pritisnuti profitabilnost sektora.

Kreditni rizik leasing društava ostao je nizak, unatoč blagom pogoršanju kvalitete portfelja tijekom 2025. godine.

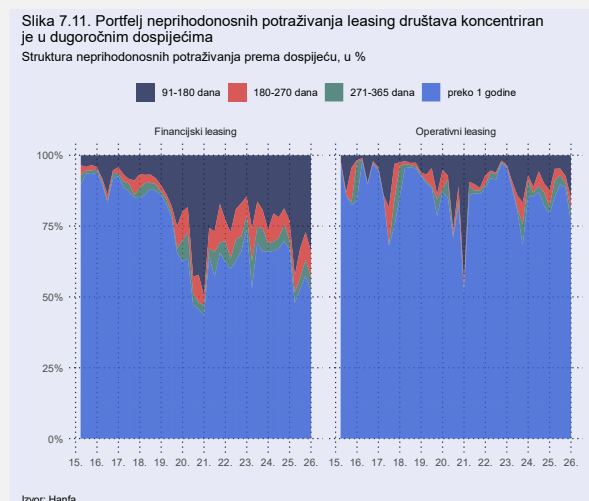
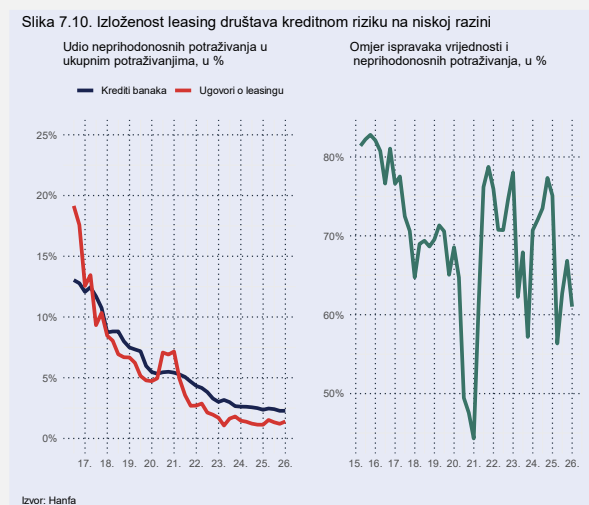
Udio neprihodonosnih u ukupnim potraživanjima iznosio je 1,4 % na kraju 2025., povećavši se za 0,27 p.b. (slika 7.10.) u odnosu na kraj 2024., dok se njihova pokrivenost blago smanjila na 61 % (slika 7.11.). Zadržavanju razmjerno niske razine kreditnog rizika tijekom 2025. doprinio je snažan priljev novih leasing ugovora te dobri rezultati poslovanja nefinancijskih poduzeća⁶⁰, koji se odražavaju i u povijesno niskim udjelom neprihodujućih kredita. Međutim, potencijalno zaoštavanje uvjeta financiranja ili pogoršanje makroekonomskih okolnosti, mogli bi povisiti stopu neizvršavanja ugovornih obveza, a time i kreditni rizik leasing društava. Dodatno, recentno uvedene makrobonitetne mjere iz srpnja 2025. odnose se isključivo na kreditne institucije, pa bi ograničavanje bankovnih kriterija kreditiranja potrošača moglo dodatno potaknuti rast leasing financiranja kao supstituta bankovnim kreditima. Eventualno preusmjeravanje dijela potražnje s bankovnih kredita na leasing financiranje moglo bi kratkoročno potaknuti rast poslovanja leasing društava, no dugoročni učinak će ovisiti o kreditnoj kvaliteti novih korisnika leasing usluga, posebice u slučaju transfera potrošača relativno niže kreditne sposobnosti koji zbog strožih DSTI i LTV

⁵⁹ Na kraju 2025. 28,0 % vrijednosti aktivnih leasing ugovora odnosilo se na turizmom povezane djelatnosti.

⁶⁰ Izloženost leasing društva kreditnom riziku u najvećoj mjeri proizlazi iz koncentracije

izloženosti prema sektoru nefinancijskih poduzeća, na koje se krajem 2025. odnosilo 73,6 % vrijednosti aktivnih ugovora.

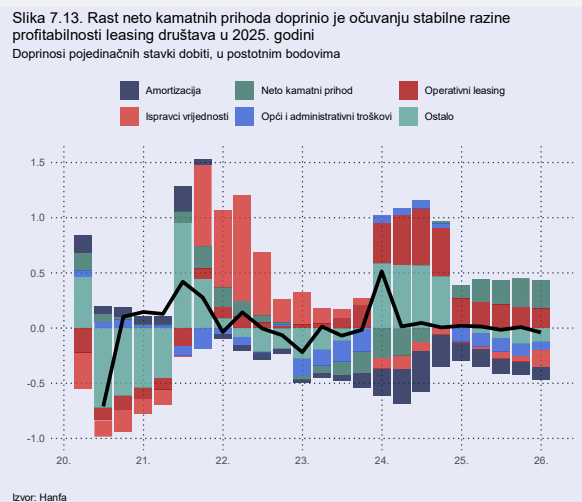
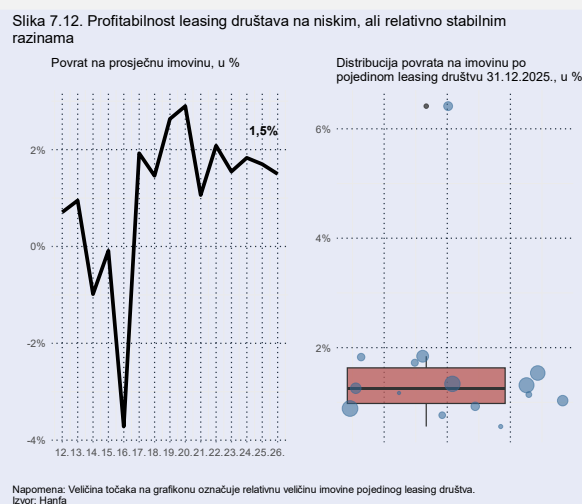
ograničenja ne mogu realizirati bankovni kredit (više u poglavlju **2. Makroekonomsko okružje**).



Profitabilnost i kapitaliziranost

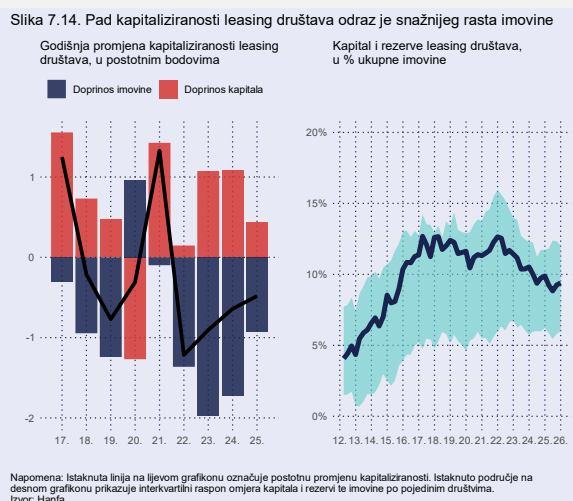
Profitabilnost leasing društava tijekom 2025. ostala je razmjerno stabilna, uz blago pogoršanje pokazatelja uslijed rasta rashoda. Povrat na imovinu leasing društava smanjen je za 0,2 p.b., na 1,5 % na kraju 2025. godine (slika 7.12.). Na pad profitabilnosti utjecao je relativno veći rast rashoda u odnosu na ostvarene prihode, prvenstveno povećani troškovi amortizacije koji odražavaju više nabavne cijene vozila te rastući troškovi ispravka vrijednosti zbog blagog pogoršanja kreditnog rizika (slika 7.13.). Iako je leasing

poslovanje nastavilo rasti u 2025., nepovoljna makroekonomska kretanja u uvjetima povišenih geopolitičkih napetosti, moglo bi dodatno opteretiti profitabilnost leasing sektora, kroz slabiju potražnju za novim ugovorima i rast kreditnog rizika. Očuvanje profitabilnosti stoga ostaje važno za jačanje sposobnosti sektora da apsorbira moguće buduće šokove.



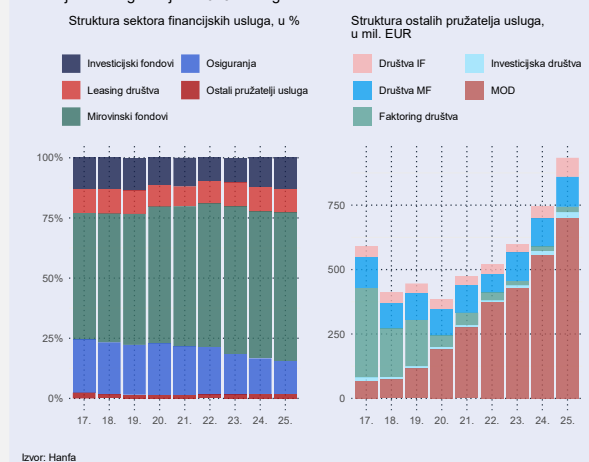
Kapitaliziranost leasing društava, mjerena udjelom kapitala i rezervi u ukupnoj imovini, blago je smanjena tijekom 2025. godine. Povećani obujam poslovanja i rast imovine od 9,8 %, uz istodobno umjereniji porast kapitala i rezervi od 4,5 %, smanjili su kapitaliziranost leasing društava za 0,5

p.b., na 9,4 % na kraju 2025 (slika 7.14.). Unatoč smanjenju, kapitalne zalihe zadržane su na zadovoljavajućim razinama te i dalje pružaju odgovarajući zaštitni sloj za apsorpciju mogućih gubitaka u slučaju materijalizacije sistemskih rizika.



8. OSTALI PRUŽATELJI FINANCIJSKIH USLUGA

Slika 8.1. Udio imovine ostalih pružatelja financijskih usluga u ukupnoj imovini sektora financijskih usluga krajem 2025. dosegao 2 %



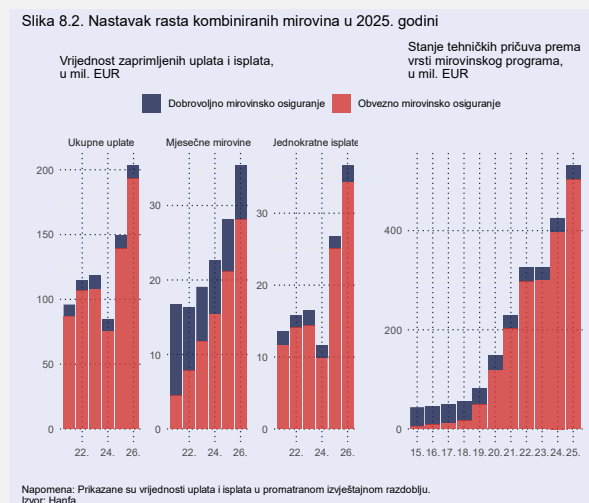
Iako ostali pružatelji financijskih usluga čine razmjerno mali dio ukupnog financijskog sustava, njihov značaj za njegovo učinkovito funkcioniranje i financijsku stabilnost postupno raste, ponajprije zbog sve važnije uloge mirovinskih osiguravajućih društava u mirovinskom sustavu te jačanja aktivnosti na tržištu investicijskih fondova i kapitala. Povoljna makroekonomska i tržišna kretanja tijekom 2025. pridonijela su rastu poslovne aktivnosti i profitabilnosti većine institucija obuhvaćenih ovim sektorom, uz očuvanje snažnih kapitalnih pozicija. Istodobno, povećana geopolitička neizvjesnost i volatilnost na financijskim tržištima zadržale su tržišni i kamatni rizik kao glavne izvore ranjivosti sektora, dok je kreditni rizik ostao razmjerno ograničen. Unatoč povišenim tržišnim rizicima, visoka kapitaliziranost i stabilno poslovanje upućuju na zadržanu otpornost sektora na moguće sistemske poremećaje.

Ključna ciklička kretanja

Iako predstavljaju svega 0,3 % imovine sektora financijskih usluga, društva za upravljanje mirovinskim fondovima upravljaju imovinom mirovinskih fondova, koja na kraju 2025. čini 61,7 % ukupne imovine sektora što ih pozicionira kao jedne od ključnih sudionika domaćeg financijskog sustava i važnim čimbenikom financijske stabilnosti. Njihova uloga je usmjerena na dugoročno ulaganje sredstava 2,9 milijuna članova mirovinskih fondova radi ostvarivanja prinosa i financiranja budućih mirovinskih obveza. Uz njih, važnu ulogu u funkcioniranju mirovinskog sustava imaju i dva mirovinska osiguravajuća društva, s ukupnom imovinom od 700,4 mil. EUR na kraju 2025. godine. Investicijska pak društva, iako njihova imovina predstavlja tek 0,05 % ukupne imovine sektora, upravljaju sa 183,0 mil. EUR imovine klijenata, što ih čini važnim posrednicima na tržištu kapitala na kojem također posreduju u više od polovice ukupnog broja transakcija. Značajnu ulogu u domaćem financijskom sustavu imaju i društva za upravljanje investicijskim fondovima te faktoring društva, koja također doprinose financiranju poduzeća i upravljanju rizicima sektora.

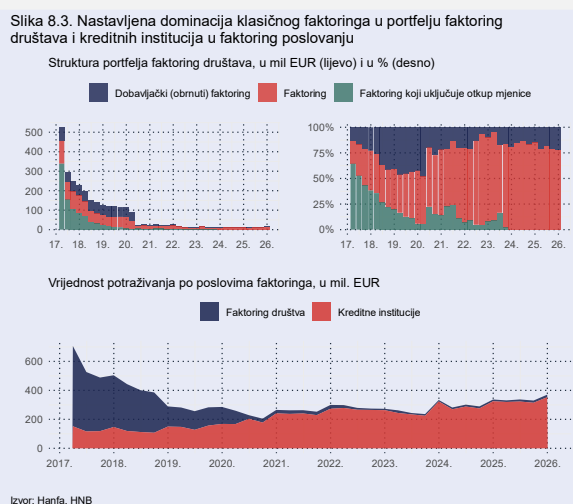
Sistemske značajne mirovinskih osiguravajućih društava nastavlja rasti s povećanjem broja korisnika koji ostvaruju kombiniranu mirovinu iz prvog i drugog stupa. Takvu mogućnost je tijekom 2025. odabralo 5.270 osiguranika, odnosno 32,7 % novih korisnika, u odnosu na 5.045 (35,2 %) godinu prije. Rast značaja MOD-

ova potvrđuje i nastavak snažnog rasta uplata tijekom 2025., kao i povećanje tehničkih pričuva za 25,3 %. Istodobno, zakonske izmjene iz 2024.⁶¹ i dalje potiču rast jednokratnih isplata, koje su u 2025. godini iznosile 36,6 mil. EUR, što je povećanje od 36,6 % u odnosu na prethodnu godinu (slika 8.2).

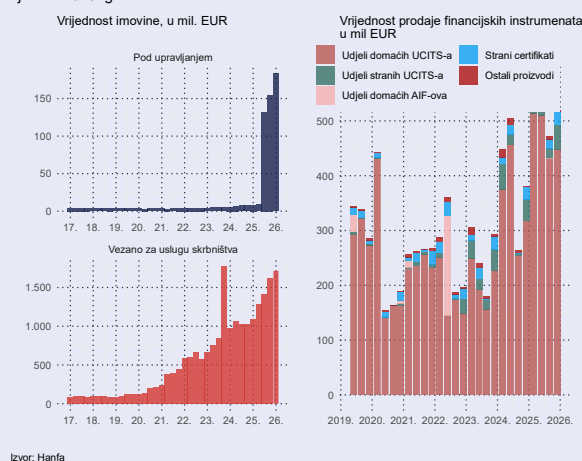


Potražnja za uslugama faktoringa nastavila je rasti tijekom 2025. pa su ukupna potraživanja po poslovima faktoringa na kraju godine dosegla 370,4 mil. EUR, što je 9,9 % više nego prethodne godine. Glavnina faktoring poslovanja i dalje se odvijala u kreditnim institucijama, na koje se odnosilo 95,3 % ukupnih potraživanja (slika 8.3.), dok su faktoring društva nastavila poslovati gotovo isključivo kroz klasični faktoring, koji je činio 78,1 % njihovih portfelja na kraju 2025. godine (slika 8.3.). Zbog prenošenja portfelja jednog društva za upravljanje investicijskim fondovima na novoosnovano investicijsko društvo, imovina pod upravljanjem investicijskih društava porasla je sa 8,5 mil. EUR na kraju 2024. na 183,0 mil. EUR na kraju 2025.

godine. Istodobno je vrijednost imovine povezane sa skrbničkim uslugama, povećana za 57,2 %, na 1,7 mlrd. EUR. Pozitivna tržišna kretanja i snažan rast domaćih UCITS fondova (više u poglavlju 5. [Investicijski fondovi](#)) dodatno su potaknuli poslovanje investicijskih društava. Vrijednost prodaje domaćih UCITS fondova iznosila je 1,9 mlrd. EUR, odnosno 88,8 % ukupne prodaje financijskih instrumenata u 2025., što je povećanje od 34,1 % u odnosu na 2024. godinu.



Slika 8.4. Povijesni skok vrijednosti imovine pod upravljanjem investicijskih društava tijekom 2025. godine

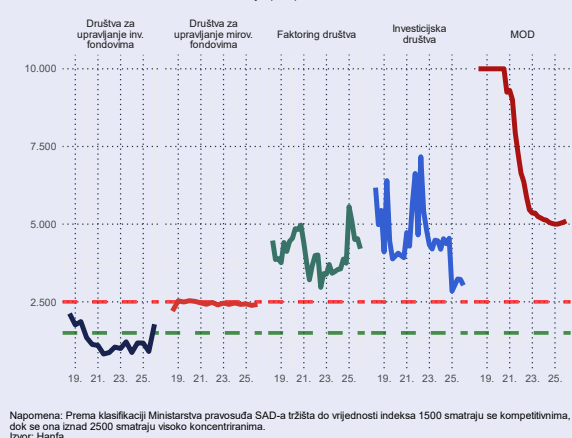


⁶¹ Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima ([NN, br. 156/2023](#))

Strukturna obilježja i rizici

S obzirom na specifičnost poslovnih aktivnosti i mali broj sudionika, većinu kategorija ostalih pružatelja financijskih usluga karakterizira visoka razina tržišne koncentracije (slika 8.5.). Iznimka su društva za upravljanje investicijskim fondovima, čija je koncentracija umjerena zahvaljujući većem broju društava i ravnomjernoj raspodjeli imovine. Međutim, tijekom 2025. koncentracija se blago povećala zbog pripajanja jednog društva drugome, čime je povećan tržišni udio navedenog društva. Tržišna koncentracija u segmentu faktoring društava smanjena je tijekom 2025., zahvaljujući ravnomjernijoj raspodjeli tržišnih udjela među aktivnim društvima, dok je u segmentu investicijskih društava blago porasla zbog daljnjeg jačanja tržišnog udjela vodećeg društva.

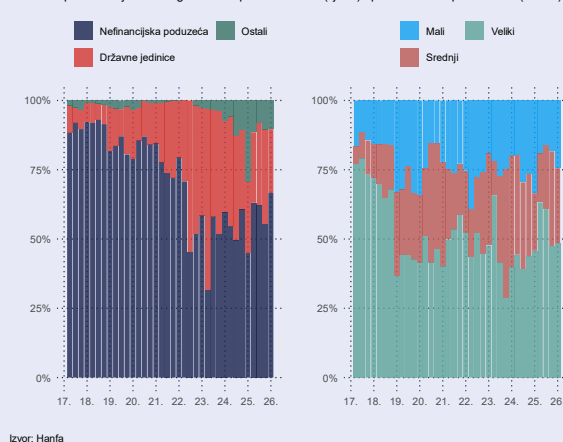
Slika 8.5. Tržišna koncentracija kod gotovo svih ostalih pružatelja financijskih usluga na vrlo visokim razinama
Herfindahl-Hirschmanov indeks koncentracije (HHI)



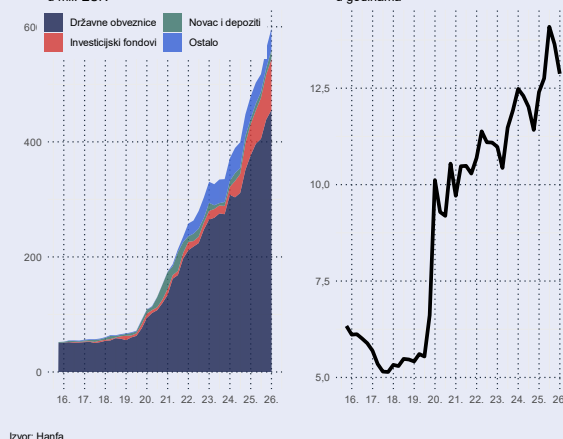
Proteklu godinu obilježile su značajne geopolitičke i trgovinske napetosti (više u poglavljima [2. Makroekonomsko okruženje](#) i [3. Financijska tržišta](#)), zbog čega kamatni i tržišni rizici ostaju najizraženiji sistemski rizici sektora. Kamatni rizik posebno je izražen kod mirovinskih osiguravajućih društava zbog visokog udjela državnih obveznica, koje su

na kraju 2025. činile 76,3 % imovine za pokriće tehničkih pričuva (slika 8.7.). Taj je rizik dodatno pojačan i dalje relativno visokom ročnom neusklađenosti imovine i obveza, s obzirom na dulju ročnost obveza od imovine. Dodatni izvor rizika predstavlja inflacija, budući da se obveze iz ugovora o mirovinama dva puta godišnje usklađuju s indeksom potrošačkih cijena.

Slika 8.6. Dominantna izloženost sektora faktoringa prema nefinancijskim poduzećima
Struktura potraživanja faktoring društava prema sektoru (lijevo) i prema veličini protustrane (desno)



Slika 8.7. Vrijednost imovine MOD-ova uvelike ovisna o kretanju kamatnih stopa
Imovina za pokriće tehničkih pričuva MOD-ova, u mil. EUR
Prosejna preostala ročnost obveznica, u godinama



Kreditni rizik faktoring društava uglavnom proizlazi iz njihove izloženosti nefinancijskim poduzećima kroz otkup potraživanja i dobavljački faktoring. Budući da su tijekom 2025. prihodi i profitabilnost nefinancijskih poduzeća ostali stabilni, uz nastavak smanjenja neprihodujućih kredita (slika 2.14.),

kreditni rizik u tom segmentu zadržan je na niskoj razini.

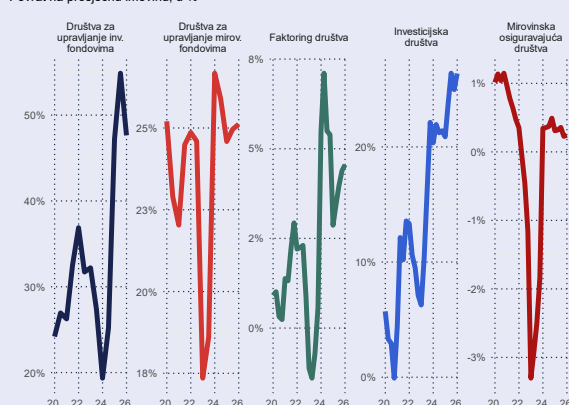
Poslovanje investicijskih društava uvelike se oslanja na trgovanje vrijednosnim papirima i izvršenju naloga, te je osjetljivo na nagle promjene tržišnog sentimenta. Tržišnim rizicima značajno su izložena i društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima, jer su njihove naknade za upravljanje povezane s vrijednosti imovine kojom upravljaju. Taj je rizik naglašeniji kod društava za upravljanje investicijskim fondovima zbog mogućnosti neto odljeva sredstava u razdobljima tržišnih poremećaja. Stoga bi produljeno razdoblje povećane tržišne volatilnosti moglo nepovoljno utjecati na prihode i profitabilnost tih društava.

Profitabilnost i solventnost

Povoljna tržišna kretanja i veća investicijska aktivnost tijekom 2025. pridonijeli su rastu profitabilnosti većine ostalih pružatelja financijskih usluga (slika 8.8.). Stabilna dobit, uz adekvatne kapitalne zalihe, dodatno je ojačala otpornost sektora na potencijalne sistemske šokove. Rast imovine mirovinskih i investicijskih fondova pozitivno se odrazio na prihode društava za upravljanje⁶². Društva za upravljanje mirovinskim fondovima zadržala su stabilnu profitabilnost, dok su društva za upravljanje investicijskim fondovima ostvarila blago poboljšanje profitabilnosti zahvaljujući snažnom rastu imovine pod upravljanjem i prihoda od naknada za 14,4 %, uz tek neznatan rast rashoda od 1,0 %. Profitabilnost faktoring društava

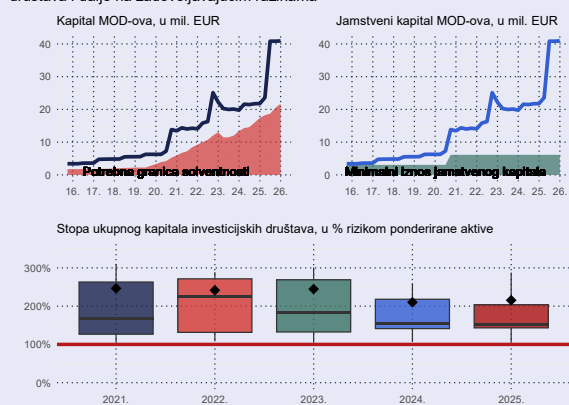
također se povećala (za 1,7 p.b., na kraju 4,6 %), zahvaljujući većem opsegu poslovanja⁶³ i posljedičnom rastu prihoda. Investicijska društva su zabilježila snažan rast profitabilnosti od 121,0 % (5,2 mil. EUR, na 26,4 %) u 2025., potaknut povećanom investicijskom aktivnošću i gotovo udvostručenim prometom na Zagrebačkoj burzi u odnosu na prethodnu godinu.

Slika 8.8. Profitabilnost dijela ostalih pružatelja financijskih usluga na vrlo visokim razinama
Povrat na prosječnu imovinu, u %



Izvor: Hanfa

Slika 8.9. Kapitaliziranost investicijskih društava i mirovinskih osiguravajućih društava i dalje na zadovoljavajućim razinama



Napomena: Prema Zakonu o mirovinskim osiguravajućim društvima (NN, br. 22/14, 29/18, 115/18 i 156/23), MOD-ovi trebaju zadovoljavati sve posebno propisane kriterije kapitaliziranosti propisane Zakonom.
Izvor: Hanfa

Stabilizacija tržišnih uvjeta i povećane uplate pridonijeli su očuvanju profitabilnosti mirovinskih osiguravajućih društava, koja je na kraju 2025. iznosila 0,2 % uslijed znatnog povećanja imovine

⁶² Naknade za upravljanje čine 96,3 % ukupnih prihoda društava za upravljanje mirovinskim fondovima na 31.12.2025.

⁶³ Prihodi od naknada i provizija na 31.12.2025. porasli su za 73,6 % u odnosu na 31.12.2024. godine, dok su prihodi od kamata porasli za 30,8 %.

uz istovremeno relativno nepromijenjenu razinu dobiti prije poreza. Visoka profitabilnost pridonijela je očuvanju kapitalnih pozicija svih promatranih kategorija društava. Kapitaliziranost investicijskih društava te mirovinskih

osiguravajućih društava, ostala je znatno iznad regulatorno propisanih minimuma (slika 8.9.), čime je dodatno ojačana otpornost sektora na potencijalne sistemske poremećaje.

9. TESTIRANJE OTPORNOSTI NA STRES

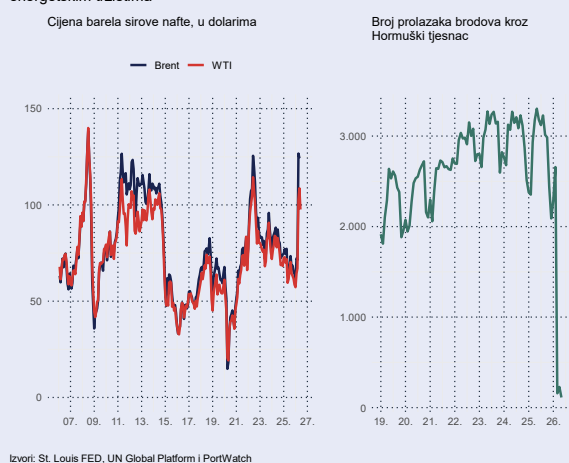
Ovogodišnje testiranje otpornosti na stres provedeno je u okružju povišenih makroekonomskih, geopolitičkih i tržišnih rizika, pri čemu stresni scenarij pretpostavlja produljene poremećaje na energetskim tržištima, rast inflacije, pogoršanje uvjeta financiranja i korekcije cijena financijske imovine. Rezultati upućuju na to da bi materijalizacija takvih šokova nepovoljno utjecala na vrijednost imovine, profitabilnost i kvalitetu portfelja većine pružatelja financijskih usluga, povećavajući sistemske ranjivosti ponajprije kroz tržišne i kreditne rizike. Najizraženiji učinci očekuju se kod institucija s većom izloženošću tržišnim rizicima i dugoročnim financijskim instrumentima, dok bi stabilni neto priljevi u mirovinske fondove te snažna likvidnosna i kapitalna pozicija sektora ublažili dio negativnih učinaka. Unatoč izrazito nepovoljnom scenariju, rezultati analize potvrđuju otpornost sektora financijskih usluga na simulirane sistemske šokove, istodobno naglašavajući važnost kontinuiranog praćenja sistemskih rizika i očuvanja zaštitnih slojeva za apsorpciju mogućih gubitaka.

Uvodno

Početak rata na Bliskom istoku u ožujku 2026. i poremećaji prometa kroz Hormuški tjesnac (slika 9.1.) izazvali su snažan šok opskrbe naftom. Iako je dio manjka ublažen preusmjeravanjem

izvoza Saudijske Arabije i UAE-a, povećanjem proizvodnje izvan Bliskog istoka te korištenjem strateških rezervi, tržište je ostalo u deficitu, uz izrazito volatilne cijene nafte i povećanu neizvjesnost oko normalizacije odnosa između SAD-a i Irana (slika 9.1.). Istodobno, usporavanje globalne potražnje za energijom ⁶⁴ djelomično je smanjilo pritiske na tržište sirove nafte, ali je povećalo rizike na tržištu naftnih derivata. Čak i u takvim okolnostima tržište ostaje u deficitu, uz izglednu povišenu volatilnost cijena tijekom ljetnog razdoblja uslijed povećane potrošnje.

Slika 9.1. Poremećaji u ključnim transportnim rutama povećavaju neizvjesnost na energetskim tržištima



Izvori: St. Louis FED, UN Global Platform i PortWatch

Navedena kretanja značajno povećavaju neizvjesnost u pogledu inflatornih, kamatnih i tečajnih kretanja. Istodobno, rast potreba za financiranjem država europodručja i zaoštavanje geopolitičkih odnosa pridonose pogoršanju uvjeta financiranja i povećanoj volatilnosti na financijskim tržištima (više u [poglavlju 3. Financijska tržišta](#)). Premda su tržišta tijekom 2025. pokazala relativnu otpornost, uz rast cijena financijske

⁶⁴ Veliki uvoznici poput Kine, Japana i Indije značajno su smanjili uvoz i preradu sirove nafte.

imovine i izostanak značajnijeg usporavanja globalnog gospodarstva, prisutni rizici povećavaju mogućnost naglog pogoršanja tržišnog sentimenta i korekcija cijena financijske imovine. Dodatni izvor ranjivosti je i slabljenje tržišnog optimizma povezanog s razvojem umjetne inteligencije, koji je u prethodnom razdoblju podupirao rast tržišnih vrednovanja. U takvom okruženju pojačanih makrofinancijskih rizika, ovogodišnja vježba stresnog testiranja procjenjuje otpornost sektora na malo vjerojatne, ali moguće i potencijalno vrlo nepovoljne šokove.

Obilježja simulacije

Testiranje otpornosti sektora financijskih usluga na stres provodi se na godišnjoj frekvenciji radi kontinuiranog praćenja sistemskih rizika u sektoru financijskih usluga, odnosno sposobnosti sektora da podnese malo vjerojatne gubitke koje bi materijalizacija sistemskih rizika mogla generirati. Početnu točku ove vježbe čine podaci za prvo tromjesečje 2026.⁶⁵, a simulacija obuhvaća razdoblje od sedam tromjesečja, odnosno do kraja 2027. godine. Vježbom su, kao i prethodnih godina, obuhvaćeni sektori mirovinskih i investicijskih fondova, društava za osiguranje i leasing društava koji su na kraju 2025. upravljali sa 98,0 % imovine sektora financijskih usluga. Simulacija se temelji na pretpostavci statične bilance, odnosno izostanka značajnijih promjena poslovnih modela i regulatornog okvira tijekom horizonta testiranja, osim onih koje proizlaze iz definiranih scenarija. Makroekonomski scenariji korišteni u

okviru testiranja izrađeni su isključivo za potrebe provedbe ove analitičke vježbe te ne predstavljaju službene procjene niti očekivanja Hanfe. Njihova svrha je procijeniti potencijalne transmisijske kanale širenja rizika i identificirati segmente sektora koji bi u uvjetima izraženog stresa mogli biti najranjiviji.

Temeljni scenarij

Početna točka temeljnog scenarija⁶⁶ je geopolitička eskalacija sukoba na Bliskom istoku, koja dovodi do privremenog poremećaja u opskrbi energentima i rasta cijena nafte. Posljedično se rast cijena energenata prelijeva na rast cijena naftnih derivata na globalnom i domaćem tržištu. Ipak, temeljni scenarij pretpostavlja normalizaciju odnosa, deblokadu ključnih transportnih ruta, uz relativno ograničen i privremen utjecaj geopolitičkih napetosti na globalna financijska i robna tržišta. Stoga cijene nafte i energije rastu u kratkom roku, ali se do kraja prve godine simulacije stabiliziraju, dok inflacijski učinci ostaju ograničeni. Nakon usporavanja u prvoj polovici 2026., globalna se gospodarska aktivnost postupno vraća na prethodni trend rasta.

U Hrvatskoj rast cijena energije privremeno jača inflacijske pritiske u 2026., pri čemu dio pritisaka ublažavaju Vladine mjere. Ukupna inflacija privremeno se povećava, no ne dolazi do značajnog pogoršanja srednjoročnih inflacijskih očekivanja. U tako opisanom scenariju bi stopa inflacije u Hrvatskoj na kraju 2026. iznosila 4,6 %, dok bi se u idućoj

⁶⁵ S obzirom na dostupnost podataka, za sektor alternativnih investicijskih fondova korišteni su podaci zaključno s krajem lipnja 2025. godine.

⁶⁶ U temeljni scenarij uključene su pretpostavke zaključno s krajem ožujka 2026. godine.

godini postupno usporila na 3,5 % (tablica 9.1.).

Gospodarska aktivnost u temeljnom scenariju nastavlja rasti, premda sporijom dinamikom nego prethodnih godina. Dinamika rasta bruto domaćeg proizvoda stoga iznosi 2,6 % u 2026., odnosno 2,5 % u 2027. godini. Privremene mjere za ublažavanje rasta cijena energije dovode do blagog pogoršanja proračunskog salda i sporijeg smanjenja javnog duga, ali bez narušavanja fiskalne održivosti. Krajem 2026. projicirani proračunski manjak iznosi 4,4 %, dok se tijekom 2027. postupno smanjuje na 3,8 %, odražavajući postupno ukidanje fiskalnih mjera potpore i stabilizaciju makroekonomskih uvjeta.

Monetarna politika ostaje oprezna, uz dulje zadržavanje restriktivnog stava, ali bez dodatnog pooštavanja mjera. Unatoč povremenim epizodama pojačane volatilnosti, investicijski sentiment ostaje razmjerno povoljan, a prinosi na državne obveznice stabiliziraju se oko 3,1 % na kraju obje simulirane godine.

Pretpostavke ugrađene u temeljni scenarij polaze od ograničenog i privremenog učinka sukoba na globalna tržišta energije, inflacijska kretanja i međunarodnu trgovinu. Stoga se produljenjem trajanja sukoba smanjuje vjerojatnost ostvarenja temeljnog scenarija, dok se povećava vjerojatnost materijalizacije nepovoljnijih makrofinancijskih ishoda.

Stresni scenarij

Osnovna pretpostavka stresnog scenarija jest produljenje geopolitičke krize koje uzrokuje značajne poremećaje u globalnoj opskrbi energijama. U takvim

okolnostima, strateške zalihe energenata ubrzano se troše, a tekuća proizvodnja nije dostatna za stabilizaciju tržišta. Uslijed fizičkih poremećaja u opskrbi, globalne cijene nafte i plina ostaju povišene kroz dulje razdoblje, uz izraženu volatilnost na energetske tržištima. Takav energetski šok generira snažne inflacijske pritiske koji se, osim kroz cijene energije, prelijevaju i na troškove proizvodnje, prijevoza i hrane. Istodobno dolazi do usporavanja industrijske aktivnosti i međunarodne trgovine, posebno u gospodarstvima koja su snažno ovisna o uvozu energenata.

U domaćem okružju inflacija ponovno jača, ali ostaje ispod razina zabilježenih u 2022. te doseže 7,8 % u 2026. i 9,6 % u 2027. godini. Iako globalni čimbenici snažno potiču rast cijena, inflatorni su pritisci djelomično ograničeni slabljenjem domaće potražnje i pogoršanjem gospodarske aktivnosti. U takvom okružju domaće gospodarstvo ulazi u recesiju, uz pad od 3,5 % u 2026. i 2,2 % u 2027. godini. Slabljenje osobne potrošnje, usporavanje gospodarstva europodručja i slabljenje inozemne potražnje negativno utječu na robni izvoz, industrijsku proizvodnju i turističku aktivnost. Pokazatelji tržišta rada također se pogoršavaju, no rast nezaposlenosti ostaje ograničen zbog i dalje izraženog manjka radne snage. Nominalne plaće nastavljaju rasti, ali u realnim terminima bilježe pad obzirom na visoku inflaciju.

Pogoršanje makroekonomskih uvjeta odražava se i na javne financije. Rast cijena energije povećava potrebe za fiskalnim mjerama potpore, dok slabljenje gospodarske aktivnosti smanjuje proračunske prihode. Deficit opće države povećava se na 4,5 % BDP-a u 2026. i 7,1 % u 2027. godini, a javni dug raste na 61,5 %

na kraju 2027. godine. Iako obveznice RH zadržavaju investicijski rejting, pogoršanje javnih pokazatelja i rast prinosa na nerizične obveznice iz EU-a dovode do rasta prinosa na državne obveznice RH na razinu od 4,7 % na kraju 2026. i 5,3 % na kraju 2027. godine.

Na financijskim tržištima dolazi do izraženog pogoršanja investicijskog sentimenta i korekcije cijena financijske imovine. Scenarij dodatno pretpostavlja i korekciju vrednovanja vodećih globalnih tehnoloških kompanija, uslijed povećanih

troškova infrastrukture, povećanih operativnih troškova te izraženijih regulatornih pritisaka. U uvjetima povišenih kamatnih stopa, takva revizija očekivanja dodatno pogoršava percepciju rizika na globalnim tržištima kapitala.

Kombinacija produljenog geopolitičkog i energetske šoka, ponovnog jačanja inflacijskih pritisaka, pogoršanja fiskalnih izgleda te korekcije na financijskim tržištima stvara nepovoljno makrofinancijsko okruženje, koje predstavlja osnovu stresnog scenarija.

Tablica 9.1. Makroekonomski scenarij

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

Pokazatelj	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	Osnovni		Stresni	
								2026.	2027.	2026.	2027.
Bruto domaći proizvod (god. st. realnog rasta)	1,9	-3,7	10,7	3,7	6,2	3,8	3,9	2,6	2,5	-3,5	-2,2
Inflacija (u %)	1,3	-0,3	5,2	12,7	5,4	4,5	3,8	4,6	3,5	7,8	9,6
Stopa nezaposlenosti (u % aktivnog stanovništva)	6,1	8,4	6,4	6,7	5,6	4,9	4,5	3,8	3,4	4,3	4,9
Bruto plaće (god. st. nominalnog rasta)	4,8	3,7	4,6	9,3	13,5	15,9	11,2	5,8	4,0	5,3	3,6
Cijene nekretnina (prosječna god. st. rasta)	10,0	6,4	9,1	17,3	9,5	10,1	16,1	7,6	6,2	1,4	1,3
Razina javnog duga (u % BDP-a)	70,9	86,5	78,2	68,5	60,9	57,4	56,3	55,7	56,1	57,7	61,5
Saldo opće države (u % BDP-a)	0,2	-7,2	-2,6	0,0	-1,1	-2,3	-3,0	-4,4	-3,8	-4,5	-7,1
Prinos na državne obveznice (u %)	0,6	0,6	0,4	3,4	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	4,7	5,3
Krediti banaka realnom sektoru (god. st. rasta)	2,1	1,1	1,2	1,2	1,6	3,1	2,7	1,9	1,9	0,5	0,7
Kratkoročne kamatne stope (u %)	1,3	1,1	1,0	2,7	5,0	4,0	3,0	5,0	6,6	5,9	8,8
Dugoročne kamatne stope (u %)	2,3	2,8	2,1	3,7	5,3	4,8	3,9	5,4	6,1	6,3	8,2

Izvor: Hanfa

Rezultati vježbe

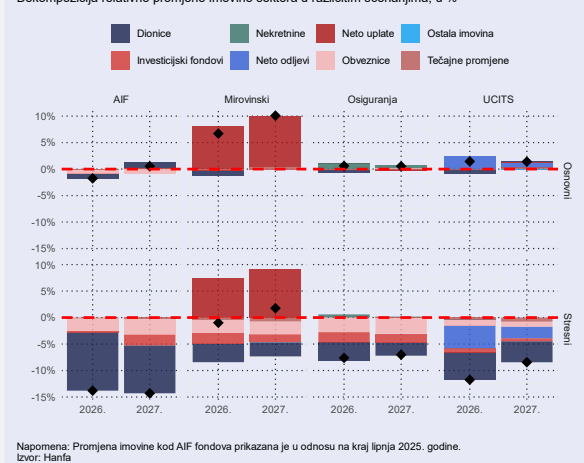
U **temeljnem scenariju**, koji pretpostavlja izostanak novih šokova, sektor financijskih usluga zadržava otpornost na kratkoročne poremećaje. Nakon nestabilnosti u prvom dijelu 2026., financijska se tržišta oporavljaju, a većina pružatelja financijskih usluga nastavlja bilježiti rast imovine (slika 9.2.). Imovina mirovinskih fondova raste za 6,3 % u 2026. i dodatnih 2,3 % u 2027., ponajprije zahvaljujući stabilnim neto uplatama tijekom cijelog promatranog razdoblja. No, privremeno pogoršanje realnih i financijskih uvjeta odražava se na prinose fondova, pa obvezni mirovinski fondovi u 2026. u

temeljnem scenariju ostvaruju blagi pad prinosa od -1,3 %, uz oporavak na 0,7 % u 2027. godini (slika 9.3.).

Nakon izraženog rasta tijekom protekle dvije godine, rast neto imovine UCITS fondova usporava te tijekom simulacijskog razdoblja iznosi 2,6 %. Prinosi UCITS fondova u 2026. ostaju negativni i kreću se u rasponu od -3,6 % kod dioničkih do -0,1 % kod obvezničkih fondova, dok se u 2027. vraćaju u pozitivno područje. Imovina AIF-ova u temeljnem scenariju smanjuje se za 1,8 %, ponajprije zbog pada imovine u prvoj godini simulacije, nakon čega slijedi skroman oporavak od 0,5 % u 2027. godini. Prinosi

AIF-ova u 2026. ostaju negativni i iznose -1,7 %, dok se u 2027. oporavljaju na 0,6 %.

Slika 9.2. Heterogeni učinak stresnih okolnosti na imovinu sektora financijskih usluga
Dekompozicija relativne promjene imovine sektora u različitim scenarijima, u %



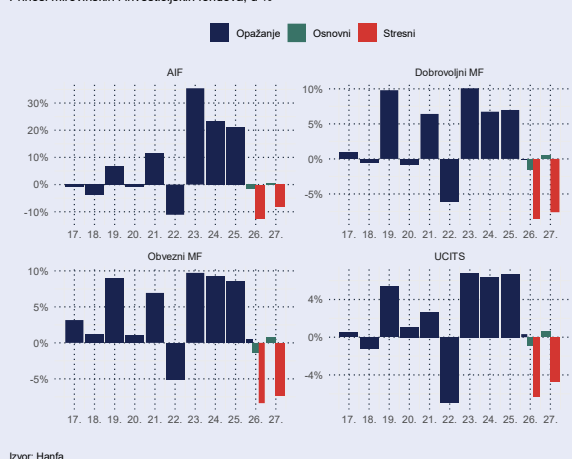
U poslovanju društava za osiguranje nema značajnijih promjena u temeljnom scenariju, uz marginalno povećanje imovine za 2,2 % u tijekom promatranog razdoblja, dok bi kratkoročni inflacijski pritisci mogli dodatno opteretiti profitabilnost. Poslovanje leasing društava također ostaje stabilno u temeljnom scenariju. Potražnja za leasingom ostaje snažna, osobito u segmentu financiranja vozila, a profitabilnost ostaje iznad dugoročnog prosjeka (1,9 % na kraju 2027.), pri čemu kvaliteta portfelja također ostaje stabilna.

U **stresnom scenariju**, obilježenom produljenim geopolitičkim sukobom i trajnijim poremećajima u globalnoj opskrbi energentima, sektor financijskih usluga suočava se s pogoršanjem financijskih uvjeta, rastom volatilnosti i korekcijama cijena financijske imovine. U takvim okolnostima neto imovina mirovinskih fondova smanjuje se za 1,4 % u 2026. i dodatnih 5,3 % u 2027., a stabilne neto uplate djelomično ublažavaju pad, potpomognute i robusnim tržištem rada. Tržišna korekcija negativno se odražava na prinose obveznih i dobrovoljnih

mirovinskih fondova, koji iznose -8,4 % u 2026.

i -7,4 % u 2027., odražavajući pad vrijednosti obveznica i dionica tijekom obje godine simulacije (slika 9.3).

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

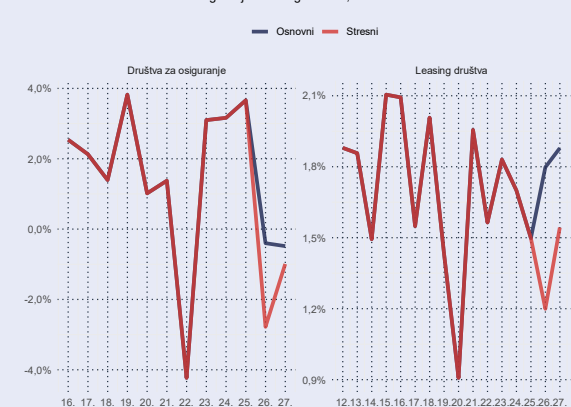


Investicijski fondovi pokazuju relativno veću osjetljivost na simulirane šokove, pa se njihova neto imovina smanjuje za 12,5 % do kraja 2027. godine. Prinosi bi snažno reagirali na pogoršane tržišne uvjete, te bi se u 2026. kretali u rasponu od -1 % kod ostalih fondova do -23 % kod dioničkih fondova, a u negativnom području bi ostali i u 2027. godini (slika 9.3.). Slična kretanja bilježe i AIF-ovi, čija se neto imovina smanjuje za 26 % u promatranom razdoblju, uz negativne prinose u obje godine simulacije (slika 9.3).

Imovina društava za osiguranje smanjuje se za 13,2 % do kraja 2027., ponajprije zbog pada vrijednosti obvezničkog portfelja uslijed rasta prinosa na domaće državne obveznice. Dodatni negativni doprinos proizlazi iz korekcije cijena dionica i udjela investicijskih fondova, dok bi blagi rast cijena nekretnina tek djelomično ublažio ukupni pad vrijednosti imovine. Pogoršani makrofinancijski uvjeti odrazili bi se i na profitabilnost društava za osiguranje uz negativan povrat na imovinu od -1,0 % na

kraju 2027. godine. Leasing društava pokazuju relativnu otpornost, no i u tom segmentu financijskog sustava dolazi do pogoršanja pokazatelja poslovanja. Profitabilnost leasing društava smanjuje se pod utjecajem slabije gospodarske aktivnosti, a istodobno se pogoršava i kreditna kvaliteta portfelja zbog povećanih poteškoća dijela korisnika u podmirivanju obveza.

Slika 9.4. Simulirani stres umanjio bi profitabilnost društava za osiguranje i leasing društava
Povrat na imovinu za društva za osiguranje i leasing društva, u %



Izvor: Hanfa

Slika 9.5. Raspršenost rezultata raste u stresnim uvjetima
Relativna promjena vrijednosti imovine društva u ovisnosti o pojedinom scenariju, u %



Napomena: Veličina točke označuje simuliranu veličinu fonda, odnosno društva za osiguranje.

Izvor: Hanfa

Dok su u povoljnijim tržišnim uvjetima razlike među institucijama relativno ograničene, stresni scenarij jasnije razotkriva specifične ranjivosti povezane sa strukturom imovine, razinom izloženosti pojedinim vrstama rizika i profilom ulaganja svakog društva. Tako se u nepovoljnim okolnostima jasnije

diferenciraju subjekti s većom izloženošću tržišnim i kreditnim rizicima, odnosno oni čiji su portfelji osjetljiviji na korekcije cijena financijske imovine i pogoršanje uvjeta financiranja. Istodobno, otpornija društva, s konzervativnijom strukturom ulaganja i stabilnijim izvorima financiranja pokazuju veću otpornost na simulirane šokove (slika 9.5).

Zaključno

Ovogodišnji stresni scenarij kombinira snažne poremećaje na financijskim tržištima s pogoršanjem makroekonomskih uvjeta te produljenim poremećajima u opskrbi energentima i geopolitičkim odnosima. Iako bi se takav scenarij prije nekoliko godina smatrao ekstremnim i malo vjerojatnim, recentni događaji poput pandemije, početka ratnog sukoba u Ukrajini, energetske krize, visoke inflacije i jačanja geopolitičkih napetosti, pokazuju da se sistemski poremećaji mogu materijalizirati brzo i imati snažne učinke.

Rezultati provedene analize, koja pretpostavlja takav izrazito nepovoljan scenarij, upućuju na to da bi simulirani šokovi snažno pogodili cjelokupni sustav financijskih usluga te značajno pogoršali tržišne i financijske uvjete poslovanja uz značajne pritiske na profitabilnost, vrijednost imovine i kvalitetu portfelja. Posljedično bi se kroz materijalizaciju tržišnih i kreditnih rizika povećale sistemske ranjivosti cjelokupnog financijskog sustava.

Ipak, rezultati analize ne upućuju na ugrožavanje stabilnosti sektora financijskih usluga u cjelini. Otpornost sektora i dalje je potpomognuta relativno visokim zalihama likvidnosti i

kapitaliziranosti, dok bi stabilno tržište rada nastavilo podupirati neto priljeve u mirovinske fondove. Simulirani scenarij ponovno potvrđuje važnost kontinuiranog praćenja sistemskih rizika i

održavanja adekvatnih zaštitnih mehanizama kako bi se očuvala otpornost financijskog sustava u uvjetima potencijalno produljenih geopolitičkih i tržišnih poremećaja.

POPIS KRATICA

AIF – alternativni investicijski fond

AO – osiguranje od odgovornosti za upotrebu motornih vozila

APN – subvencionirani stambeni kredit Agencije za pravni promet i posredovanje nekretninama

APP – Program kupnje imovine (engl. *Asset Purchase Programme*)

b.b. – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

bil. - bilijun

CQS – mjera kreditne kvalitete investicijskih instrumenata (engl. *Credit Quality Step*)

DRMKC – Centar znanja o upravljanju rizicima od katastrofa (engl. *The European Commission Disaster Risk Management Knowledge Centre*)

DSTI – omjer duga i dohotka (engl. *Debt Service-to-Income*)

DZS – Državni zavod za statistiku

EBITDA – dobit prije kamata, poreza, amortizacije i deprecijacije (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*)

EGP – Europski gospodarski prostor

EIOPA – Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (engl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*)

EK – Europska komisija

ESB – Europska središnja banka

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

ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)

ETF – investicijski fond čijim se dionicama trguje na burzi (engl. *Exchange-Traded Fund*)

EUR – euro

EU – Europska unija

FED – Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država (engl. *Federal Reserve System*)

FINA – Financijska agencija

FSB – Odbor za financijsku stabilnost (engl. *Financial Stability Board*)

GHG – emisija stakleničkih plinova (engl. *Greenhouse gases*)

HAC - Hrvatske autoceste

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HHI – Indeks koncentracije tržišta (engl. *Herfindahl-Hirschman Index*)

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

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – hrvatska kuna

HT – Hrvatski Telekom

HTZ - Hrvatska turistička zajednica

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

IF – investicijski fond

LTV – omjer zajma i vrijednosti (engl. *Loan-to-Value*)

NN – Narodne novine

MF – mirovinski fond

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MOD – mirovinsko osiguravajuće društvo

NATO – Organizacija Sjevernoatlantskog ugovora, (engl. *North Atlantic Treaty Organization*)

OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for*

Economic Co-operation and Development)

OMF – obvezni mirovinski fond

OVI – indeks potražnje za radom (engl. *Online Vacancy Index*)

p.b. – postotni bod

PEPP – hitni program kupnje zbog pandemije (engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme*)

REGOS – Središnji registar osiguranika

RH – Republika Hrvatska

SAD – Sjedinjene Američke Države

S&P – Standard & Poor's

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

SFDR – Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga

(engl. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*)

SIE – zemlje srednje i istočne Europe

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

UAE – Ujedinjeni Arapski Emirati

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

UK – Ujedinjeno Kraljevstvo

USD – američki dolar

VAR – vektorska autoregresija / model vektorske autoregresije (engl. *Vector Autoregression*)

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

