HNB
EUROSUSTAV

# Financijska stabilnost

# 26

godina VII · lipanj 2025.



HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

# Financijska stabilnost

Zagreb, lipanj 2025.
godina VII, broj 26

HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

HNB
EUROSUSTAV

# Sadržaj

**Uvod** ..... **1**

**I. Rizici za financijsku stabilnost** ..... **5**

**A. Makroekonomsko okružje** ..... **5**

A.1. Rizici u međunarodnom okružju ..... 5

A.2. Rizici u domaćem okružju ..... 9

Okvir 1. Što porast geopolitičkih neizvjesnosti znači za financijsku stabilnost ..... 15

**B. Rizici povezani s tržištem nekretnina** ..... **19**

B.1. Tržište stambenih nekretnina ..... 19

B.2. Tržište poslovnih nekretnina ..... 22

B.3. Djelatnosti povezane s tržištem nekretnina ..... 23

B.4. Izloženost banaka tržištu nekretnina ..... 25

Okvir 2. Kreditno financiranje stambenih nekretnina ..... 30

**C. Rizici kreditiranja privatnoga nefinancijskog sektora** ..... **34**

C.1. Snažan rast kredita kućanstvima, uz blage kriterije ..... 34

Okvir 3. Dvije rate, jedan dug: kako kućanstva kombiniraju stambene i nestambene kredite ..... 41

C.2. Nizak kreditni rizik kod nefinancijskih poduzeća, uz porast rizika ..... 44

**D. Rizici za poslovanje kreditnih institucija** ..... **48**

D.1. Ubrzan rast kredita domaćim sektorima uz porast ulaganja u dužničke papire i inozemnu imovinu . 48

D.2. Smanjenje troška financiranja kreditnih institucija ..... 50

D.3. Nastavak poboljšavanja kvalitete imovine kreditnih institucija ..... 52

D.4. Profitabilnost kreditnih institucija dosegnula je povijesni vrhunac, uz naznake mogućeg obrata ..... 54

Okvir 4. Fizički klimatski rizik u Hrvatskoj ..... 56

Okvir 5. Tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj ..... 61

**II. Otpornost kreditnih institucija** ..... **69**

**A. Likvidnost** ..... **69**

**B. Kapitalna pozicija kreditnih institucija** ..... **70**

**C. Testiranje solventnosti kreditnih institucija ... 71**
C.1. Makroekonomski scenariji za stresno testiranje ... 72
C.2. Rezultati u temeljnom i stresnom testiranju ... 74
C.3. Procjena stabilnosti bankovnog sustava ... 76

**III. Provođenje makrobonitetne politike ... 79**

**A. Ograničenja kriterija kreditiranja potrošača ... 79**

**B. Zaštitni slojevi kapitala ... 81**
B.1. Protuciklički zaštitni sloj kapitala ... 82
Okvir 6. Rana izgradnja otpornosti: protuciklički zaštitni sloj kapitala ... 84
B.2. Pokrivanje strukturnih sistemskih rizika ... 88

**C. Pokrivanje rizika povezanih s tržištem nekretnina ... 89**

**Kratice i znakovi ... 91**
Kratice ... 91
Troslovne oznake za valute ... 92
Dvoslovne oznake za zemlje ... 92
Znakovi ... 93

# Uvod

**Velika neizvjesnost povezana s jačanjem geopolitičkih i trgovinskih napetosti obilježila je početak 2025. godine.** Početkom travnja dodatnu zabrinutost tržišta izazvala je objava nove administracije SAD-a o uvođenju novih carina na uvoz. Iako su protekcionističke mjere bile očekivane, tržišta je iznenadio njihov intenzitet i brza eskalacija trgovinskih napetosti, osobito s Kinom. Iznenadni preokreti u trgovinskim odnosima i duboke promjene u međunarodnim gospodarsko-financijskim odnosima dodatno su povećali neizvjesnost, na što su globalna financijska tržišta reagirala naglim porastom kolebljivosti i realokacijom imovine. Vrijednosti su dioničkih indeksa privremeno snažno pale, a financijska sredstva počela su se odlijevati iz rizičnijih instrumenata, što je pratilo i slabljenje američkog dolara prema drugim značajnim svjetskim valutama. Iako su se kretanja na tržištima primirila nakon objave privremene suspenzije novih carina SAD-a, povećana nesklonost riziku na financijskim tržištima i promijenjena percepcija rizičnosti američke imovine mogli bi imati dugoročne posljedice za financijsku stabilnost.

**Duboka integracija europodručja u globalne financijske i proizvodne tokove čini ga iznimno osjetljivim na takve šokove u globalnom okružju, što se odražava i na Hrvatsku.** Domaće se gospodarstvo do početka 2025. pokazalo otpornim na povećanu neizvjesnost u okružju, uz solidan gospodarski rast, visoku zaposlenost i rast realnih dohodaka. Istodobno je snažna domaća potražnja generirala cikličke pritiske na rast cijena nekretnina i jačanje kreditne aktivnosti, povećavajući sistemske rizike. Osim toga, niska produktivnost i njezin slabi rast, demografski izazovi te visoka ovisnost o izvozu usluga i nadalje ograničavaju dugoročni potencijal rasta hrvatskoga gospodarstva. Svi ti čimbenici iz domaćeg okružja, uz jačanje neizvjesnosti na svjetskim financijskim tržištima i oslabjele gospodarske izglede u nastavku godine, povećavaju rizike za financijsku stabilnost u Hrvatskoj.

**Na tržištu stambenih nekretnina u Hrvatskoj cijene nastavljaju rasti po relativno visokim stopama i zaustavlja se pad broja kupoprodaja.** U dosadašnjem razdoblju snažnog rasta zaposlenosti i plaća te povećanog optimizma potražnja je dominantno utjecala na tržište nekretnina, unatoč znatnom jačanju građevinske aktivnosti koja je povećala ponudu. Broj kupoprodajnih transakcija nekretninama, nakon dvogodišnjeg pada, u 2024. se godini stabilizirao. Cijene stambenih nekretnina nastavile su snažno rasti, jače i od većine njihovih makroekonomskih odrednica, što povećava rizik snažnog pada cijena, ako dođe do snažnog pogoršanja makrofinancijskih uvjeta. Potražnja za stambenim kreditima u 2025. bit će pod utjecajem više čimbenika, koji djeluju u različitim smjerovima. Očekivano usporavanje rasta dohodaka i nova makrobonitetna ograničenja kreditiranja potrošača mogli bi usporiti rast potražnje, dok bi u suprotnom smjeru mogli djelovati snižavanje kamatnih stopa na stambene kredite i porezne olakšice. Istodobno bi povećanje poreza na neiskorištene nekretnine moglo djelovati na povećanje ponude nekretnina na tržištu, što bi smanjilo pritiske na rast cijena stambenih nekretnina.

**Potrošački optimizam i snažan rast osobne potrošnje podupiru potražnju za potrošačkim kreditima.** Stambeni krediti nastavili su rasti po stabilnim i povišenim stopama, prateći ubrzani rast cijena nekretnina, pri čemu se broj novoodobrenih kredita u 2024. smanjio u odnosu na prethodnu godinu. S druge strane, iako se prosječna vrijednost nestambenih kredita nije

promijenila, njihov je broj snažno porastao te financira povećanje potrošnje. Pritom se dijelom tih kredita financiraju izdaci koji prate kupovinu stana, pa tako oko petine korisnika stambenih kredita unutar uskog razdoblja uzima i nestambene kredite. Ti korisnici kredita u pravilu imaju viši ukupni iznos zaduženosti, duže rokove otplate i niže prihode, a češće zapadaju i u poteškoće s otplatom dugovanja. Naime, udio neprihodonosnih kredita znatno je manji kod stambenih nego kod nestambenih kredita, dok je unutar stambenih znatno niži kod potrošača koji nemaju i nestambene kredite.

**Kako bi ublažila rizike za financijsku stabilnost povezane sa sve snažnijim zaduživanjem kućanstava, Hrvatska narodna banka od 1. srpnja 2025. ograničava kriterije kreditiranja potrošača.** Nove makrobonitetne mjere propisuju najviše dopuštene omjere zaduženosti i ročnosti pri odobravanju novih stambenih i nestambenih kredita potrošačima. Cilj je spriječiti prekomjerno ublažavanje kriterija kreditiranja i ojačati financijsku otpornost kućanstava u slučaju nepovoljnih makroekonomskih kretanja. U sadašnjim makroekonomskim okolnostima očekuje se da će mjere donekle usporiti rast nenamjenskih gotovinskih kredita, a ne bi trebale znatnije utjecati na stambeno kreditiranje. S obzirom na ubrzan rast osobne potrošnje te će mjere istodobno pridonijeti smanjenju inflatornih pritisaka povezanih s povećanom potražnjom.

**Kreditiranje nefinancijskih poduzeća ubrzalo se u uvjetima pada kamatnih stopa i snažne potražnje.** Dobri očekivani rezultati poslovanja za 2024. godinu i pad kamatnih stopa zasad poduzećima ublažavaju teret otplate kredita, a smanjenju kreditnog rizika za banke dodatno pridonosi i poboljšanje pokazatelja poslovanja novih klijenata. No, zbog rastuće neizvjesnosti rizici su poslovanja poduzeća visoki, pa svaki iznenadni šok može dovesti do operativnih zastoja i rasta troškova poslovanja, te posredno otežati uredno servisiranje dugova.

**Poslovanje banaka karakteriziraju i dalje visoka profitabilnost, iako je vjerojatno lani dosegnula vrhunac, te nizak kreditni rizik, ali uz sve veće akumuliranje kamatnog rizika.** Dosadašnje smanjenje ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke vjerojatno će se i nadalje prenositi na aktivne kamatne stope banaka, što će u uvjetima ionako niskog troška izvora financiranja smanjivati neto kamatne prihode, koji su bili glavni izvor rasta dobiti u prethodnih nekoliko godina. Istodobno, višegodišnji trend produljivanja prosječnog dospijeća kreditnog portfelja, uz pojačano ugovaranje kredita s fiksnim kamatnim stopama, povećao je ročnu neusklađenost imovine i obveza te time doveo do rasta kamatnog rizika. Isto tako, povećanje inozemne imovine povećavalo je osjetljivost banaka na vanjske šokove, a porast izloženosti prema državi, osobito putem novih ulaganja u državne obveznice, osjetljivost na promjene fiskalne pozicije. Sve to moglo bi u slučaju naglih promjena na financijskim tržištima prigušiti kamatne marže i dodatno smanjiti profitabilnost, osobito ako se istodobno povećaju kreditni rizici. Banke su izložene i nekim neklasičnim bankovnim rizicima. Operativni rizici povezani s kibernetičkom sigurnošću sve više prijete bankama i zahtijevaju dodatna ulaganja u digitalnu otpornost i sigurnosnu infrastrukturu. Hrvatska je zbog svoje geografske raznolikosti izložena rastućim fizičkim klimatskim rizicima poput poplava, suša i požara, a tranzicijski se rizici povezani s prilagodbom gospodarstva klimatskim ciljevima trenutačno smanjuju, no i taj bi se trend mogao preokrenuti ako se nastavi povećavati potrošnja fosilnih goriva.

**U uvjetima povišenih rizika i izražene globalne neizvjesnosti makrobonitetna politika Hrvatske narodne banke ostaje usmjerena na očuvanje stabilnosti financijskog sustava održavanjem primjerene razine zaštitnih slojeva kapitala i primjenom ostalih mjera za ublažavanje sistemskih rizika.** S obzirom na učestalije i snažnije šokove koji nisu nužno povezani s financijskim ciklusom, osobito je važno pravodobno i preventivno jačati kapitalnu poziciju bankovnog sektora, kako bi se osigurala njegova otpornost na takve događaje. Zahvaljujući otprije izgrađenim zaštitnim slojevima kapitala, domaće banke danas raspolažu znatnom kapitalnom osnovom koja im omogućuje podnošenje i potencijalno velikih gubitaka povezanih s iznimno nepovoljnim makrofinancijskim scenarijima. Usto, nova makrobonitetna ograničenja kriterija kreditiranja potrošača čine strukturnu i trajnu komponentu makrobonitetne politike Hrvatske narodne banke i upotpunjuju mjere makrobonitetne politike zasnovane na kapitalu, te oni zajedno ublažavaju sistemske rizike za financijsku stabilnost.

HNB
EUROSUSTAV

# I. Rizici za financijsku stabilnost

## A. Makroekonomsko okružje

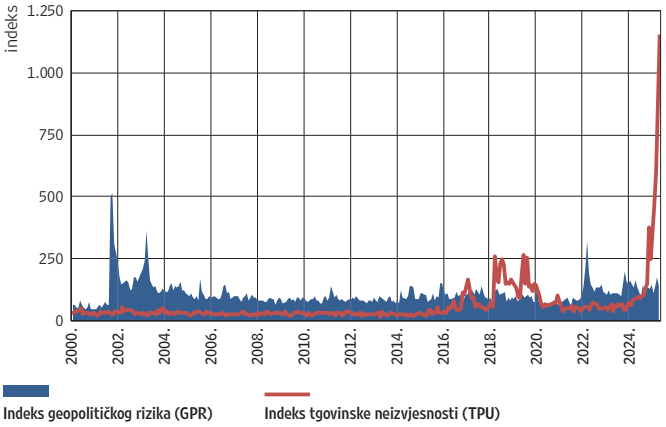
**Porast trgovinskih napetosti, potaknut naglim i značajnim promjenama trgovinskih politika diljem svijeta, povećao je globalnu zabrinutost glede dodatne eskalacije trgovinskog rata te izazvao pojačanu kolebljivost na globalnim financijskim tržištima. U takvim su uvjetima izgledi globalnoga gospodarskog rasta pogoršani, što uz moguću fragmentaciju svjetske trgovine čini najvažniji izvor rizika za globalnu financijsku stabilnost. U europskom kontekstu, jačanje protekcionističkih prepreka trgovini prijeti daljnjim industrijskim usporavanjem, povećanim troškovima trgovinske razmjene i slabljenjem inozemne potražnje, što dodatno povećava rizike za otvorena gospodarstva koja su snažno integrirane u izvozne lance, kao što je Hrvatska integrirana unutar EU-a.**

### A.1. Rizici u međunarodnom okružju

**Snažan zaokret vanjskotrgovinske politike SAD-a povećao je rizike za globalnu financijsku stabilnost.** Naime, 2. travnja 2025. administracija SAD-a objavila je strategiju tzv. "recipročnih" carina, s osnovnom stopom na uvoz od 10% i višim stopama za određene zemlje. Te mjere izazvale su zabrinutost zbog moguće eskalacije trgovinskog rata i snažan porast neizvjesnosti glede kretanja trgovinskih politika u svijetu (Slika A.1.), što je uz nastavak ratnih sukoba u Ukrajini i na Bliskom istoku snažno pojačalo globalne neizvjesnosti (vidi Okvir 1. Što porast geopolitičkih neizvjesnosti znači za financijsku stabilnost). Iako je većina viših "recipročnih" carina privremeno suspendirana na 90 dana radi bilateralnih pregovora, osnovna stopa od 10% i dalje je na snazi, uz otprije uvedene carine na aluminij, čelik i automobile te carine na određeni uvoz iz Kanade i Meksika. Daljnja eskalacija trgovinskih previranja mogla bi dodatno destabilizirati globalne ekonomske odnose i u realnom i u financijskom sektoru te povećati rizike, poglavito u djelatnostima koje su osjetljive na poremećaje u međunarodnim lancima opskrbe i rast uvoznih troškova.

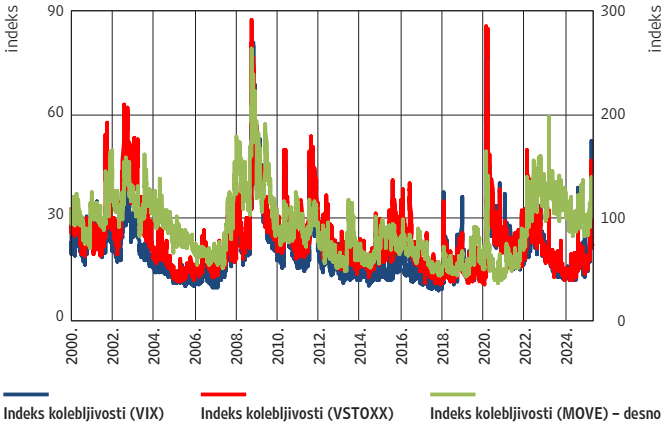
**Porast neizvjesnosti prelio se na globalna financijska tržišta i prouzročio povećanu kolebljivost i snažne tržišne pomake.** Nakon snažnog rasta tijekom 2024., vodeći svjetski dionički indeksi osjetno su pali u travnju 2025., a indeksi kolebljivosti na američkom i europskom dioničkom tržištu dosegnuli su najviše razine još od početka pandemije bolesti COVID-19. Međutim, takva reakcija bila je privremena, pri čemu se dioničko tržište do početka svibnja uglavnom oporavilo i vratilo na razine s kraja ožujka. Obveznička tržišta također su reagirala s povećanim oscilacijama, odražavajući povećanu percepciju rizika i pad ulagačkog optimizma (slike A.2., A.3. i A.4.). Takva kretanja, uz moguće preusmjeravanje međunarodnih tokova kapitala te povećani rizik valutnih i kamatnih fluktuacija, mogla bi se nepovoljno odraziti na bilance financijskih institucija kroz pad vrijednosti portfelja, porast troškova financiranja i smanjenu sklonost kreditiranju.

**Slika A.1. Trgovinska neizvjesnost i geopolitička previranja najvažniji su izvori rizika za globalnu financijsku stabilnost**



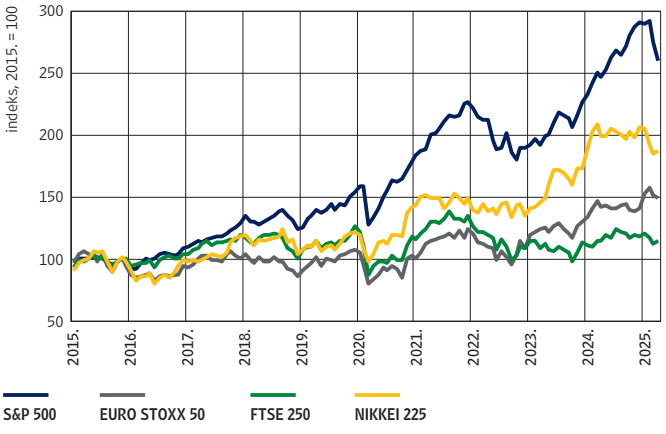

Napomena: Indeks rizika GPR (engl. *geopolitical risk index*) odražava rezultate automatiziranog pretraživanja teksta elektroničkog arhiva deset tiskovina (1985 : 2019 = 100). Indeks rizika TPU (engl. *trade policy uncertainty*) odražava rezultate automatiziranog pretraživanja teksta elektroničkog arhiva sedam tiskovina (100 = 1% novinskih članaka sadržava referenciju na trgovinsku neizvjesnost).
**Izvor: matteoiacoviello.com**

**Slika A.2. Kolebljivost na tržištu kapitala porasla je**



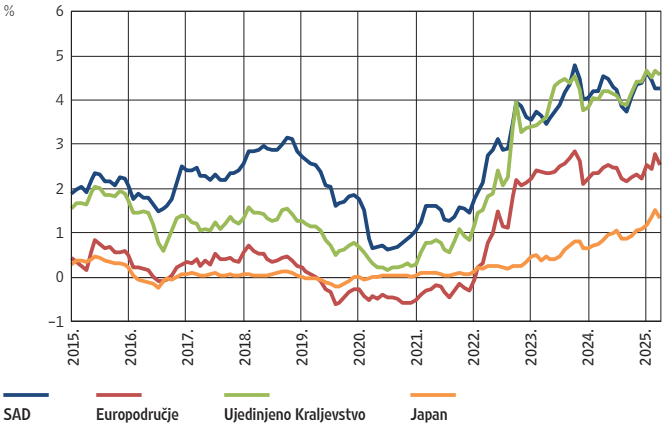

Napomena: VIX je mjera očekivanja implicitne kolebljivosti opcija S&P 500, a VSTOXX odražava očekivanu kolebljivost izvedenu iz opcija na EURO STOXX 50. Indeks MOVEmjeri očekivanu kolebljivost na tržištu američkih državnih obveznica.
**Izvor: Bloomberg**

**Slika A.3. Snažan pad glavnih svjetskih dioničkih indeksa**




**Izvor: Bloomberg**

**Slika A.4. Porast neizvjesnosti odrazio se i na prinose na dugoročne obveznice**



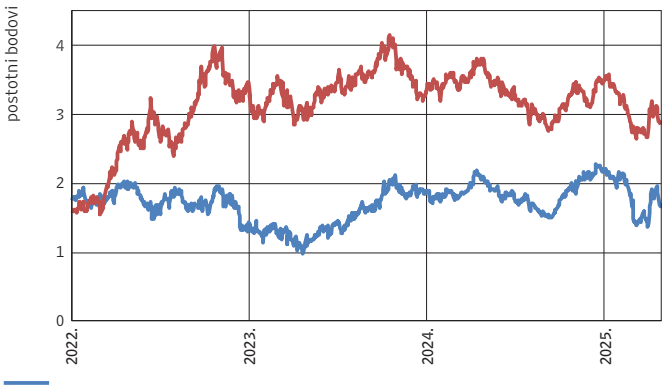

**Izvor: Bloomberg**

**Povećana kolebljivost odražava promjene u percepciji rizika i očekivanim prinosima na tržištima te porast neizvjesnosti glede budućih gospodarskih i političkih kretanja u SAD-u.** Tijekom travnja 2025. došlo je do povećanja razlike u prinosima između 10-godišnjih američkih i njemačkih te američkih i japanskih državnih obveznica (Slika A.5.). Takva se kretanja djelomično mogu povezati s postupnim zatvaranjem tzv. strategija *basis trade*[1], što je povećalo pritiske na tržištu američkih državnih obveznica, a dodatno su potaknuta porastom neizvjesnosti glede trgovinske politike SAD-a. Istodobno, snažna deprecijacija američkog dolara u odnosu na košaricu valuta glavnih trgovinskih partnera tijekom travnja (Slika A.6.), uključujući deprecijaciju u

1 Strategija *basis trade* oblik je arbitraže kojim ulagači nastoje iskoristiti razliku između cijene terminskog ugovora na obveznice i njihove tržišne cijene.

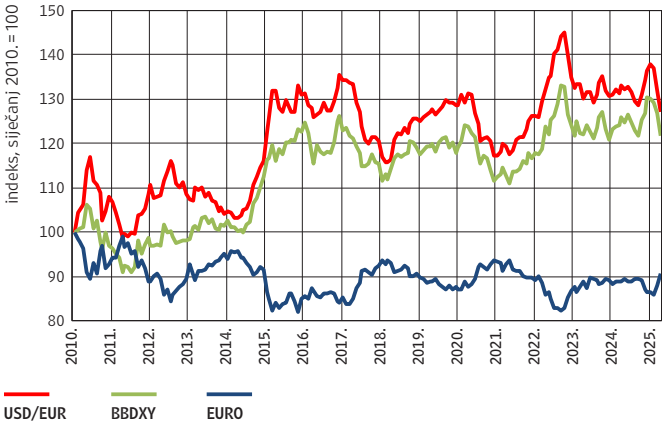
odnosu na švicarski franak, japanski jen, euro i funtu sterlinga, potaknula je pitanja o statusu dolara kao dominantnog "sigurnog utočišta", no njegov blagi oporavak u svibnju pokazuje da tržište i dalje zadržava povjerenje u dolar kao dominantnu referentnu valutu. Povećani oprez ulagača i promjena u percepciji rizika odrazili su se i na cijenu zlata na svjetskom tržištu, koja je tijekom travnja dosegnula povijesni maksimum.

**Slika A.5. Razlika između prinosa na dugoročne obveznice SAD-a i Njemačke (Japana) ponovno raste**




Izvor: Bloomberg

**Slika A.6. Tečaj američkog dolara osjetno je oslabio prema većini valuta**

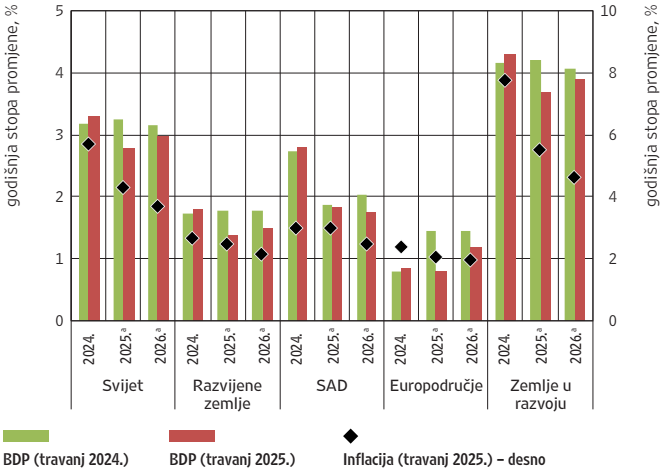



Napomena: BBDXY (EURO) prati tečaj američkog dolara (eura) prema košarici glavnih trgovinskih partnera, pri čemu rast indeksa označuje jačanje dolara (eura). USD/EUR prati tečaj eura prema američkom dolaru, pri čemu rast indeksa označuje aprecijaciju dolara.
Izvor: Bloomberg

**Očekivanja glede globalnoga gospodarskog rasta revidirana su naniže (Slika A.7.).** Protekcionistički zaokret SAD-a povećao je geoekonomsku fragmentaciju, što može nepovoljno utjecati na trgovinu, ulaganja i proizvodnu integraciju. Trgovinske napetosti stvaraju regulatornu neizvjesnost i smanjuju sklonost privatnog sektora dugoročnim ulaganjima, a to bi moglo narušiti učinkovitost globalne alokacije resursa i nepovoljno utjecati na potencijalni gospodarski rast. Neizvjesnost se dodatno povećava uoči isteka privremene obustave "recipročnih" carina na 90 dana, uz mogućnost uvođenja protumjera od strane glavnih trgovinskih partnera. To povećava rizik multilateralnih eskalacija i daljnjeg smanjenja obujma svjetske trgovine.

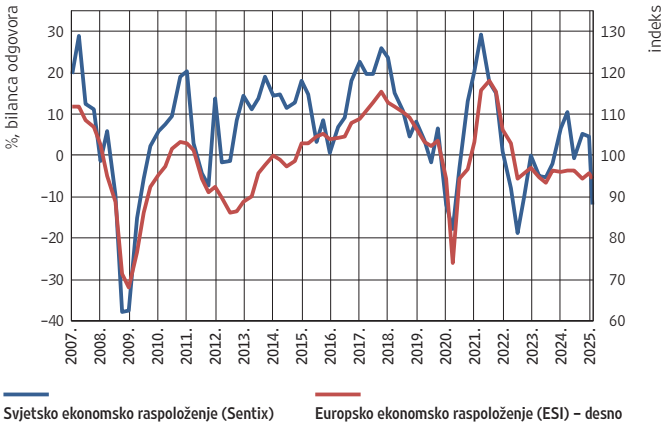
**Europsko gospodarstvo, integrirano u globalne lance opskrbe i izvozno orijentirano, osjetljivo je na trgovinske poremećaje.** Iako se gospodarski rast u europodručju u 2024. blago ubrzao u odnosu na godinu prije, očekivanja su glede snažnijega gospodarskog oporavka u ovoj godini narušena. Pritom je proizvodni sektor oslabio pod utjecajem smanjene potražnje i visokih ulaznih troškova, posebice troškova energije, još uvijek prisutnog prijenosa učinaka prošlog ciklusa pooštravanja monetarne politike te izazova vezanih uz sporo uvođenje novih tehnologija. Jačanje trgovinskih barijera stvara dodatnu izravnu prijetnju oporavku ovog sektora, pa raste rizik od dubljega i dugotrajnijega industrijskog usporavanja, posebice u energetski intenzivnijim djelatnostima. U takvim uvjetima razina ekonomskog raspoloženja u europodručju nastavlja se kretati znatno ispod dugoročnog prosjeka, uz prigušena očekivanja glede budućega gospodarskog rasta (Slika A.8.). Za mala, otvorena gospodarstva poput Hrvatske, snažno vezane uz njemačko, talijansko i austrijsko tržište, takva kretanja povećavaju izloženost rizicima.

**Slika A.7. Očekivanja glede globalnoga gospodarskog rasta revidirana su naniže**




ª Prognoza
**Izvor: MMF (WEO, travanj 2025. / travanj 2024.)**

**Slika A.8. Ekonomsko raspoloženje zadržava se na niskim razinama**

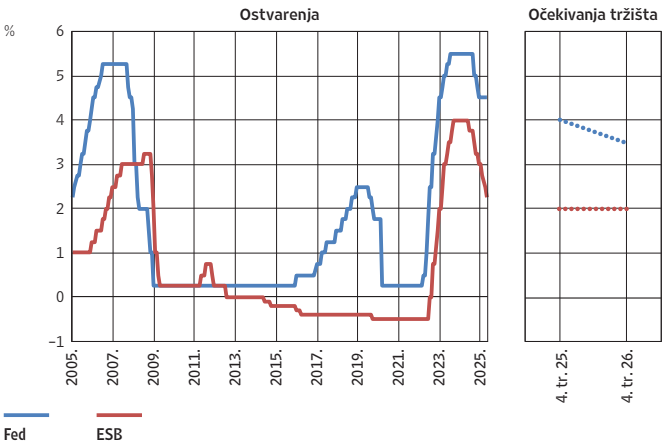



Napomena: Pokazatelj Sentix prati raspoloženje investitora na globalnoj razini, njihova očekivanja i ocjenu trenutačne ekonomske situacije. Zasniva se na anketnom ispitivanju i može poprimiti vrijednosti između –100 i 100. Pozitivne vrijednosti znače pozitivnu ocjenu ekonomske situacije i obratno. Pokazatelj ESI prati ekonomsko raspoloženje u EU-u, pri čemu vrijednosti iznad 100 označuju ekonomsko raspoloženje koje je bolje od ostvarenoga dugoročnog prosjeka.
**Izvori: Bloomberg; Europska komisija**

**Ipak, mogući povoljni učinci naglog zaokreta vanjskotrgovinske politike SAD-a na EU i Hrvatsku mogli bi djelomično ublažiti negativne posljedice.** Povlačenje, odnosno smanjena uloga SAD-a u globalnom trgovinskom poretku otvara prostor za promicanje EU u stabilnijega i sigurnijega globalnog partnera, što može dovesti do novih trgovinskih veza i priljeva kapitala prema Europi. Smanjena atraktivnost američkoga financijskog tržišta mogla bi privremeno povećati potražnju za sigurnom imovinom u europodručju, što bi moglo dodatno sniziti troškove financiranja, uključujući i troškove za Hrvatsku. Fragmentacija globalne trgovine mogla bi potaknuti snažniji razvoj unutarnjeg tržišta EU-a i strateških djelatnosti, posebice u energetici, tehnologiji i obrani. No, s druge strane, porast globalne neizvjesnosti negativno utječe na investicijsko raspoloženje i povećava kolebljivost, što može odgoditi investicijske odluke privatnog sektora. U takvim uvjetima kredibilna i koordinirana ekonomska politika u EU-u ključna je za očuvanje stabilnosti i povjerenja.

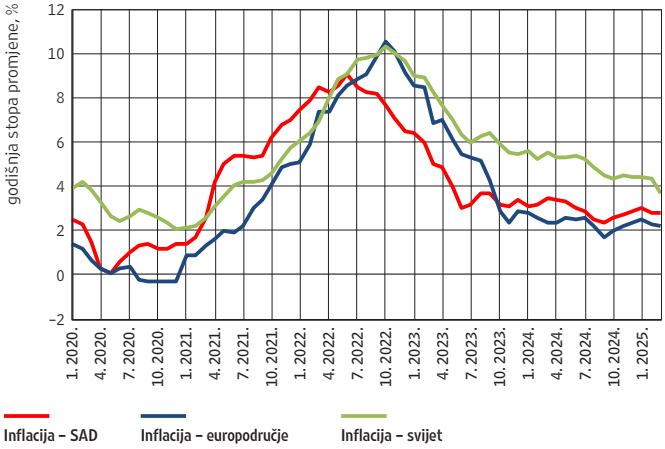
**Povećana globalna neizvjesnost dodatno otežava vođenje monetarne politike.** U posljednjem ciklusu monetarnog popuštanja, koji je započeo tijekom 2024., Fed je tri puta smanjio referentnu kamatnu stopu, s 5,5% na 4,5% (gornja granica raspona), dok je Upravno vijeće ESB-a kamatnu stopu na novčani depozit (trenutačno relevantan pokazatelj monetarne politike ESB-a) snizilo sedam puta, s 4% na 2,25% (Slika A.9.). Iako se trend smanjenja ukupne inflacije nastavio, cjenovni pritisci u uslužnom sektoru i dalje su izraženi, pri čemu se ukupna inflacija i u SAD-u i u europodručju i nadalje zadržava blago iznad ciljane razine od 2% (Slika A.10.). Uvođenje trgovinskih barijera dodatno usložnjava uvjete u kojima se provodi monetarna politika jer djeluje kroz dva suprotna kanala. S jedne strane, trgovinske prepreke mogu usporiti gospodarsku aktivnost, što ima dezinflacijski učinak i smanjuje potrebu za održavanjem restriktivnoga monetarnog okvira. S druge strane, viši uvozni troškovi mogu potaknuti dodatne inflacijske pritiske, što može odgoditi nastavak monetarnog popuštanja.

**Slika A.9. Popuštanje monetarne politike moglo bi se zaustaviti, ovisno o kretanju inflacije i ostalih pokazatelja**




Napomena: Na slici je prikazana referentna kamatna stopa Feda (gornja granica) i kamatna stopa na novčani depozit ESB-a. Očekivanja su tržišta iz travnja 2025.
**Izvor: Bloomberg**

**Slika A.10. Unatoč usporavanju inflacije cjenovni pritisci i dalje su prisutni**



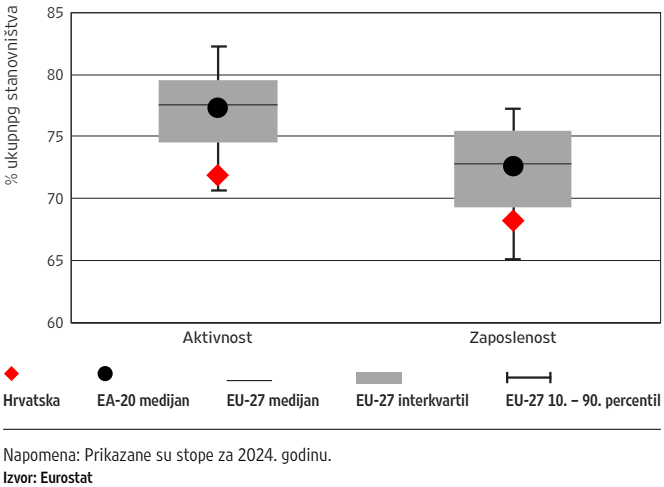

**Izvor: Bloomberg**

## A.2. Rizici u domaćem okružju

**Glavni rizici za financijsku stabilnost koji proizlaze iz domaćega makroekonomskog okružja povezani su s intenziviranjem financijskog ciklusa, uz snažno kreditiranje kućanstava i rast cijena stambenih nekretnina.** Iako poboljšani makroekonomski uvjeti u domaćem okružju, uključujući nastavak gospodarske ekspanzije te snažno tržište rada obilježeno rastom plaća i zaposlenosti, djeluju stabilizirajuće, oni istodobno potiču snažno kreditiranje kućanstava i nastavak rasta cijena na tržištu nekretnina (vidi poglavlja B i C), a to pridonosi akumulaciji neravnoteža i može povećati osjetljivost gospodarstva na moguće šokove. Usto, snažna građevinska aktivnost, iako podupire gospodarski rast, povećava izloženost banaka građevinskom sektoru, što dodatno koncentrira cikličke rizike povezane s tržištem nekretnina. U takvim okolnostima, uz rizike koji proizlaze iz jačanja globalnih trgovinskih napetosti, poglavito kroz neizravne kanale poput slabije gospodarske aktivnosti u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, ukupna izloženost sustava sistemskim rizicima i dalje se ocjenjuje kao umjereno povišena iako raste.

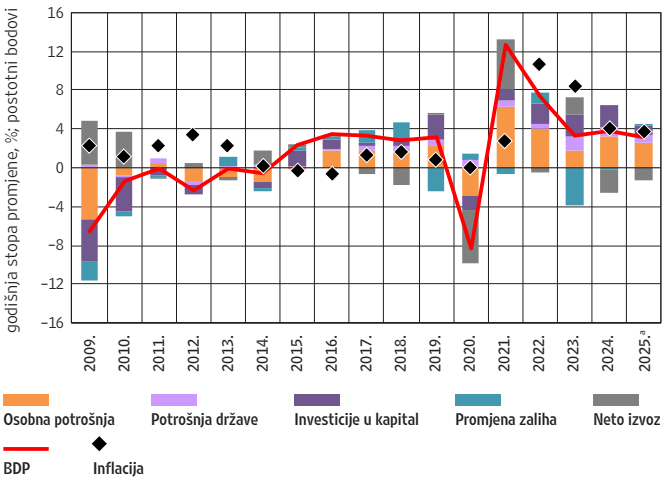
**Strukturne slabosti domaćega gospodarstva uglavnom su nepromijenjene, a odnose se ponajviše na manjkavosti na tržištu rada.** Iako se stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj zadržava na povijesno niskim razinama, a ukupan broj zaposlenih raste, stopa zaposlenosti kao i stopa aktivnosti radno sposobnog stanovništva i dalje su među nižima u odnosu na druge zemlje članice EU-a (Slika A.11.). Strukturni nerazmjeri na tržištu rada dodatno se očituju kao izraženi nesklad između ponude i potražnje za radnom snagom, ponajviše u sektorskim i kvalifikacijskim odrednicama na koje djeluju i nepovoljni demografski trendovi. Takva kretanja otežavaju popunjavanje radnih mjesta u pojedinim djelatnostima, smanjuju učinkovitost alokacije resursa i dugoročno ograničavaju potencijal rasta hrvatskoga gospodarstva.

**Slika A.11. Stope zaposlenosti i aktivnosti niže u odnosu na većinu članica EU-a**




Napomena: Prikazane su stope za 2024. godinu.
**Izvor: Eurostat**

**Slika A.12. Snažan rast gospodarske aktivnosti nastavio se i u 2024.**

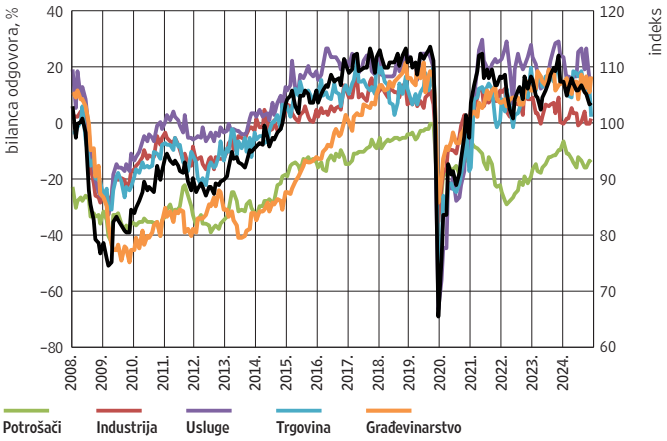



[a] Prognoza HNB-a iz ožujka 2025.
Napomena: Na grafikonu su prikazani doprinosi rastu BDP-a, godišnje stope promjene realnog BDP-a i prosječne godišnje stope promjene indeksa potrošačkih cijena.
**Izvori: DZS; HNB**

**Izgledi za rast domaćega gospodarstva i nadalje su povoljni, no rastu rizici koji proizlaze iz kretanja u međunarodnom okružju.** Unatoč slabijim rezultatima glavnih trgovinskih partnera i jačanju globalne neizvjesnosti hrvatsko gospodarstvo snažno je raslo u 2024. godini, odnosno bilo je pri vrhu među zemljama članicama EU-a. Odraz je to ponajviše snažne domaće potražnje, poticajno usmjerene fiskalne politike i snažne investicijske aktivnosti privatnog sektora (Slika A.12.). No, iako se ekonomsko raspoloženje u zemlji i dalje zadržava iznad dugoročnog prosjeka, u prvim mjesecima 2025. zabilježeno je blago pogoršanje, ponajviše u trgovini i uslugama, koje može upućivati na početak prelijevanja globalnih trgovinskih napetosti na Hrvatsku (Slika A.13.). Nastavak takvih kretanja mogao bi nepovoljno utjecati na izvoznu aktivnost, uključujući i prihode od turizma, što bi pogoršalo izglede gospodarskog rasta.

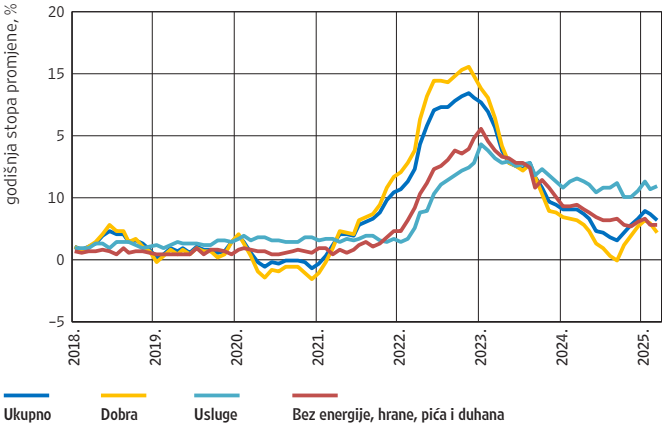
**Inflacija se nastavlja postupno smanjivati, pri čemu se ukupni inflacijski rizici ocjenjuju uravnoteženima.** Prosječna godišnja stopa inflacije u 2024. više se nego prepolovila u odnosu na prethodnu godinu, ali se u prvim mjesecima 2025. i nadalje zadržava na povišenim razinama pod utjecajem tekućih inflacijskih pritisaka u segmentu usluga i cijena energenata zbog povlačenja fiskalnih potpora (Slika A.14.). Usluge, kao glavni generator inflacijskih pritisaka, odražavaju snažnu domaću potražnju i nastavak rasta plaća, u postojanim uvjetima povoljnih kretanja na tržištu rada. Geopolitičke napetosti, povećanje trgovinskih barijera i snažniji rast plaća od očekivanog mogli bi usporiti proces dezinflacije, a u nepovoljnijem scenariju i ubrzati njezin rast, dok bi s druge strane slabljenje gospodarske aktivnosti ili daljnji pad cijena energenata mogli pridonijeti njezinu daljnjem usporavanju.

**Slika A.13. Blago pogoršanje ekonomskog raspoloženja u prvim mjesecima 2025.**



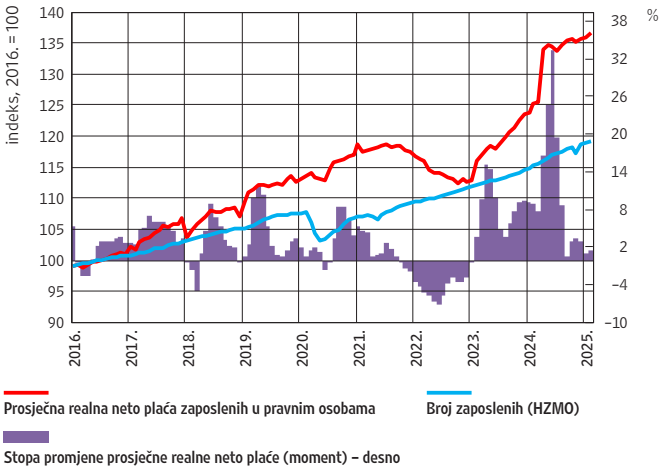

Izvor: Europska komisija

**Slika A.14. Rast cijena usluga ostaje glavni izvor inflacijskih pritisaka**



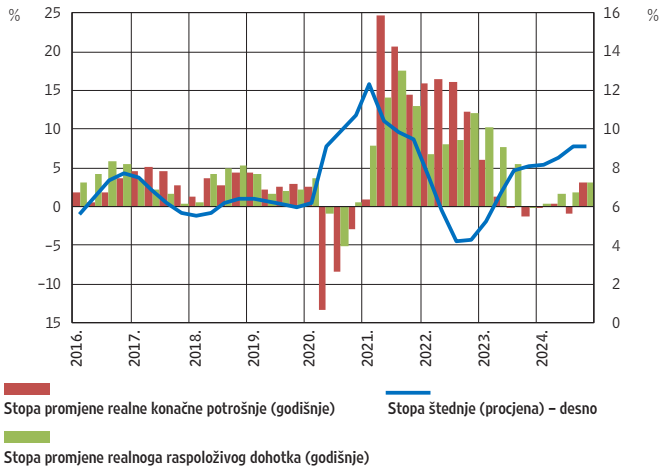

Napomena: Prikazane su godišnje stope promjene indeksa potrošačkih cijena (IPC).
Izvor: HNB

**Slika A.15. U drugoj polovini 2024. usporio se rast realnih plaća**




Napomena: Prikazani podaci prilagođeni su sezonski i kalendarski. Zamah (moment) odnosi se na tromjesečnu stopu promjene izraženu na godišnjoj razini.
Izvori: DZS; HNB; HZMO

**Slika A.16. Stopa štednje ostala je tijekom 2024. povišena**

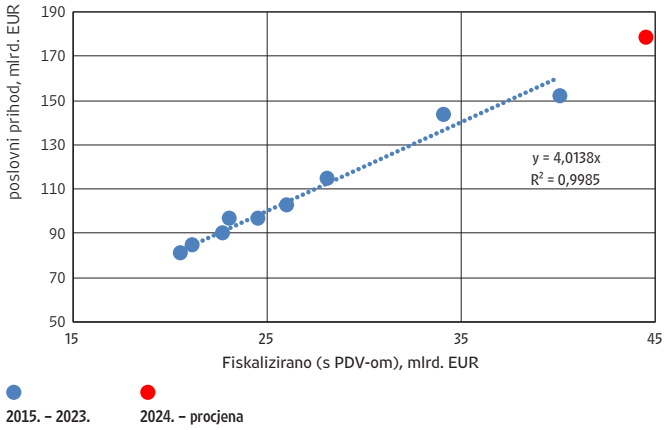



Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora. Službeni godišnji podaci o raspoloživom dohotku dostupni su do 2023., dok je 2024. procijenjena. Stopa štednje izračunata je kao omjer pomičnih godišnjih suma procijenjenoga nominalnog iznosa štednje i procijenjenoga raspoloživog dohotka te isključuje prilagodbe za promjene u mirovinskim pravima. Raspoloživi dohodak i konačna potrošnja kućanstava deflacionirani su deflatorom konačne potrošnje te izraženi u baznim cijenama 2020.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

**Rast štednje kućanstava, potaknut snažnim tržištem rada, pridonosi njihovoj otpornosti.** Naime, uz nastavak rasta zaposlenosti tijekom 2024., rasle su i realne plaće te su u prosincu 2024. bile za 10% veće nego u istom razdoblju prethodne godine (Slika A.15.). Pritom je rast plaća bio izraženiji u prvoj polovini godine, ponajviše zahvaljujući reformi sustava plaća u javnom sektoru. Iako se u drugoj polovini godine rast plaća usporio, one su i dalje ostale na znatno višim razinama nego prije, a daljnji rast plaća, iako slabijeg intenziteta, očekuje se i tijekom 2025. i 2026. godine (vidi Makroekonomska kretanja i prognoze br. 17, poglavlje Projekcije makroekonomskih varijabli). Budući da raspoložive procjene govore da je u 2024. rast raspoloživog dohotka nadmašio rast konačne potrošnje, stopa štednje dodatno je porasla i premašila pretpandemijski prosjek (Slika A.16.).

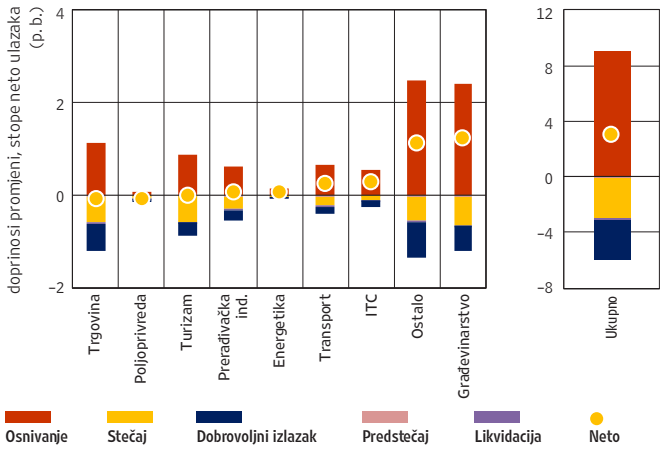
**Nastavak snažne ekspanzije gospodarske aktivnosti povoljno je djelovao i na poslovanje nefinancijskih poduzeća.** Ocjenjuje se da je poslovna aktivnost nefinancijskih poduzeća ostala na visokoj razini, s obzirom na rast iznosa fiskaliziranih računa od oko 11% u 2024. (Slika A.17.). Povoljno poslovno okružje dodatno je potvrđeno porastom broja novoosnovanih poduzeća (neto ulasci poduzeća porasli su za 3% u 2024.[2]), s izraženijim doprinosom građevinskog i uslužnog sektora (Slika A.18.). Rast prihoda poduzeća, zajedno s postupnim padom kamatnih stopa na kredite u drugoj polovini godine, pridonio je smanjenju tereta otplate postojećih dugovanja (vidi poglavlje C).

**Slika A.17. Ocjenjuje se da su poslovni prihodi poduzeća snažno porasli u 2024.**




Izvori: Porezna uprava; HNB

**Slika A.18. Rast neto ulazaka poduzeća nastavio se i u 2024.**




Napomena: Na grafikonu su prikazani doprinosi promjeni stope neto ulazaka poduzeća koja je u 2024. iznosila 3%. "Turizam" označuje poduzeća iz djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.
Izvori: HNB; Registar Trgovačkog suda

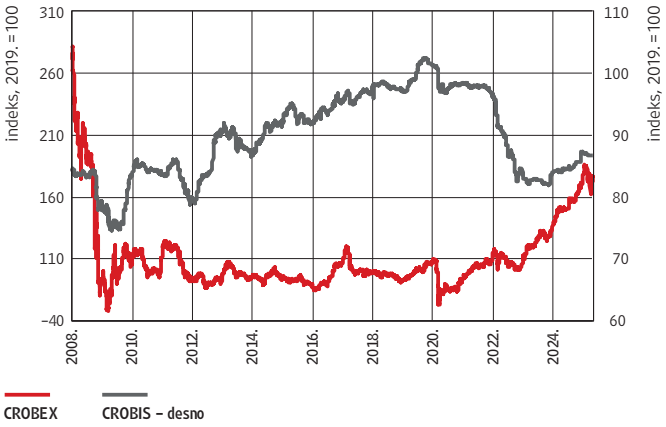
**Iako se geopolitička previranja i porast neizvjesnosti zasad nisu odrazili na poslovanje poduzeća, kolebljivost na domaćem dioničkom tržištu blago je porasla.** Naime, zbog nastavka rasta gospodarske aktivnosti, dobrih poslovnih rezultata i povoljnog raspoloženja ulagača vrijednost indeksa CROBEX nastavila je rasti tijekom 2024., te je u listopadu prvi put nakon 2008. premašila razinu od 3000 bodova (Slika A.19.). Međutim, taj trend privremeno se preokrenuo u prvim mjesecima 2025., kada je pod utjecajem povećane globalne nesigurnosti i domaće dioničko tržište osjetno potonulo, no do sredine svibnja vrijednost indeksa CROBEX ponovno se oporavila. Strukturne slabosti domaćega dioničkog tržišta ostale su nepromijenjene, pri čemu se i dalje ističu visoka koncentracija i niska likvidnost s ograničenim brojem aktivnih izdanja i malim brojem aktivnih ulagača.

**Domaće obvezničko i novčano tržište ostali su stabilni unatoč pojačanim inozemnim rizicima, uz i dalje nisku razinu financijskog stresa (Slika A.20.).** Naime, u uvjetima snažne potražnje za državnim obveznicama obvezničko tržište ostalo je stabilno, uz nisku premiju za rizik i povoljne uvjete zaduživanja (Tablica A.1.). Na novčanom tržištu nisu zabilježena veća odstupanja,

2 Neto ulasci poduzeća definirani su kao razlika između ulazaka (osnivanja) poduzeća i izlazaka (stečaj, predstečaj, likvidacija i dobrovoljni izlazak) poduzeća s tržišta.

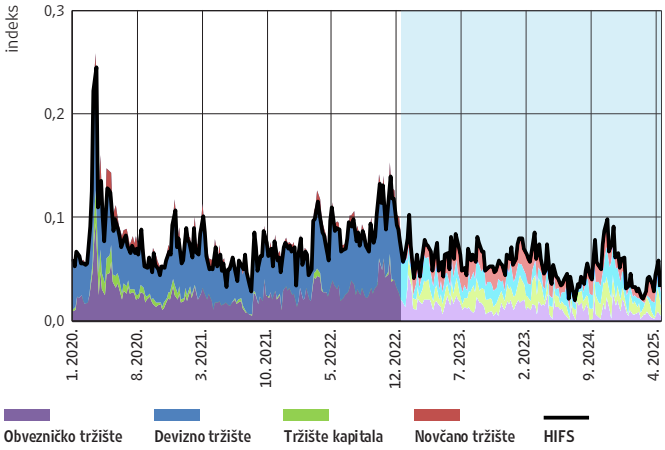
pri čemu je aktivnost ostala niska zbog ograničene potrebe za međubankovnim financiranjem u uvjetima visoke likvidnosti sustava. Strukturna obilježja domaćih financijskih tržišta, poput niske razvijenosti, nelikvidnosti i plitkosti, mogu stvoriti privid stabilnosti u razdoblju smanjene tržišne aktivnosti, no zbog povezanosti s kretanjima na međunarodnim tržištima mogu dovesti do povećane kolebljivosti u trenucima iznenadnih promjena.

**Slika A.19. Vrijednost indeksa CROBEX privremeno je pala u travnju, nakon više od dvije godine kontinuiranog rasta**




Izvor: Zagrebačka burza

**Slika A.20. Hrvatski indeks financijskog stresa zadržava se na niskim razinama**

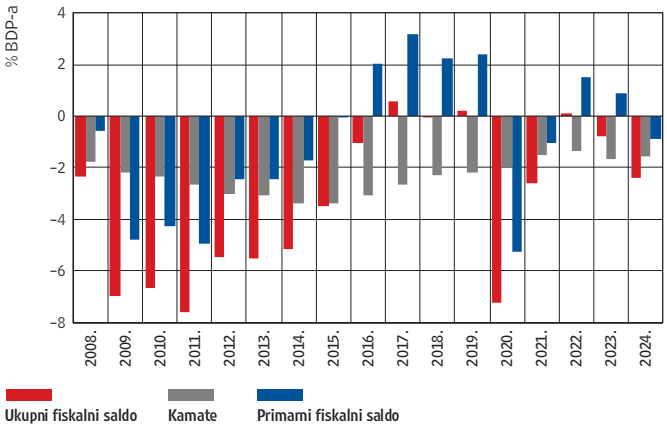



Napomena: Za razdoblje do 31. 12. 2022. prikazan je stari HIFS. Novi, revidirani HIFS (opis metodologije vidi u Financijskoj stabilnosti br. 24) prikazan je u osjenčanom području za razdoblje od 1. 1. 2023.
Izvor: HNB

**Fiskalna pozicija odražava pogoršanje salda opće države, ali i nastavak smanjivanja omjera javnog duga i BDP-a.** Saldo opće države osjetno se pogoršao tijekom prethodne godine, pri čemu dekompozicija salda upućuje na negativnu promjenu strukturnoga primarnog salda i odražava ekspanzivni fiskalni impuls, uz blago negativan doprinos cikličke komponente (Slika A.21.). No, unatoč tome omjer javnog duga i BDP-a nastavio se smanjivati, ponajviše zbog snažnog rasta nominalnog BDP-a, te se spustio ispod razine maastrichtskog kriterija konvergencije od 60% do kraja 2024. (Slika A.22.). Ročna struktura javnog duga ostala je povoljna, a udio dugoročnog duga s promjenjivom kamatnom stopom u ukupnom dugoročnom dugu blago se smanjio, čime se dodatno ublažava osjetljivost duga na promjene tržišnih kamatnih stopa (Slika A.23.). Dugoročne državne obveznice i nadalje se izdaju uz razmjerno nizak trošak, odražavajući poboljšani kreditni rejting Republike Hrvatske[3] te i dalje nisku razinu premije za rizik države mjerene CDS (engl. *credit default swap*) ugovorom (Slika A.24. i Tablica A.1.). Fiskalni izazovi ponajviše su vezani uz rast proračunskih rashoda, poglavito onih koji se odnose na plaće u javnom sektoru i mirovine, ali i buduće obrambene izdatke. Ovi izazovi, zajedno s već sada visokom izloženosti banaka središnjoj državi, upućuju na izražen rizik njihove međusobne povezanosti (tzv. *banking-sovereign nexus*), odnosno rizik da sa slabljenjem fiskalne pozicije države dođe do poteškoća u financijskom sektoru.

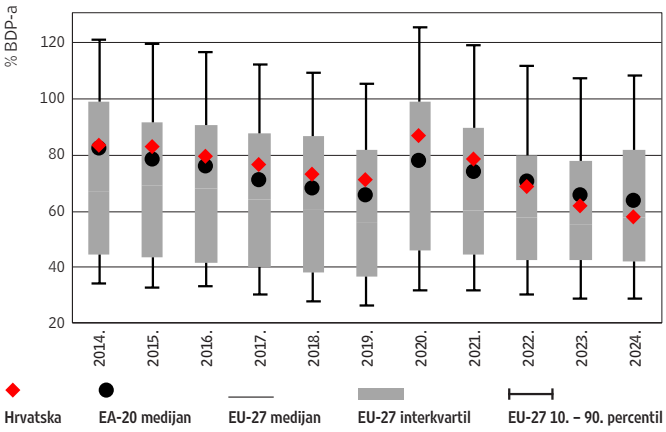
3 Agencija za dodjelu kreditnog rejtinga S&P u rujnu 2024. dodijelila je ocjenu A– dugoročnog rejtinga Republike Hrvatske s pozitivnim izgledima, a nakon nje i preostale su dvije vodeće agencije poboljšale rejting na ekvivalentnu razinu, uz stabilne izglede.

### Slika A.21. Saldo opće države osjetno se pogoršao u 2024.



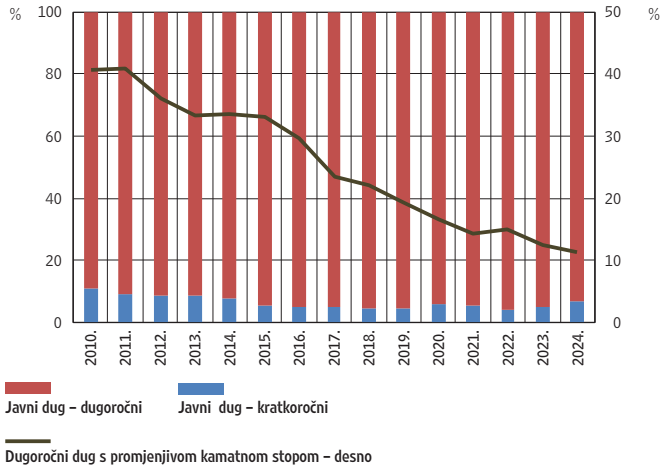

Izvor: HNB

### Slika A.22. Trend smanjivanja omjera javnog duga i BDP-a nastavio se



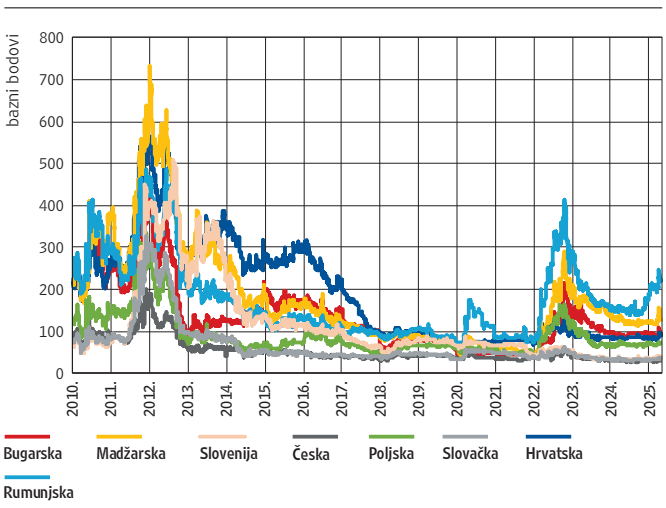

Izvor: Eurostat

### Slika A.23. Ročna i kamatna struktura javnog duga ostala je povoljna




Izvor: HNB

### Slika A.24. Premija za rizik države mjerena CDS ugovorom na niskim je razinama




Izvor: Bloomberg

### Tablica A.1. Dospjele i izdane obveznice u 2024. i prvim mjesecima 2025.

| Godina | Dospjele obveznice | | | | | | Izdane obveznice | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Iznos | Valuta | Kamatna stopa | Datum izdanja | Datum dospijeća | Ročnost u godinama | Iznos | Valuta | Kamatna stopa | Datum izdanja | Datum dospijeća | Ročnost u godinama |
| **Domaće** | | | | | | | | | | | | |
| 2024. | 1.400.000.000 | EUR | 5,750 | 10.7.2013. | 10.7.2024. | 11 | 1.250.000.000 | EUR | 3,500 | 12.7.2024. | 12.7.2034. | 10 |
| | 3.500.000.000 | HRK | 0,250 | 27.11.2019. | 27.11.2024. | 5 | | | | | | |
| 2025. | 5.000.000.000 | HRK | 0,250 | 3.3.2020. | 3.3.2025. | 5 | 1.250.000.000 | EUR | 3,000 | 10.3.2025. | 10.3.2030. | 5 |
| **Međunarodne** | | | | | | | | | | | | |
| 2024. | 1.750.000.000 | USD | 6,000 | 26.11.2013. | 26.1.2024. | 10 | 1.500.000.000 | EUR | 3,375 | 12.3.2024. | 12.3.2034. | 10 |
| 2025. | 1.500.000.000 | EUR | 3,000 | 11.3.2015. | 11.3.2025. | 10 | 2.000.000.000 | EUR | 3,250 | 11.2.2025. | 11.2.2037. | 12 |

Napomena: Prikazane su obveznice s rokom dospijeća od pet ili više godina.
Izvor: Ministarstvo financija

## OKVIR 1.
# Što porast geopolitičkih neizvjesnosti znači za financijsku stabilnost

**Porast geopolitičkih neizvjesnosti ozbiljno prijeti globalnom gospodarskom rastu i financijskoj stabilnosti. Sukobi, trgovinske barijere i političke tenzije potiču proces tzv. geopolitičke fragmentacije, što uključuje slabljenje međunarodne suradnje, premještanje opskrbnih lanaca te smanjenje trgovinske i financijske povezanosti. Geopolitički rizici djeluju kroz tri glavna kanala: povišenu kolebljivost financijskih tržišta, negativan utjecaj na realnu ekonomiju te sigurnosne i operativne prijetnje. Budući da je te rizike teško predvidjeti i kvantificirati, nužan je kombinirani pristup njihovu praćenju, utemeljen na širem skupu pokazatelja i ekspertnih znanja. U tom kontekstu, jačanje otpornosti financijskog sustava makrobonitetnim alatima, poput zaštitnih slojeva kapitala, može imati ključnu ulogu u ublažavanju negativnih učinaka i očuvanju stabilnosti u uvjetima visoke neizvjesnosti.**

**Porast geopolitičkih neizvjesnosti stvara snažnu prijetnju globalnom gospodarskom rastu i stabilnosti financijskih tržišta.** U svijetu snažno povezanom globalnom trgovinom, ulaganjima i međunarodnom suradnjom geopolitičke napetosti sve više utječu na gospodarska i financijska kretanja. Ratovi, trgovinske barijere i političke podjele ponovno definiraju globalna pravila, unoseći neizvjesnost koja usporava gospodarski rast i destabilizira tržišta.

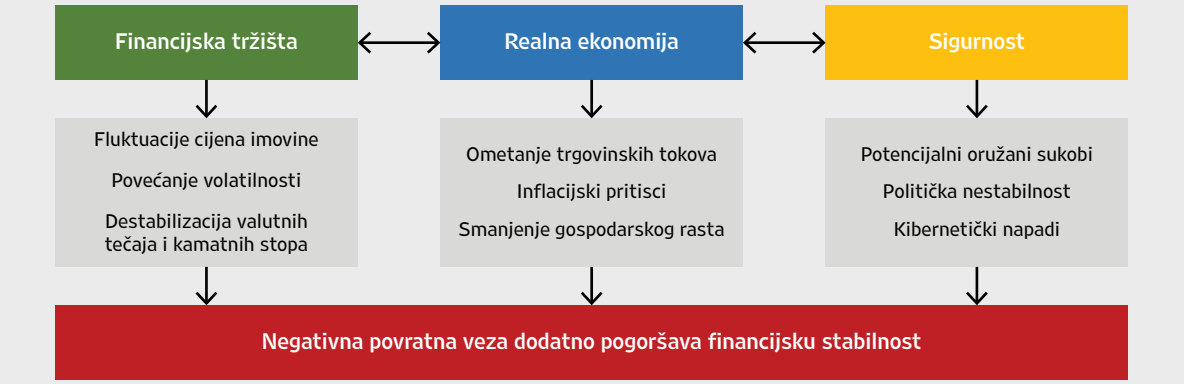
**Globalna ekonomska i financijska suradnja suočava se s izazovima zbog sve izraženije "geopolitičke fragmentacije".** Taj proces manifestira se kao smanjenje trgovinske povezanosti, premještanje opskrbnih lanaca unutar nacionalnih granica ili prema prijateljskim državama, politizacija međunarodnih ulaganja i jača upotreba "regionalnih" valuta. Ovaj dugoročni trend, koji nije samo posljedica prolaznih geopolitičkih kriza, dovodi do smanjenja međunarodne suradnje i stabilnosti, stoga se povećava nesigurnost u globalnom gospodarstvu. Taj proces ujedno potiče zemlje i regije na jačanje kontrole nad ekonomskim i financijskim tokovima, što može dodatno potencirati geopolitičku neizvjesnost i izazove za globalnu stabilnost.

**Utjecaj geopolitičkih napetosti na financijsku stabilnost odvija se kroz tri međusobno povezana kanala[1]: financijska tržišta, realnu ekonomiju i pitanje sigurnosti.** Na financijskim tržištima napetosti uzrokuju povećanu kolebljivost, promjene cijena imovine te nestabilnost kapitalnih tokova, valutnih tečajeva i kamatnih stopa. Ta kretanja mogu dodatno negativno utjecati na realnu ekonomiju, koja je i izravno pogođena geopolitičkim neizvjesnostima koje narušavaju trgovinske tokove, potiču inflatorne pritiske i usporavaju gospodarski rast, negativno djelujući na investicije, potrošnju i štednju. Što se tiče sigurnosnih i operativnih rizika, oružani sukobi, političke nestabilnosti i kibernetički napadi mogu ugroziti financijsku infrastrukturu, izazvati prekide u pružanju usluga i povećati ukupnu ranjivost financijskog sustava. Spomenuti su kanali

1 Više vidi u Dieckelmann, D. et al.: *Turbulent Times: Geopolitical Risk and Its Impact on Euro Area Financial Stability*, Financial Stability Review, European Central Bank, May 2024, Special Feature A.;
Buch, C. (2024.): *Global rifts and financial shifts: Supervising banks in an era of geopolitical instability*, 8th ESRB annual conference on "New Frontiers in Macroprudential Policy"

međusobno isprepleteni i mogu generirati negativne povratne učinke, koji dodatno pojačavaju prijetnje financijskoj stabilnosti i pogoršavaju makroekonomske uvjete.

Slika 1. Kanali utjecaja geopolitičkih neizvjesnosti na financijsku stabilnost




Izvor: HNB

**Upravo zbog složenosti i ozbiljnosti tih prijetnja raste potreba za sustavnim praćenjem geopolitičkog rizika.** Navedeni rizici obuhvaćaju političke, ekonomske, vojne i društvene prijetnje koje proizlaze iz međunarodnih odnosa i promjena u globalnoj ravnoteži moći, a rastu tijekom velikih sukoba i kriza. S obzirom na proces globalizacije u posljednjih nekoliko desetljeća gospodarstva i društva postala su povezanija pa se i lokalne neizvjesnosti danas lakše i brže prelijevaju u globalne poremećaje te čine međunarodni sustav ranjivijim. Stoga sposobnost preciznog mjerenja i razumijevanja tih prijetnja postaje ključna za donošenje informiranih odluka. No, geopolitički rizici razlikuju se od tradicionalnih jer se ne mogu lako izračunati standardnim metodama. Naime, nepredvidivi su u smislu vjerojatnosti i posljedica, a nastaju izvan samog financijskog sustava. Za razliku od tradicionalnih rizika, koji se temelje na povijesnim podacima i ekonomskim pokazateljima, geopolitičke je rizike teško modelirati i kvantificirani.

**Najraširenij je pokazatelj mjerenja geopolitičkog rizika indeks geopolitičkog rizika, koji su razvili Caldare i Iacoviella (2022.)**[2]. Ovaj indeks (indeks GPR, vidi Sliku A.1.) zasniva se na analizi učestalosti novinskih izvještaja o geopolitičkim događajima, no ima svoja ograničenja. Oslonjenost na anglosaksonske izvore informacija može dovesti do medijske pristranosti, a kašnjenje u reakciji na stvarne događaje umanjuje njegovu prediktivnu vrijednost. Osim toga, indeks sve geopolitičke događaje tretira jednakom težinom, bez obzira na njihovu stvarnu ozbiljnost, što može rezultirati iskrivljenom ocjenom ukupnih rizika.

**Kombinacijom različitih izvora informacija u sveobuhvatnije pokazatelje može se dobiti potpunija slika geopolitičkih rizika.** Kako bi se nadoknadila ograničenja indeksa GPR, potrebno je analizu proširiti na set dodatnih indikatora, koji objedinjavaju informacije i analitičke podatke iz različitih izvora. Među njima se ističe BlackRockov *Geopolitical Risk Indicator* (BGRI), koji spaja podatke iz novinskih izvora s kretanjima na tržištima i investicijskim raspoloženjem te *World Uncertainty Index* (WUI), koji mjeri ukupnu razinu ekonomske globalne nesigurnosti u

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

političkom i gospodarskom diskursu na temelju jezične analize. Za razliku od indeksa poput GPR i BGRI, koji su usmjereni isključivo na geopolitičke rizike, WUI ima veći obuhvat jer uključuje širi opseg nesigurnosti i ne ograničava se samo na geopolitičke izvore. Nadalje, kompanije poput *Coface: Country Risk Barometer* i *S&P Capital IQ: Country Risk Ratings* pružaju ocjene rizika po zemljama, koje uključuju političku stabilnost, rizike od sukoba i regulatorne neizvjesnosti. Ti indikatori uzimaju u obzir čimbenike poput unutarnjih političkih napetosti, izbornih ciklusa, rizika od nasilnih konflikata te mogućih zakonodavnih promjena koje mogu utjecati na investicijsko i poslovno okružje. Što se tiče detaljnije procjene sigurnosnih i vojnih prijetnja, primjenjuju se specijalizirani indikatori kao što su *Global Conflict Risk Index* (GCRI) i *Global Militarization Index* (GMI), koji kvantificiraju razinu vojnih tenzija i rizika od eskalacije sukoba na osnovi pokazatelja poput mobilizacije vojske, teritorijalnih sporova, angažmana u vojnim savezima i visine vojnih izdataka.

**Upravljanje geopolitičkim rizicima zahtijeva pristup koji nadilazi tradicionalne analitičke okvire.** Potrebno je razviti metode koje obuhvaćaju predvidive izazove, ali i one rizike koji se pojavljuju izvan standardnih analitičkih scenarija. Budući da je oblik i intenzitet njihovih učinaka teško unaprijed precizno odrediti, rabe se pristupi utemeljeni na razvoju više alternativnih potencijalnih scenarija. Takvi scenariji omogućuju bolje razumijevanje mogućih smjerova razvoja kriza, pomažu u prepoznavanju točaka ranjivosti unutar financijskog sustava i olakšavaju pravodobno donošenje odluka u uvjetima visoke nesigurnosti.

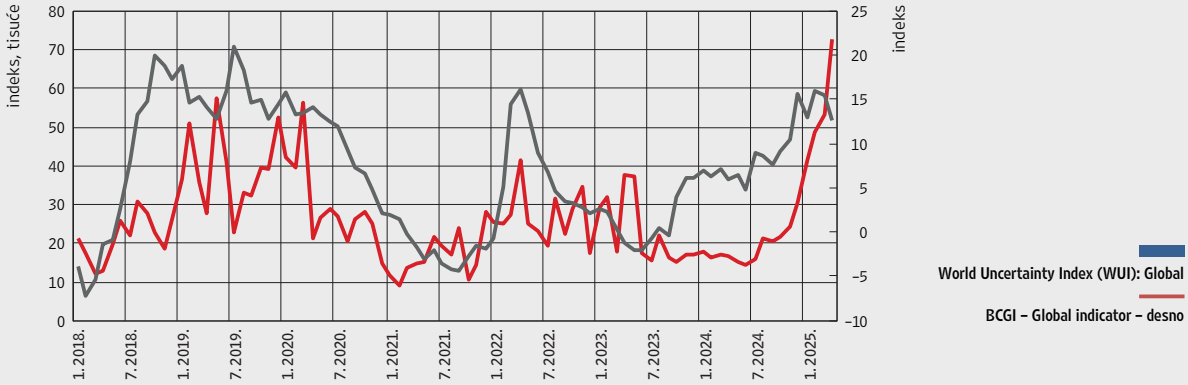
**Učinke geopolitičkih rizika na financijsku stabilnost moguće je ublažiti pravodobnim jačanjem otpornosti banaka na nepredviđene šokove, pri čemu ključnu ulogu imaju instrumenti makrobonitetne politike.** Preventivna izgradnja zaštitnih slojeva kapitala i likvidnosti omogućuje lakšu apsorpciju šokova, uz manju potrebu za dodatnim intervencijama središnje banke ili države. Osobito su prikladni zaštitni slojevi kapitala koji se određuju na razini cijeloga bankovnog sustava, jer su razmjerni geopolitičkim rizicima koji mogu istodobno pogađati velik dio banaka. Takvi su instrumenti široke primjene zaštitni sloj za sistemski rizik i protuciklički zaštitni sloj kapitala, koji se mogu kalibrirati na način da osim trenutačnih makrofinancijskih ranjivosti u obzir uzimaju i geopolitičke rizike, neizvjesnost i potencijalne buduće šokove. Jedan od načina kako se protuciklički zaštitni sloj može primijeniti preventivno i neovisno o razini cikličkih rizika jest pristup pozitivne neutralne stope (vidi Okvir 6. Rana izgradnja otpornosti: protuciklički zaštitni sloj kapitala), koji omogućuje bolje upravljanje neizvjesnošću i pruža proaktivan odgovor na širok spektar prijetnja financijskoj stabilnosti. Osim toga, pojedine zemlje članice EU-a, među kojima i Republika Hrvatska, povišene geopolitičke rizike i neizvjesnost koja iz njih proizlazi, uz druge faktore rizika, pokrivaju zaštitnim slojem za sistemski rizik.

**Tablica 1. Dodatni pokazatelji geopolitičkih rizika**

| Indikator | Opis | Izvor |
|---|---|---|
| Geopolitical Risk Indicator (BGRI) | Kombinira novinske izvještaje, tržišne podatke i analizu investicijskog raspoloženja. | BlackRock |
| World Uncertainty Index (WUI) | Mjeri razinu nesigurnosti u političkoj i gospodarskoj retorici na osnovi analize ekonomskih izvješća u odjelu Economist Intelligence Unit. | worlduncertaintyindex.com |
| Coface (Country Risk Barometer) | Ocjenjuje rizik za zemlje na temelju političke stabilnosti, rizika od sukoba i regulatornih prijetnja. | Coface |
| S&P Capital IQ (Country Risk Ratings) | Razvija ocjene zemalja prema političkoj stabilnosti, rizicima od sukoba i zakonodavnim prijetnjama. | S&P Global |
| Global Conflict Risk Index (GCRI) | Procjenjuje rizik od sukoba u regijama, uključujući vojne mobilizacije i političke napetosti. | European Commission (JRC) |
| Global Militarization Index (GMI) | Mjeri razinu militarizacije na osnovi vojne potrošnje, vojne opreme i broja vojnika u odnosu na broj stanovnika. | Bonn International Center for Conversion (BICC) |

**Izvor: obrada HNB-a**

**Slika 2. Različiti indikatori geopolitičkog rizika relativno su usklađeni**




Napomena: WUI (indeks globalne nesigurnosti) izračunava se na temelju udjela riječi *uncertain* (i njezinih varijacija) u izvještajima odjela Economist Intelligence Unit (EIU) za pojedine zemlje. Taj se udio potom množi s 1.000.000 radi lakšeg prikaza. BlackRockov pokazatelj geopolitičkog rizika (BGRI) prati relativnu učestalost izvještaja brokerskih kuća (preko Refinitiva) i financijskih vijesti (*Dow Jones News*) povezanih sa specifičnim geopolitičkim rizicima. Osim kvantitativne analize, provodi se i analiza raspoloženja, utvrđuje se je li ton sadržaja pozitivan ili negativan. Na temelju toga svakom riziku dodjeljuje se bodovna vrijednost koja odražava razinu tržišne pozornosti, u usporedbi s petogodišnjim povijesnim prosjekom.

**Izvori: BlackRock Investment Institute; worlduncertaintyindex.com**

# B. Rizici povezani s tržištem nekretnina

**U 2024. se broj kupoprodajnih transakcija nekretninama stabilizirao, a rast cijena stambenih nekretnina blago usporio, iako su one i dalje rasle snažnije nego u drugim članicama EU-a. Tržište poslovnih nekretnina i dalje karakteriziraju visoka potražnja i ograničena ponuda, koje podržavaju rast cijena i niske stope slobodnih prostora. Građevinska aktivnost u Hrvatskoj nastavlja vrlo snažno rasti, potaknuta robusnom domaćom potražnjom i pojačanim optimizmom, što bi u određenoj mjeri moglo ublažiti pritiske na rast cijena stambenih nekretnina. S druge strane, rast cijena moglo bi ojačati smanjenje kamatnih stopa, kroz poticaj domaće i inozemne potražnje. Promjene stambene politike također će utjecati na izglede tržišta, pa će porezne olakšice podržavati potražnju, a porez na nekorištene nekretnine poticati ponudu.**

## B.1. Tržište stambenih nekretnina

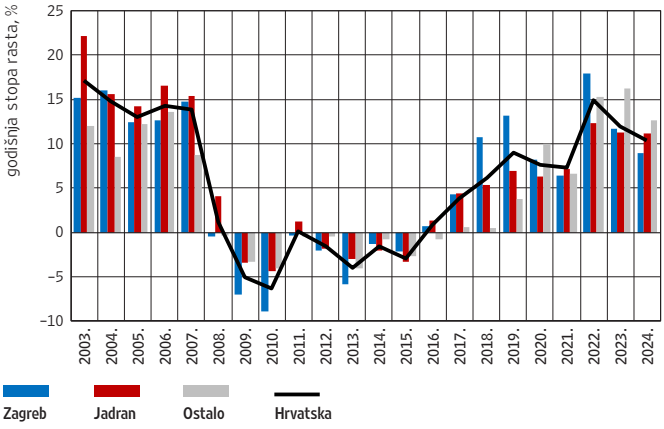
**Rast cijena stambenih nekretnina vrlo se blago usporio u 2024. u godini, s povišene razine.** Robustan gospodarski rast i snažan rast plaća poduprli su potražnju za stambenim nekretninama, pa su njihove cijene u prosjeku u 2024. godini porasle za 10,4%, odnosno nešto niže u odnosu na 11,9% u 2023. (Slika B.1.). Na godišnjoj su razini cijene stambenih nekretnina sporije rasle u svim regijama, najviše u Gradu Zagrebu i ostatku Hrvatske, dok je na Jadranu usporavanje rasta bilo manje izraženo. Rast traženih cijena nekretnina u internetskim oglasnicima[4] upućuje na nastavak snažnog rasta ostvarenih cijena u prvoj polovini 2025. godine.

**Oporavak potražnje u okružju povoljnijih uvjeta financiranja potaknuo je ponovni porast cijena stambenih nekretnina i u Europskoj uniji.** Nakon blagog pada za 0,3% u 2023., cijene nekretnina u Europskoj uniji porasle su u 2024. godini u prosjeku za 3,3% (vidi Sliku B.2.). Međutim, među državama je i dalje vrlo izražena heterogenost pa su u onima iz sjeverozapadne Europe cijene nastavile padati, što je povezano s lošijim gospodarskim izgledima. S druge strane, vrlo snažan rast cijena, uz Hrvatsku, ostvaren je u Bugarskoj, Poljskoj i Mađarskoj.

**Broj kupoprodajnih transakcija stabilizirao se u 2024. nakon dvije uzastopne godine u kojima je padao, dok je njihova ukupna vrijednost nastavila rasti.** Broj kupoprodaja stambenih nekretnina, nakon pada od 6,3% u 2023. godini, u 2024. se stabilizirao, na razini za 12,5% nižoj nego u 2021. godini (Slika B.3.). Pritom se tržišna aktivnost nastavila smanjivati u Zagrebu i na Jadranu, dok je u ostatku zemlje porasla. Istodobno je ukupna vrijednost kupoprodaja stambenih nekretnina nastavila rasti potaknuta rastom cijena, po godišnjoj stopi od 11,8%, što je nešto brže nego prethodne godine (3,9%).

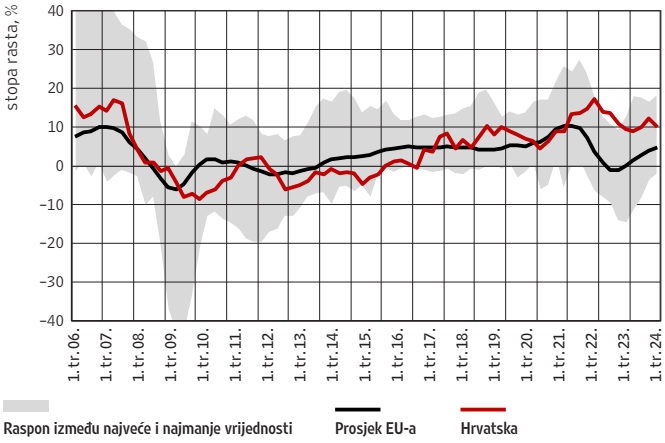
4 Indeks traženih cijena konstruiran je na temelju podataka s portala www.njuskalo. hr. Za procjenu indeksa traženih cijena primijenjen je pristup hedonističke regresije u kojem se logaritam cijene stambene nekretnine u oglasu objašnjava s pomoću karakteristika nekretnine i vremenskim učincima koji predstavljaju dio cijene koja ne proizlazi iz karakteristike nekretnine, što omogućuje direktnu usporedbu. Za više detalja o hedonističkoj regresiji vidi Preglede HNB-a P-41 – D. Kunovac i K. Kotarac (2019.): *Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj*.

**Slika B.1. Unatoč usporavanju rast cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj ostaje visok**




Napomena: Za detalje o konstrukciji nominalnog indeksa vidi Kunovac, D. i Kotarac, K. (2019.): Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj.
**Izvor: DZS**

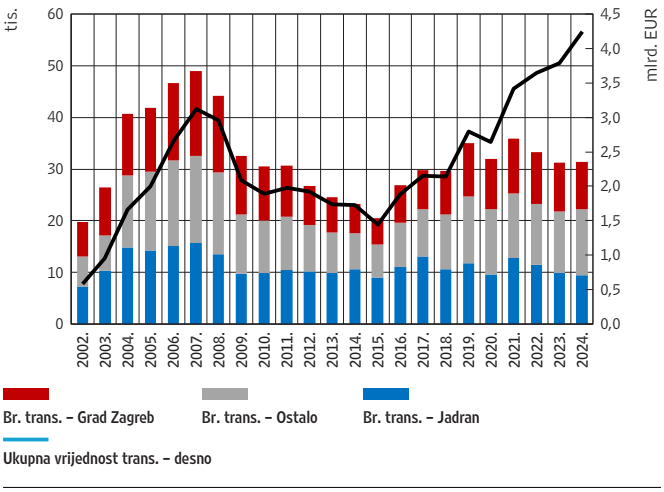
**Slika B.2. Hrvatska je pri vrhu zemalja članica EU-a po rastu cijena stambenih nekretnina**




Napomena: Sivom je bojom označen raspon između najmanje i najveće vrijednosti godišnjih stopa promjene cijena stambenih nekretnina u članicama EU-a.
**Izvor: Eurostat**

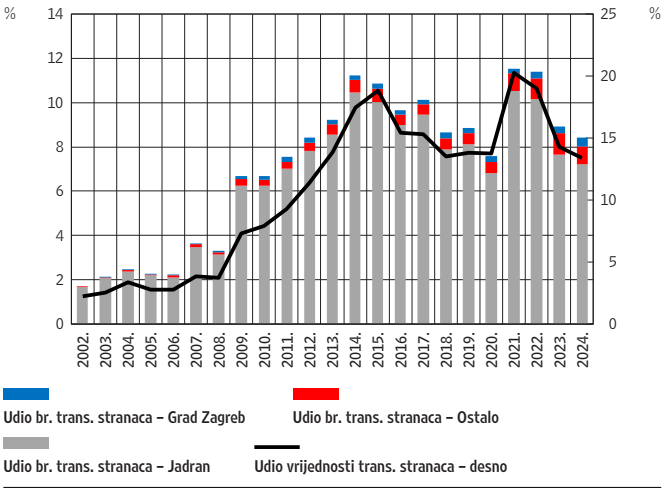
**Aktivnost nerezidenata na hrvatskom tržištu nekretnina nastavila se smanjivati, ali znatno sporije nego prethodnih godina.** Broj kupoprodaja u kojima sudjeluju nerezidenti smanjio se za oko 5%. Na Jadranu, gdje je inozemna potražnja najzastupljenija, također se smanjio za oko 5%, što je znatno manje u odnosu na pad od 30% u 2023. U skladu s time, nastavio se smanjivati i udio nerezidenata u ukupnim kupoprodajama, koji je u 2024. iznosio 7,2% mjereno brojem transakcija, odnosno 13,4% mjereno ukupnom vrijednosti (Slika B.4.).

**Slika B.3. Zaustavio se pad broja transakcija, dok njihova ukupna vrijednost nastavlja rasti**




**Izvor: baza Porezne uprave**

**Slika B.4. Paralelno sa smanjenjem prometa na Jadranu nastavio se smanjivati udio nerezidenata**



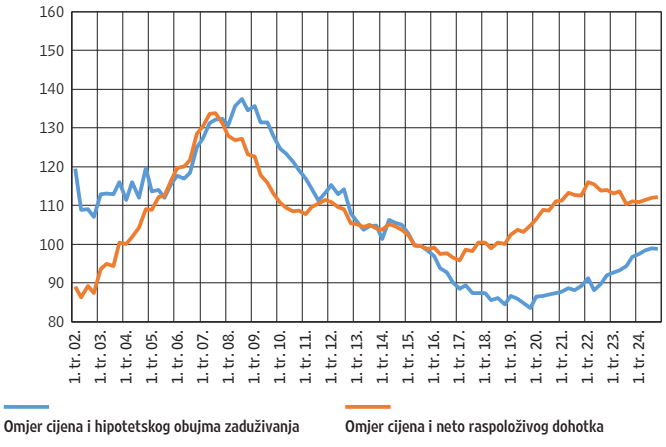

**Izvori: baza Porezne uprave; Eurostat**

**Snažan rast cijena stambenih nekretnina na domaćem tržištu nije znatno promijenio agregatne pokazatelje njihove priuštivosti.** U 2023. se zaustavio višegodišnji trend pogoršavanja priuštivosti stambenih nekretnina jer je neto raspoloživi dohodak rastao brže od cijena nekretnina, a njihov se relativno stabilan omjer zadržao i u 2024. godini (Slika B.5.). Ipak, zbog rasta kamatnih

stopa kreditno financirana priuštivost dodatno se smanjivala do sredine 2024. zato što su veći troškovi zaduživanja ograničavali dostupni obujam kredita[5] u odnosu na tržišne cijene, nakon čega se njihov omjer stabilizirao. Smanjivanje kamatnih stopa na stambene kredite započeto početkom 2025. povoljno će djelovati na kreditnu priuštivost. No, istodobno se rast dohodaka usporava pa će i u ovoj godini na pokazatelje priuštivosti vjerojatno presudno utjecati rast cijena nekretnina.

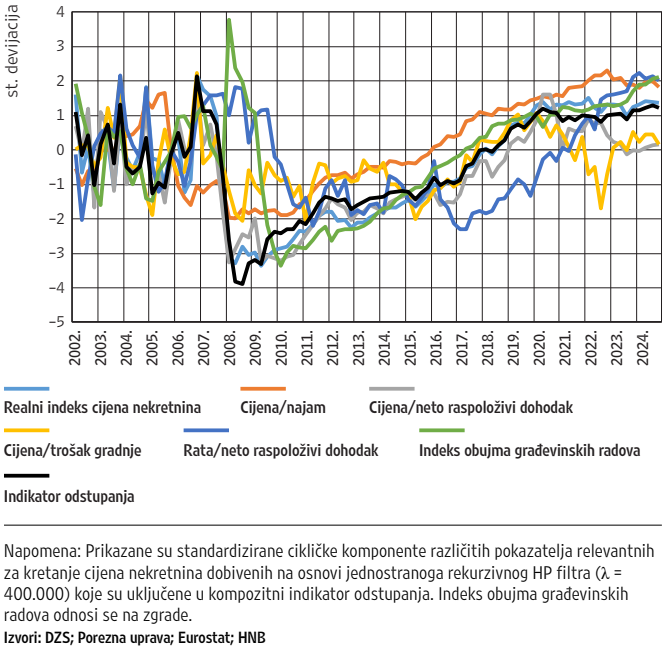
**Tržište stambenih nekretnina u Hrvatskoj ostaje u fazi ekspanzije, uz relativno visok porast cijena u odnosu na većinu makroekonomskih odrednica.** Omjer otplata duga i dohotka ostaje povišen, ali bi njegovo smanjenje mogli potaknuti niži troškovi financiranja, dok intenzivni rast građevinske aktivnosti pridonosi ublažavanju cjenovnih pritisaka (Slika B.6.). Unatoč povišenim stopama rasta cijena najma stambenih nekretnina u 2024. godini, one još uvijek rastu sporije od cijena nekretnina. Snižavanje kamatnih stopa na stambene kredite započeto početkom 2025. moglo bi potaknuti domaću potražnju i time ojačati pritiske na rast cijena. Oporavak potražnje na europskim tržištima nekretnina, potaknut povoljnijim uvjetima financiranja, upućuje na mogućnost oporavka inozemne potražnje i za domaćim nekretninama. Konačno, nove mjere stambene politike također će se odraziti na tržište stambenih nekretnina, pri čemu oslobađanje od poreza na promet nekretnina i povrat poreza na kupnju novogradnje za mlade potiču potražnju, a uvođenje poreza na nekretnine moglo bi osnažiti ponudu nekretnina koje se trenutačno ne rabe za stanovanje. Ipak, kontinuirano brži rast cijena u odnosu na makroekonomske odrednice povećava vjerojatnost materijalizacije rizika pada cijena, osobito u kontekstu potencijalnog pogoršanja makroekonomskih uvjeta i snažnijeg prelijevanja nepovoljnih geopolitičkih događaja na domaća gospodarska kretanja.

**Slika B.5. Priuštivost kupnje stambene nekretnine nije se znatno mijenjala tijekom 2024.**




Napomena: Pokazatelj omjera cijene nekretnina i hipotetskog obujma zaduživanja izračunat je prema Hertrich (2019.): https://www.bundesbank.de/en/publications/research/discussion-papers/a-novel-housing-price-misalignment-indicatorfor-germany-806946
**Izvori: DZS i Eurostat; HNB**

**Slika B.6. Cijene stambenih nekretnina rastu brže od većine njihovih fundamenata**




Napomena: Prikazane su standardizirane cikličke komponente različitih pokazatelja relevantnih za kretanje cijena nekretnina dobivenih na osnovi jednostranoga rekurzivnog HP filtra (λ = 400.000) koje su uključene u kompozitni indikator odstupanja. Indeks obujma građevinskih radova odnosi se na zgrade.
**Izvori: DZS; Porezna uprava; Eurostat; HNB**

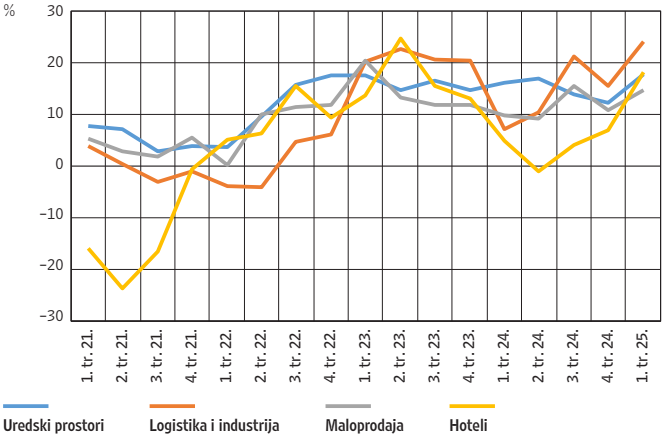
5 Maksimalni iznos kredita koji kućanstva, uz prosječan dohodak i trenutačne tržišne uvjete, mogu dobiti za kupnju stana od 50 m².

## B.2. Tržište poslovnih nekretnina

**Tražene cijene za prodaju poslovnih nekretnina nastavljaju rasti po visokim stopama.** Podaci iz internetskih oglasa, koji obuhvaćaju sve vrste nekretnina na području Republike Hrvatske, osobito upućuju na ubrzanje rasta cijena nekretnina u segmentu logistike i industrijskih prostora te u segmentu hotelskog smještaja (Slika B.7.). Rast traženih cijena uredskih i maloprodajnih prostora već je dulje vrijeme stabilan na razini iznad 10%, što je, između ostalog, rezultat ograničene ponude takvih prostora. Regulatorne izmjene[6] koje od početka 2024. omogućuju veća ulaganja mirovinskih fondova u poslovne nekretnine u Hrvatskoj, potencijalno mogu dodatno pojačati potražnju na tržištu i pridonijeti dodatnom pritisku na rast cijena.

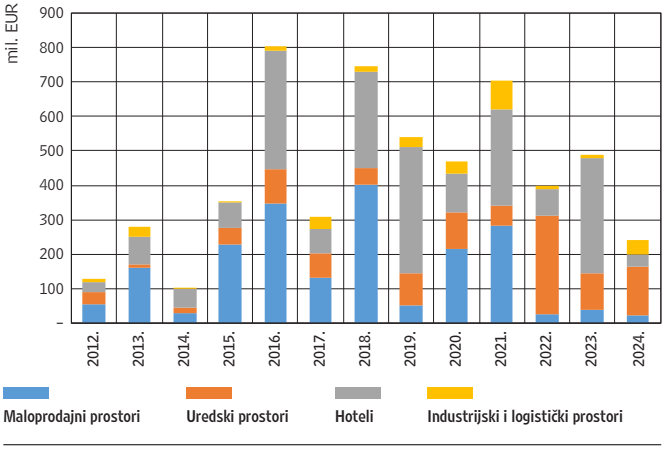
**Iako se ukupna vrijednost transakcija na tržištu poslovnih nekretnina u 2024. smanjila, zamjetno se povećala u segmentu uredskih prostora.** Prema raspoloživim procjenama jedne agencije (Slika B.8.) ukupni promet poslovnih nekretnina u 2024. godini prepolovio se u odnosu na 2023., što odražava pad aktivnosti u segmentu hotela i maloprodajnih prostora. Istodobno se investicijska aktivnost u segmentu uredskih te industrijskih i logističkih prostora povećala. Pri tome, zbog iznimno plitkog tržišta poslovnih nekretnina u Hrvatskoj pad obujma transakcija ne upućuje nužno na pad potražnje, nego na ograničenu ponudu u navedenim tržišnim segmentima.

**Slika B.7. Nastavak rasta traženih cijena poslovnih nekretnina na *web*-oglasima**




Napomena: Tražene cijene poslovnih nekretnina na *web*-oglasima odnose se na širi uzorak nekretnina u odnosu na podatke prikupljene od agencija za poslovanje nekretninama. Osim prvorazrednih nekretnina uključuju poslovne prostore u ostalim segmentima te na različitim lokacijama u Hrvatskoj.
**Izvori: izračun HNB-a; Njuškalo**

**Slika B.8. Pad broja transakcija na tržištu poslovnih nekretnina**



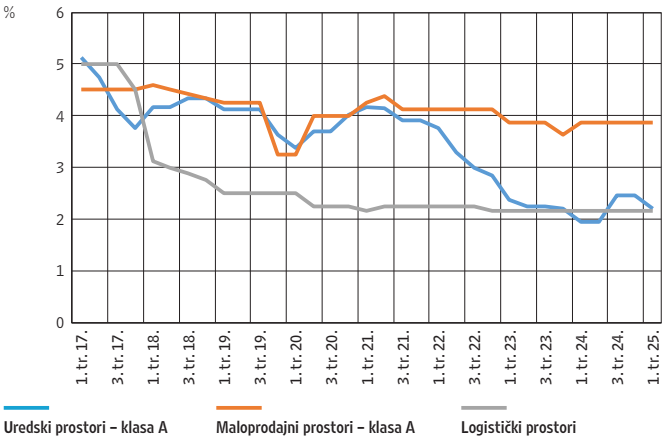

Napomena: Procjena se ne odnosi na ukupne transakcije, već samo na investicijske transakcije (engl. *investment deals*) i ne uključuje investicije u izgradnju.
**Izvor: Colliers**

**Tržište prvorazrednih poslovnih nekretnina i dalje karakterizira snažna potražnja uz ograničenu ponudu.** Prema podacima agencija za poslovanje nekretninama stopa slobodnih kapaciteta ostala je stabilna u segmentima logističkih i prvorazrednih maloprodajnih prostora, a dostupnost vrhunskih uredskih prostora stabilizirala se na niskoj razini, nakon znatnog smanjenja u

6 Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima i Pravilnik o dozvoljenim ulaganjima i dodatnim ograničenjima ulaganja obveznog mirovinskog fonda

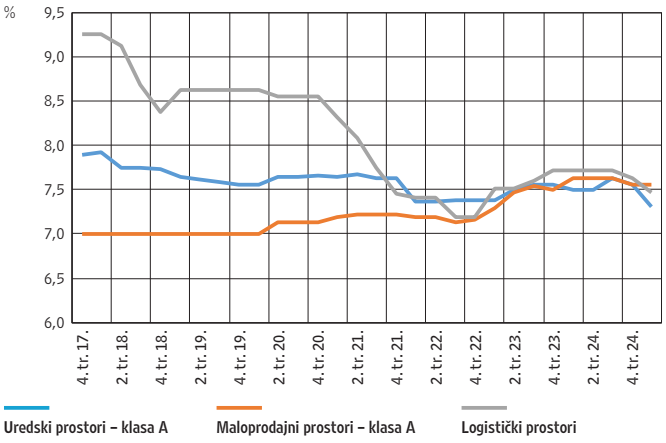
godinama nakon pandemije (Slika B.9.). Stopa slobodnih prvorazrednih uredskih kao i logističkih prostora i nadalje iznosi oko 2%, dok je dostupnost maloprodajnih prostora nešto viša.

**Slika B.9. Pad stope slobodnih kapaciteta upućuje na ograničenu ponudu poslovnih prostora**




Napomena: Podaci se odnose na grad Zagreb i okolicu.
**Izvori: CBRE; Colliers; CW CBS International**

**Slika B.10. Prinos na tržištu prvorazrednih poslovnih prostora**




Napomena: Podaci se odnose na grad Zagreb i okolicu.
**Izvori: CBRE; Colliers; CW CBS International**

**Početkom 2025. godine prinosi na ulaganja u prvorazredne poslovne nekretnine blago su pali, pod utjecajem slabijeg rasta zakupnina u odnosu na rast vrijednosti poslovnih prostora.** Pad prinosa bio je izraženiji u segmentima maloprodajnih i logističkih prostora, a u maloprodajnim je prostorima bio nešto blaži (Slika B.10.). Iako je tržište obilježeno snažnom potražnjom i ograničenom ponudom, cijene zakupa poslovnih prostora na prvorazrednim lokacijama u istom razdoblju rasle su umjereno.

**Tržište poslovnih nekretnina nalazi se i dalje u uzlaznoj fazi ciklusa, no ostaje osjetljivo na moguće nagle promjene.** Niske stope slobodnih uredskih kapaciteta i umjeren rast zakupnina u svim segmentima upućuju na pozitivne izglede sektora. Ipak, zbog relativno male dubine i niske likvidnosti tržišta ono ostaje ranjivo na iznenadne šokove, koji bi mogli narušiti poslovanje tvrtki izloženih ovom tržištu i potencijalno uzrokovati značajniji pad cijena poslovnih nekretnina.

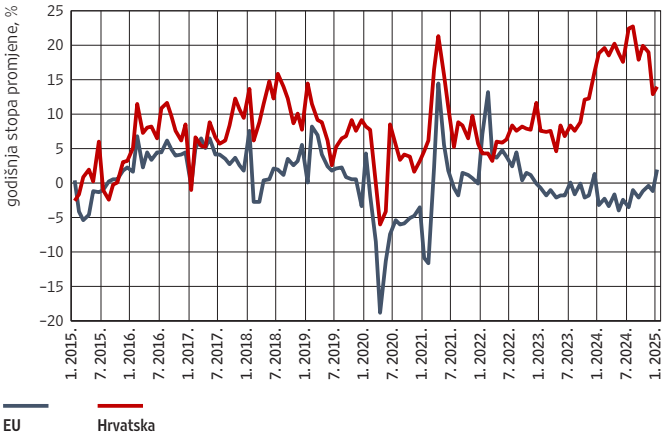
## B.3. Djelatnosti povezane s tržištem nekretnina

**Građevinska aktivnost u Hrvatskoj nastavlja rasti po vrlo visokim stopama potaknuta robusnom domaćom potražnjom i snažnim optimizmom.** Dok se rast obujma građevinskih radova u Hrvatskoj u 2024. znatno ubrzao, s 8,9% u 2023. na 19,1%, građevinska aktivnost u EU-u nakon blagog se smanjenja u navedenom razdoblju tek početkom 2025. počela neznatno oporavljati (Slika B.11.). Pokazatelji poslovnog optimizma za domaće građevinarstvo i dalje su znatno iznad dugoročnog prosjeka te podupiru pojačanu građevinsku aktivnost.

**Nastavlja se obnova nakon potresa, ojačala je novogradnja, a porastao je i broj izdanih građevinskih dozvola.** Iako rast obujma građevinskih radova djelomično proizlazi iz obnove nakon potresa, broj dozvola za rekonstrukcije ostaje stabilan. S druge strane, porast broja građevinskih

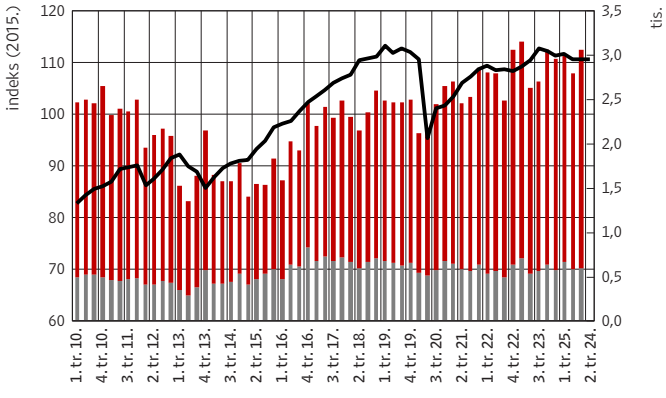
dozvola za izgradnju novih nekretnina upućuje na nastavak jačanja građevinske aktivnosti, koja bi mogla donekle ublažiti pritiske na porast cijena stambenih nekretnina (Slika B.12.).

**Slika B.11. Građevinska aktivnost u Hrvatskoj se snažno ubrzala, za razliku od EU-a, gdje se tek na početku 2025. zaustavio pad**




Napomena: Prikazana je godišnja stopa promjene indeksa obujma građevinskih radova (zgrade).
**Izvori: Eurostat; DZS**

**Slika B.12. Broj novoizdanih građevinskih dozvola nastavlja rasti**

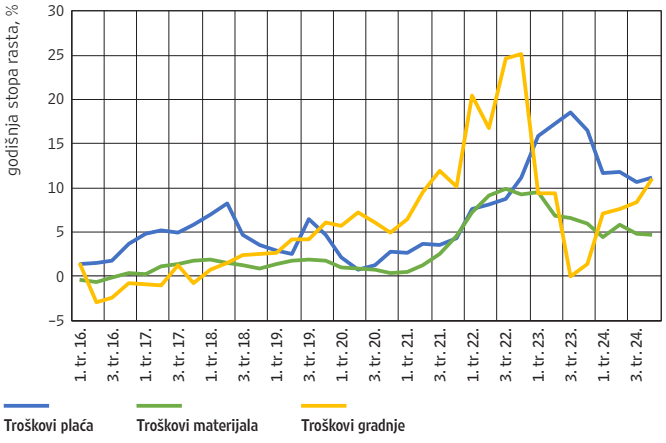



**Izvor: DZS**

**Iako se rast troškova gradnje novih objekata blago usporio, i dalje je znatno viši nego u pretpandemijskom razdoblju.** Rast cijena građevinskog materijala nastavio se blago usporavati nakon nagloga postpandemijskog skoka izazvanog logističkim poremećajima (Slika B.13.). Rast troškova rada također se nastavio usporavati, iako je i dalje ostao visok u uvjetima izraženog manjka radne snage i snažnog rasta plaća.

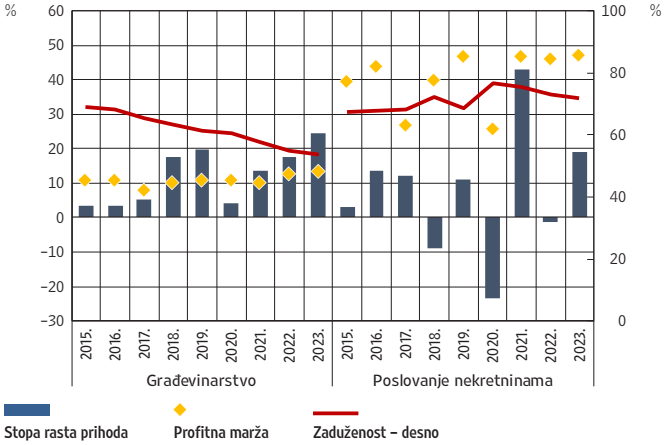
**Visok rast cijena nekretnina povoljno je djelovao na poslovne rezultate poduzeća u djelatnostima povezanima s nekretninama (Slika B.14.).** Poduzeća u djelatnosti građevinarstva proteklih godina uspjela su ostvariti kontinuiran rast prihoda uz stabilne profitne marže na razini od 13% te su smanjila zaduženost. Nasuprot tome, poduzeća koja posluju u djelatnosti poslovanja nekretninama imaju znatno kolebljivije poslovne prihode, ali i više profitne marže, te ovise u znatno većoj mjeri o eksternom financiranju, pa su i osjetljivija na eventualne promjene ciklusa na tržištu nekretnina.

**Slika B.13. Troškovni pritisci i dalje rastu snažnije nego u pretpandemijskom razdoblju**




Izvor: DZS

**Slika B.14. Rast cijena odrazio se na zadovoljavajuće poslovne rezultate u građevinarstvu**




Napomena: Profitna marža odnosi se na EBITDA maržu, koja je definirana kao omjer zarada prije kamata, poreza i amortizacije i poslovnih prihoda. Zaduženost se odnosi na omjer ukupnog duga (zbroj kratkoročnih i dugoročnih obveza) i ukupne imovine.
Izvor: Fina

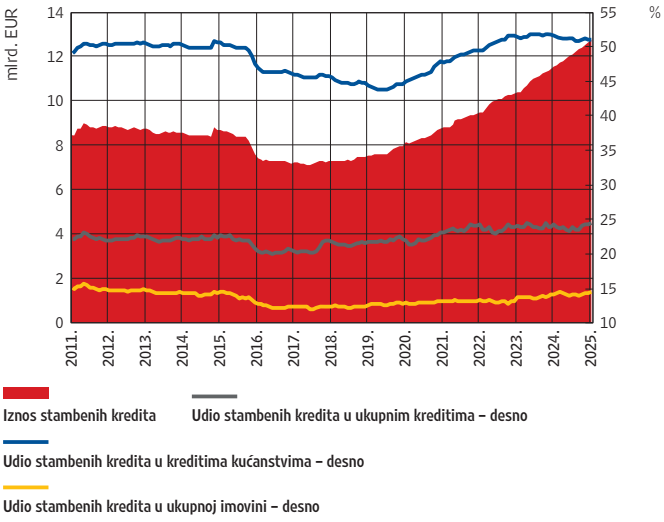
## B.4. Izloženost banaka tržištu nekretnina

**Zbog velikog udjela izravne i neizravne izloženosti banaka tržištu nekretnina ono je jedan od najvažnijih izvora mogućih šokova za stabilnost financijskog sustava.** Najvažniji izvor izravne izloženosti jest portfelj stambenih kredita. Dodatnu, posrednu izloženost stvaraju i nestambeni krediti kućanstvima koji se koriste za adaptaciju, opremanje ili kupnju nekretnina jer i njihova otplata može biti uvjetovana stanjem na tržištu nekretnina. Posljednjih godina osim što izravno financiraju građevinske i razvojne projekte, banke su u korporativnom segmentu izložene i poduzećima iz različitih djelatnosti koja koriste vlastite nekretnine kao osiguranje za kredite, čime postaju neizravno osjetljive na kretanja na tržištu nekretnina. Osim izravnih izloženosti, zbog značajnog udjela građevinarstva i poslovanja nekretninama u ukupnom broju zaposlenih i bruto dodanoj vrijednosti, važni su i neizravni kanali kroz koje se nepovoljna kretanja na tržištu nekretnina mogu prenijeti na kreditne institucije.

### B.4.1. Izloženost banaka tržištu stambenih nekretnina

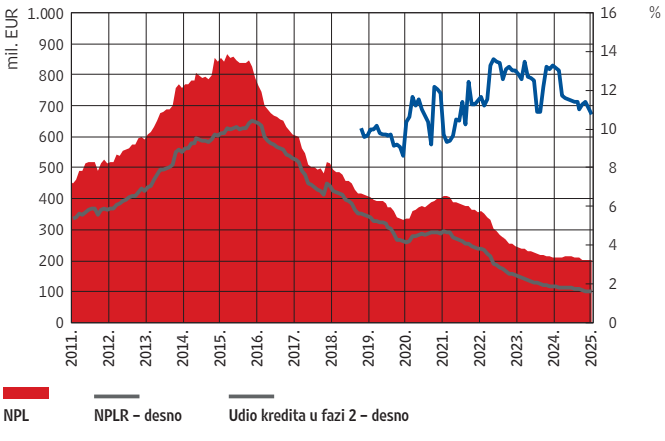
**Stambeni krediti kontinuirano snažno rastu i povećavaju udjel u aktivi banaka uz znatno poboljšanje kvalitete.** Od 2018. godine stambeni su krediti snažno rasli po stabilnim godišnjim stopama od oko 10% te su povećavali udjel u ukupnoj imovini (Slika B.15.). Krajem 2024. činili su više od polovine svih kredita kućanstvima te oko četvrtine ukupnih kredita. Istodobno se udio neprihodonosnih stambenih kredita smanjio na samo 1,7%, što je znatno niže u odnosu na više od 10% zabilježenih prije deset godina (Slika B.16.). Iako se ukupna kvaliteta portfelja vidljivo poboljšala, više od 10% stambenih kredita i dalje spada u kategoriju s povećanim kreditnim rizikom (tzv. faza 2).

**Slika B.15. Stambeni krediti ostaju glavni izvor izloženosti banaka**




Napomena: Ukupna imovina odnosi se na bruto imovinu.
**Izvor: HNB**

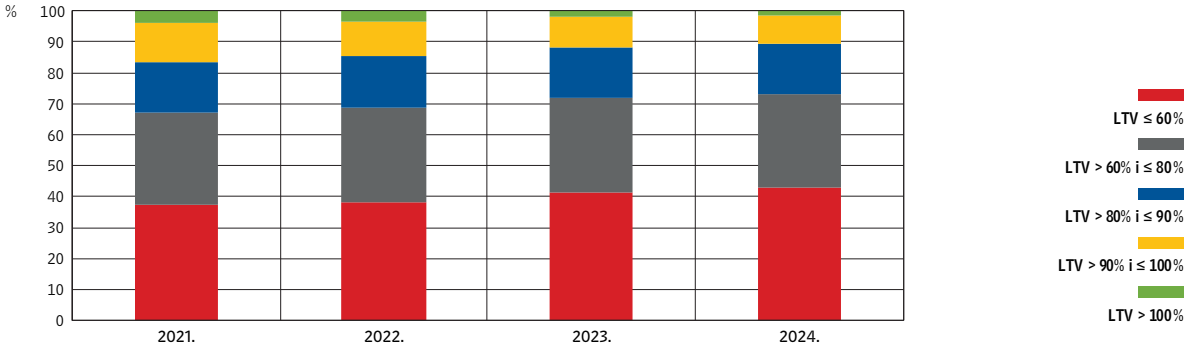
**Slika B.16. Kvaliteta stambenih kredita na povijesno je visokoj razini**




**Izvor: HNB**

**Iako je vrijednost nekretnina u zalogu relativno visoka u odnosu na iznose stambenih kredita, osjetljiva je na tržišne promjene.** Prosječni omjer vrijednosti kredita i stambene nekretnine u zalogu (LTV) na kraju 2024. iznosio je 64%, pri čemu je gotovo tri četvrtine stambenih kredita imalo omjer kredita i vrijednosti nekretnine (LTV) manji od 80% (Slika B.17.). Ipak, u preostalom dijelu portfelja stambenih kredita, a posebice kod 10% kredita koji imaju LTV viši od 90%, u slučaju izbijanja krize i naglog pada cijena značajno bi porasla vjerojatnost da iznos kredita premašuje vrijednost kolaterala, što bi uz nisku likvidnost tijekom krizne epizode znatno otežalo ili čak onemogućilo naplatu potraživanja.

**Slika B.17. Više od četvrtine kredita ima LTV veći od 80%**



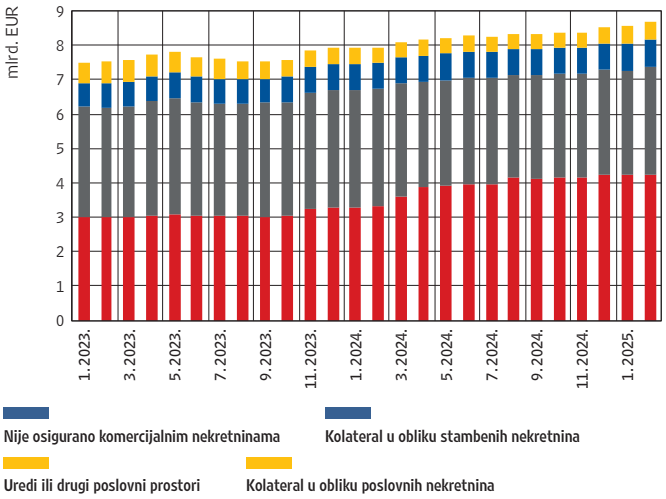

**Izvor: HNB**

## B.4.2. Izloženost banaka tržištu poslovnih nekretnina

**Iako je izravna izloženost banaka poduzećima čije poslovanje ovisi o tržištu nekretnina relativno niska, poslovne nekretnine često se koriste kao sredstvo osiguranja.** Krediti poduzećima u sektorima građevinarstva i poslovanja nekretninama čine oko 20% ukupnih

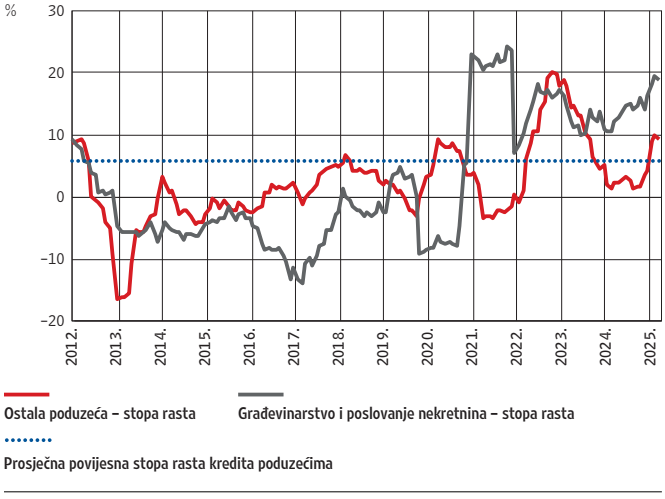
kredita poduzećima, a dodatnih 39% čine krediti osigurani poslovnim nekretninama, neovisno o djelatnosti dužnika. Time se stvara neizravna, ali velika izloženost financijskog sustava tržištu poslovnih nekretnina[7]. Takvi instrumenti osiguranja često se koriste pri financiranju ulaganja u postrojenja, opremu i same nekretnine, dok su izloženosti bez osiguranja poslovnim nekretninama većinom povezane s financiranjem obrtnih sredstava i karakterizira ih kraći rok dospijeća.

**Slika B.18. Većina kolaterala odnosi se na poslovne nekretnine te urede ili druge poslovne prostore**




Izvor: HNB

**Slika B.19. Rast kredita građevinarstvu i poslovanju nekretninama znatno je brži u odnosu na ostale kredite poduzećima**



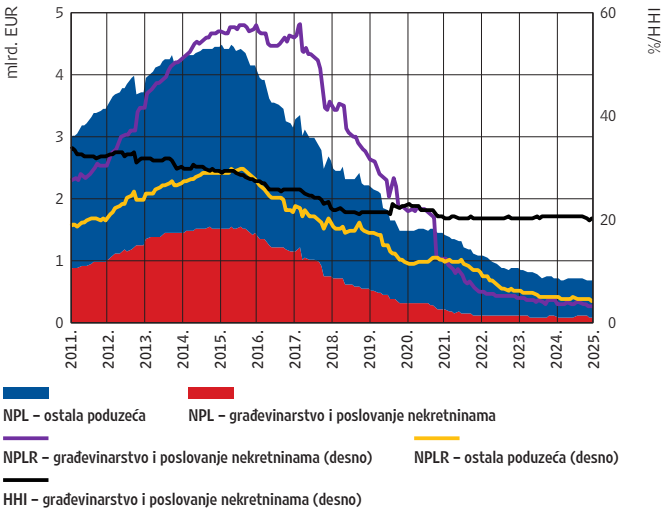

Napomena: Prosječna povijesna stopa rasta prikazuje geometrijsku sredinu godišnjih stopa rasta. Izračunava se na temelju stanja kreditnog portfelja od 31. 12. 1999. do 31. 12. 2024.
Izvor: HNB

**Izravna izloženost banaka tržištu nekretnina povećava se relativno snažno, znatno brže od rasta ukupnih kredita poduzećima (Slika B.19.).** Rast kreditne izloženosti banaka sektoru nekretnina odražava snažnu ekspanziju u građevinarstvu, potaknutu povećanom potražnjom, osobito u stanogradnji. Krediti poduzećima u tim djelatnostima često su velikih iznosa, dugih dospijeća i izrazito osjetljivi na tržišne cikluse i makroekonomska kretanja. Iskustva iz prethodnih kriza pokazuju da pad tržišne aktivnosti i pad cijena nekretnina mogu brzo generirati gubitke i pritisak na bilance banaka (Slika B.20.). U aktualnom kreditnom ciklusu, za razliku od onog prije dva desetljeća obilježenog koncentracijom na stambenu izgradnju, struktura je izloženosti raznolikija. U ovom je ciklusu osim kreditiranja djelatnosti građevinarstva prisutno i znatnije kreditiranje aktivnosti najma i upravljanja nekretninama. Iako ta diversifikacija može smanjiti sektorsku koncentraciju rizika, banke ostaju osjetljive na cikličke oscilacije tržišta nekretnina i makroekonomske promjene.

**Kvaliteta kredita povezanih s tržištem poslovnih nekretnina nastavila se poboljšavati, no ovaj segment i dalje je rizičniji u odnosu na druge plasmane.** Poboljšanje kvalitete imovine u portfelju kredita za poslovne nekretnine ogleda se u smanjenju udjela izloženosti klasificiranih u fazu 2 i fazu 3 (Slika B.21.). Međutim, unatoč pozitivnim kretanjima razina kreditnog rizika ostaje viša u usporedbi s ostalim vrstama kreditnih plasmana.

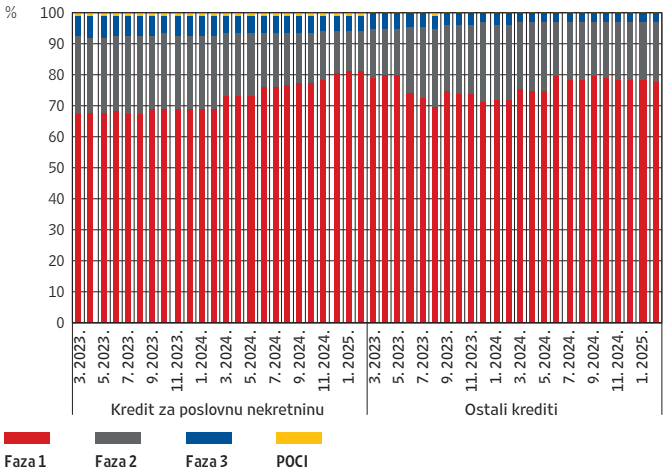
7 Za više informacija vidi Okvir 1. Analiza izloženosti banaka nefinancijskim poduzećima vezanima uz poslovne nekretnine, Makroprudencijalna dijagnostika br. 22

**Slika B.20. Krediti građevinarstvu i poslovanju nekretnina podložni su naglom pogoršanju u vrijeme kriza**



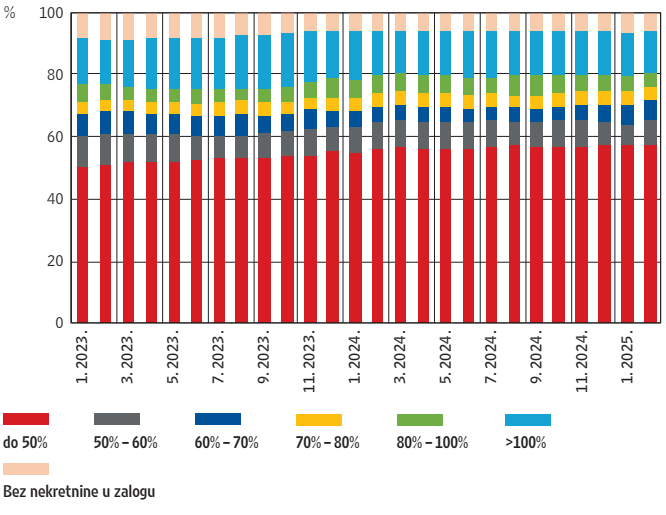

Napomena: HHI izračunat je na temelju tržišnih udjela po kreditnoj izloženosti sljedećih djelatnosti:
F – Gradnja zgrada, Gradnja cesta i željezničkih pruga, Ostali građevinski radovi; L – Kupnja i prodaja vlastitih nekretnina, Iznajmljivanje i upravljanje vlastitim nekretninama ili nekretninama uzetim u zakup, Poslovanje nekretninama uz naplatu ili na osnovi ugovora. Udio svake djelatnosti kvadriran je i zbrojen, a HHI je skaliran na raspon od 0 do 100 radi lakše interpretacije. Viša vrijednost HHI-ja označuje veću koncentraciju kreditne izloženosti u manjem broju djelatnosti.
**Izvor: HNB**

**Slika B.21. Kvaliteta kredita za poslovne nekretnine raste, ali je i dalje slabija nego kod ostalih kredita**



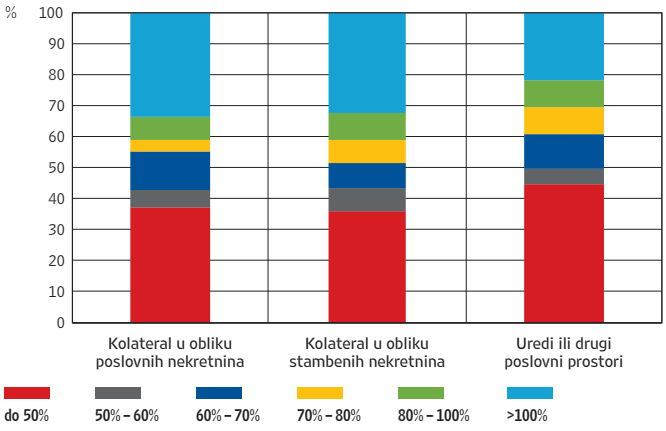

Napomena: Kupljena ili inicijalno umanjena financijska imovina (POCI) odnosi se na potraživanja koja su već imala obilježja umanjenja vrijednosti u trenutku stjecanja ili početnog priznavanja.
**Izvor: HNB**

**Slika B.22. Gotovo četvrtina kredita za poslovne nekretnine ima LTV iznad 80% ili nema kolaterala**




**Izvor: HNB**

**Slika B.23. LTV pri odobrenju CRE plasmana heterogen je ovisno o vrsti kolaterala**




Napomena: LTV za odobrene kredite prikazan je za kredite odobrene od siječnja 2024. do ožujka 2025.
**Izvor: HNB**

**Iako krediti povezani s tržištem poslovnih nekretnina uglavnom imaju visoku pokrivenost kolateralom, postoji segment portfelja s povećanim rizikom.** Analiza omjera kredita i vrijednosti kolaterala (LTV) pri odobravanju upućuje na izraženu heterogenost u kreditnim standardima ovisno o vrsti instrumenta osiguranja i sektorskoj pripadnosti dužnika (Slika B.23.). Krediti osigurani stambenim nekretninama u prosjeku su odobravani uz blago viši LTV (od 5 do

10 postotnih bodova) u odnosu na kredite osigurane uredskim prostorima ili poslovnim nekretninama. Iako su prosječne (oko 50%) i medijalne vrijednosti (oko 40%) LTV-a kod novoodobrenih kredita povezanih s tržištem poslovnih nekretnina relativno niske, u portfelju i dalje postoji značajan udio kredita s povišenim omjerom. Naime, u 2024. i početkom 2025. oko trećine novoodobrenih kredita osiguranih poslovnim nekretninama imalo je LTV veći od 100%. Takva struktura portfelja pokazuje da su pojedini segmenti sustava osjetljiviji na tržišne šokove. U scenariju pogoršanja makroekonomskog okružja ili potrebe za prisilnom naplatom potraživanja upravo su krediti s povećanim LTV omjerom značajan izvor potencijalnih gubitaka za kreditne institucije.

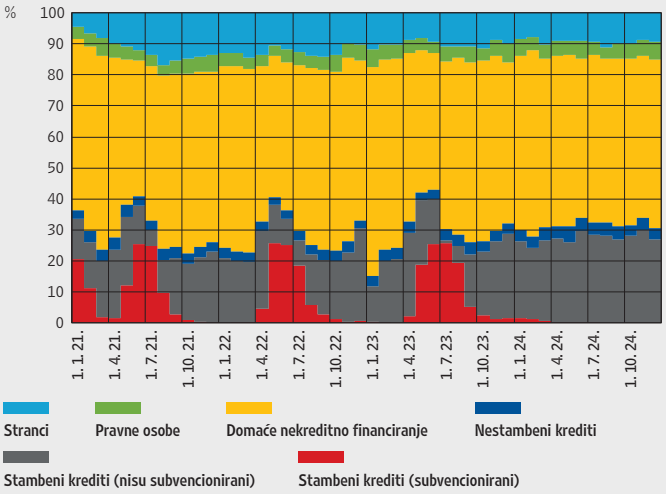
## OKVIR 2.
# Kreditno financiranje stambenih nekretnina

**Kreditno financiranje kupovine nekretnina jedan je od kanala međuovisnosti financijskog sustava i realnog sektora te može biti ključan izvor rizika za financijsku stabilnost. Zato je iznimno važno kvantificirati koliko se kupoprodaja stambenih nekretnina financira kreditima i analizirati ostale njihove karakteristike. Rezultati upućuju na to da je udio kreditno financiranih kupoprodaja stambenih kredita u razdoblju od 2021. do 2024. iznosio u prosjeku oko 30%. Niska razina kreditnog financiranja znači ograničenu izloženost banaka tržištu nekretnina te smanjenu osjetljivost tržišta nekretnina, kao i realnoga gospodarstva, na potencijalne poremećaje u financijskom sektoru.**

**Udio kupoprodaja stambenih nekretnina koje su financirane kreditom u protekle je četiri godine prema procjeni prosječno iznosio oko 30%.** U mjesecima kada se provodio program državnih subvencija za stambene kredite, taj je udio bio znatno viši od višegodišnjeg prosjeka, a osobito je rastao za vrijeme šestog (2021.), sedmog (2022.) i osmog (2023.) kruga programa subvencioniranja stambenih kredita, kad je u pojedinim mjesecima dosegnuo oko 40%. Nakon prestanka programa udio se stabilizirao na razini od oko 30%, a do kraja 2024. tek je blago porastao (Slika 1.). Promatrajući distribuciju prema vrsti kredita, većina transakcija (81%) financira se isključivo stambenim kreditom (Slika 2.), oko 10% kreditno financiranih kupoprodaja financira se isključivo nestambenim kreditima, a preostalih je 9% financirano kombinacijom stambenih i nestambenih kredita. Pri tome je, naravno, moguće da se nestambeni krediti u većoj mjeri koriste za adaptaciju nekretnine koja je kupljena iz vlastitih sredstava, nego za financiranje same kupnje, ali konkretnu namjenu nestambenoga kredita nije moguće razaznati iz raspoloživih podataka. Navedeni podaci upućuju na nezanemarivu ulogu nestambenih kredita pri kupnji i adaptaciji nekretnina, unatoč tome što su navedeni krediti uglavnom znatno manji po iznosu i kraće ročnosti od stambenih kredita.

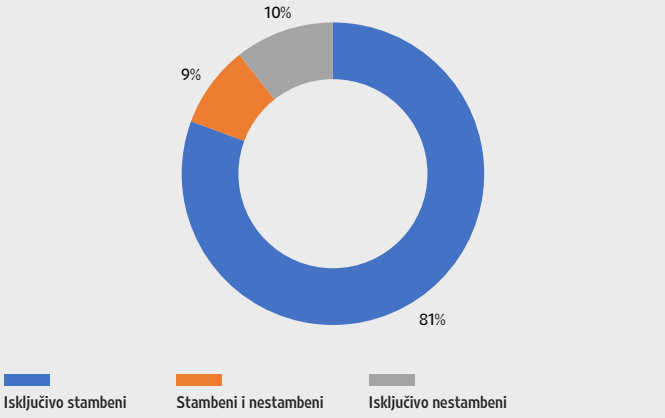
**Kod kupoprodaja stambenih nekretnina koje nisu financirane kreditom, prevladavaju domaće fizičke osobe, a samo se manji dio odnosi na nerezidente i pravne osobe (Slika 1.).** Kupoprodaje domaćih fizičkih osoba bez kreditnog financiranja čine najveći udio ukupnih kupoprodaja, koji u prosjeku iznosi 55%. Udio kupoprodaja u kojima su kupci pravne osobe stabilan je u cijelom razdoblju, s prosjekom nešto višim od 4%. Kod udjela nerezidenata primjećuje se porast nakon pandemije, s blagim padom u posljednje dvije godine (vidi poglavlje B.1.).

**Slika 1. Po okončanju programa subvencioniranja stambenih kredita udio kreditnog financiranja postao je stabilan**




Napomena: Kategorija "Domaće nekreditno financiranje" rezidualna je kategorija (ukupno umanjeno za ostale kategorije).
**Izvori: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača); Porezna uprava**

**Slika 2. Kreditno financirane transakcije na tržištu nekretnina osim stambenih uključuju i nestambene kredite**

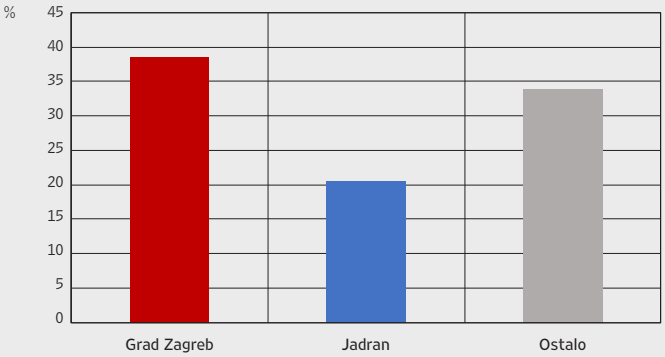



**Izvori: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača); Porezna uprava**

**Analiza regionalne distribucije kreditnog financiranja otkriva izražene razlike između Jadrana i kontinentalne Hrvatske (Slika 3.).** U priobalju su izrazito zastupljeni inozemni kupci i kupnje za potrebe turističkog najma, koje se češće financiraju vlastitim sredstvima te je stoga udio kreditnog financiranja u pravilu niži. S druge strane, tržište nekretnina u Zagrebu u velikoj mjeri ovisi o kreditnom financiranju jer se veći dio nekretnina kupuje za potrebe stanovanja. Geografska raspodjela kreditno financiranih kupnja nekretnina prema županijama potvrđuje te razlike (Slika 4.). Sve priobalne županije imaju relativno niske udjele kreditnog financiranja, a najniže su vrijednosti u Istarskoj (14,8%), Šibensko-kninskoj (16,8%) i Zadarskoj (18,4%) županiji. S druge strane, najviši udjeli kreditno financiranih kupoprodaja zabilježeni su u kontinentalnim županijama, posebno u Međimurskoj županiji (41,1%), Gradu Zagrebu (38,7%) i Zagrebačkoj županiji (38,1%).

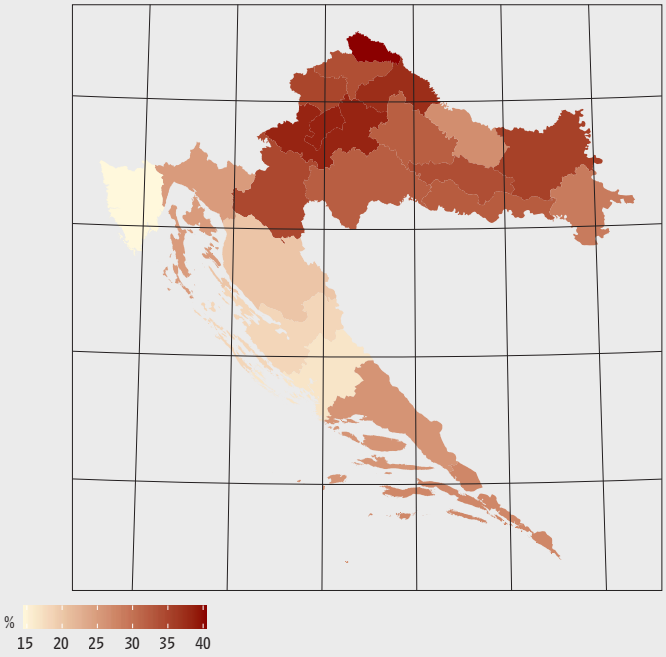
**Karakteristike nekretnina koje se kupuju iz kredita i vlastitih sredstava pokazuju određene razlike, ali one nisu osobito izražene.** Strukturna analiza karakteristika nekretnina (Tablica 1.) pokazuje da se krediti češće koriste za kupnju stanova (33,6% ukupnih kupoprodaja stanova) nego kuća (26,3%), pri čemu su kreditno financirani stanovi u prosjeku veći (64,1 $m^2$) u odnosu na one kupljene vlastitim sredstvima (59,3 $m^2$). Suprotno vrijedi za kuće jer su one kupljene bez kredita u prosjeku veće (143,4 $m^2$) u usporedbi s kreditno financiranima (137,9 $m^2$). Razlike su prisutne i u prosječnoj godini izgradnje: nekretnine financirane iz kredita nešto su novije (prosječna je godina izgradnje 1984.), a nekreditno financirane u prosjeku su građene oko 1980. godine.

Slika 3. Udio kreditno financiranih kupoprodaja po regijama




Izvori: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača); Porezna uprava

Slika 4. Županijska raspodjela udjela kreditno financiranih kupoprodaja




Izvori: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača); Porezna uprava

Tablica 1. Struktura financiranja nekretnina po karakteristikama nekretnina

| Vrsta nekretnine | Udio kreditno financiranih kupoprodaja | Površina (m²) | | Godina izgradnje | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Kreditno financiran | Nekreditno financiran | Kreditno financiran | Nekreditno financiran |
| Stan | 33,6% | 64,1 | 59,3 | 1984 | 1980 |
| Kuća | 26,3% | 137,9 | 143,4 | | |

Izvori: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača); Porezna uprava

**Manja uloga kreditnog financiranja stambenih nekretnina ogleda se i u niskom omjeru stambenih kredita i BDP-a, što implicira niže rizike za financijsku stabilnost.** Takva struktura financiranja ublažava prijenos šokova između tržišta stambenih nekretnina i financijskog sustava te pridonosi financijskoj stabilnosti u širem gospodarskom kontekstu. Međutim, strukturne karakteristike domaćeg tržišta nekretnina koje se odražavaju na regionalne razlike u rasprostranjenosti kreditno financiranih transakcija, kao i nezanemarivo korištenje nestambenih kredita pri kupnji stambenih nekretnina upućuju na moguće džepove ranjivosti koje je bitno nadzirati.

**Metodologija**

Udio kreditno financiranih transakcija na tržištu stambenih nekretnina u Republici Hrvatskoj ne može se izravno mjeriti, ali može se procijeniti povezivanjem različitih mikropodataka. S tim su ciljem povezani podaci o isplaćenim kreditima potrošačima, dostupni HNB-u preko izvještavanja na temelju Odluke o prikupljanju podataka o uvjetima kreditiranja potrošača i o depozitima kućanstava[1] za razdoblja od 2021. nadalje, s podacima iz evidencije Porezne uprave Ministarstva financija o kupoprodajama stambenih nekretnina. U oba su izvora podataka prije obrade anonimizirane osobne informacije o dužnicima po kreditima i kupcima stambenih nekretnina prema jedinstvenom ključu, što je omogućilo njihovo spajanje. To je omogućilo procjenu udjela kreditnog financiranja uz razmjerno visoku razinu pouzdanosti, na način da su identificirane pojedine transakcije nekretninama čiji su se kupci u vremenski bliskom trenutku i kreditno zaduživali. U slučaju postojanja više mogućih poveznica između isplate kredita potrošaču i kupoprodaje nekretnine primijenjen je kriterij minimalne razlike između kupoprodajne cijene i vrijednosti kolaterala kredita (stambena nekretnina) kako bi se izbjeglo dvostruko brojenje transakcija. Ako kredit nije imao stambenu nekretninu kao instrument osiguranja, uzeta je ukupna vrijednost glavnice. Krediti su kategorizirani kao stambeni i nestambeni. U kategoriju stambenih ubrajaju se svi krediti čija je namjena stjecanje nekretnine kao i krediti osigurani stambenom nekretninom. Svi krediti koji ne ispunjavaju te uvjete, izuzevši kreditne kartice i prekoračenja, klasificirani su kao nestambeni. Zbog mogućega vremenskog pomaka između isplate kredita i kupoprodaje nekretnine u analizi se kreditno financiranima smatraju one kupoprodaje kod kojih je kredit isplaćen unutar tri mjeseca prije ili nakon transakcije. Ta je granica odabrana na temelju analize graničnog doprinosa uključivanjem dodatnog mjeseca, koja pokazuje da se nakon trećeg mjeseca značajno smanjuje vjerojatnost da je isplaćeni kredit izravno povezan s kupnjom nekretnine. Dodatno, uveden je prag minimalnog omjera glavnice kredita i vrijednosti nekretnine od 20%. Iako se nenamjenski krediti koriste za različite svrhe, dio njih katkad se koristi i za pokriće troškova povezanih s kupnjom nekretnine. Međutim, takvi su iznosi uglavnom manji i rijetko prelaze zadani prag. S druge strane, stambeni krediti gotovo uvijek premašuju 20% vrijednosti nekretnine jer su izravno namijenjeni financiranju kupnje, pri čemu je moguće da se stambeni krediti s niskim omjerima glavnice kredita i vrijednosti nekretnine odnose na stambene kredite za adaptaciju. Uvođenjem tog praga znatno se smanjuje rizik uključivanja nenamjenskih kredita koji nisu namijenjeni sufinanciranju same kupoprodaje u analizu, a istodobno se zadržava gotovo cjelokupan obuhvat stambenih kredita.

[1] NN, br. 36/2020., 116/2021., 34/2022., 123/2022., 66/2023. i 80/2025.

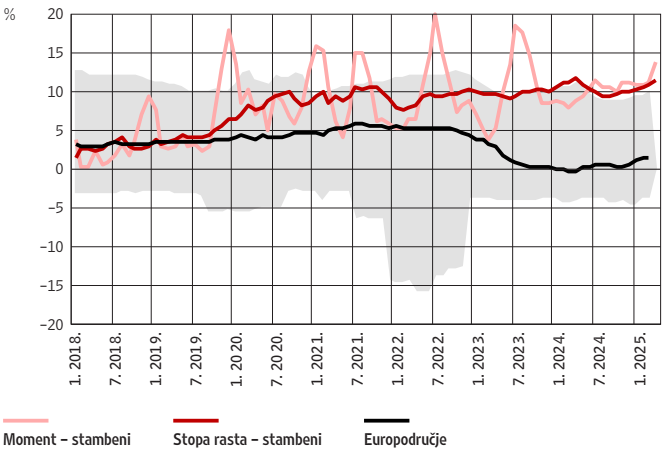
# C. Rizici kreditiranja privatnoga nefinancijskog sektora

**Kreditiranje privatnog sektora u 2024. se godini ubrzalo. Potaknut snažnim tržištem rada i, od početka 2025., blagim padom kamatnih stopa, nastavio se snažan rast kredita kućanstvima, uz relativno blage uvjete kreditiranja. Usto, zaustavljanje višegodišnjeg smanjivanja ukupne zaduženosti sektora kućanstava i poteškoće u otplatama dijela nestambenih kredita, koje se pojavljuju relativno brzo nakon odobravanja, naglašavaju ranjivost zaduženih kućanstava. Kod nefinancijskih se poduzeća rast kredita ubrzao u drugoj polovini 2024., s jačanjem investicijske aktivnosti. Snažan rast prihoda i početak silaznog trenda kamatnih stopa na kredite podupiru uredno servisiranje njihova duga, pa je rizik solventnosti poduzeća ostao nizak. No, daljnja eskalacija globalnih geopolitičkih i trgovinskih napetosti mogla bi dovesti do poteškoća u poslovanju poduzeća te do osjetnog usporavanja ili smanjivanja dohodaka kućanstava, čime bi se pogoršala njihova sposobnost otplate kredita.**

## C.1. Snažan rast kredita kućanstvima, uz blage kriterije

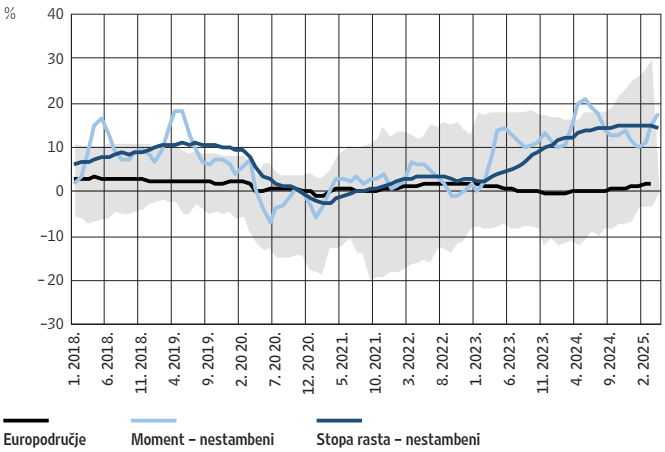
**U drugoj polovini 2024. i početkom 2025. rast kredita kućanstvima blago se ubrzao, pri čemu je rast bio izrazitiji kod nestambenih kredita.** Godišnja stopa rasta ukupnih kredita kućanstvima dosegnula je 11,6% na kraju travnja 2025., što je blago ubrzanje u odnosu na 2024. Tomu su pridonijeli ponajprije stambenih krediti, čiji se godišnji rast ubrzao s oko 10% u 2024. na 11,6% u travnju 2025., dok su se istodobno nestambeni krediti samo blago usporili, sa 16% na 15,3%. S takvim kretanjima Hrvatska ostvaruje jednu od najviših stopa rasta kredita kućanstvima u europodručju, gdje u većini zemalja stambeni i nestambeni krediti rastu vrlo blago (prosječno 1,5% u ožujku 2025.).

**Slika C.1. Visok rast stambenih kredita od sredine 2024. dodatno se ubrzava**




Napomena: Prikazana je dvanaestomjesečna stopa promjene na osnovi transakcija koja isključuje tečajne, cjenovne i ostale promjene. Moment se odnosi na tromjesečnu stopu promjene na osnovi transakcija iskazanu na godišnjoj razini. Sivo područje označuje razliku između najviše i najniže stope rasta u europodručju.
**Izvor: HNB**

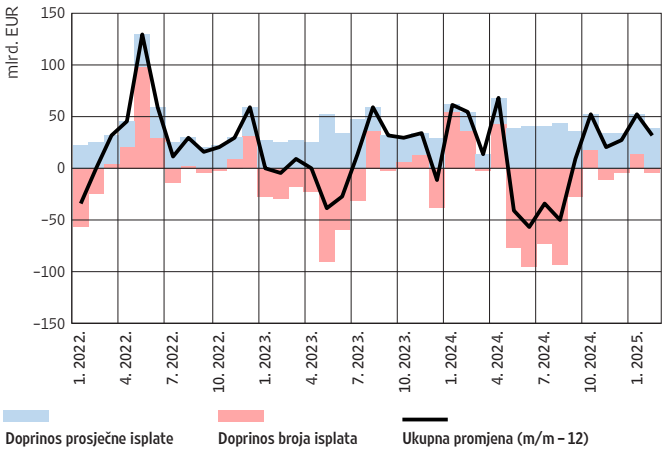
**Slika C.2. Rast nestambenih kredita stabilizirao se na visokoj razini**




Napomena: Prikazana je dvanaestomjesečna stopa promjene na osnovi transakcija koja isključuje tečajne, cjenovne i ostale promjene. Moment se odnosi na tromjesečnu stopu promjene na osnovi transakcija iskazanu na godišnjoj razini. Sivo područje označuje razliku između najviše i najniže stope rasta u europodručju. Pri izračunu stope rasta u europodručju uzeti su u obzir potrošački i ostali krediti.
**Izvor: HNB**

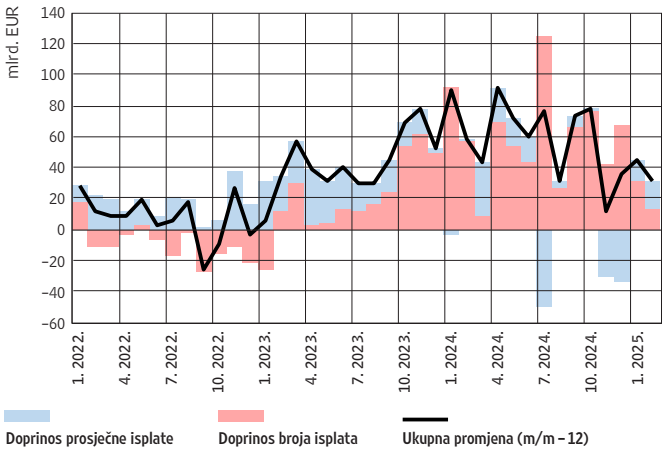
**Rast iznosa novoodobrenih stambenih kredita u 2024. odražavao je ponajprije višu prosječnu glavnicu, a kod nestambenih kredita povećani broj isplata.** Prosječan iznos novoga stambenoga kredita znatno se povećao, s oko 100 tisuća eura u posljednjem tromjesečju 2023. na 120 tisuća eura u posljednjem tromjesečju 2024. Istodobno se broj isplaćenih stambenih kredita smanjio, s 25,6 tisuća u 2023. na 23,2 tisuće u 2024. godini, što upućuje na zaključak da se rast iznosa novoodobrenih stambenih kredita zasniva ponajviše na povećanju iznosa pojedinačnih plasmana, a ne na većem broju novih kredita (Slika C.3.). Nasuprot tome, broj isplaćenih nestambenih kredita znatno se povećao, s 315 tisuća u 2023. na oko 400 tisuća u 2024., djelomice uzrokovan i zatvaranjem prekoračenja po tekućim računima (Slika C.4.). U istom je razdoblju prosječan iznos nestambenoga kredita ostao gotovo nepromijenjen te je iznosio malo manje od 9 tisuća eura.

**Slika C.3. Rast iznosa novih stambenih kredita u 2024. rezultat je više prosječne glavnice**




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

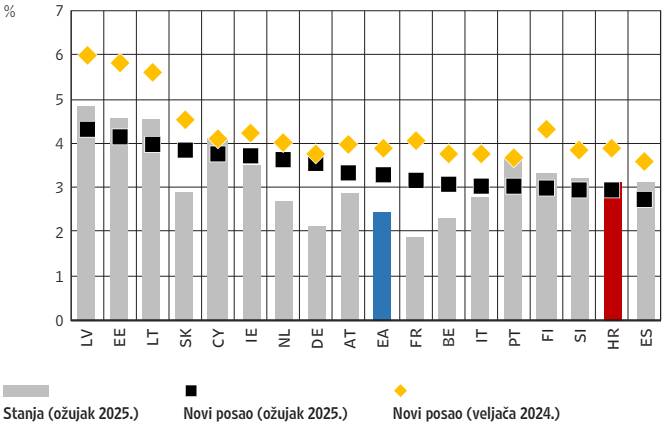
**Slika C.4. Rast volumena novih nestambenih kredita u 2024. odražava veći broj isplata**




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

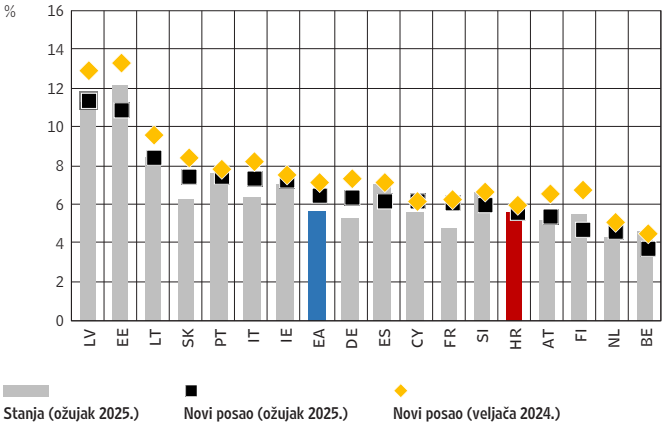
**Početkom 2025. počelo je smanjenje kamatnih stopa na nove stambene i gotovinske kredite.** Pad prosječne kamatne stope osobito je izražen kod novih stambenih kredita, čija je kamatna stopa u ožujku 2025. iznosila 3%, što je za 0,9 postotnih bodova niže nego na vrhuncu ciklusa rasta kamatnih stopa, u veljači 2024. godine (Slika C.5.). U isto vrijeme smanjenje kamatnih stopa na nove nestambene kredite bilo je blaže te je kamatna stopa u ožujku 2025. iznosila 5,7%, odnosno bila je za 0,3 postotna boda niža nego početkom 2024. godine (Slika C.6.). U usporedbi s drugim državama europodručja, Hrvatska se po visini kamatnih stopa na nove stambene i nestambene kredite nalazi znatno ispod prosjeka europodručja. Nadalje, banke još uvijek nastavljaju odobravati nove stambene i nestambene kredite gotovo isključivo s fiksnom kamatnom stopom. Posljedično, u strukturi ukupnog portfelja raste udio kredita s fiksnom kamatnom stopom tijekom cijelog trajanja kredita, pa je krajem 2024. gotovo trećina stambenih kredita imala fiksnu kamatnu stopu, dok je kod nestambenih kredita taj udio iznosio oko 80%.

**Slika C.5. Kamatne stope na nove stambene kredite smanjile su se početkom 2025. i među najnižima su u europodručju**




Izvor: ESB MIR

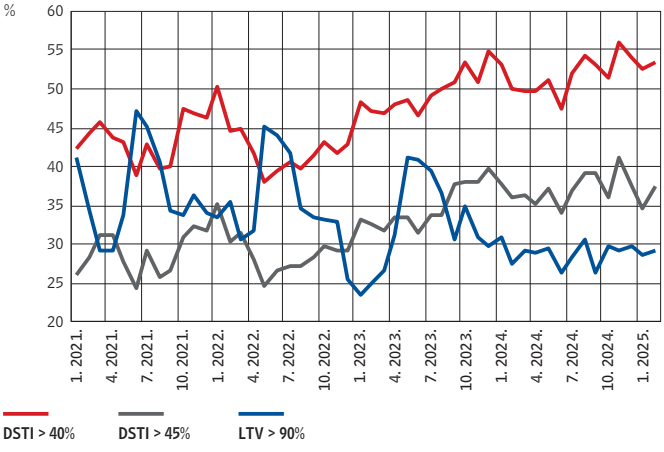
**Slika C.6. Kamatne stope na nestambene kredite blago su pale u prvom tromjesečju 2025.**




Izvor: ESB MIR

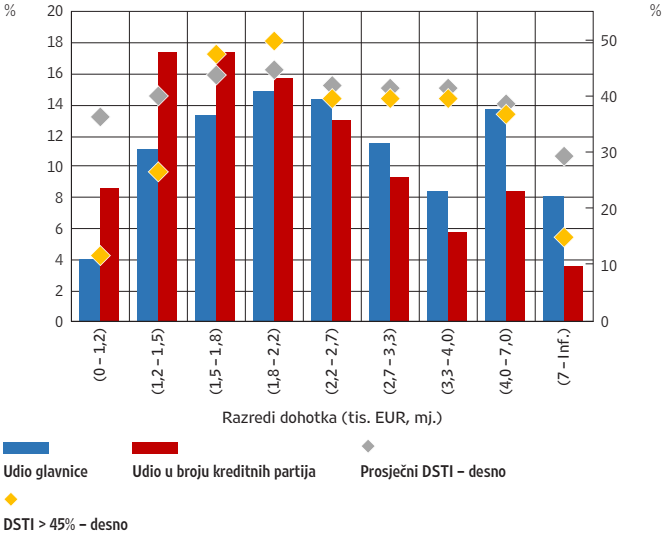
**Smanjenje kamatnih stopa početkom 2025. pridonijelo je pojačanoj potražnji za stambenim i nestambenim kreditima.** Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za prvo tromjesečje 2025. upućuju na porast potražnje za kreditima kod stanovništva, ponajprije pod utjecajem smanjivanja kamatnih stopa na nove kredite, što je osobito izraženo u stambenom kreditiranju, čiju je potražnju u prethodne dvije godine usporavala njihova visoka razina. Dodatno, kao činitelj rasta potražnje za nestambenim kreditima ističe se potrošnja trajnih dobara, poput automobila, pri čemu se dio nestambenih kredita vjerojatno rabi i za druge svrhe, poput uređenja nekretnina ili manjih investicija u gospodarsku djelatnost.

**Slika C.7. Udio stambenih kredita s visokim DSTI omjerima povećao se u 2024.**




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

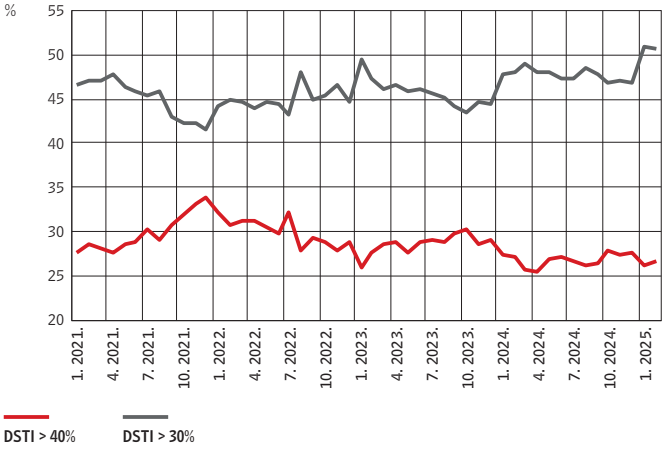
**Slika C.8. Stambene kredite najčešće ugovaraju dužnici s iznadprosječnim dohocima**




Napomena: Prikazani su podaci za 2024.
Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

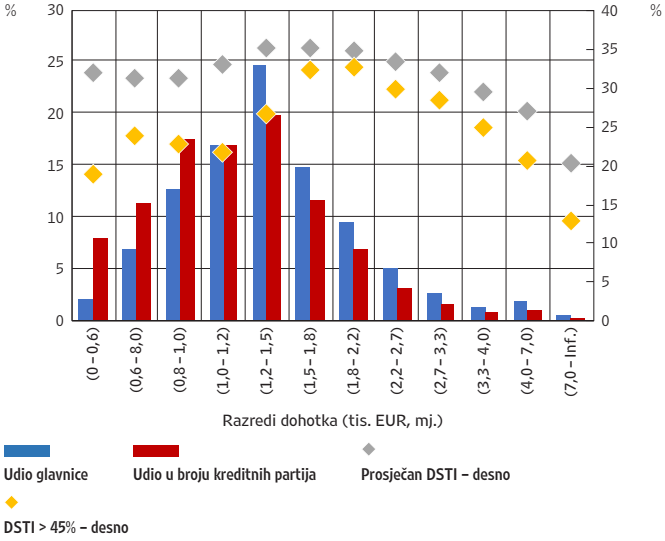
**Novi stambeni krediti u 2024. nastavili su se odobravati uz blage uvjete kreditiranja, što povećava njihovu rizičnost.** Prosječan omjer troška otplate duga i dohotka (DSTI) postupno je rastao od sredine 2022., kada je iznosio oko 38%, na oko 41% u 2024. Istodobno, udio kredita koji se prema visini DSTI omjera mogu smatrati rizičnijima (DSTI > 45%) također je postupno rastao, pa je tako na kraju 2024. iznosio oko 38% (Slika C.7.). Omjer ukupnog duga i dohotka (DTI), koji pokazuje koliko godišnjih dohodaka iznosi glavnica kredita, ostao je tijekom 2024. uglavnom nepromijenjen, na oko 6,5. Nadalje, u istom se razdoblju ni omjer iznosa kredita i vrijednosti nekretnine (LTV) također nije mijenjao te je prosječno iznosio oko 76%, dok je udio kredita s LTV-om višim od 90% bio blago niži od 30%.

**Slika C.9. Kod novih nestambenih kredita udio kredita s DSTI-jem većim od 40% ostao je u pravilu nepromijenjen**




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

**Slika C.10. Nestambene kredite najčešće ugovaraju dužnici s prosječnim i ispodprosječnim dohocima**

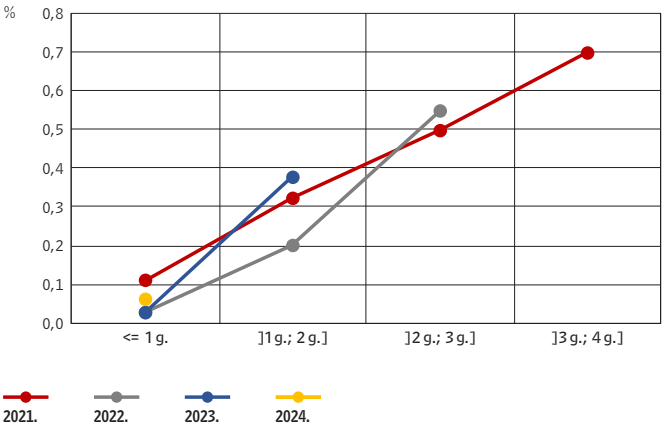



Napomena: Prikazani su podaci za 2024.
Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

**U 2024. nije došlo do znatnije promjene uvjeta odobravanja novih nestambenih kredita.** Prosječan omjer troška otplate duga i dohotka (DSTI) blago se smanjio te je na kraju 2024. iznosio oko 33,5%, u odnosu na 34,1% godinu prije. Istodobno, udio nestambenih kredita s DSTI omjerom višim od 40% ostao je uglavnom nepromijenjen tijekom 2024. te je na kraju godine bio oko 28% (Slika C.9.). Omjer ukupnog duga i dohotka (DTI) također je ostao stabilan, na razini od oko 2,2. Pritom, nestambeni krediti najviše se odobravaju potrošačima s dohocima oko prosječne plaće, uz znatnu zastupljenost nižih dohodaka. Tako su oko tri četvrtine isplaćenih nestambenih kredita odobrene dužnicima s mjesečnim dohotkom do 1.500 eura, od čega 54% ukupnog broja kredita čine potrošači s dohotkom nižim od 1.200 eura (Slika C.10.). Pritom, prosječan DSTI omjer u pravilu raste s dohotkom do razine od između 1.500 i 1.800 eura te se za više dohotke postupno spušta. S druge strane, stambene kredite najčešće ugovaraju potrošači s malo višim dohocima, pri čemu je često uključen i dohodak sudužnika, pa je tako 56% broja kredita, odnosno 71% ukupne glavnice isplaćeno potrošačima s dohotkom višim od 1.800 eura (Slika C.8.). Nadalje, kod stambenih kredita najviši DSTI omjeri prisutni su na razini dohotka od između 1.800 i 2.200 eura te na toj razini dohotka svaki drugi novoodobreni stambeni kredit ima DSTI veći od 45%.

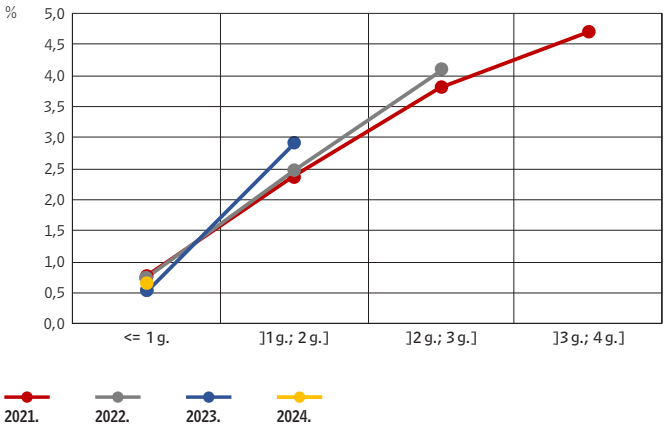
**Kod nestambenih kredita znatno brže dolazi do problema s otplatama nego kod stambenih.** Od svih gotovinskih i drugih nestambenih kredita isplaćenih od 2021. nadalje, kod njih između 2,5% i 3% u prve dvije godine dolazi do kašnjenja u otplatama, a u sljedećoj godini taj udio raste za još 1,5 p. b. (Slika C.12). S druge strane, stambeni krediti sporije se kvare, pa tako u prve dvije godine samo između 0,2% i 0,4% kredita potrošačima dolazi u poteškoće s otplatama, pri čemu taj udio raste za još između 0,2 do 0,3 p. b. u svakoj sljedećoj godini otplate (Slika C.11). Nekoliko čimbenika utječe na brže kvarenje nestambenih kredita. Ti se krediti često odobravaju potrošačima s nižim primanjima, koji su samim time osjetljiviji na šokove dohotka. Nadalje, ti su krediti većinom odobreni bez instrumenta osiguranja visoke vrijednosti, što može smanjiti poticaj dužnicima da ih uredno otplaćuju. To ujedno odražava i kreditne politike banaka koje su zbog viših kamatnih stopa u usporedbi sa stambenim kreditima spremne preuzeti malo višu razinu rizika. Dodatno, optimistična očekivanja dijela potrošača, u kombinaciji s jednostavnošću postupka odobravanja, mogu u određenom broju slučajeva dovesti do preuzimanja obveza koje nadilaze njihovu stvarnu buduću otplatnu sposobnost. Pritom, s obzirom na to da upravo u uvjetima visoke zaposlenosti i snažnog rasta plaća relativno brzo dolazi do kašnjenja u otplatama kod nestambenih kredita, postoji rizik da bi očekivano usporavanje rasta plaća moglo dodatno ubrzati pogoršanje kvalitete tih kredita.

**Slika C.11. Kašnjenja u otplatama kod stambenih kredita rijetka su**




Napomena: Prikazan je udio broja stambenih kredita svrstanih u rizične skupine "B" i "C". X-os označuje proteklo razdoblje od trenutka isplate kredita.
**Izvor: HNB**

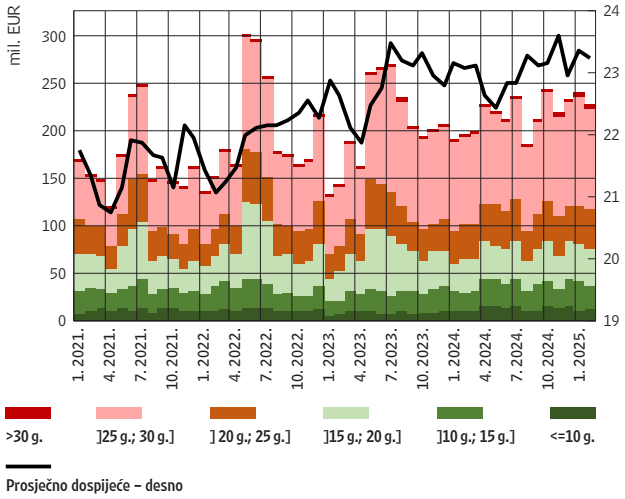
**Slika C.12. Kod dijela nestambenih kredita brzo dolazi do poteškoća s otplatama**




Napomena: Prikazan je udio broja nestambenih kredita svrstanih u rizične skupine "B" i "C". Os X označuje proteklo razdoblje od trenutka isplate kredita.
**Izvor: HNB**

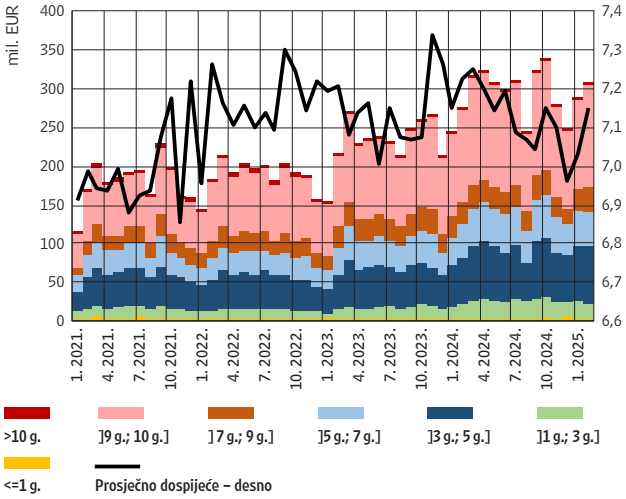
**Tijekom 2024. i početkom 2025. udio stambenih i nestambenih kredita s dugim dospijećem stabilizirao se.** Tako se početkom 2025. oko polovine ukupnog iznosa stambenih kredita odobravalo uz dospijeće dulje od 25 godina, što je porast tog udjela od oko 10 p. b. u odnosu na 2022. (Slika C.13.). S druge strane, kod nestambenih kredita prosječna se ročnost čak i blago smanjila, pod utjecajem pojačanog refinanciranja prekoračenja po tekućim računima (Slika C.14.). Unatoč tome, visok udio glavnice nestambenih kredita odobrava se i nadalje uz relativno dugu ročnost te je početkom 2025. udio novih kredita odobrenih na razdoblje dulje od devet godina iznosio malo više od 40%. Pritom kod kredita dulje ročnosti dolazi do češćega kašnjenja u otplatama, pa je tako vjerojatnost da će kredit kasniti s otplatama gotovo dvostruko veća kod kredita odobrenih uz maksimalnu ročnost u usporedbi s kreditima s relativno kratkim inicijalnim dospijećima (slike C.15. i C.16.).

**Slika C.13. Raste udio stambenih kredita s dospijećem duljim od 25 godina**



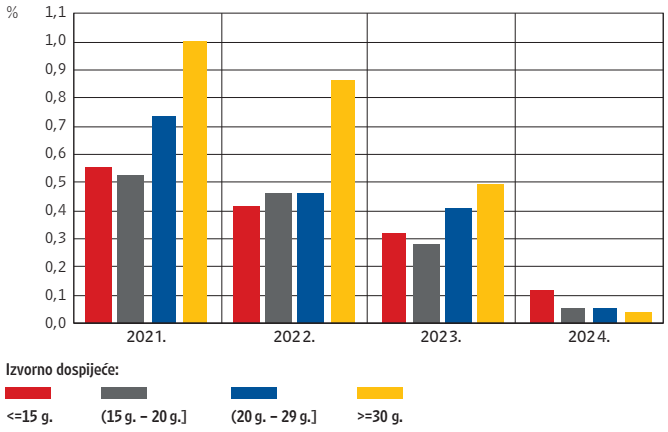

Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

**Slika C.14. Unatoč blagom padu prosječne ročnosti, znatan udio nestambenih kredita odobrava se na 10 g.**



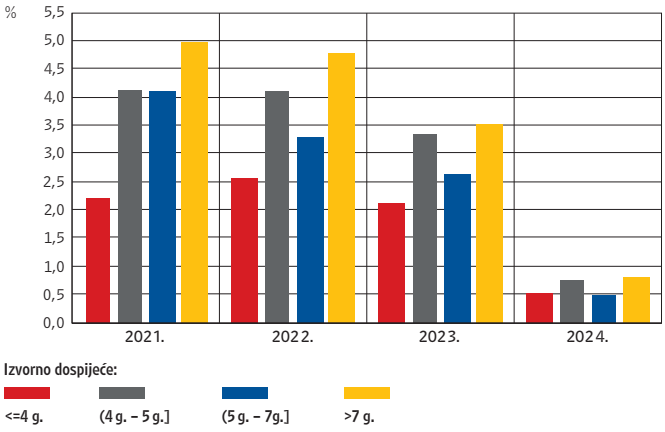

Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

**Slika C.15. Vjerojatnost kašnjenja kod stambenih kredita raste s ročnošću**




Napomena: Prikazan je udio broja stambenih kredita svrstanih u rizične skupine "B" i "C" na dan 31. 12. 2024. Os X označuje godinu isplate. Granice razreda izvornog dospijeća određene su kvartilima distribucije izvornog dospijeća stambenih kredita. Za kredite isplaćene tijekom 2023. i 2024. granica 2. i 3. kvartilnog razreda iznosi 22 godine.
Izvor: HNB

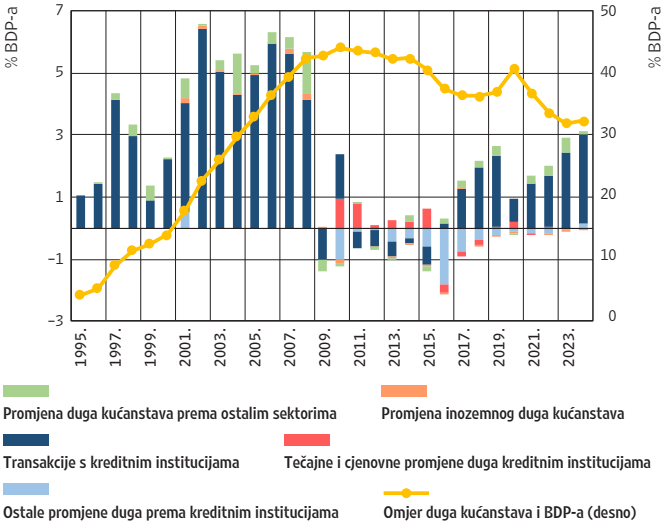
**Slika C.16. Udio nestambenih kredita s kašnjenjem u otplatama veći je za kredite s duljim izvornim dospijećem**




Napomena: Prikazan je udio broja stambenih kredita svrstanih u rizične skupine "B" i "C" na dan 31. 12. 2024. Os X označuje godinu isplate. Granice razreda izvornog dospijeća određene su kvartilima distribucije izvornog dospijeća nestambenih kredita. Isključeni su krediti kojima rok otplate istječe tijekom 2025.
Izvor: HNB

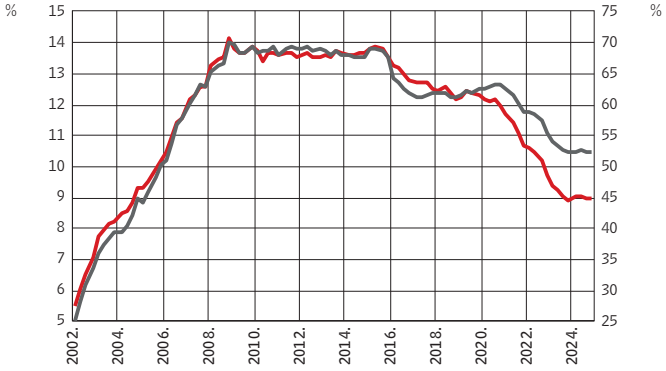
**U 2024. zaustavio se pad zaduženosti prisutan prethodnih godina, dok je ukupna relativna zaduženost sektora kućanstava ostala relativno niska.** Unatoč nastavku rasta nominalnih dohodaka, sve veće zaduživanje kućanstava, uz neto prirast kredita koji je dosegnuo otprilike 3% BDP-a, blago je povećalo omjer duga kućanstava i BDP-a (Slika C.17.). Također, istodobno sa snažnim ubrzavanjem gotovinskih kredita sredinom 2023. zaustavio se višegodišnji pad agregatnih omjera servisiranja duga i raspoloživog dohotka te duga i dohotka sektora kućanstava (Slika C.18.). Ako se u nadolazećem razdoblju nastavi snažan rast kredita, a nominalni se dohoci nastave usporavati, vrijednost tih omjera mogla bi se početi povećavati.

**Slika C.17. Neto prirast kredita u 2024. iznosio je 3% BDP-a, a omjer stanja duga i BDP-a blago je porastao**




Napomena: Promjene duga prema ostalim sektorima i inozemstvu iskazane su kao razlika stanja u odnosu na kraj prethodne godine i relativizirane udjelom u BDP-u.
**Izvori: HNB; Eurostat**

**Slika C.18. Zbog snažnog rasta kredita zaustavio se pad pokazatelja zaduženosti sektora kućanstava**




Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora. Službeni godišnji podaci o raspoloživom dohotku dostupni su do 2023., a 2024. je procijenjena.
**Izvori: HNB; Eurostat**

## OKVIR 3.

# Dvije rate, jedan dug: kako kućanstva kombiniraju stambene i nestambene kredite

**Istodobno uzimanje stambenih i nestambenih kredita specifičan je oblik zaduživanja kućanstava, koji u pravilu povećava njihovu zaduženost i rizičnost. U ovom se okviru analizira koliki dio dužnika istodobno uzima obje vrste kredita te kako se razlikuju njihova obilježja u odnosu na ostale dužnike. Rezultati pokazuju da dužnici koji istodobno uzimaju obje vrste kredita prosječno imaju niži dohodak, više vrijednosti DSTI i LTV omjera te dulje dospijeće kredita, što ih čini ranjivijima na nepovoljne šokove i povećava vjerojatnost poteškoća s otplatama u takvim uvjetima.**

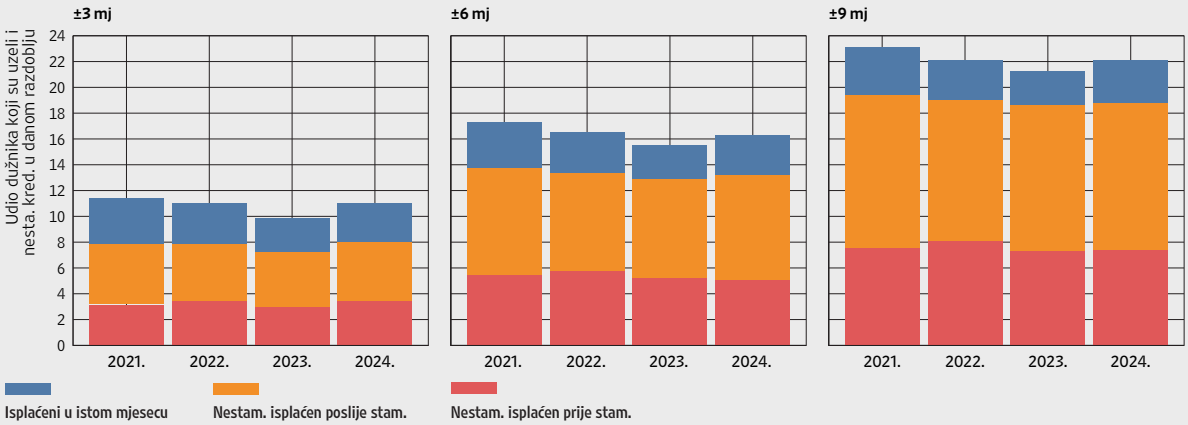
**Istodobno uzimanje nestambenoga[1] i stambenoga kredita u određenim situacijama može biti rizik za financijsku stabilnost.** Zbog veće ukupne zaduženosti, dužnici koji su paralelno uzeli obje vrste kredita mogu biti osjetljiviji na ekonomske šokove, osobito ako imaju visok omjer otplate duga u odnosu na dohodak (DSTI). Stoga je korisno prepoznati i analizirati ovu skupinu dužnika kako bi se procijenila njihova zastupljenost, uvjeti pod kojima se zadužuju i moguće posljedice tog oblika zaduživanja za financijsku stabilnost.

**Između 11% i 22% dužnika sa stambenim kreditima u istom trenutku uzima i nestambeni kredit, pri čemu namjena istodobno isplaćenoga nestambenoga kredita može, ali i ne mora nužno, biti vezana uz samo stjecanje nekretnine[2].** U većini slučajeva nestambeni krediti isplaćeni su ili u mjesecu kada je isplaćen stambeni kredit ili koji mjesec nakon toga (Slika 1.), što može upućivati na to da se rabe za pokrivanje dodatnih troškova povezanih s kupnjom i uređenjem nekretnine. No, otprilike trećina nestambenih kredita prethodi stambenom, što upućuje na zaključak da se ta sredstva možda rabe i za financiranje vlastitog učešća pri kupnji stambene nekretnine. Prema podacima koje su banke prikupile od klijenata, gotovo 80% dužnika po stambenim kreditima stječe nekretninu za vlastito stanovanje, pa tako i dužnici koji istodobno uzimaju oba kredita. To znači da oni ne kupuju nekretnine s ciljem ostvarivanja prihoda, npr. od iznajmljivanja, već se njima koriste za rješavanje vlastitih stambenih potreba. Nadalje, malo više od 70% dužnika koji uzimaju oba kredita ugovaraju ih u istoj banci (Slika 2.). Osim što potrošači pokazuju sklonost zadržavanju postojećeg odnosa s bankom, djelomično zbog preferencije prema poznatom i izbjegavanja dodatnih troškova ili neizvjesnosti, moguće je da je riječ i o korištenju unaprijed dogovorenog 'top-up' iznosa postojećega stambenoga kredita, koji je bio ograničen implicitnim DSTI omjerom, u skladu s regulatornim smjernicama.

1 Nestambeni krediti jesu krediti potrošačima koji ne uključuju stambene kredite, kredite po kreditnim karticama i prekoračenja.

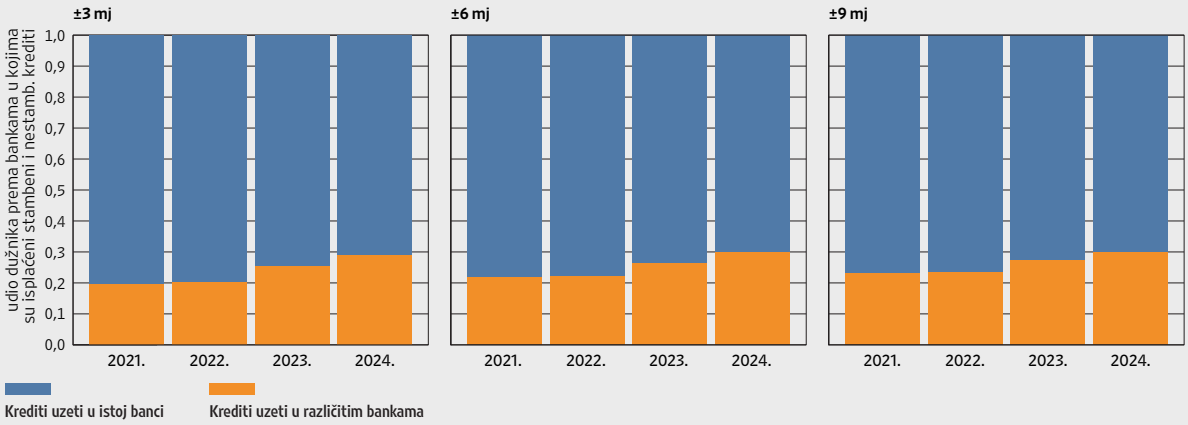
2 Za svaki mjesec isplate stambenih kredita izdvojeni su dužnici kojima je u odabranom razdoblju prije i nakon mjeseca isplate stambenoga kredita isplaćen i nestambeni kredit (primjerice, tri mjeseca prije ili nakon). Ako jest, takav se slučaj smatra istodobnim zaduživanjem po objema vrstama kredita, koje se promatra ovisno o tri različite pretpostavke vremenskog odmaka (tri, šest i devet mjeseci).

Slika 1. Između 11% i 22% dužnika po stambenim kreditima uzima istodobno i nestambeni kredit




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

Slika 2. Malo više od 70% dužnika oba je kredita ugovorilo u istoj banci




Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)

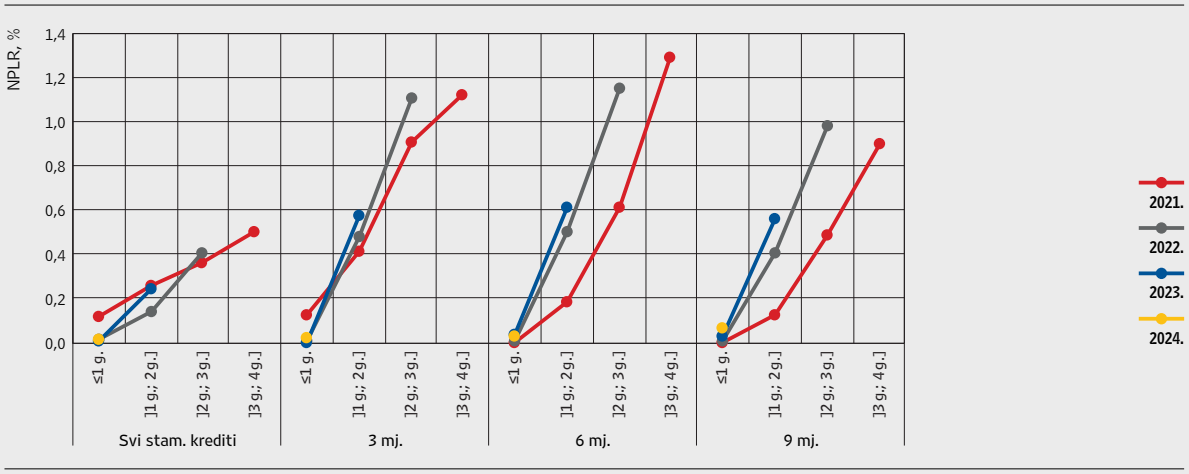
**Dužnici koji istodobno uzimaju stambene i nestambene kredite imaju slabiju kreditnu sposobnost i veću zaduženost.** Njihov je dohodak prosječno oko 2500 eura, što je za oko 500 eura manje od prosječnog dohotka dužnika koji uzimaju samo stambene kredite, a uvjeti pod kojima uzimaju kredite blaži su. Tako je njihov DSTI omjer za oko 3 p. b., a LTV omjer za oko 5 p. b. veći nego kod dužnika koji imaju samo stambeni kredit (Tablica 1.). Osim toga, udio dužnika s DSTI omjerom većim od 45% prosječno je za oko 10 p. b. viši kod onih koji u isto vrijeme uzimaju obje vrste kredita. Također, unatoč gotovo identičnim iznosima prosječne glavnice, dužnici po oba kredita ugovaraju znatno dulje dospijeće (prosječno malo više od dvije godine dulje), što im omogućuje smanjenje DSTI omjera ili povećanje ukupnog iznosa glavnice kredita uz određeni DSTI omjer, kako bi maksimizirali iznose kredita koje im je banka spremna odobriti u skladu s vlastitom kreditnom politikom.

**Tablica 1. Pokazatelji kreditiranja za dužnike koji uzimaju istodobno stambene i gotovinske kredite**

| | Novi posao – stam. krediti (mil. EUR) | Novi posao – nestam. krediti (mil. EUR) | Broj kreditnih partija stam. kredita (u tis.) | Broj dužnika stam. kredita (u tis.) | Projećan stambeni kredit (u tis. EUR) | DSTI stambeni | Udio DSTI>45% za stam. kredite | LTV | Dospijeće stam. krediti | Dohodak stam. krediti |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **3 mjeseca** | | | | | | | | | | |
| Samo stambeni | 1.957,0 | – | 19,4 | 18,5 | 100,7 | 40,4% | 35,0% | 77,9% | 22,6 | 2.944,6 |
| Stambeni i nestambeni | 214,7 | 35,4 | 2,2 | 2,1 | 97,6 | 43,5% | 43,6% | 83,9% | 25,0 | 2.596,1 |
| **6 mjeseci** | | | | | | | | | | |
| Samo stambeni | 1.849,6 | – | 18,3 | 17,5 | 101,0 | 40,3% | 34,6% | 77,6% | 22,5 | 2.969,3 |
| Stambeni i nestambeni | 322,1 | 50,8 | 3,3 | 3,2 | 97,2 | 43,3% | 43,0% | 83,1% | 24,6 | 2.570,5 |
| **9 mjeseci** | | | | | | | | | | |
| Samo stambeni | 1.754,2 | – | 17,3 | 16,5 | 101,4 | 40,1% | 34,1% | 77,5% | 22,4 | 2.998,2 |
| Stambeni i nestambeni | 417,5 | 64,7 | 4,3 | 4,1 | 96,5 | 43,3% | 43,3% | 82,3% | 24,5 | 2.540,3 |

Napomena: Prikazani su podaci za dužnike kojima su stambeni krediti isplaćeni između ožujka 2023. i ožujka 2024., u ovisnosti o tri pretpostavke odmaka između trenutka isplate stambenoga i nestambenoga kredita (tri, šest i devet mjeseci).
**Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)**

**Slika 3. Stambeni krediti uz koje je istodobno isplaćen i nestambeni kredit imaju veću vjerojatnost kvarenja**




**Izvor: HNB (Uvjeti kreditiranja potrošača)**

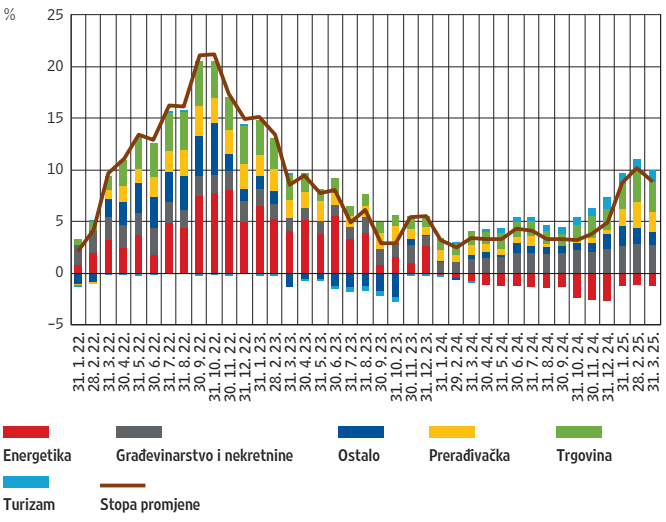
**Stambeni krediti isplaćeni dužnicima koji su u isto vrijeme uzeli i nestambeni kredit češće se kvare.** Tako je u 2024. udio neprihodonosnih stambenih kredita u kohorti kredita odobrenih tijekom 2021. prosječno iznosio oko 0,5%, dok je u segmentu stambenih kredita uz koje je ugovoren i nestambeni kredit isplaćen u razdoblju od šest mjeseci prije ili nakon isplate stambenoga kredita, prosječni udio neprihodonosnih kredita bio dvostruko viši (približno 1,3%) (Slika 3.).

## C.2. Nizak kreditni rizik kod nefinancijskih poduzeća, uz porast rizika

**Dobre poslovne performanse poduzeća[8] zadržale su njihovu relativnu zaduženost stabilnom u 2024. godini, unatoč povećanom zaduživanju kod banaka.** Rast kredita poduzećima u 2024. godini iznosio je, kao i u 2023. godini, 6,4%[9], pri čemu je većina rasta ostvarena u drugoj polovini godine, a u prvom tromjesečju 2025. godine taj se rast dodatno ubrzao, na 12,2%. Glavni izvor ubrzanog rasta kredita privatnim nefinancijskim poduzećima bilo je kreditiranje poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja nekretninama te u sve većoj mjeri i iz prerađivačke industrije i trgovine. Istodobno, javna poduzeća iz djelatnosti energetike postupno su smanjivala svoju zaduženost akumuliranu u nedavnom razdoblju naglog rasta cijena i neizvjesnosti glede dostupnosti energenata (Slika C.19.).

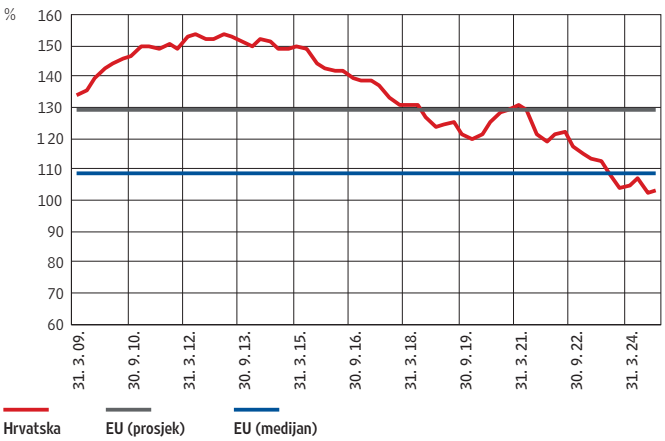
**Dobri ostvareni i očekivani poslovni rezultati nefinancijskih poduzeća pridonose rastu kapitala, što zadržava njihov rizik solventnosti na niskoj razini.** Rast kapitala poduzeća zasnovan na dobiti ostvarenoj u 2023. godini te dobrim poslovnim rezultatima u 2024. pruža zaštitu poduzećima u slučaju naglog pooštravanja poslovnog okružja. Korištenje kapitala za financiranje dijela poslovnih aktivnosti smanjuje potrebu za zaduživanjem, što je pridonijelo nižoj razini zaduženosti poduzeća u Hrvatskoj u usporedbi s EU-om (Slika C.20.).

**Slika C.19. Djelatnosti građevinarstva i poslovanja nekretninama najviše su pridonijele rastu kredita nefinancijskim poduzećima**




Napomena: Stupci prikazuju doprinose godišnjoj stopi rasta kredita nefinancijskim poduzećima.
**Izvor: HNB**

**Slika C.20. Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj pala je ispod prosjeka EU-a**




Napomena: Prikazan je omjer nekonsolidiranog duga i BDP-a. Nekonsolidirani dug uključuje obveze na osnovi kredita, dužničkih kredita te trgovačkih kredita prema ostalim poduzećima.
**Izvor: Eurostat**

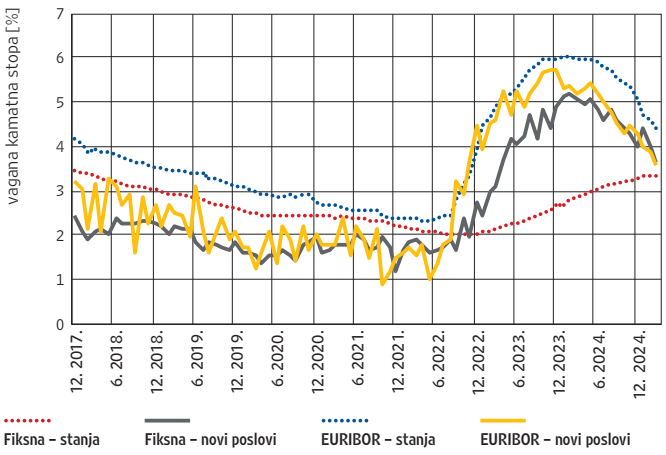
**Osim dobrih poslovnih rezultata, servisiranje duga poduzećima olakšava i smanjenje kamatnih stopa na kredite, koje je započelo u drugom tromjesečju 2024.** godine. Smanjenje

8 Godišnji podaci za 2024. godinu iz Fine o poslovanju nefinancijskih poduzeća, u trenutku pisanja publikacije, nisu dostupni. No, poslovnu aktivnost, a time i performanse poduzeća, moguće je procijeniti pomoću podataka o fiskaliziranim računima tijekom 2024. godine, koji su porasli za oko 11%. Također, kretanje bruto operativnog viška upućuje na to da su marže bile nešto niže nego u rekordnoj 2023. godini, ali i da je profitabilnost bila i dalje visoka.

9 Stopa rasta kredita poduzećima iznosila bi za 2024. godinu 8,2% kad bi se isključio efekt otplate sindiciranoga kredita jednoga velikoga javnog poduzeća na samom početku te godine.

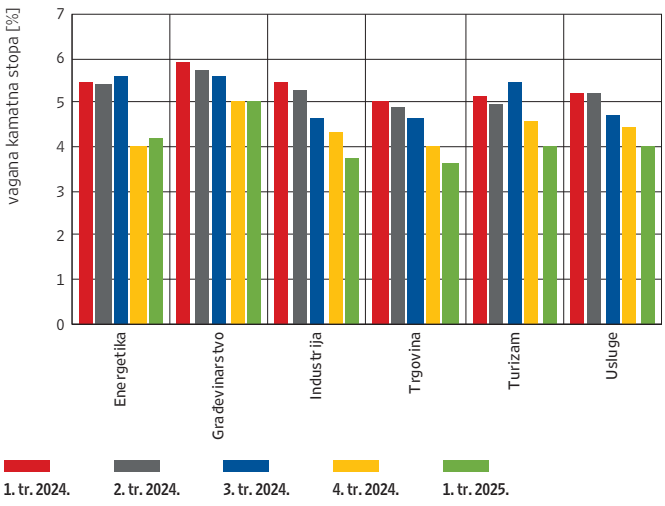
kamatnih stopa u razdoblju od svibnja 2024. do veljače 2025. za novoodobrene kredite ugovorene s promjenjivom kamatnom stopom vezanom uz EURIBOR iznosilo je oko 1,5 p. b., a za kredite s fiksnom kamatnom stopom malo manje, oko 1,2 p. b. Ovisno o vrsti referentnog parametra uz koji su ugovoreni krediti s promjenjivom kamatnom stopom i preostaloj ročnosti, pad tržišnih stopa počeo se prelijevati i na one na stanja kredita (Slika C.21.). Pad kamatnih stopa na novoodobrene kredite ostvaren je kod svih djelatnosti, pri čemu je najmanji bio kod građevinarstva[10] (Slika C.22.).

**Slika C.21. Kamatne stope na nove kredite poduzećima počele su se smanjivati sredinom 2024., što se odrazilo i na kamatne stope na stanja kredita**



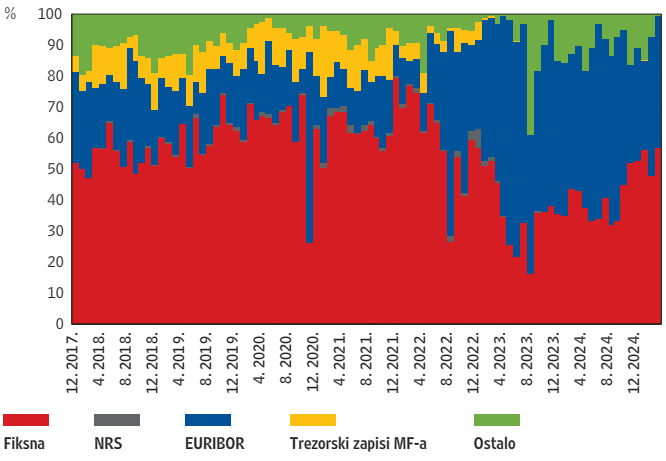

Izvor: HNB

**Slika C.22. Najslabiji pad kamatnih stopa na nove kredita zabilježen je u građevinarstvu**



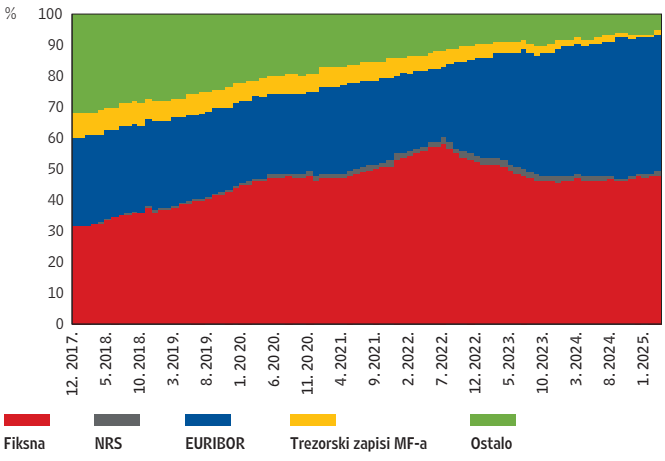

Izvor: HNB

**Slika C.23. Krediti s fiksnom kamatnom stopom te vezani uz EURIBOR dominiraju u novoodobrenim kreditima poduzećima**




Izvor: HNB

**Slika C.24. Portfelj kredita nefinancijskim poduzećima polariziran je na kredite odobrene s fiksnom kamatnom stopom i one vezane uz EURIBOR**



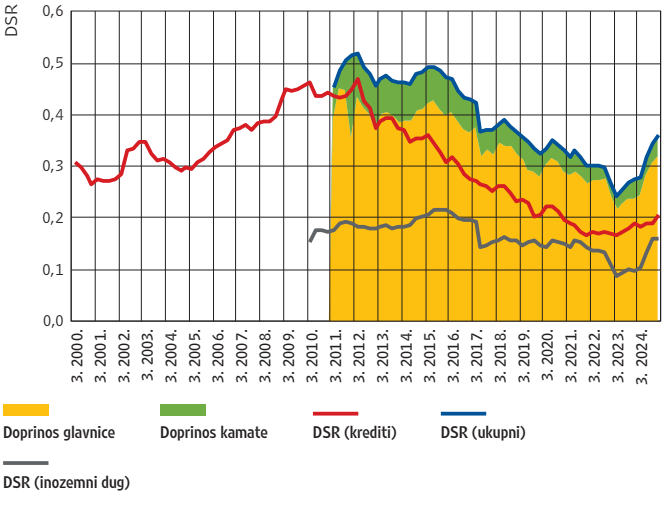

Izvor: HNB

10 Krediti građevinarstvu ciklički su osjetljivi i slabije pokriveni kolateralom.

**Porast zastupljenosti fiksne kamatne stope u strukturi kredita poduzećima smanjuje njihove rizike financiranja.** Među novoodobrenim kreditima poduzećima s podjednakim udjelima sudjeluju krediti s fiksnim kamatnim stopama i oni s promjenjivim kamatnim stopama vezanima uz EURIBOR (Slika C.23.). To je rezultat povećanog odobravanja kredita s fiksnom kamatnom stopom tijekom protekle dvije godine, koji su potkraj 2024. godine dosegnuli oko 40% svih odobrenih kredita poduzećima. Velika zastupljenost fiksne kamatne stope čini troškove otplate kredita predvidivima i time olakšava poduzećima upravljanje kamatnim rizikom (Slika C.24.).

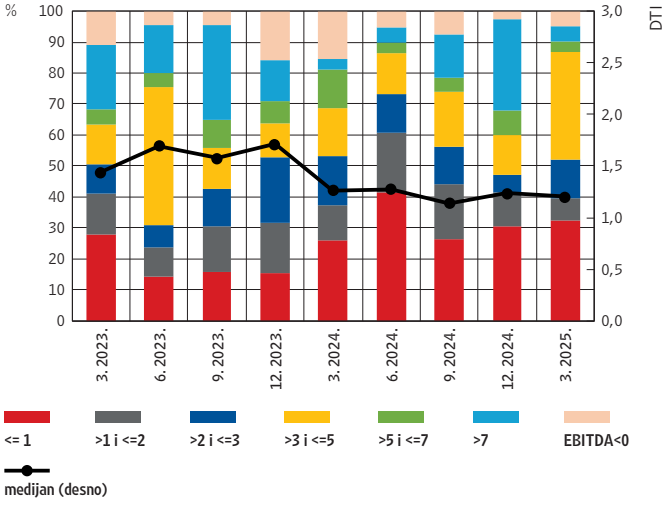
**Teret otplate duga poduzeća u 2024. godini vjerojatno se nastavio povećavati kao odraz rasta kredita i blagog pada bruto operativnog viška, no i nadalje je relativno nizak.** Relativno kratka prosječna ročnost kredita omogućuje bržu transmisiju monetarne politike na kamatne stope uz koje se zadužuju nefinancijska poduzeća nego kućanstava (Slika C.25.). Stoga trenutno okružje padajućih kamatnih stopa olakšava servisiranje dugova poduzećima, što bi u budućnosti dodatno mogao olakšati i porast kvalitete prosječnoga korporativnoga klijenta banaka (Slika C.26.). Međutim, eskalacija geopolitičkih tenzija i trgovinskih sukoba dovodi do porasta rizika za nefinancijska poduzeća. Tako bi se u slučaju razvoja krajnje nepovoljnih scenarija sektor poduzeća mogao suočiti istodobno s padom poslovne aktivnosti te otežanim financiranjem, što bi za teret otplate bio dvostruki šok.

**Slika C.25. Teret otplate duga nastavio je rasti i tijekom 2024. godine**




Izvori: HNB; DZS

**Slika C.26. Rizičnost dužnika po novoodobrenim kreditima smanjila se**



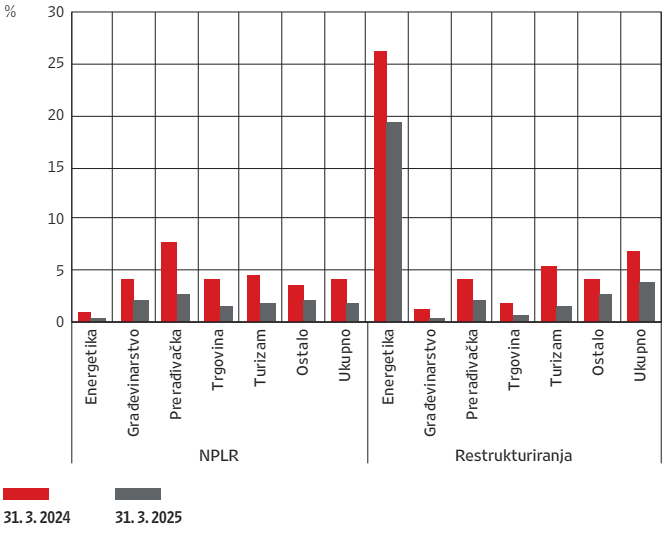

Napomena: Prikazana je zaduženost poduzeća, mjerena omjerom duga i EBITDA-e, za poduzeća koja su preuzela novi kredit u prikazanom razdoblju. Dug poduzeća uključuje sve dugoročne i kratkoročne obveze na koje se plaća kamata te obveze na osnovi zajmova i depozita. Podaci o dugu i EBITDA-i poduzeća preuzeti su iz financijskih izvještaja za 2022. i 2023. godinu.
Izvori: HNB; Fina

**U razdoblju dobrih poslovnih rezultata poduzeća pokazatelji kreditnog rizika za kredite banaka poduzećima ostali su niski.** Udio neprihodonosnih kredita u svim se djelatnostima smanjio tijekom 2024., dok su krediti s mjerama restrukturiranja porasli samo u energetici, i to zbog restrukturiranja izloženosti pojedinih javnih poduzeća (Slika C.27.). Također, prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, na potražnju poduzeća za kreditima, koja se povećala potkraj 2024. godine, osim pada kamatnih stopa djelovala je i ubrzana investicijska aktivnost te potrebe za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala u razdoblju ubrzanoga ekonomskog rasta, što su "zdravi" motivi za zaduživanje, a to također pridonosi nižemu budućem kreditnom riziku. No, u slučaju naglog pogoršanja makrookružja investicijska se aktivnost poduzeća može zaustaviti, a

u ekstremnim slučajevima projekti se mogu i napustiti, što može stvoriti gubitke i neupotrebljivu imovinu.

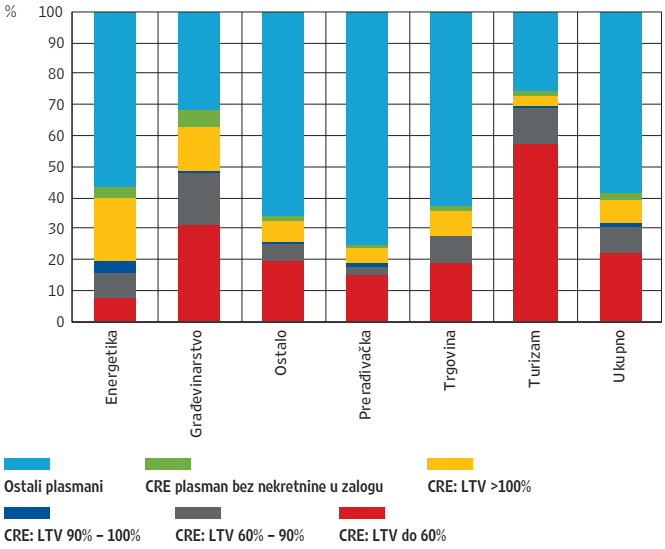
**U slučaju materijalizacije kreditnog rizika naplata potraživanja znatno će ovisiti o tržišnoj vrijednosti poslovnih nekretnina u zalogu.** Poslovne nekretnine čine instrument osiguranja kod otprilike 40% svih odobrenih kredita poduzećima. Omjer iznosa kredita i vrijednosti nekretnine u zalogu (LTV) kod tih je kredita stabilan te iznosi oko 72%, pri čemu su krediti u 2024. godini odobravani uz malo niži prosječan LTV, od 68%, što je dodatno smanjilo rizike za kreditore. Ipak, između djelatnosti postoje velike razlike vezane uz pokriće kredita kolateralom. Tako je udio novih kredita s LTV-om iznad 90%, koja bi se mogla smatrati graničnom razinom povišenog rizika, tijekom 2024. godine bio najviši u djelatnostima energetike i građevinarstva, dok je udio novih kredita, s LTV-om ispod 60%, odnosno kod kojih vrijednost nekretnine znatno premašuje vrijednost kredita, bio najviši u turizmu (Slika C.28.).

**Slika C.27. U posljednjih godinu dana neprihodonosni i krediti s mjerama restrukturiranja padaju, izuzev u energetici**




Napomena: NPLR je udio kredita u fazi 3, odnosno onih kod kojih je došlo do gubitka, u ukupnim kreditima. Mjere restrukturiranja obuhvaćaju sljedeće oblike promjena ugovora o kreditu: instrumenti s promijenjenom kamatnom stopom ispod tržišnih uvjeta, instrumenti s drugim promijenjenim uvjetima, refinanciranje – potpuno ili djelomično refinanciran dug.
**Izvori: HNB**

**Slika C.28. Oko 40% novoodobrenih plasmana poduzećima odnosi se na CRE plasmane**




Napomena: CRE plasmani su plasmani namijenjeni stjecanju komercijalnih nekretnina ili osigurani komercijalnim nekretninama. "Turizam" označuje poduzeća iz djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Novoodobreni su plasmani u razdoblju od 1. 4. 2024. do 31. 3. 2025.
**Izvor: HNB**

**Dobre poslovne performanse poduzeća, uz pad kamatnih stopa, smanjile su kratkoročne rizike za nefinancijska poduzeća, no zbog rastuće geopolitičke neizvjesnosti njihovi ukupni rizici poslovanja ostali su nepromijenjeni.** Unatoč trenutno visokoj kvaliteti kredita i poboljšanju fundamenata klijenata, daljnje pooštravanje geopolitičkih i trgovinskih napetosti može poduzećima otežati servisiranje duga, koji ubrzano raste. Tako poremećaji u opskrbnim lancima mogu uzrokovati dodatne troškovne pritiske, odnosno više ulazne cijene povrh već visokih troškova rada. Ti izazovi u poslovanju, zajedno s politizacijom izvoza kritičnih sirovina, mogu usporiti i zelenu tranziciju poduzeća te otežati napore usmjerene na ublažavanje tranzicijskog rizika u ekonomiji, dok istodobno fizički klimatski rizici sve češće uzrokuju štete na imovini, zastoje u poslovanju i pad učinkovitosti poslovanja u pojedinim djelatnostima (vidi Okvir 4. Fizički klimatski rizik u Hrvatskoj i Okvir 5. Tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj).

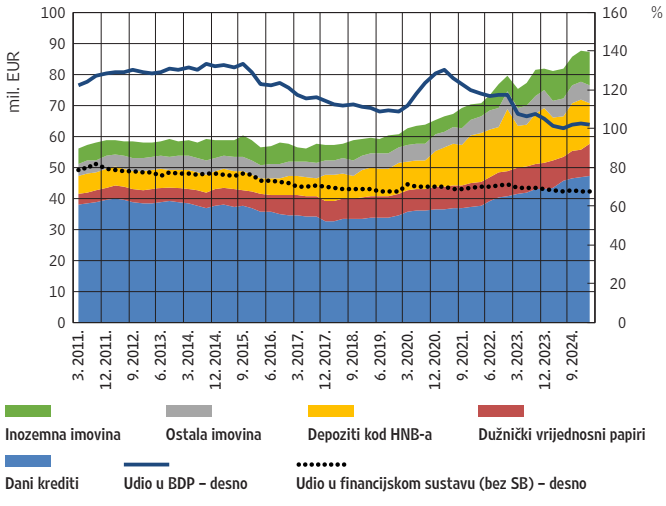
# D. Rizici za poslovanje kreditnih institucija

**Unatoč visokoj profitabilnosti banaka koju su, osim povišenih kamatnih stopa, potakli snažna kreditna aktivnost i nizak kreditni rizik, njihovo poslovno okružje postaje sve izazovnije. Pad aktivnih kamatnih stopa i sužavanje neto kamatne marže, koji slijede ublažavanje restriktivnosti monetarne politike ESB-a, djelovat će na postupno smanjivanje profitabilnosti. Pritom, padaju i pasivne kamatne stope, što smanjuje troškove financiranja banaka i donekle ublažava nepovoljan učinak smanjenja kamatnih prihoda na profitabilnost. No, visoka razina neizvjesnosti, praćena povećanom kolebljivošću na financijskim tržištima i očekivanim usporavanjem rasta globalnoga gospodarstva, mogla bi se odraziti i na domaće gospodarstvo, s negativnim učinkom na financijski sektor. Kreditne institucije suočene su i s izazovima povezanima s kibernetičkom sigurnošću i klimatskom tranzicijom, koji kratkoročno povećavaju troškove poslovanja, ali dugoročno pridonose jačanju njihove otpornosti.**

## D.1. Ubrzan rast kredita domaćim sektorima uz porast ulaganja u dužničke papire i inozemnu imovinu

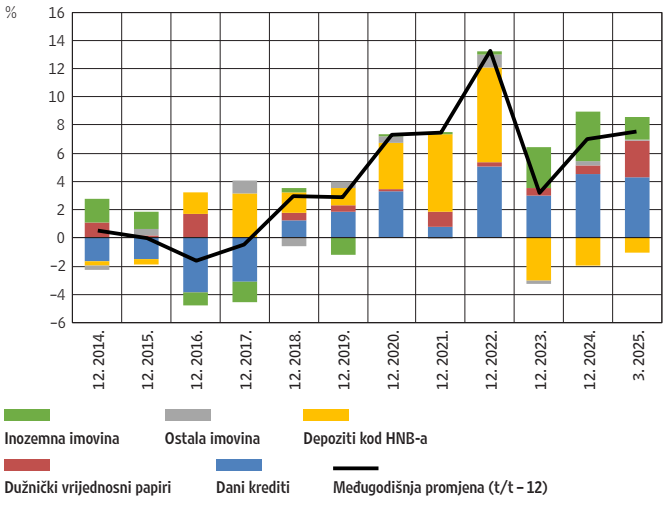
Imovina bankarskog sektora snažno je porasla u 2024. godini, a rast se nastavio i početkom 2025. (Slika D.1). Ukupna imovina krajem ožujka 2025. dosegnula je 87,3 milijarde eura, uz godišnji rast od 7,5%, kao odraz ubrzanoga kreditiranja poduzeća i kućanstava (više u *Poglavlju C. Rizici kreditiranja privatnoga nefinancijskog sektora*), ali i znatnog povećanja ulaganja u dužničke vrijednosne papire i inozemnu imovinu, koje je nadomjestilo smanjenje visokolikvidnih sredstava kod središnje banke (Slika D.2). Ova preraspodjela, kojom banke smanjuju visokolikvidne depozite kod središnje banke i povećavaju izloženost prema dugoročnijim i manje likvidnim oblicima imovine s višim prinosima, motivirana je ponajprije nastojanjem ublažavanja negativnog utjecaja pada referentnih kamatnih stopa ESB-a na kamatne prihode.

**Slika D.1. Iako imovina kreditnih institucija raste, njezin se udio u ukupnome financijskom sustavu smanjuje**




Izvor: HNB

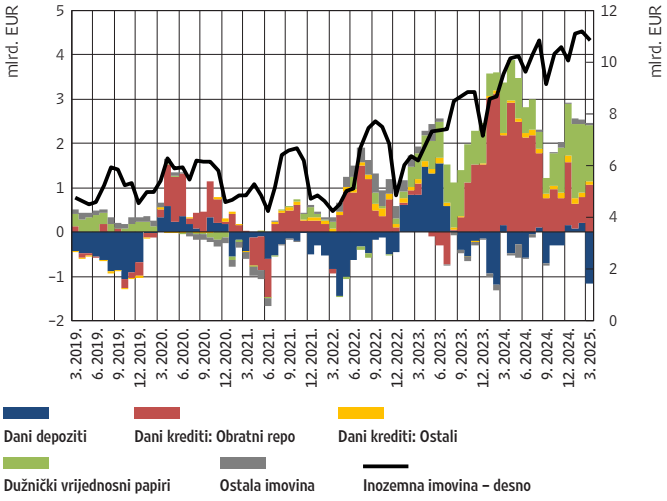
**Slika D.2. Glavni pokretač promjene imovine jesu dani krediti, dužnički papiri i inozemna imovina**




Napomena: Prikazana je međugodišnja promjena komponenti imovine.
Izvor: HNB

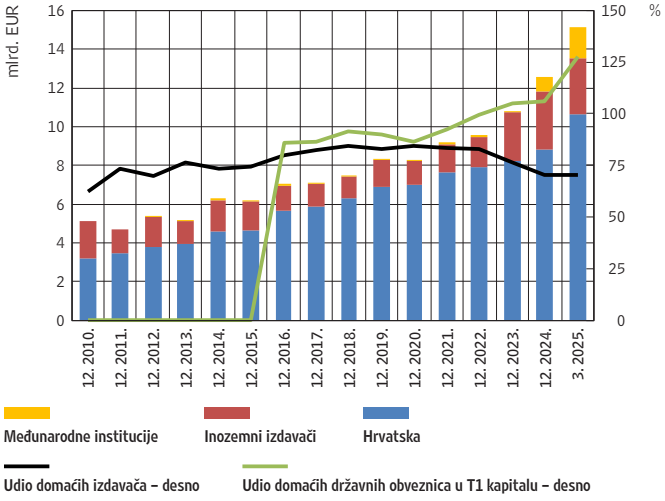
**Povećanje inozemne imovine banaka dovodi do porasta njihove izloženosti kretanjima na međunarodnim tržištima.** Iako je bankovni sustav od 2016. godine neto inozemni vjerovnik, zbog snažnog porasta inozemne imovine u 2024. godini (50% na godišnjoj razini) ta je pozicija dodatno ojačana, a u pojedinim trenucima početkom 2025. njezin je iznos premašio 11 milijardi eura. Glavna stavka rasta inozemne imovine jesu plasmani u dužničke vrijednosne papire i kratkoročne obratne repo transakcije, uglavnom prema bankama maticama (Slika D.3.). Ovakav porast financijskih veza s inozemstvom povećava ranjivost domaćih banaka na šokove sa stranih tržišta, što u uvjetima povećanih tržišnih napetosti može djelovati kao snažan kanal transmisije rizika.

**Slika D.3. Rast inozemne imovine potaknut je ulaganjima u dužničke papire i obratne repo kredite**




Napomena: Prikazana je međugodišnja promjena komponenti imovine.
**Izvor: HNB**

**Slika D.4. Porast ulaganja u domaće vrijednosne papire**



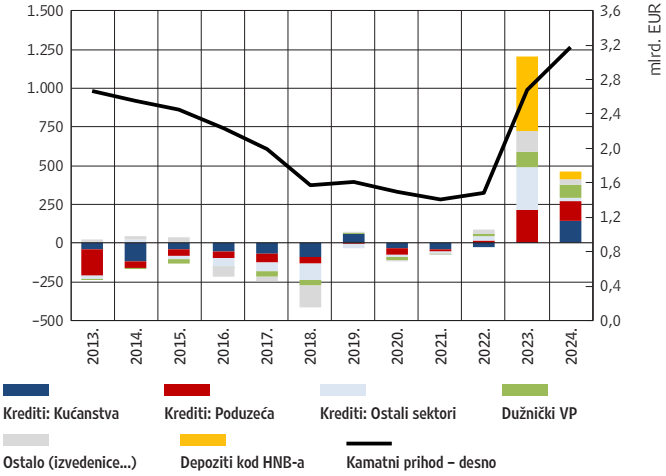

**Izvor: HNB**

**Rast ulaganja u domaće državne obveznice dodatno povećava već znatnu izloženost banaka prema središnjoj državi.** Ukupna izloženost bankarskog sektora državnim obveznicama premašila je 15 miljardi eura krajem ožujka 2025., što je više od 17% ukupne aktive. Rast ulaganja u domaće državne vrijednosne papire, koji su još krajem 2023. premašili razinu osnovnoga redovnoga kapitala te u ožujku 2025. iznosili oko 120% istog (Slika D.4.), produbljuje međuovisnost fiskalne održivosti i financijske stabilnosti, što je osobito važno u kontekstu porasta proračunskog manjka u 2024. godini, pod utjecajem izdataka za plaće. Također, unatoč smanjenju omjera duga i BDP-a, s obzirom na najavljene potrebe za većim ulaganjima u obranu, pogoršanje fiskalnih pokazatelja može imati sve izraženiji učinak na financijski sektor.

**Kamatni prihodi banaka porasli su u 2024. godini pod utjecajem ubrzane kreditne aktivnosti te povišenih kamatnih stopa, no dinamika njihova rasta znatno se usporila.** Na porast kamatnog prihoda podjednako je utjecao kreditni rast i povišene kamatne stope kod sektora poduzeća i kućanstava (Slika D.5.), uz rast prinosa na uvećani portfelj obveznica. Istodobno su porasli i prihodi od središnje banke, ali znatno umjerenijom dinamikom u usporedbi s 2023. Kako je od sredine 2024. ESB započeo snižavati referentne kamatne stope, što se nastavilo i početkom 2025.,

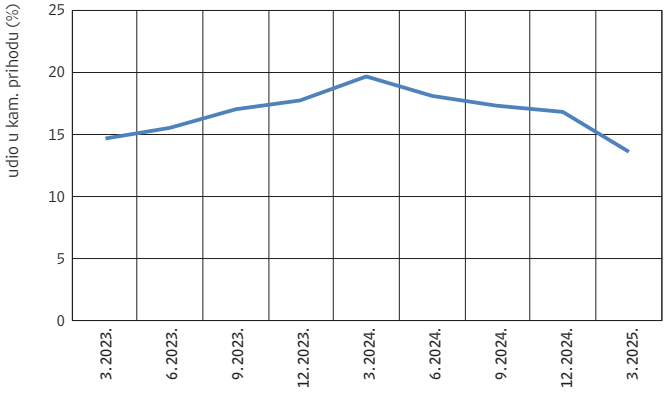
udio prihoda od prekonoćnih depozita u ukupnim kamatnim prihodima banaka počeo se smanjivati (Slika D.6.), potičući banke na diverzifikaciju i preusmjeravanje dijela tog portfelja prema tržišnim instrumentima s većim prinosima.

**Slika D.5. Prihodi na kamatonosnu imovinu nastavili su rasti**




Napomena: Prikazana je međugodišnja promjena komponenti imovine.
**Izvor: HNB**

**Slika D.6. Udio prihoda od središnje banke u ukupnom kamatnom prihodu smanjuje se**



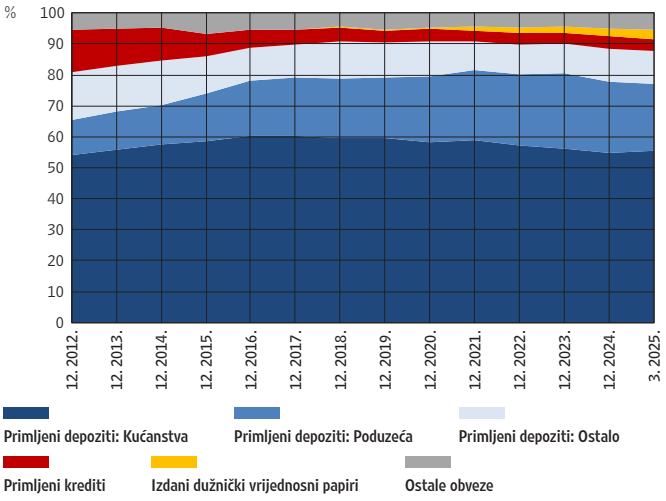

**Izvor: HNB**

## D.2. Smanjenje troška financiranja kreditnih institucija

**Depoziti privatnog sektora i nadalje su dominanatan izvor financiranja banaka, iako se njihov udio nastavlja smanjivati.** Depoziti kućanstava, najveća sastavnica u strukturi obveza, nakon kratkotrajnog usporavanja u 2023., nastavili su stabilan višegodišnji rast (Slika D.7.). Istodobno su rasli i primljeni krediti te izdani dužnički vrijednosni papiri (Slika D.8.), pri čemu je rast potonjih većim dijelom potaknut regulatornim zahtjevima, ponajprije povezanima s ispunjenjem MREL-a, dok su pojedine institucije izdavale i dužničke instrumente priznate u dodatni kapital.

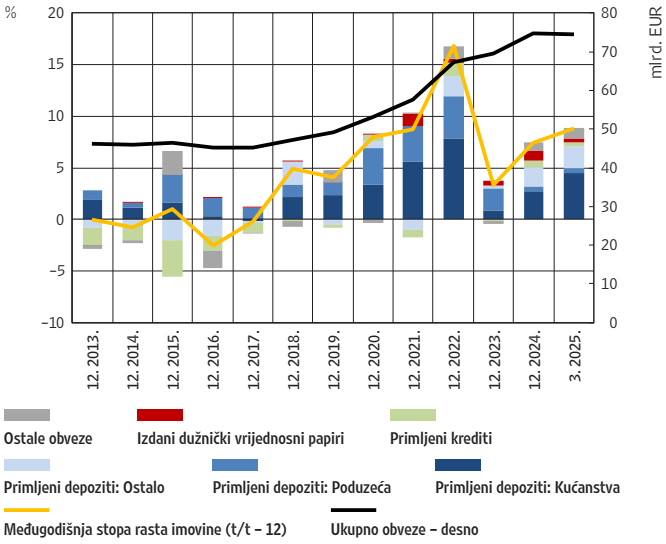
**Nakon dvogodišnjeg rasta trošak financiranja banaka počeo se smanjivati sredinom 2024., prateći zaokret u monetarnoj politici ESB-a.** Rast tog troška prethodno je bio potaknut porastom tržišnih kamatnih stopa i povećanjem udjela oročenih depozita (Slika D.9.), no snižavanje referentnih stopa ESB-a dovelo je do prilagodbe kamatnih stopa na nova oročenja i stabilizacije strukture depozita. Time je pao pritisak na banke s troškovne strane, a trend blagog smanjivanja troška financiranja mogao bi se nastaviti i u 2025. godini.

**Slika D.7. Struktura obveza ostala je stabilna, uz nastavak blagog rasta udjela dužničkih instrumenata**




Izvor: HNB

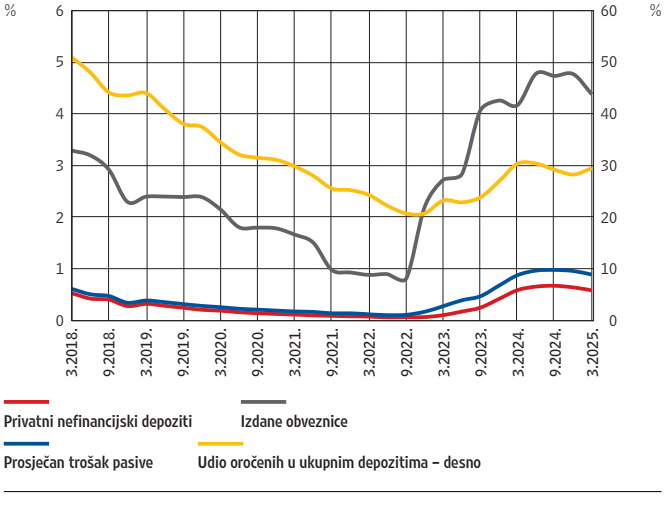
**Slika D.8. Depoziti kućanstva i nadalje su glavni pokretač rasta obveza**




Izvor: HNB

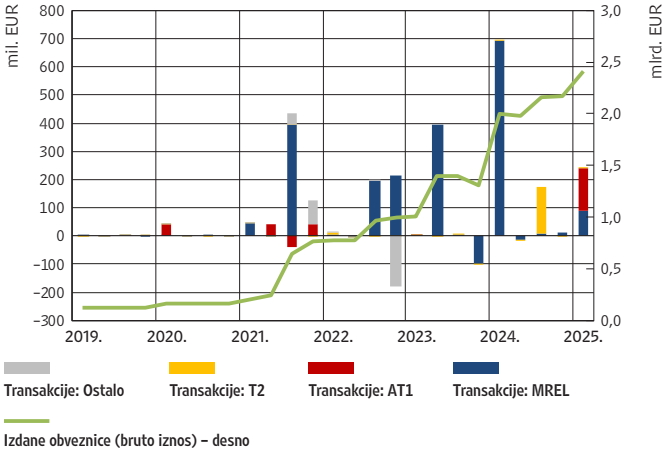
**U 2024. godini znatno je porastao iznos izdanih dužničkih vrijednosnih papira (Slika D.10.).** U prvoj polovini 2024. banke su uglavnom izdavale instrumente za ispunjenje MREL zahtjeva, dok su kasnije više izdavale instrumente koji se priznaju kao dodatni kapital (Slika D.10.). Taj se smjer nastavio i početkom 2025., u okviru prilagodbe regulatornim zahtjevima i optimizacije kapitalne strukture. Daljnje aktivnosti vezane uz strukturu kapitala ovisit će o bankovnim strategijama i planovima zamjene postojećih MREL instrumenata. Iako izdavanje MREL instrumenata pridonosi provedivosti sanacije banke, ovi su instrumenti ipak skuplji od tradicionalnih depozita, dok istodobna zamjena skupljega redovnoga kapitala jeftinijim dopunskim banke izlaže obvezi plaćanja fiksnih naknada, što ih u potencijalnome nepovoljnom okružju može dodatno opteretiti.

**Slika D.9. Trošak obveza i udio oročenih depozita počeo se smanjivati**




Izvor: HNB

**Slika D.10. Rast izdanja MREL instrumenata i dodatnoga regulatornoga kapitala**

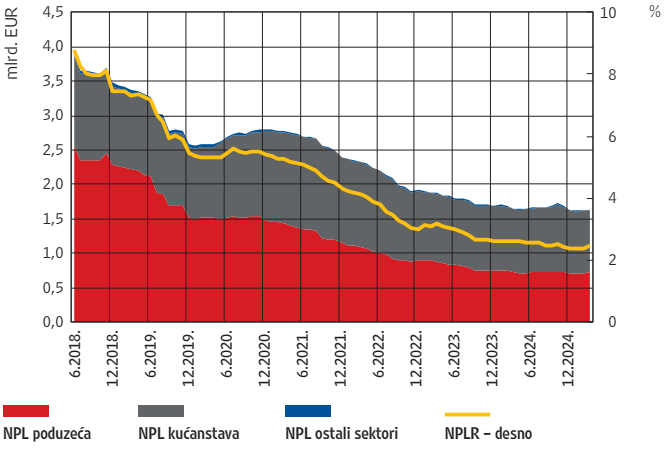



Izvor: HNB

## D.3. Nastavak poboljšavanja kvalitete imovine kreditnih institucija

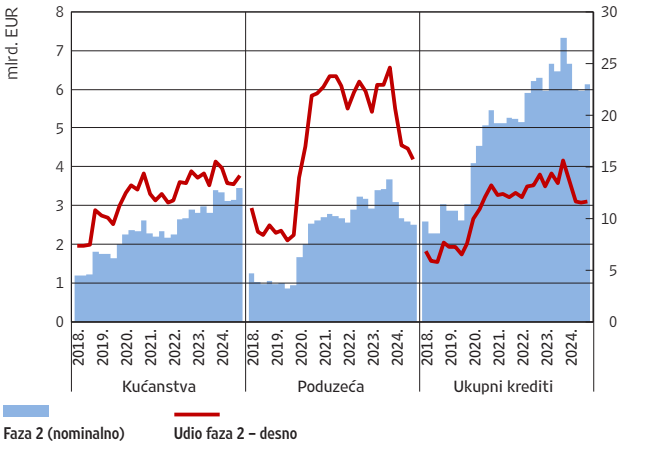
**Kvaliteta imovine kreditnih institucija nastavila se poboljšavati tijekom 2024.** godine (Slika D.11.). Kao rezultat dobrih poslovnih rezultata poduzeća te snažnog rasta realnih plaća, koji su poduprli sposobnost otplate kredita, udio neprihodonosnih kredita (engl. NPLR) na kraju 2024. godine smanjio se na povijesno niskih 2,4%. Smanjivanje NPLR-a rezultat je istodobnog smanjivanja nominalnog iznosa neprihodonosnih kredita i rasta ukupne kreditne izloženosti, čemu su podjednako pridonijeli sektori poduzeća i kućanstava. No, unatoč tome što je na povijesno najnižoj razini, udio neprihodonosnih kredita u Hrvatskoj i nadalje je viši od prosjeka europodručja, uz višu pokrivenost tih kredita.

Slika D.11. Udio neprihodonosnih kredita na povijesno je niskoj razini




Izvor: HNB

Slika D.12. U 2024. godini došlo je do pada kredita u fazi 2



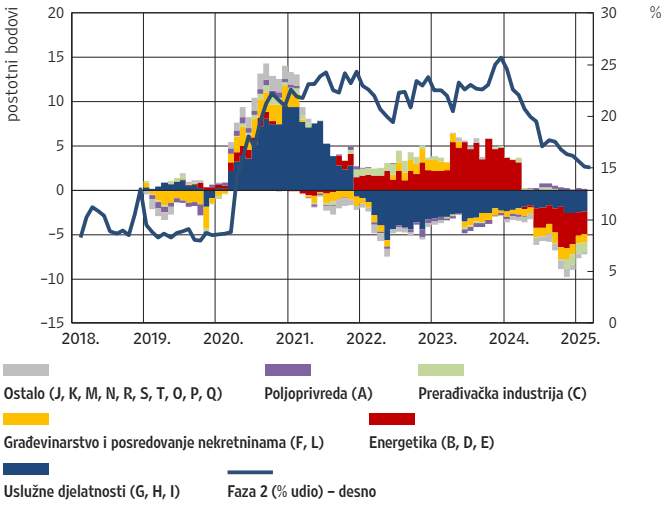

Izvor: HNB

**Nakon duljeg razdoblja rasta kredita s povišenim kreditnim rizikom (krediti u fazi 2), u 2024. godini taj se trend preokrenuo.** Najveće smanjenje kredita u fazi 2 (Slika D.12.) ostvareno je u sektoru poduzeća, gdje se nominalni iznos kredita u fazi 2 smanjio za gotovo trećinu, a njihov udio u ukupnim kreditima za devet postotnih bodova (Slika D.13.). Pad je prisutan u svim gospodarskim djelatnostima, s najvećim smanjenjem u energetici i turizmu, a ključni faktori bili su pojačana otplata obveza i reklasifikacija kredita iz faze 2 u fazu 1, dok je manji broj prešao u fazu 3. Pritom se koncentracija kredita u fazi 2 kod poduzeća povećala (Slika D.14.). U sektoru kućanstava iznos kredita u fazi 2 ostao je nepromijenjen, no zbog rasta kredita njihov udio u ukupnim kreditima smanjen je za 1,5 postotnih bodova. Također, udio oporavljenih kredita (engl. *cure rate*) raste od 2021. godine, a udio kredita čiji je status pogoršan (engl. *deterioration rate*) smanjen je u 2024. godini (Slika D.16.).

**Povišena razina geopolitičke i ekonomske neizvjesnosti mogla bi se nepovoljno odraziti na gospodarsku aktivnost, a onda posredno dovesti i do pogoršanja kvalitete kreditnog portfelja.** Djelatnosti poput turizma, ugostiteljstva i trgovine mogle bi se suočiti s padom inozemne potražnje i zastojima u lancima opskrbe, a izvozno orijentirane djelatnosti sa smanjenom potražnjom zbog oslabljene globalne trgovine uz mogući istodoban porast troška energije. Dodatno,

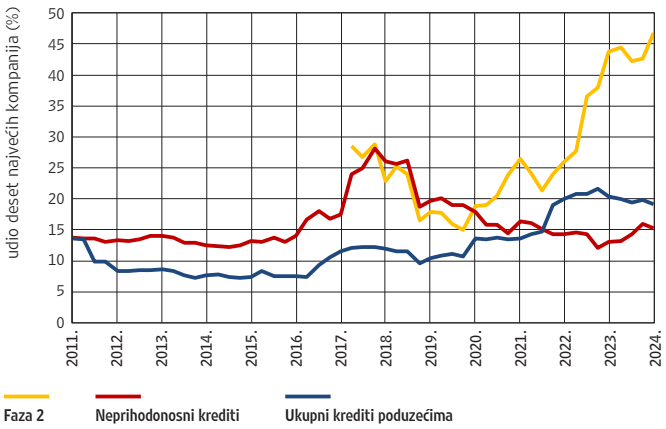
visoke stope rasta kreditiranja cikličkih djelatnosti, poput građevinarstva i nekretnina, dodatno povećavaju osjetljivost kvalitete imovine na makroekonomske šokove.

**Slika D.13. Smanjenje udjela kredita u fazi 2 pod dominantnim je utjecajem kretanja u uslužnom sektoru i energetici**



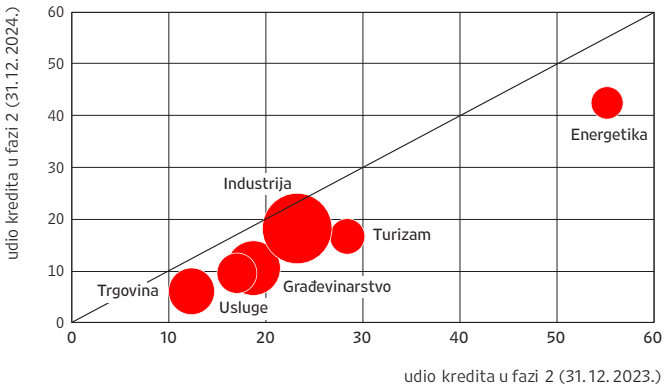

Izvor: HNB

**Slika D.14. Kod kredita poduzećima u fazi 2 prisutna je visoka koncentracija**



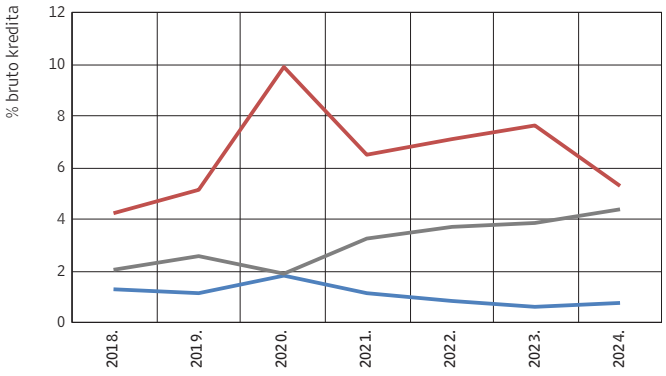

Izvor: HNB

**Slika D.15. Udio kredita u fazi 2 pao je u 2024. za sve djelatnosti**




Napomena: Krugovi smješteni ispod linije pod kutom od 45 stupnjeva označuju pad udjela faze 2 na kraju 2024. godine u odnosu na kraj 2023. godine. Veličina svakoga kruga proporcionalna je iznosu izloženosti pojedinoj djelatnosti. Industrija obuhvaća djelatnosti A, B, C i E; energetika djelatnost D; građevinarstvo djelatnosti F i L; trgovina djelatnost G; turizam djelatnost I, dok usluge obuhvaćaju djelatnosti H, J, M, N, O, P, Q, R i S.
Izvor: HNB

**Slika D.16. Razlika između kredita kojima se status pokvario i poboljšao smanjuje se**

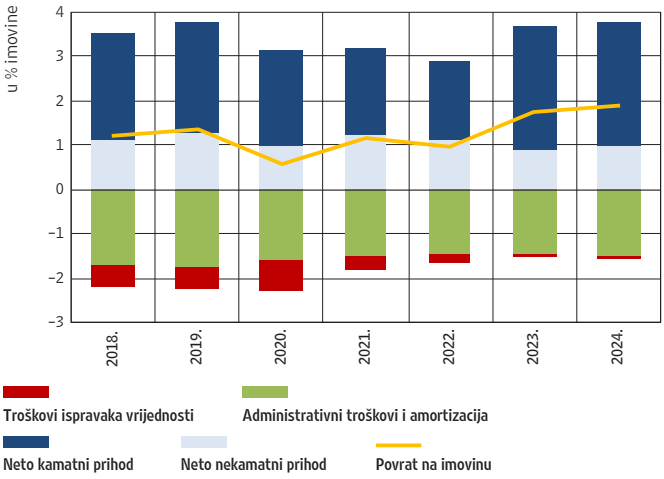



Napomena: Krediti kojima se status poboljšao jesu oni koji su prešli iz faze 2/3 u fazu 1 te iz faze 3 u fazu 2. Krediti kojima se status pogoršao jesu oni koji su prešli iz faze 1/2 u fazu 3 te iz faze 2 u fazu 3.
Izvor: HNB

## D.4. Profitabilnost kreditnih institucija dosegnula je povijesni vrhunac, uz naznake mogućeg obrata

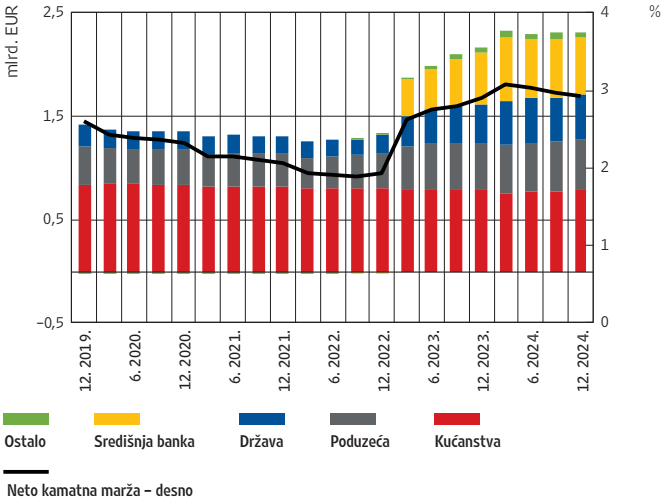
**Povišene kamatne stope i povoljno makroekonomsko okružje tijekom 2024. godine poduprli su profitabilnost kreditnih institucija.** Profitabilnost je sredinom 2024. godine dosegnula najvišu razinu, a povrat na imovinu u cijeloj je godini dosegnuo je 1,9%, što je za 0,1 postotni bod više u odnosu na 2023. (Slika D.17.). Rastu neto kamatnih prihoda pridonijelo je poslovanje banaka sa svim sektorima, a najviše kamatni prihodi od rezervi kod središnje banke. Dodatno, porasle su i sve stavke neto nekamatnog prihoda, a najviše dobit od trgovanja financijskom imovinom, prihodi od dividendi te neto prihodi od naknada i provizija. Operativni troškovi također su relativno blago porasli, ponajprije zbog povećanja troškova rada u uvjetima povišene inflacije te dodatnih ulaganja u digitalizaciju, dok su troškovi umanjenja vrijednosti ostali na relativno niskoj razini.

**Slika D.17. Profitabilnost kreditnih institucija u 2024. godini dosegnula je rekordnu razinu**




Izvor: HNB

**Slika D.18. Neto kamatni prihod dosegnuo je vrhunac u prvoj polovini 2024. godine**




Napomena: Neto kamatna marža jest omjer neto kamatnih prihoda i prosječne imovine koja ostvaruje kamate.
Izvor: HNB

**Neto kamatna marža znatno je rasla od početka 2023. zahvaljujući izraženom povećanju kamatnih prihoda i relativno blagom porastu troškova financiranja (Slika D.18.), no taj se trend preokrenuo sredinom 2024.** Pod utjecajem snažnoga kreditnog rasta, ali i povišenih prosječnih kamatnih stopa uz samo umjeren rast depozitnih stopa, neto kamatni prihod kod plasmana kućanstvima i poduzećima nastavio je rasti u razdoblju od ožujka do prosinca 2024. godine, što je podržalo i nadalje visoku neto kamatnu maržu. Nasuprot tome, zbog smanjenja kamatne stope na prekonoćni depozit, neto kamatni prihod kod plasmana središnjoj banci smanjen je te je on bio osnovni razlog smanjenja neto kamatne marže.

**Iako bi se i nadalje mogla zadržati znatno iznad prosjeka posljednjeg desetljeća, očekuje se postupni pad profitabilnosti banaka.** Zbog silaznog trenda tržišnih stopa, koje su se na nove kredite poduzećima počele prelijevati sredinom 2024., a na nove kredite kućanstvima početkom 2025. godine, osobito u dominantnom segmentu stambenoga kreditiranja uz fiksne kamatne

stope, očekuje se pad neto kamatnog prihoda. Također, najavljene mjere makrobonitetne politike kratkoročno bi mogle prigušiti kreditnu aktivnost, no dugoročno bi smanjenje troškova rizika i jačanje financijske stabilnosti trebali dovesti do smanjenoga kreditnog rizika. Ključni faktori u održavanju dugoročne profitabilnosti kreditnih institucija bit će njihovo upravljanje troškovima i kvaliteta imovine.

**U vremenu ubrzane digitalizacije i rastuće geopolitičke neizvjesnosti, kibernetički napadi postaju sve veća prijetnja financijskoj stabilnosti.** Digitalizacija je povećala operativnu učinkovitost kreditnih institucija, ali je istodobno stvorila složene i međupovezane sustave, sve izloženije sofisticiranim kibernetičkim prijetnjama. Nakon pandemije, broj se napada više nego udvostručio uz sve veće počinjene štete, čime su kibernetički rizici prerasli iz klasičnoga operativnog rizika u ozbiljnu sistemsku prijetnju. Međupovezanost financijskih institucija dodatno povećava vjerojatnost prijenosa negativnih učinaka na širi sustav, posebice u slučaju incidenata koji dovode do prekida u ključnim funkcijama poput platnog prometa. No, za razliku od tradicionalnih financijskih rizika koji se često mogu predvidjeti pomoću ranih upozoravajućih pokazatelja, kibernetički napadi obično se događaju iznenada, bez jasnih prethodnih signala, što otežava učinkovitu pripremu i pravodobno reagiranje, odnosno ograničavanje štete. Regulatori su prepoznali područje kibernetičke sigurnosti kao izvor rastućih rizika za financijsku stabilnost te su odgovorili nizom inicijativa, među kojima se ističe Uredba o digitalnoj operativnoj otpornosti (DORA)[11].

**Važni strukturni izazovi za stabilnost kreditnih institucija jesu klimatski rizici.** Zbog nastavka nepovoljnih klimatskih promjena, fizički klimatski rizik u Hrvatskoj i nadalje raste jer sve češći ekstremni vremenski događaji, poput poplava, suša i požara, dovode do rastućih šteta za kućanstva i poduzeća (vidi Okvir 5. Fizički klimatski rizik u Hrvatskoj). Nasuprot tome, tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj se smanjuje, potaknut ulaganjima u obnovljive izvore energije. No, zbog globalne geopolitičke neizvjesnosti raste opasnost od usporavanja zelene tranzicije, što može dovesti do porasta rizika za poslovanje poduzeća, odnosno novih izazova za financijsku stabilnost (vidi Okvir 5. Tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj).

11 DORA (engl. *Digital Operational Resilience Act*) europski je regulatorni okvir koji se primjenjuje od 17. siječnja 2025. i ima za cilj jačanje sposobnosti financijskih institucija da se odupru, pravodobno odgovore na poremećaje informacijsko-komunikacijske tehnologije (IKT) i oporave od njih, uključujući kibernetičke napade i tehničke kvarove. DORA donosi jedinstven pristup upravljanju operativnim rizicima u EU-u i obuhvaća više od 20 vrsta financijskih subjekata, uključujući banke, osiguravatelje, investicijska društva te pružatelje IKT usluga.

## OKVIR 4.
# Fizički klimatski rizik u Hrvatskoj

**Intenziviranje klimatskih promjena dovodi do nastavka degradacije životnog okružja ljudi, ali i cjelokupnoga gospodarstva i rastući je rizik i za financijsku stabilnost. Osim trenutno nepovoljnih globalnih klimatskih trendova, geografske specifičnosti Hrvatske dodatno pojačavaju izloženost fizičkim klimatskim rizicima. Stoga je rad na prepoznavanju i kvantificiranju fizičkih klimatskih rizika nužan korak u očuvanju financijske stabilnosti. Prema dostupnim podacima i metodologijama fizički klimatski rizik za financijsku stabilnost u Hrvatskoj ocijenjen je kao znatan, posebice ako se uzme u obzir nastavak nepovoljnih klimatskih promjena, ali i činjenica da su svi plasmani kreditnih institucija u nekoj mjeri izloženi ovom riziku.**

**Fizički klimatski rizici odnose se na izravne i neizravne štete koje proizlaze iz klimatskih promjena i ekstremnih vremenskih događaja[1].** Osim dugotrajnih promjena poput porasta razine mora, dugotrajnih suša i promjena u obrascima padalina, ovi rizici uključuju i akutne rizike, poput oluja, poplava i požara. Posljedice su takvih klimatskih događaja oštećenje imovine, infrastrukture i prirodnih resursa, ali i smanjenje produktivnosti rada (npr. zbog ekstremnih temperatura koje dovode do ograničenja u poslovnim procesima). Usto, fizički rizici često imaju i sekundarne makroekonomske učinke, poput rasta cijena hrane i energije, čime se pojačavaju inflatorni pritisci i pogoršava financijska pozicija kućanstava i poduzeća. U ovoj analizi pozornost se usmjerava na fizički klimatski rizik, koji se razlikuje od tranzicijskoga klimatskog rizika po tome što proizlazi iz materijalnih posljedica klimatskih promjena, a ne iz promjena politike, tehnologije ili tržišnih uvjeta povezanih s dekarbonizacijom. No, ovi su rizici usko povezani jer zakašnjela ili nedovoljna tranzicija na niskougljičnu ekonomiju povećava vjerojatnost i intenzitet fizičkih posljedica, poput ekstremnih vremenskih uvjeta.

**Na kreditne institucije fizički klimatski rizici uglavnom djeluju posredno[2], preko oslabljene financijske pozicije klijenata.** Smanjena kreditna sposobnost dužnika dovodi do porasta ostvarenih i očekivanih gubitaka za kreditore, porasta troškova ispravaka vrijednosti i posljedično niže profitabilnosti. No, istodobno, kao posljedica klimatskih događaja ili povećane percepcije rizika, kreditne institucije sve teže nalaze nove klijente s potencijalom rasta ili prihvatljivim kolateralom. U takvom okružju, u kojemu klimatski rizici sve snažnije utječu na gospodarstvo i financijski sustav, njihovo prepoznavanje, kvantificiranje i učinkovito upravljanje postaju nužan preduvjet za očuvanje financijske stabilnosti.

**Budući da su ekstremni fizički događaji rijetki, sa snažnim posljedicama, te zahtijevaju uključivanje novih dimenzija u analizama, modeliranje fizičkih klimatskih rizika zahtjevno**

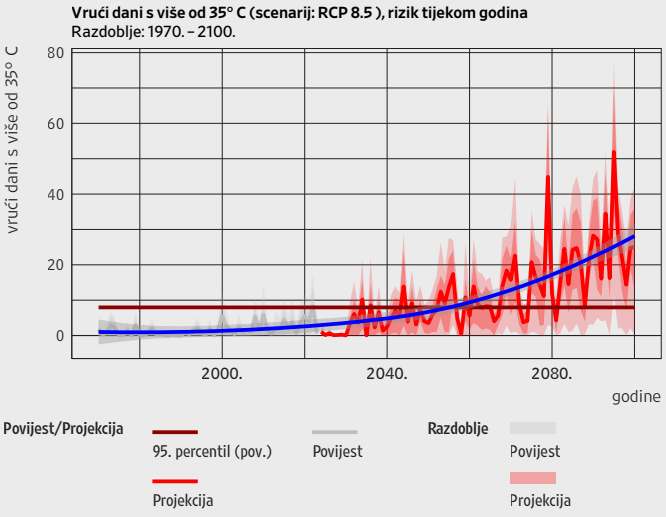
1 Prema podacima Agencije za zaštitu okoliša EU-a (Copernicus), 2024. godina bila je najtoplija godina u povijesti mjerenja i prva u kojoj je prosječna temperatura porasla za više od 1,5 stupnjeva u odnosu na predindustrijsko razdoblje. Također, prema podacima Hrvatske vatrogasne zajednice, u 2024. godini u Hrvatskoj je izgorjelo približno 27.000 hektara šuma i raslinja, što je povećanje za više od 400% u odnosu na 2023. godinu.

2 S obzirom na to da je udio fizičke imovine kod banaka nizak (udio materijalne i preuzete imovine niži je od 1%), fizički klimatski rizik za njih znači manju izravnu prijetnju.

**je.** Iako postoje određene sličnosti s ocjenom tranzicijskoga klimatskog rizika, ocjena fizičkoga klimatskog rizika konceptualno je bliža rizicima povremenih (rijetkih) događaja, poput operativnih i geopolitičkih šokova. Također, zbog kontinuirane promjene klimatskog okružja, poput zagrijavanja zemlje ili porasta razine mora, događaji iz prošlosti nisu nužno dobar uzorak za analizu i predviđanje budućnosti, zbog čega je potrebno koristiti se specijaliziranim izvorima podataka i prilagoditi metode. Naposljetku, s obzirom na specifičnost ovog rizika, kako bi se uvažile geografske specifičnosti predmeta analize, potrebne su prostorne analize za koje često, osim iskustva, nedostaje i podataka.

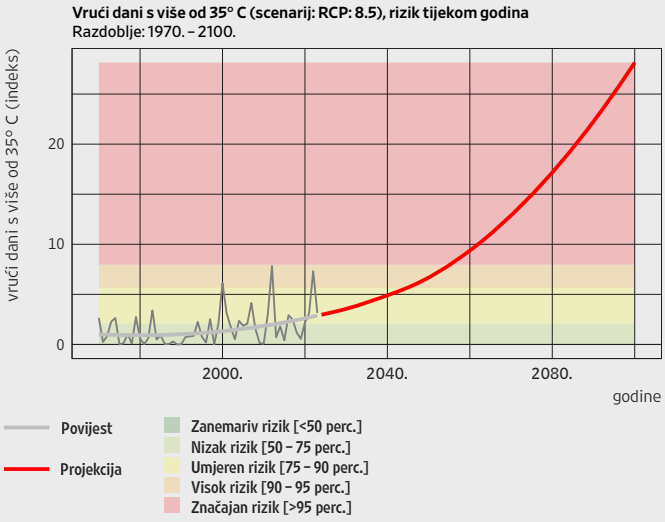
**Za analizu fizičkoga klimatskog rizika u Hrvatskoj važno je razumjeti snažnu geografsku diverzificiranost zemlje, koja ju izlaže različitim nepogodama: olujama, poplavama, toplinskim valovima, požarima i sl.** Obalni dijelovi, osobito Dalmacija, sve su češće pogođeni šumskim požarima i olujama koje ugrožavaju turizam, imovinu i infrastrukturu. Unutrašnjost, posebice Slavonija i Posavina, izložena je opasnostima od poplava i bujičnih voda, dok kontinentalna Hrvatska sve češće doživljava oluje, ali i ekstremne temperature koje štete poljoprivredi i zdravlju stanovništva.

**Slika 1. Prikaz meteorološke varijable: broj dana u godini s temperaturom višom od 35 °C prema scenariju RCP 8.5**




Napomena: Projekcija je izglađena pomoću lokalnoga polinomskog zaglađivanja (LOESS).
**Izvori: Copernicus; HNB (izračun)**

**Slika 2. Prikaz procjene razine rizika i projekcije vrućih dana s temperaturom višom od 35 °C**




Napomena: Projekcija je izglađena pomoću lokalnoga polinomskog zaglađivanja (LOESS).
**Izvori: Copernicus; HNB (izračun)**

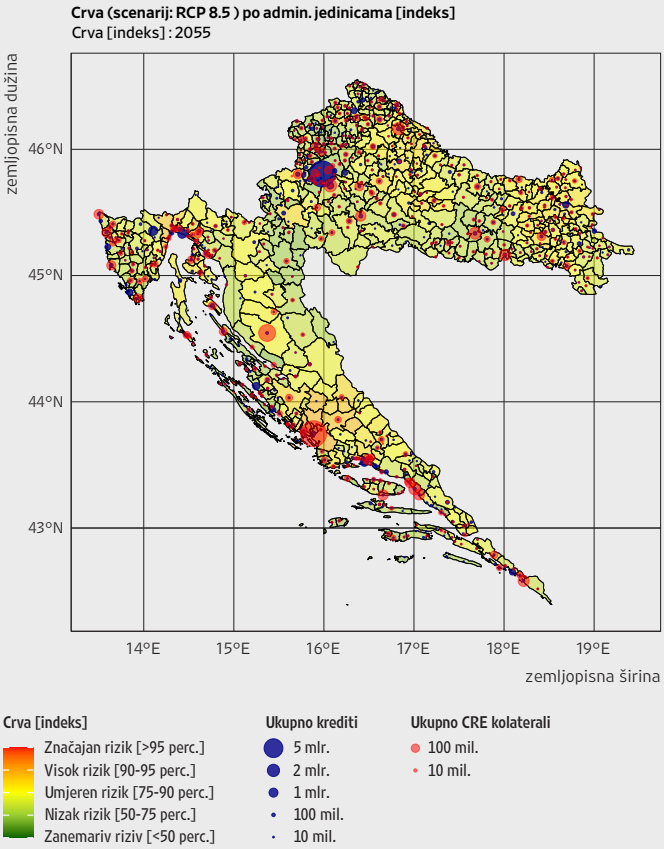
**Procjena fizičkih klimatskih rizika za Hrvatsku zasniva se na opsežnom skupu podataka koji obuhvaća klimatske i prostorne podatke, prijavljene štete od klimatskih nepogoda, a ocjena utjecaja na financijsku stabilnost i regionalnu distribuciju izloženosti banaka.** Klimatski podaci preuzeti su iz baze Copernicus[3] te su povezani s geografskim podacima o Hrvatskoj[4] na razini

3 Copernicus je vodeći europski program za praćenje klimatskih promjena (https://cds.climate.copernicus.eu/datasets/sis-ecde-climate-indicators?tab=download). Primijenjeni su globalni model: MPI-ESM-LR i regionalni model: RCA4. Primijenjeni scenariji jesu: Historical, RCP4.5 i RCP8.5, Origin: Projections, Reanalysis; https://climate-adapt.eea.europa.eu/en/metadata/indicators/river-flood.

4 https://ec.europa.eu/eurostat/web/gisco

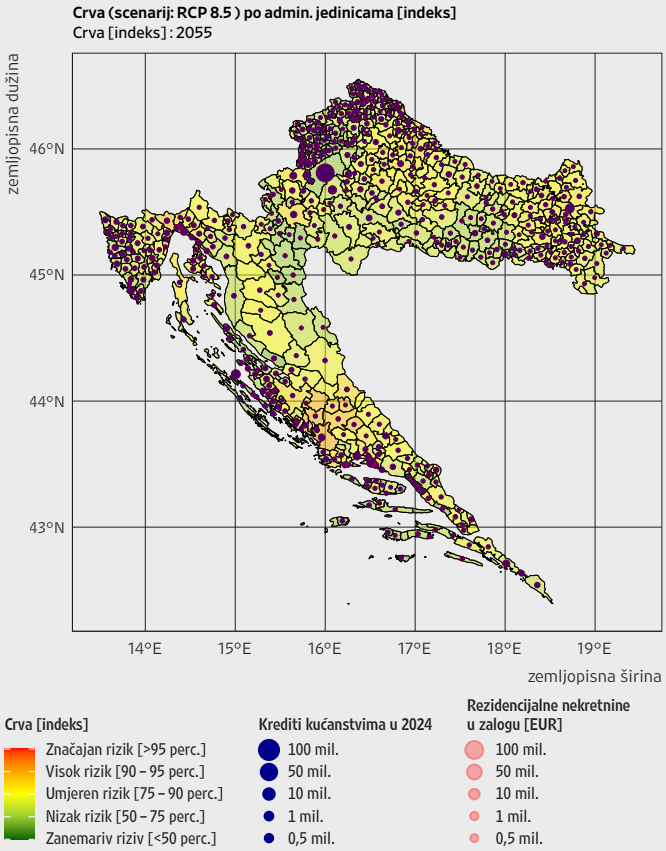
općina, što omogućuje analizu izloženosti pojedinih lokacija klimatskim promjenama. U analizi je korišteno 29 klimatskih varijabli s povijesnim vrijednostima od 1970. godine i projekcijama do 2100. godine prema scenarijima RCP 4.5 (stabilizacija emisija stakleničkih plinova sredinom stoljeća) i RCP 8.5 (nastavak rasta emisija bez ograničenja; slike 1. i 2.).[5]

**Slika 3. Geolokacije kredita nefinancijskim poduzećima i pripadajućih kolaterala**




Napomena: Slika prikazuje procjenu indeksa fizičkoga klimatskog rizika (CRVA) po administrativnim jedinicama (gradovima i općinama) i lokacije sjedišta kreditnih dužnika i pripadajućih kolaterala poslovnih nekretnina. Veličine krugova označavaju iznose kredita i založenih vrijednosti kolaterala na logaritamskoj skali zbog velikog raspona u iznosima.
**Izvor: Izračun HNB-a prema podacima Copernicusa i HNB-a**

**Slika 4. Geolokacije stambenih kredita kućanstvima i pripadajućih kolaterala**




Napomena: Slika prikazuje procjenu indeksa fizičkoga klimatskog rizika (CRVA) po administrativnim jedinicama (gradovima i općinama) i lokacije prebivališta kreditnih dužnika i pripadajućih kolaterala stambenih nekretnina. Veličine krugova označavaju iznose kredita i založenih vrijednosti kolaterala na logaritamskoj skali zbog velikog raspona u iznosima.
**Izvor: izračun HNB-a prema podacima Copernicusa i HNB-a**

**Ključan korak u analizi fizičkih klimatskih rizika jest povezivanje geolokacija i pojedinih izloženosti kreditnih institucija.** Budući da podaci o plasmanima nisu dostupni za niže geografske jedinice, analiza je provedena na razini općina, pri čemu je za svaku općinu rizik fizičkoga klimatskog događaja klasificiran u pet razreda, od zanemarivoga (niže od 50. percentila) do znatnog (više od 95. percentila).[6] Kako bi se objedinili srodni rizici, za svaku geografsku jedinicu

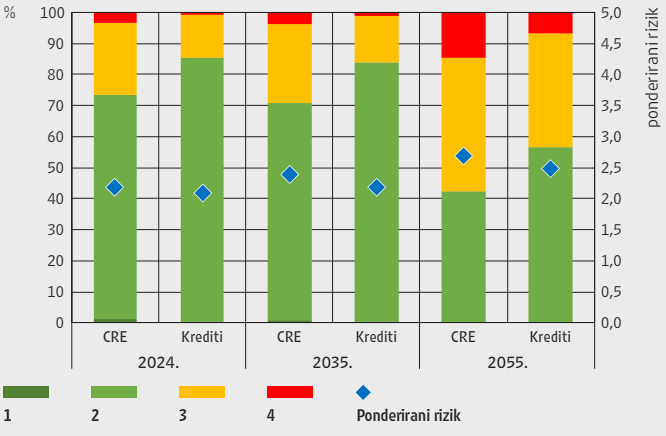
5 Vremenske serije izglađene su nelinearnim regresijskim modelom (LOESS) radi uklanjanja oscilacija i očuvanja trenda.

6 Preciznije, rizik je kategoriziran u pet kategorija: 1 – zanemariv rizik (vrijednosti niže od 50. percentila), 2 – nizak rizik (vrijednosti između 50. i 75. percentila), 3 – umjeren rizik (vrijednosti između 75. i 90. percentila), 4 – visok rizik (vrijednosti između 90. i 95. percentila) i 5 – znatan rizik (vrijednosti više od 95. percentila).

varijable se grupiraju u četiri podindeksa[7] klimatskog rizika u skladu s dva opisana scenarija: 1) indeks *oluja* zasniva se na oborinama, ekstremnim padalinama i jakom vjetru; 2) indeks *požara* uključuje sušne dane, vjetar i povijesne podatke o požarima; 3) indeks *toplinskih valova* zasniva se na temperaturama višima od 35 °C i trajanju toplinskih razdoblja; 4) indeks *poplava* uključuje ekstremne oborine i povratne intervale poplava. Naposljetku, za izračun sveobuhvatnog indeksa ranjivosti (CRVA[8]) četiri se podindeksa ponderiraju iznosom prijavljenih šteta od prirodnih nepogoda na županijskoj razini kako bi se dobio indeks koji se može povezati s pojedinim kreditima.[9] Radi procjene izloženosti banaka fizičkom klimatskom riziku, CRVA indeksi povezani su s vrijednostima kolaterala i kredita po administrativnim jedinicama, na osnovi poštanskog broja katastarske općine ili prebivališta dužnika (slike 3. i 4.).

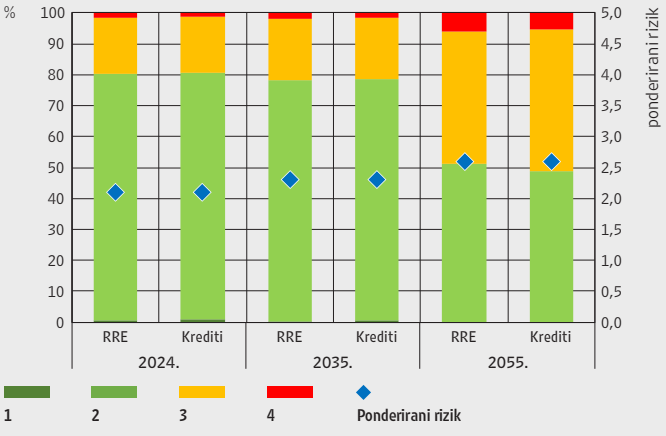
**Pomoću izračunatog CRVA indeksa za geografsku jedinicu i prostorne alokacije kredita utvrđena je ranjivost pojedinoga kredita na fizički klimatski rizik.** Pritom, kod nefinancijskih društava pripadajući je kolateral komercijalna nekretnina, dok je kod kredita kućanstvima pripadajući kolateral stambena nekretnina (slike 5. i 6.). Krediti kućanstvima i stambeni kolaterali pokazuju slične razine ranjivosti, s obzirom na to da se stambeni krediti najčešće odobravaju za kupnju nekretnina koje se ujedno rabe kao zalog, a pritom se nalaze na istim lokacijama na kojima dužnici prebivaju. Suprotno tome, kod kredita nefinancijskim društvima postoji veća mogućnost prostorne divergencije, jer sjedište poduzeća i lokacija fizičke imovine koja se koristi kao kolateral nisu nužno na istoj adresi (prikazano nepodudaranjem crvenih i plavih krugova na Slici 3.), što dodatno otežava procjenu izloženosti.

**Slika 5. Krediti nefinancijskim poduzećima i pripadajući kolaterali po razinama CRVA rizika**




Napomena: Slika prikazuje projekciju izloženosti kolaterala poslovnih nekretnina (CRE) i kredita nefinancijskim poduzećima po indeksima fizičkoga klimatskog rizika (CRVA) za 2024. godinu i projekcijama CRVA indeksa za 2035. i 2055. godinu.
**Izvor: izračun HNB-a prema podacima Copernicusa i HNB-a**

**Slika 6. Stambeni krediti kućanstvima i pripadajući kolaterali po razinama CRVA rizika**




Napomena: Slika prikazuje projekciju izloženosti kolaterala stambenih nekretnina (RRE) i kredita kućanstvima po indeksima fizičkoga klimatskog rizika (CRVA) za 2024. godinu i projekcijama CRVA indeksa za 2035. i 2055. godinu.
**Izvor: izračun HNB-a prema podacima Copernicusa i HNB-a**

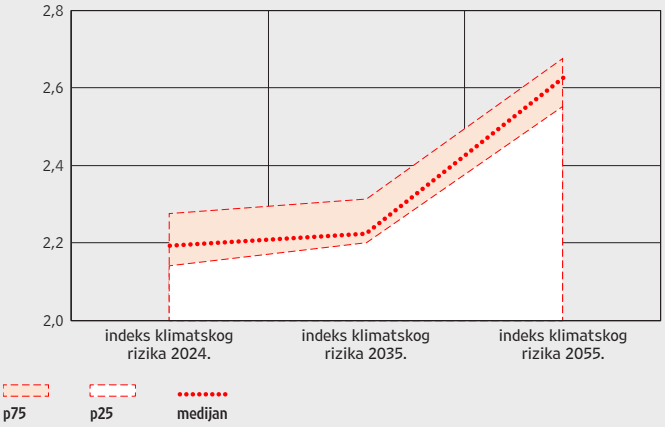
7 Meteorološke varijable odabrane su prema dostupnosti podataka i konzistentnosti primjenjenih meteoroloških modela.

8 engl. *Climate Risk Vulnerability Assessment*

9 Zbog razlika u granularnosti podataka, isti ponder primijenjen je na sve općine i gradove unutar županije. Izvor: https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/koncesije-i-drzavne-potpore/prirodne-nepogode/prijavljene-stete-po-vrstama-prirodnih-nepogoda-po-zupanijama/3050

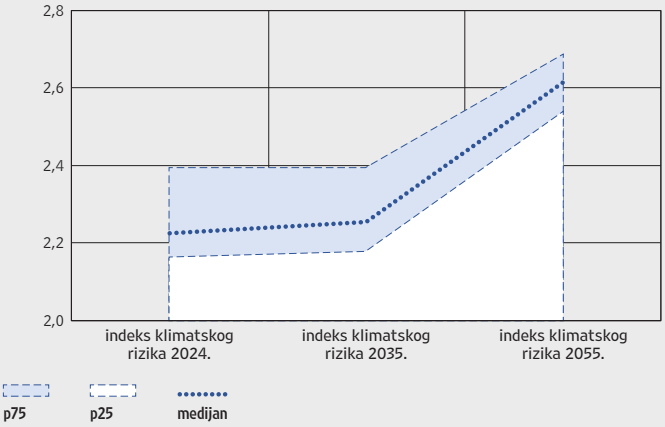
**Dobiveni rezultati mogu se upotrijebiti za analizu budućega indirektnog utjecaja klimatskih promjena na poslovanje kreditnih institucija.** Prije svega, sudeći po očekivanoj putanji klimatskih događaja, klimatski rizik za banke u Hrvatskoj, pretpostavi li se nepromijenjena struktura plasmana i izostanak snažne klimatske politike, mogao bi rasti. Tako bi interkvartilni raspon CRVA indeksa za banke u Hrvatskoj, zbog djelovanja klimatskih promjena, porastao u sljedećih 30 godina s 2,1 – 2,3 na 2,6 – 2,7 za kredite poduzećima, odnosno s 2,2 – 2,4 na 2,5 – 2,7 za stambene kredite (slike 7. i 8.). Također, ako u međuvremenu dođe do jačanja koncentracije stambenog fonda te poslovne aktivnosti poduzeća u većim gradovima, i fizički klimatski rizik postao bi koncentriraniji na manji broj geografskih lokacija, što bi povećalo jačinu mogućeg šoka.

**Slika 7. Distribucija i očekivana putanja fizičkoga klimatskog rizika kod kredita nefinancijskim poduzećima, po bankama**




Izvor: HNB (izračun)

**Slika 8. Distribucija i očekivana putanja fizičkoga klimatskog rizika kod stambenih kredita, po bankama**




Izvor: HNB (izračun)

**Zaključno, za razliku od tranzicijskoga klimatskog rizika (više u Okviru 5. Tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj), fizički klimatski rizik u Hrvatskoj nastavlja rasti.** Nastavak klimatskih promjena dovodi do rasta izloženosti kućanstava i poduzeća fizičkom klimatskom riziku, što se posredno prenosi i na kreditne institucije, unatoč njihovim dosadašnjim naporima na ublažavanju klimatskih rizika. Ova analiza fizičkoga klimatskog rizika samo je početni korak, dok su za sveobuhvatno kvantificiranje fizičkoga klimatskog rizika potrebni dodatni koraci, uključujući i temeljitu procjenu trenutne pokrivenosti ovog rizika u bilancama kreditnih institucija. Bolja kvaliteta procjene fizičkog rizika može se postići i unaprjeđivanjem geolokacijske granularnosti podataka, poglavito u dijelu procjena izloženosti fizičkom klimatskom riziku dislociranih poslovnica i proizvodnih postrojenja poduzeća.[10] Imajući na umu da se značajni fizički klimatski događaji mogu dogoditi u vrlo kratkom roku, pravodobno i precizno upravljanje ovim rizicima postaje ključan preduvjet za očuvanje financijske stabilnosti.

10 Jačanjem suradnje s Državnim hidrometeorološkim zavodom radi bolje i meteorološki sveobuhvatnije konstrukcije indeksa klimatskih rizika u budućnosti će se stvoriti preduvjeti za preciznije analize.

## OKVIR 5.

# Tranzicijski klimatski rizik u Hrvatskoj

**Tranzicijski klimatski rizik, kao zajednički naziv za moguće ekonomske posljedice klimatske tranzicije, u Hrvatskoj je na umjerenoj razini s tendencijom smanjenja. Visok udio obnovljivih izvora u proizvodnji električne energije i kontinuirani pad energetske intenzivnosti gospodarstva pridonose nižoj ugljičnoj intenzivnosti, čime se smanjuje izloženost tranzicijskom riziku. Manji tranzicijski rizik u bilancama nefinancijskog sektora dovodi do nižega kreditnog rizika banaka, što povoljno djeluje na financijsku stabilnost. No, s druge strane, porast geopolitičkih neizvjesnosti i vjerojatnosti iznenadnih šokova može otežati nastavak klimatske tranzicije, putem nedostupnosti materijala, ali i pada sklonosti ulaganja u tranziciju, što može pojačati ranjivost ekonomije. Stoga je nastavak napora na smanjenju tranzicijskog rizika u Hrvatskoj, pogotovo u još uvijek investicijski povoljnom okružju, važan kanal smanjenja izloženosti budućim šokovima.**

**Tranzicijski klimatski rizik jest rizik nepovoljnih ekonomskih posljedica od odgođene, usporene ili neadekvatne transformacije gospodarstva s ciljem smanjenja negativnog utjecaja na klimu i okoliš.** Njegovi okidači uključuju promjene u zakonodavstvu, tehnologiji i tržišnim preferencijama koje mogu otežati ili onemogućiti nastavak poslovanja poduzeća koja ovise o ugljično intenzivnim poslovnim modelima. Poduzeća koja ne provode klimatsku tranziciju poslovanja postupno gube konkurentnost i postaju tzv. poduzeća zombiji, odnosno poduzeća s neodrživim poslovnim modelima. Njihova prisutnost na tržištu rezultira neučinkovitom alokacijom kapitala, rastom kreditnog rizika za financijske institucije i usporavanjem gospodarskog rasta.

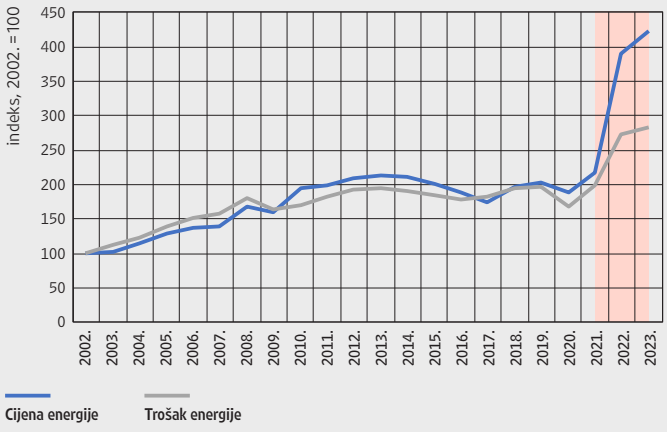
**Tranzicijski klimatski rizik, pogotovo zbog svoje isprepletenosti s fizičkim klimatskim rizikom i geopolitičkim rizicima važan je izvor sistemskog rizika.** Promjene u okružju mogu znatno i negativno utjecati na poduzeća, a posredno onda i na bilance banaka i investitora. Osim toga, interakcija između tranzicijskog rizika i drugih rizika može dovesti do njihova međusobnog pojačavanja. Tako su tranzicijski i fizički klimatski rizici povezani jer proizlaze iz istog uzroka, klimatskih promjena, pa u slučaju da se tranzicija odgađa ili provodi neujednačeno, fizički rizici postaju veći i učestaliji, a opet, fizički klimatski događaji najviše će oštetiti energetski nesigurna poduzeća (ovisna o jednom obliku energije od jednog dobavljača). Istodobno, geopolitički rizici mogu uzrokovati stratešku upotrebu kritičnih materijala nužnih za klimatsku tranziciju i povećati tranzicijske rizike (više o fizičkom klimatskom riziku vidi u Okviru 4. Fizički klimatski rizik u Hrvatskoj).

**Dobar je primjer događaja koji može biti okidač tranzicijskog rizika energetska kriza iz 2022. godine.** Tijekom 2022. došlo je do snažnog porasta cijene energije kao posljedica geopolitičkih napetosti (Slika 1.). Budući da je energija jedan od osnovnih inputa u proizvodnji, porast njezine cijene doveo je do povećanja troškova proizvodnje. To se potom prelilo na rast cijena intermedijarnih i finalnih dobara, što je pridonijelo ukupnom rastu potrošačkih cijena (inflaciji). Sličan učinak mogao bi imati porast cijena energije zbog postroživanja mjera klimatske politike (porasta cijena emisijskih dozvola ili uvođenje poreza na ugljik, odnosno ukidanje subvencija za energiju iz fosilnih goriva). Također, zaoštravanje geopolitičkog okružja u 2025. moglo bi potaknuti ponovni rast

cijena energenata, a otvara i pitanje korištenja energenata i kritičnih materijala kao novog oblika ratovanja.

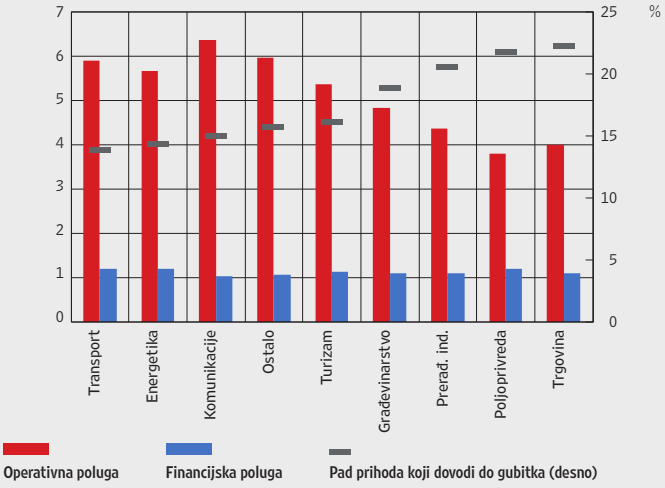
**Prijenos tranzicijskog rizika na financijski sustav događa se ponajprije putem bilanci poduzeća, osobito onih s visokom operativnom polugom.** Takva poduzeća imaju visoke fiksne troškove, zbog čega su osjetljiva na pad ili zastoj poslovne aktivnosti, odnosno prihoda. Kada se suoče s tranzicijskim šokom, poput regulatornih promjena u obliku rastućih troškova emisija ili promjenama tržišne potražnje, njihova je sposobnost prilagodbe ograničena. Pad prihoda u uvjetima visoke operativne poluge brzo dovodi do pada dobiti, nelikvidnosti ili insolventnosti (Slika 2.).

**Slika 1. Energetska kriza u 2022. rezultirala je snažnim porastom cijena energije za poduzeća**




Napomena: Trošak energije dopunska je stavka u godišnjim izvješćima koja prikuplja i objavljuje Fina.
**Izvor: Fina**

**Slika 2. Zbog djelovanja operativne poluge, pad prihoda veći od 15% dovodi poduzeća do gubitka**




Napomena: Pad prihoda koji dovodi do gubitka jest točka u kojoj zbog djelovanja operativne (fiksnih troškova) i financijske (troška kamata) poluge pad prihoda izazove negativnu neto dobit. Izračun se odnosi na 2023. godinu.
**Izvor: Fina**

**Ključan pokazatelj za identifikaciju tranzicijskoga klimatskog rizika jest ugljična intenzivnost, odnosno iznos emisije ugljika po jedinici proizvoda poduzeća.** Taj pokazatelj ovisi o nizu faktora: a) produktivnosti i učinkovitosti poduzeća, b) specifičnosti djelatnosti, c) raspoloživosti energenata i sl. U tehničkom smislu, ugljična je intenzivnost produkt energetske intenzivnosti (potrebne količine energije po jedinici outputa) i prosječnoga emisijskog faktora (količina $CO_2$ po jedinici potrošene energije).[1] Upravo je i smisao zelene tranzicije djelovanje na oba faktora: s jedne strane smanjiti energetsku intenzivnost poduzeća, a s druge stimulirati dostupnost energenata s nižim emisijskim faktorom (poput električne energije dobivene iz obnovljivih izvora).

1 Jednostavnosti radi, ugljična se intenzivnost često u praksi aproksimira omjerom $CO_2$ i prihoda poduzeća. Takav pristup može rezultirati znatnim greškama jer na prihod poduzeća može djelovati niz varijabla koje nisu povezane $CO_2$ intenzivnošću (cijene inputa, cijene outputa, promjena tehnologije i sl.). Stoga je potrebna modifikacija ovog pokazatelja tako da se koriste fizički indikatori, ili njegove aproksimacije, energije i proizvoda poduzeća.

Ugljična intenzivnost poduzeća može se prikazati formulama[2]:

$$\frac{CO_2}{Q} = \frac{E}{Q} \times \frac{CO_2}{E}$$

$$\frac{E}{Q} = T \cdot \left( \sum_{i=1}^{3} \frac{s_i}{p_i} \right) \cdot \frac{1}{\frac{R}{1+\pi_t}}$$

gdje je:

$\frac{CO_2}{Q}$ – emisije $CO_2$ po jedinici outputa

$\frac{E}{Q}$ – energetska intenzivnost (potrošnja energije po jedinici outputa)

$\frac{CO_2}{E}$ – emisije $CO_2$ po jedinici energije

$T$ – ukupan trošak energije

$s_i$ – udio inputa i u ukupnoj potrošnji

$p_i$ – cijena inputa i

$R$ – nominalni prihod poduzeća

$\mu_t$ – stopa inflacije u godini t

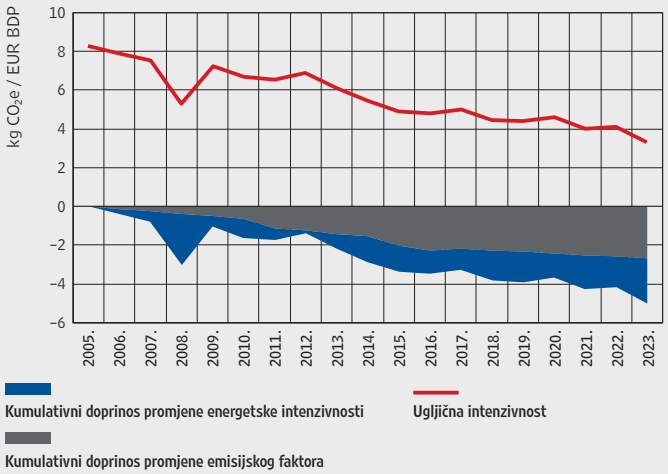
$i = 1,\ 2,\ 3$ – inputi: rad, kapital, energija

**Provedena analiza upućuje na to da se ugljična intenzivnost u Hrvatskoj kontinuirano smanjuje, što povoljno utječe na smanjenje tranzicijskoga klimatskog rizika i jača otpornost gospodarstva u kontekstu klimatskih i energetskih izazova.** Ovaj trend nije važan samo iz ekološke perspektive, već znatno pridonosi financijskoj stabilnosti, ali i strateškoj poziciji zemlje. Naime, manja emisijska opterećenost poduzeća smanjuje njihovu izloženost regulatornim troškovima i tržišnim pritiscima povezanima s emisijama, ali istodobno znači i manju ovisnost o uvozu fosilnih energenata, što je pogotovo važno u uvjetima sve izraženijih geopolitičkih napetosti i mogućih nestabilnosti na energetskim tržištima. Istodobno, zahvaljujući velikom udjelu hidroenergije i energije iz Nuklearne elektrane Krško, Hrvatska se ističe nižim prosječnim emisijskim faktorom u proizvodnji električne energije. Rast udjela ovih niskougljičnih izvora, uz istodobni rast obnovljivih izvora, dovodi do pada prosječnoga emisijskog faktora električne energije u Hrvatskoj[3] (slike 3. i 4.).

2 U registru onečišćivača dostupna je eksplicitna emisija $CO_2$ za manji broj poduzeća u Hrvatskoj. S obzirom na to da se želi obuhvatiti što veći uzorak poduzeća koja djeluju u Hrvatskoj, podaci iz tog registra nisu korišteni. Također, budući da ni količina $CO_2$ ni količina korištene energije nisu dostupne za pojedina poduzeća u Hrvatskoj, u ovoj je analizi korišten podatak o trošku energije pojedinog poduzeća koji je korigiran sa strukturom korištenja energenata po djelatnostima i cijenama energenata kako bi se dobila realna kretanja korištene energije.

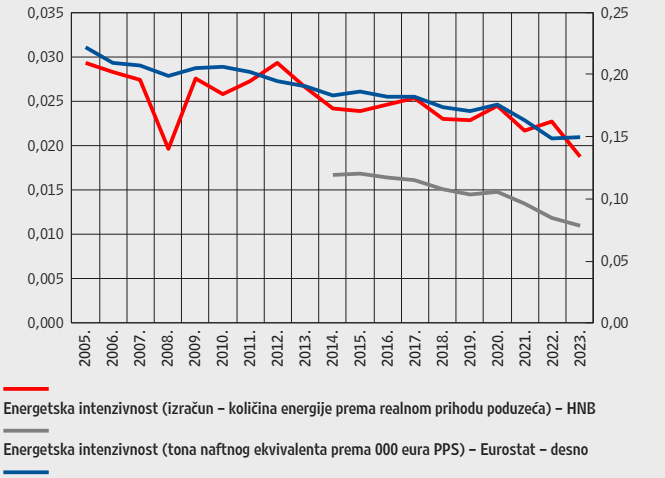
3 U usporedbi s nekim drugim državama članicama EU-a koje i dalje uvelike ovise o ugljenu i plinu, Hrvatska više iskorištava povoljne prirodne uvjete i vlastite izvore energije u svrhu smanjenja emisijskog faktora. Iako solarna energija u Hrvatskoj još uvijek čini manje od 5% ukupne proizvodnje, udio vjetroelektrana u porastu je, a ukupna ulaganja u obnovljive izvore energije rastu. Također, u poslovnom sektoru, osobito među većim poduzećima, sve je izraženije ulaganje u energetsku učinkovitost, ESG standarde i obnovljive izvore, što dodatno potiču europski fondovi i regulatorni zahtjevi.

**Slika 3. Ugljična intenzivnost u Hrvatskoj kontinuirano se smanjuje**




Napomena: Za izračun emisijskog faktora korišteni su faktori koje je objavio DZS i koji su prilagođeni za faktore po zemljama od kojih se uvozi dio energije.
**Izvori: Fina; DZS – OIEH izvješće o elektroenergetskim prilikama u Republici Hrvatskoj (https://oie.hr/wp-content/uploads/2024/04/OIEH_EEizvjesce_2023.pdf); izračun autora**

**Slika 4. Ocjena energetske intenzivnosti poduzeća ne odudara od onih iz drugih izvora**




Napomena: Usporedba kretanja energetske intenzivnosti iz više izvora nužan je korak za daljnju analizu tranzicijskog rizika budući da opravdava korištenje prikazane HNB-ove metodologije.
**Izvori: Eurostat; Fina; izračun autora**

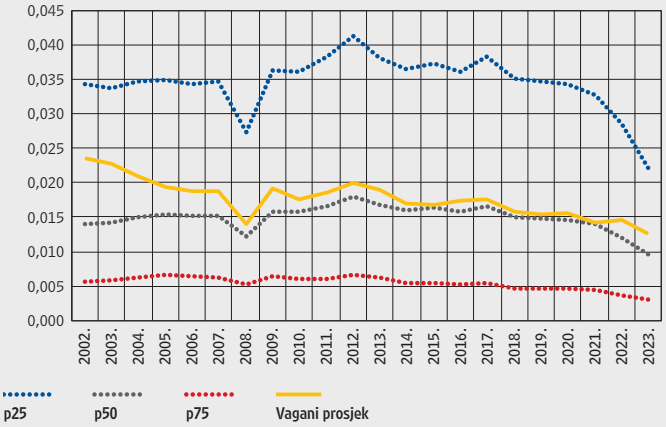
**Na pad energetske intenzivnosti odnosno porast energetske produktivnosti[4] u Hrvatskoj u posljednjih desetak godina najviše su utjecala poduzeća iz gornjih razreda distribucije.** Rezultati provedene ekonometrijske analize[5] upućuju na to da je glavni uzrok pada energetske intenzivnosti u hrvatskim poduzećima bio rast proizvodnje, odnosno da s rastom outputa energetska potrošnja po jedinici proizvoda znatno pada (Slika 5.). To znači da kod energije postoji snažan efekt ekonomije razmjera na manjim razinama poslovanja, iako je ona dominantno varijabilni input. No, isto tako, treba imati na umu da poduzeća koja rastu ostvaruju korist od ekonomije obujma, što stimulira produktivnost. Istodobno, gospodarski se rast u analizi pokazao kao faktor povećanja energetske intenzivnosti, što može značiti da se u razdobljima rasta smanjuje fokus na optimizaciju troškova, ali i aktiviraju energetski intenzivniji sektori (prijevoz, građevinarstvo).

**Razlike energetske intenzivnosti među djelatnostima znatne su.** Poduzeća koja posluju u djelatnosti prijevoza u Hrvatskoj su najviše izložena tranzicijskom riziku (Slika 6.), što je posljedica dominacije cestovnog prijevoza koji se, unatoč pomacima u posljednjih nekoliko godina, i dalje oslanja na motore s unutrašnjim izgaranjem. Što se tiče ostalih djelatnosti, višu energetsku intenzivnost zbog prirode poslovanja imaju prerađivačka industrija i građevinarstvo, a zbog dominacije malih poduzeća i nemogućnosti ostvarenja ekonomije obujma, turizam i poljoprivreda.

4 Energetska je produktivnost inverz od energetske intenzivnosti.

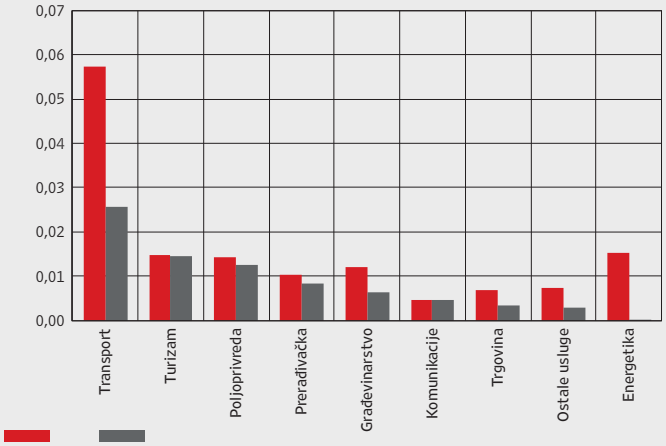
5 Model s fiksnim efektima pokazuje da poduzeća koja povećavaju output istodobno smanjuju potrošnju energije po jedinici proizvoda. Realni prihod poduzeća ima koeficijent od –0,25 i statistički je vrlo značajan ($p < 0,01$), što znači da porast outputa za 1% dovodi do prosječnog smanjenja energetske potrošnje po jedinici outputa za oko 0,25%. Ovaj rezultat upućuje na postojanje ekonomija razmjera – veća proizvodnja omogućuje racionalnije korištenje energije. Gospodarski rast ima pozitivan i također vrlo znatan koeficijent od 0,12. To upućuje na to da u godinama gospodarskog rasta poduzeća, uz pretpostavku istog outputa, prosječno troše više energije po jedinici outputa. U model su uključeni i vremenski efekti koji dodatno kontroliraju regresiju za godine sa specifičnim šokovima ili trendovima na razini cijeloga gospodarstva, kao što su krize, poremećaji na tržištima energije ili regulatorne promjene.

**Slika 5. Poduzeća s najvišom energetskom intenzivnošću zabilježila su njezin najveći pad u posljednjih pet godina**




Izvor: Fina

**Slika 6. Energetska intenzivnost poduzeća po djelatnostima, 2023.**




Izvor: Fina

**Sa stajališta financijske stabilnosti potrebno je posebno pratiti tranzicijski rizik u bilancama kreditnih institucija.** Banke su tranzicijskom riziku izložene na dvije razine: a) izravno (putem regulatornih zahtjeva i mogućega gubitka tržišta ako im se ne prilagode) i b) neizravno (potencijalnim kreditnim gubicima zbog tranzicijskog rizika klijenata).[6] Pod pretpostavkom da klijent ne može utjecati na emisijski faktor svoje proizvodnje i uz činjenicu da će se ulaganje poduzeća u smanjenje tranzicijskog rizika (s pomoću bolje organizacije poslovanja ili obnovljivih izvora energije) odraziti u njegovoj individualnoj energetskoj produktivnosti, za ocjenu neizravnoga tranzicijskog rizika banaka koristi se ranije prikazana energetska intenzivnost poduzeća. Pritom, kako bi se uvažila činjenica da poduzeća iz različitih djelatnosti imaju prirodno različite energetske intenzivnosti, za svako se poduzeće računa njegov percentil u distribuciji svih poduzeća i unutar neke specifične djelatnosti. U sljedećem se koraku promatra gdje se u tim distribucijama nalaze klijenti banaka.

Indikator zelenosti[7] poduzeća računa se iz distribucija energetskog intenziteta s pomoću sljedećih formula:

$$Z_j^{svi} = 1 - \frac{r_j}{N}$$

$$Z_j^{(d)} = 1 - \frac{r_j^{(d)}}{N_d}$$

gdje je:

$Z_j^{svi} \in [0,1]$ – zelenost poduzeća j u odnosu na sva poduzeća

$Z_j^{(d)} \in [0,1]$ – zelenost poduzeća j u odnosu na poduzeća u istoj djelatnosti $d$

6 Banke mogu biti izložene tranzicijskom riziku i preko svoje imovine, no materijalna je imovina banaka mala.

7 Indikator "zelenosti" temelji se isključivo na energetskoj intenzivnosti, bez razmatranja drugih faktora poput ulaganja u tehnologiju, certifikacija, ESG rejtinga ili angažmana u zelenim projektima koji nisu dostupni za sva poduzeća.

$r_j$ – rang poduzeća j u rastućem poretku prema energetskoj intenzivnosti ($\frac{E}{Q}$)

$r_j^{(d)}$ – rang poduzeća j unutar djelatnosti $d$

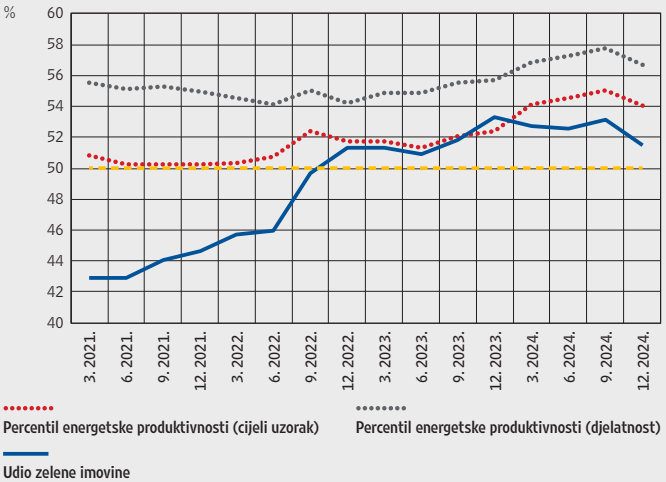
$N$ – broj svih poduzeća

$N_d$ – broj poduzeća u djelatnosti $d$

**Korporativni klijenti banaka prosječno imaju nižu energetsku intenzivnost, odnosno zeleniji su u odnosu na ostala poduzeća, uz jasan trend njezina rasta.** Korporativni klijenti banaka nalaze se iznad 50. percentila definirane zelenosti. Također, u posljednjih nekoliko godina ovaj je trend još više osnažio, što je dodatno povoljno za financijsku stabilnost. Razlozi su za ova kretanja višestruki: a) poduzeća kontinuirano rastu, što im omogućuje korist od ekonomije obujma, b) krediti banaka sve češće sadržavaju "zelene" zahtjeve, što usmjerava investicije koje se financiraju kreditom banke, c) poduzeća i sama vide korist od smanjenja tranzicijskog rizika, što je osobito naglašeno nakon energetske krize 2022. godine (Slika 7.).

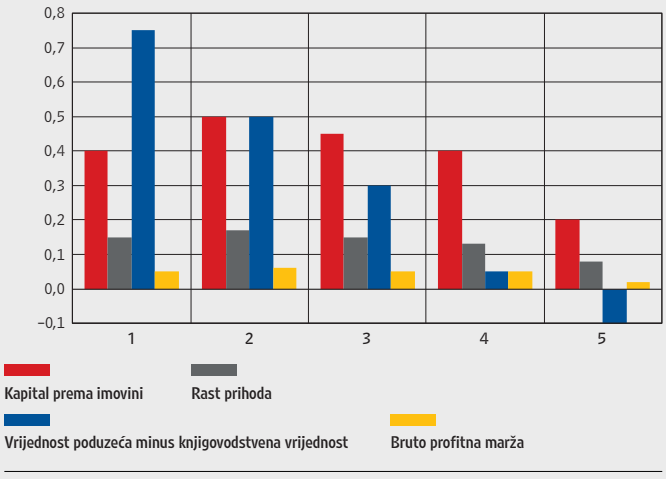
**Zelenost poduzeća, klijenata banke, jedno je od obilježja njegove kvalitete.** Kao i kod drugih pokazatelja produktivnosti, energetska produktivnost zrcali dobre poslovne prakse poduzeća. Stoga i ne čudi činjenica da energetski produktivnija poduzeća imaju i bolje poslovne rezultate, više kapitala, veći rast prihoda, ali i veću vrijednost. S jedne strane bolje upravljanje inputima, uključujući i energiju, mora se odraziti na poslovne performanse i veći potencijal rasta. No, s druge strane, bolja energetska produktivnost jedan je od indikatora produktivnosti poduzeća, a kako je energija isprepletena sa svim poslovnim fazama poduzeća, ova korelacija ne čudi[8] (Slika 8.).

**Slika 7. Indikator zelenosti korporativnih klijenata banaka raste, vagani prosjek**




Napomena: Udio zelene imovine služi kao kontrolni pokazatelj, a izračunat je prema taksonomiji predloženoj od Battiston *et al.*, 2017.: "A climate stress-test of the financial system", Nature Climate Change. Percentili poduzeća klijenata vagani su s iznosima kredita.
**Izvor: Fina**

**Slika 8. Energetska intenzivnost poduzeća obilježje je njegove fundamentalne slabosti, po kvantilima energetske intenzivnosti, u 2023. godini**




Napomena: Vrijednost poduzeća izračunata je s pomoću Gordonova modela rasta. U petom kvantilu razlika je –0,3.
**Izvor: Fina**

8 Stoga uključivanje pokazatelja energetske i emisijske intenzivnosti u sklopu analize pojedinoga klijenta banke (procjene boniteta klijenata, vrednovanje kolaterala, testovi otpornosti na stres) može pridonijeti kvaliteti analize i upravljanja rizikom.

**Zaključno, iako je tranzicijski rizik u Hrvatskoj umjeren i u silaznoj putanji, porast geopolitičkih i trgovinskih napetosti mogao bi ugroziti zelenu tranziciju i poništiti znatne napretke napravljene posljednjih godina.** Nastavak smanjivanja tranzicijskog rizika kod poduzeća trenutačno znači manji trošak energije i manju nesigurnost u slučaju ponavljanja šoka sličnog onom u 2022. godini. Također, smanjenje tranzicijskog rizika poduzeća smanjuje kreditni rizik i povećava perspektivu kreditiranja šire baze klijenata za kreditne institucije. No, kritični materijali potrebni za zelenu tranziciju te drugi minerali ključni za proizvodnju baterija, solarnih panela, vjetroturbina i električnih vozila neravnomjerno su distribuirani po svijetu[9], što u razdoblju trgovinskih napetosti može rezultirati poskupljenjem ili nedostupnošću ovih važnih inputa. To može rezultirati usporavanjem globalnih napora za smanjenje emisija $CO_2$ i postizanje klimatskih ciljeva i dovesti do preokreta u dosadašnjem povoljnom trendu, odnosno do novog rasta tranzicijskog rizika koji bi se prelio i u viši kreditni rizik banaka. Stoga je i nastavak napora da se smanji tranzicijski rizik u Hrvatskoj, osobito u još uvijek investicijski povoljnom okružju, važan kanal za smanjenje izloženosti budućim šokovima, pri čemu inicijative poput fiskalnih potpora za tranziciju, obveze objave klimatskih rizika i poticanje zelenoga kreditiranja mogu dodatno pridonijeti postizanju boljih rezultata.

9 Globalna proizvodnja materijala potrebnih za zelenu tranziciju (litij, kobalt, nikal, bakar i rijetke zemlje: neodimij, disprozij, lantan) koncentrirana je u ograničenom broju država, ponajprije u Kini, Rusiji, Australiji, DR Kongu i Južnoj Americi.

HNB
EUROSUSTAV

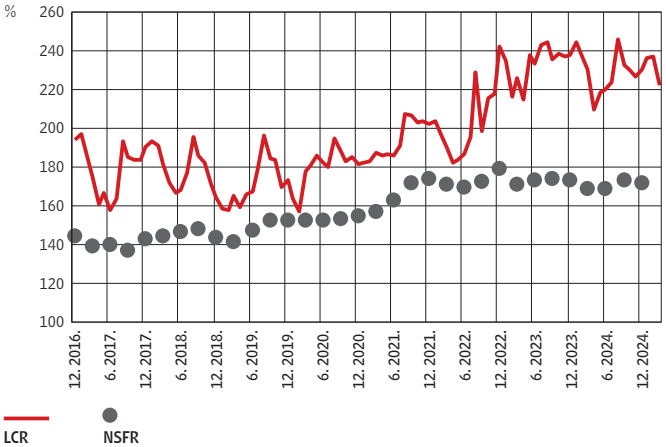
# II. Otpornost kreditnih institucija

**Tijekom 2024. godine kreditne institucije u Hrvatskoj nastavile su održavati visoke likvidnosne omjere, uz daljnji rast visokolikvidne imovine. S obzirom na to da financiranje temelje prije svega na stabilnim izvorima, odnosno stabilnim depozitima privatnog sektora i vlastitom kapitalu, ključni pokazatelji likvidnosti kreditnih institucija i dalje su znatno iznad propisanih regulatornih minimuma. Iako povećana kreditna aktivnost povećava izloženost kreditnim rizicima i smanjuje razinu viškova kapitala, domaći bankovni sustav i dalje je otporan i sposoban podnijeti malo vjerojatne, ali moguće šokove, što potvrđuju i rezultati ispitivanja otpornosti na stres.**

## A. Likvidnost

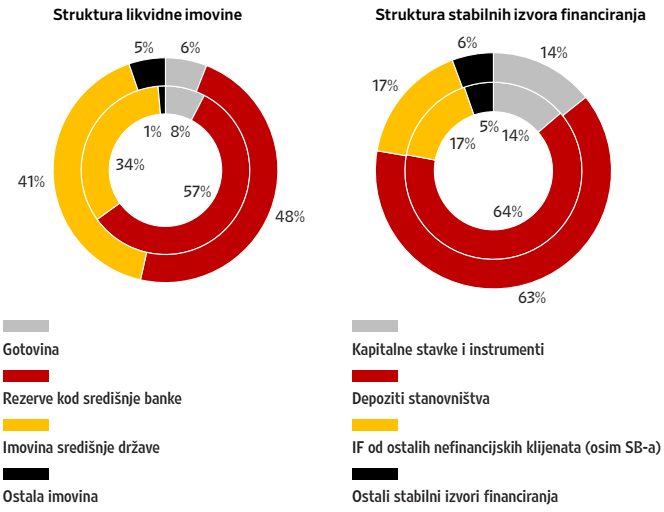
**Kreditne institucije nastavile su održavati visoke likvidnosne omjere, uz kontinuiran rast visokolikvidne imovine.** Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) na razini sustava na kraju ožujka 2025. iznosio je 222% (Slika II.1.), pri čemu su sve banke znatno nadmašile regulatorni prag od 100%. U strukturi visokolikvidne imovine najveći dio i dalje čine sredstva položena kod središnje banke, ali njihov se udio smanjio. Istodobno su porasli vrijednosni papiri središnje države, s približno jedne trećine na gotovo dvije petine ukupne visokolikvidne imovine (Slika II.2.). Porasli su i neto novčani odljevi, ponajprije zbog povećanja neoperativnih depozita.[1]

**Slika II.1. Koeficijent likvidonosne pokrivenosti i udio stabilnih izvora financiranja ostali su na visokim razinama**




Napomena: LCR (engl. *Liquidity Coverage Ratio*) i NSFR (engl. *Net Stable Funding Ratio*) odnose se na ključne pokazatelje likvidnosne otpornosti kreditnih institucija.
**Izvor: HNB**

**Slika II.2. Gotovina i pričuve kod središnje banke najvažniji su izvor likvidnosti**




Unutarnja struktura grafičkog prikaza odnosi se na vrijednosti iz prosinca 2023., dok vanjski obrub prikazuje stanje u 2024. godini. Kratica IF označuje izvore financiranja.
**Izvor: HNB**

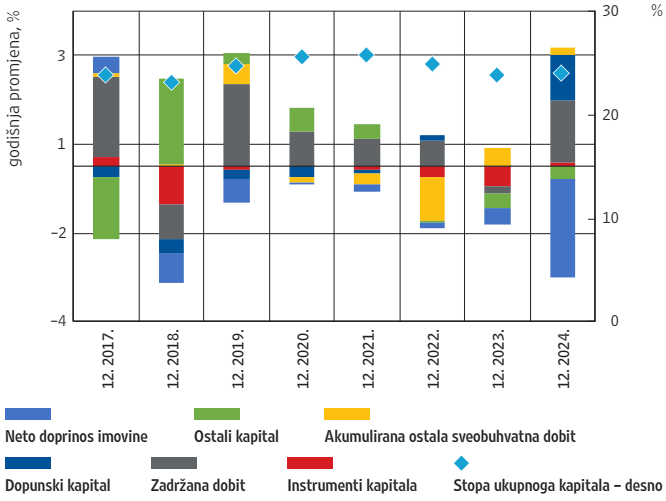
1 Neoperativni depoziti odnose se na depozite koji nisu povezani s osnovnim poslovanjem klijenata banke, to su npr. depoziti velikih korporacija, investicijskih fondova ili financijskih institucija koji nisu vezani uz svakodnevno poslovanje.

**Banke se uglavnom oslanjaju na stabilne, dugoročne izvore financiranja, koji im pružaju dobru osnovu za održivo poslovanje.** Omjer neto stabilnih izvora financiranja (NSFR) iznosio je 173,4%, što potvrđuje visoku razinu stabilnosti financijskih izvora (Slika II.1.). Uz depozite privatnoga nefinancijskog sektora, koji ostaju najvažniji i najpouzdaniji dugoročni izvor financiranja, vlastiti kapital banaka i dalje je važna sastavnica koja osigurava strukturnu sigurnost (Slika II.2.).

# B. Kapitalna pozicija kreditnih institucija

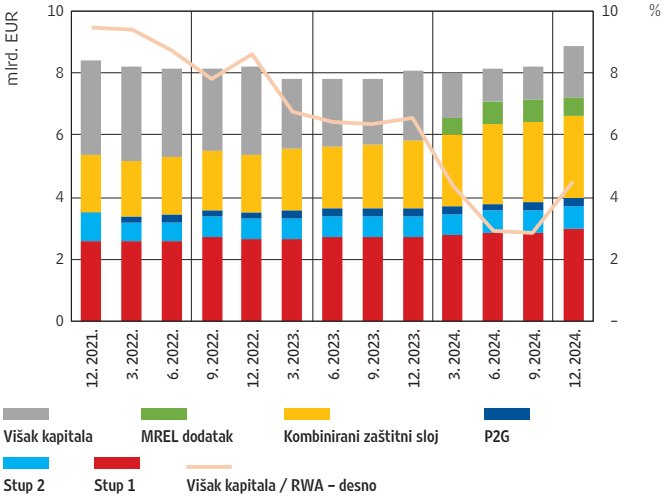
**Kapitaliziranost bankovnog sustava ostala je na visokoj razini i viša je od minimalnih i makrobonitetnih regulatornih zahtjeva, što dodatno povećava otpornost banaka.** Stopa ukupnoga kapitala (23,9% na kraju 2024.) ostala je nepromijenjena, što odražava usklađen rast kapitala i izloženosti rizicima. Banke su dodatno ojačale osnovni regulatorni kapital (CET1) zadržavanjem manjeg dijela dobiti iz prethodnog razdoblja, dok su neke banke već isplatile dividende, a dio planira isplate tijekom ostatka godine. Dopunski kapital (T2) tijekom prošle godine povećan je izdavanjem obveznica i podređenih instrumenata. Na strani izloženosti, rast ukupnih rizika odražava intenzivniju kreditnu aktivnost, osobito prema sektoru kućanstava u segmentu neosiguranih kredita i nefinancijskih poduzeća, što je uz povećanje izloženosti rezultiralo rastom prosječnog pondera kreditnog rizika.

**Slika II.3. Kapitaliziranost bankovnog sustava nije se znatno promijenila**




Izvor: HNB

**Slika II.4. Kreditne institucije raspolažu znatnim viškom kapitala**




Napomena: Stup 1 – minimalni kapitalni zahtjev, stup 2 – naloženi dodatni regulatorni kapital, P2G – uputa iz stupa 2, MREL – minimalni zahtjev za regulatorni kapital i prihvatljive obveze. MREL dodatak odnosi se na potreban kapital osim bonitetnih zahtjeva, koji je potreban za zadovoljavanje MREL zahtjeva.
Izvor: HNB

**Banke i dalje raspolažu solidnim viškom kapitala iznad propisanih regulatornih zahtjeva, što jača njihovu sposobnost podnošenja mogućih šokova.** Ipak, njihov se višak kapitala u odnosu na ukupni regulatorni kapitalni zahtjev u prošloj godini smanjio sa 6,5% na 4,5%. Ovaj pad rezultat je rasta bankovne aktive, povećanog zahtjeva za kombinirani zaštitni sloj kapitala i početka pune primjene konačnih MREL zahtjeva (minimalni zahtjev za vlastiti kapital i prihvatljive

obveze, engl. *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*) od 1. siječnja 2024. Ispunjavanjem MREL zahtjeva osigurava se da banke održavaju dovoljan iznos kapitala i obveza u obliku prikladnih instrumenata, koji u slučaju potrebe mogu omogućiti provedbu odabrane strategije sanacije bez fiskalnih troškova. Ispunjavanje konačnih MREL zahtjeva korištenjem kapitala na razini bankovnog sustava smanjilo je višak kapitala za 1,5 p. b. No, MREL zahtjevi mogu se osim kapitalom ispuniti i podložnim obvezama[2], što smanjuje pritisak na kapital. Banke su u 2024. i početkom 2025. izdavale nove dužničke instrumente priznate u sklopu MREL-a i time osigurale dodatne kapacitete za podnošenje mogućih gubitaka i poboljšale otpornost na šokove (vidi poglavlje C.I.).

## C. Testiranje solventnosti kreditnih institucija[3]

**Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres pokazuje da su kreditne institucije na postojećoj razini kapitaliziranosti sposobne podnijeti materijalizaciju rizika iz malo vjerojatnoga, ali mogućega hipotetskog nepovoljnog scenarija.** Test ima trogodišnji horizont i razmatra razinu kapitala u dva različita scenarija gospodarskih kretanja u razdoblju od početka 2025. do kraja 2027. godine. Ukupna stopa kapitalnih zahtjeva na kraju treće godine navedenog horizonta stresnog testiranja otprilike je na istoj razini kao u prošlogodišnjem testu. Rezultati pokazuju da je akumulirani kapitalni višak u sustavu dovoljan za apsorpciju učinaka nepovoljnih kretanja, čak i u malo vjerojatnom stresnom scenariju, iako je otpornost kreditnih institucija u stresnom scenariju, kao i prethodnih godina, vrlo heterogena. Osim toga, s krajem 2023. završio je rok za usklađivanje s MREL zahtjevima, koje banke mogu ispuniti, i uvelike se doista i ispunjavaju, iz postojećeg viška kapitala ili izdavanjem MREL prihvatljivih instrumenata, pa se i njih uzima u obzir kao sastavni element ukupnih kapitalnih zahtjeva. Treba naglasiti da su temeljni i stresni scenarij koji se rabe pri ovogodišnjem provođenju testiranja otpornosti dovršeni 1. ožujka 2025. kada su tržišne kamatne stope bile osjetno više od trenutačnih. Ako bi se u obzir uzela trenutačna tržišna očekivanja dodatnog smanjenja kamatnih stopa, to bi smanjilo neto kamatni prihod i dobit banaka pa tako i stope ukupnoga kapitala u odnosu na one iz ovog testa. Stoga pri interpretaciji rezultata testa treba uzeti u obzir to da je riječ o nešto optimističnijim rezultatima u odnosu na trenutačnu situaciju.

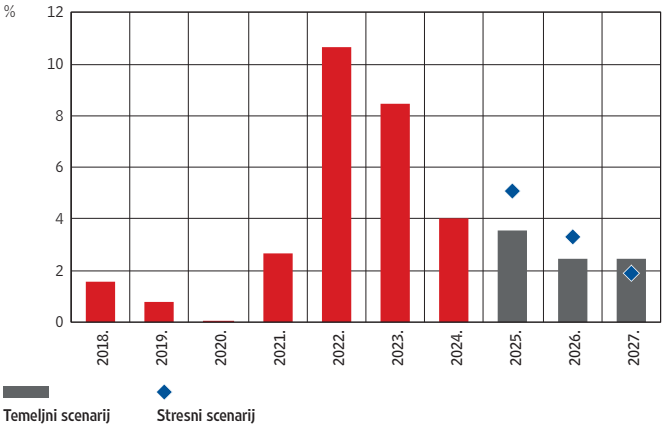
2 Podložne obveze (engl. *eligible liabilities*) instrumenti su duga koji nisu uključeni u regulatorni kapital i mogu se koristiti za ispunjenje MREL zahtjeva. Da bi bili prihvatljivi, moraju ispunjavati strogo definirane regulatorne uvjete iz CRR-a (članak 72.b), SRMR-a (članak 12.c) i BRRD-a (članci 45.b i 55.), a ne smiju biti izuzeti od primjene *bail-in* alata. To znači da se, u slučaju sanacije institucije, ti instrumenti mogu otpisati ili konvertirati u kapital.

3 Provođenje testiranja otpornosti na stres ispituje otpornost (solventnost) kreditnih institucija tijekom hipotetskih, iznimno nepovoljnih makroekonomskih i financijskih kretanja koja predstavljaju malo vjerojatnu, ali moguću materijalizaciju sistemskih rizika ocijenjenih relevantnima za poslovanje bankarskog sektora u Hrvatskoj. Iako testiranje otpornosti na stres nije projekcija nepovoljnih kretanja koja se očekuju u financijskom sektoru, njegovo provođenje pridonosi pravodobnoj procjeni sistemskih rizika i očuvanju stabilnosti.

## C.1. Makroekonomski scenariji za stresno testiranje

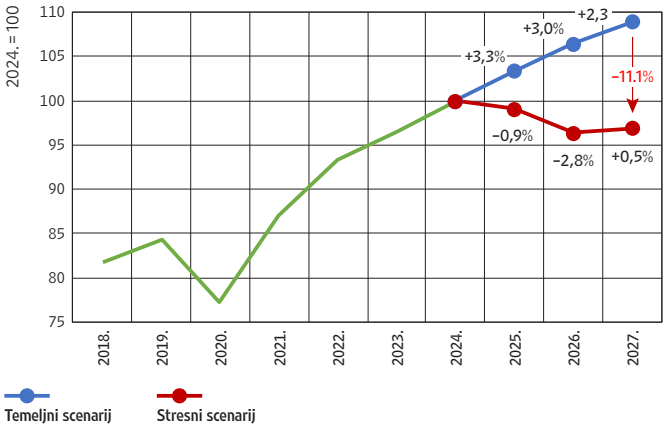
**Ispitivanje otpornosti na stres kreditnih institucija u razdoblju od 2025. do 2027. provodi se na osnovi dvaju različitih scenarija, temeljnog i stresnog.** U temeljnom bi se scenariju[4] rast domaće gospodarske aktivnosti mogao postupno usporiti, ponajprije kao odraz očekivanog usporavanja rasta osobne potrošnje u uvjetima blažeg rasta realnih plaća. Uz smanjenje doprinosa domaće potražnje, očekuje se jačanje doprinosa inozemne potražnje rastu realnog BDP-a, pod utjecajem slabljenja učinaka prethodnog pooštravanja monetarne politike u europodručju. Kumulativni porast realnog BDP-a u razdoblju 2025. – 2027. tako bi mogao iznositi 9,0%. Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena na domaćem tržištu mogla bi se nastaviti smanjivati, ponajviše kao odraz očekivanog smanjivanja temeljne inflacije, koja je u 2024. bila perzistenija od ostalih komponenata inflacije uglavnom zbog povišene inflacije cijena usluga. Rast cijena stambenih nekretnina mogao bi se također usporiti u 2025., ali i dalje se zadržati na relativno visokoj razini poduprt robusnom potražnjom i snažnim tržištem rada, iako uz usporavanje rasta plaća. Što se tiče uvjeta financiranja, očekuje se daljnje smanjivanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa zbog iščezavanja učinaka prethodnog pooštravanja monetarne politike. Osim toga, kod stambenih kredita uzima se u obzir i učinak ponude sniženih nominalnih kamatnih stopa od nekih sistemski važnih kreditnih institucija početkom 2025., što je ublažilo projekciju rasta kamatnih stopa na stambene kredite (Slika II.7.).

**Slika II.5. Kretanje inflacije potrošačkih cijena u temeljnom i stresnom scenariju**




Izvori: DZS; Makroekonomske projekcije HNB-a, prosinac 2024. za temeljni scenarij i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za stresni scenarij

**Slika II.6. Kretanje realnog BDP-a u temeljnom i stresnom scenariju**




Izvori: DZS; Makroekonomske projekcije HNB-a, prosinac 2024. za temeljni scenarij i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za stresni scenarij

**Stresni scenarij temelji se na hipotetskoj pretpostavci snažne eskalacije geopolitičkih napetosti, koje bi pogoršale geoekonomsku polarizaciju i nepovoljno utjecale na globalne lance vrijednosti i fragmentaciju trgovine.** Na globalnoj razini, takav bi razvoj događaja posebno nepovoljno utjecao na izvozno orijentirane zemlje i zemlje koje su izložene geopolitičkim tenzijama. Iako je uključenost Hrvatske u globalne lance vrijednosti ograničena, njezini glavni vanjskotrgovinski partneri mogli bi više biti pogođeni takvim scenarijem, što bi se putem smanjenja

4 Temelji se na makroekonomskoj projekciji HNB-a iz prosinca 2024.

inozemne potražnje prelilo i na domaće gospodarstvo. Osim toga, u Hrvatskoj bi u takvom scenariju snažni negativni i perzistentni šokovi pouzdanja dodatno smanjili domaću potražnju i gospodarsku aktivnost. Kontinuirano pogoršavanje makroekonomskog okružja utjecalo bi na smanjenje zaposlenosti i investicija, a naposljetku i na snažan porast stope nezaposlenosti. Nadalje, geopolitičke tenzije mogle bi inicijalno podići cijene energenata i ostalih sirovina i stvoriti inflatorne pritiske na strani ponude. Međutim, njih bi kasnije ublažili smanjena potražnja i ograničeni sekundarni učinci zbog pada zaposlenosti, pa bi se inflacija u 2027. vratila na razinu od oko 2%. Na početku projekcijskog horizonta jačanje inflatornih pritisaka promijenilo bi tržišna očekivanja u smjeru viših kratkoročnih nerizičnih kamatnih stopa. Usto, porast opće neizvjesnosti i mogućnost globalne recesije mogli bi izazvati negativne reakcije na globalnim financijskim tržištima, što bi rezultiralo smanjenjem cijena imovine, jačanjem kolebljivosti i rastom premije za rizik. Takvi bi se učinci mogli preliti u više aktivne kamatne stope kućanstvima i poduzećima, a pooštreni uvjeti financiranja dodatno bi erodirali potrošnju. To bi djelovalo i na snažno smanjenje cijena stambenih nekretnina, koje se ne bi uspjele oporaviti do kraja promatranog razdoblja (Tablica II.1.). Takva snažna materijalizacija makrofinancijskih rizika nepovoljno bi djelovala na banke, ponajprije putem smanjenja kvalitete njihove imovine.

**Tablica II.1. Glavna obilježja temeljnoga i stresnoga makroekonomskog scenarija**

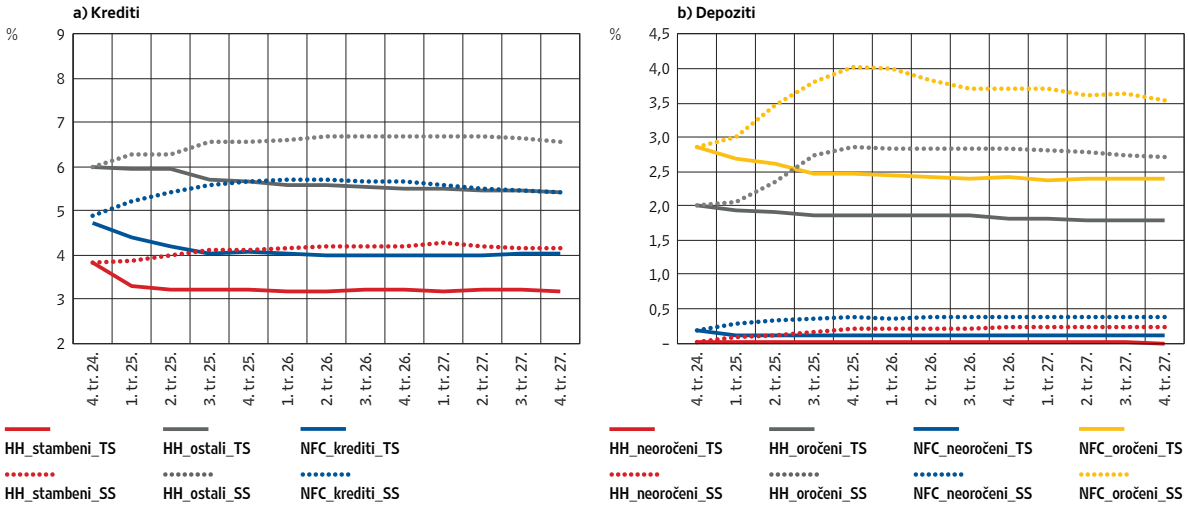
| | Početna vrijednost | Temeljni scenarij | | | Stresni scenarij | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024. | 2025. | 2026. | 2027. | 2025. | 2026. | 2027. |
| **Inozemno okružje** | | | | | | | |
| BDP EA (godišnja stopa promjene, %) | 0,9 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | −2,3 | −4,2 | 0,0 |
| EURIBOR 3M, % | 3,6 | 2,1 | 2,0 | 2,2 | 3,4 | 3,1 | 3,0 |
| **Makreekonomska kretanja** | | | | | | | |
| BDP (godišnja stopa promjene, %) | 3,7 | 3,3 | 3,0 | 2,3 | −0,9 | −2,8 | 0,5 |
| Osobna potrošnja (godišnja stopa promjene, %) | 6,0 | 4,9 | 3,5 | 2,7 | −0,8 | −5,6 | 0,1 |
| Investicije (godišnja stopa promjene, %) | 11,9 | 4,3 | 3,3 | −0,7 | −6,8 | 2,4 | −0,4 |
| Stopa nezaposlenosti (%) | 4,9 | 4,7 | 4,5 | 4,4 | 6,1 | 8,4 | 6,2 |
| Cijene nekretnina (godišnja stopa promjene, %) | 10,6 | 9,7 | 7,4 | 5,2 | 0,6 | −7,1 | −6,8 |
| Inflacija (%) | 4,0 | 3,5 | 2,5 | 2,5 | 5,1 | 3,3 | 1,9 |
| **Uvjeti financiranja** | | | | | | | |
| Prinos na državne obveznice | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 5,2 | 4,8 | 4,5 |
| Aktivne kamatne stope na nove poslove kućanstvima, stambeni krediti | 3,8 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 4,0 | 4,2 | 4,2 |
| Aktivne kamatne stope na nove poslove poduzećima | 5,0 | 4,2 | 4,0 | 4,0 | 5,5 | 5,7 | 5,5 |
| Pasivne kamatne stope na nove poslove kućanstvima, oročeni depoziti | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| Pasivne kamatne stope na nove poslove poduzećima, oročeni depoziti | 3,2 | 2,6 | 2,4 | 2,4 | 3,2 | 3,2 | 3,0 |

**Izvori: DZS; HNB; EBA; Eurostat; ESB; Makroekonomske projekcije HNB-a, prosinac 2024. za temeljni scenarij, makroekonomski scenarij EBA-e za inozemno okružje i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za domaća makroekonomska kretanja u stresnom scenariju**

## C.2. Rezultati u temeljnom i stresnom testiranju

**Nakon rekordne profitabilnosti u 2024.,** u horizontu stresnog testiranja očekuje se postupno smanjivanje neto kamatne marže, uz nepovoljan učinak na neto kamatni prihod.[5] U temeljnom scenariju moglo bi doći do smanjenja razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, odnosno smanjenja neto kamatne marže za kućanstva i poduzeća, što nepovoljno djeluje na neto kamatni prihod. S druge strane, u stresnom scenariju materijalizacija kamatnog rizika smanjuje ukupan neto kamatni prihod putem smanjenja prihodonosnih izloženosti. S padom gospodarske aktivnosti smanjuju se i neto prihodi od provizija i naknada.[6] Neto operativne zarade u stresnom scenariju dodatno su narušene troškovima ispravaka vrijednosti uzrokovanih rastom neprihodonosnih kredita. U oba scenarija pretpostavlja se porast administrativnih troškova u skladu s povećanjem troška plaća, za koje se pretpostavlja da prate stopu inflacije iz prethodne godine, te povećavanjem ostalih administrativnih troškova po linearnom trendu.

**Slika II.7. Projekcija kamatnih stopa na nove poslove**




Napomena: Kamate na oročene depozite poduzećima odnose se samo na depozite u eurima.
**Izvor: HNB**

**Ukupni udio neprihodosnih kredita (NPLR)[7] u temeljnom bi se scenariju mogao nastaviti smanjivati i na kraju 2027. spustiti na 1,6%,** s 2,4% na kraju 2024. S obzirom na povoljna

5 Pritom se posebno ocjenjuju neto kamatni prihodi od poduzeća i kućanstava, u ovisnosti o modelskoj ocjeni kretanja kamatnih stopa na nove kredite kućanstvima i poduzećima. Kamatne stope na nove poslove ocijenjene su primjenom ARDL (engl. *autoregressive distributed lag*) modela tako da su nezavisne varijable, uz autoregresivnu komponentu, sve moguće kombinacije triju varijabla iz skupa (K = 6 ili 7) objasnidbenih varijabla, čime se kretanje simulira u osnovnom i stresnom scenariju. Modeli su agregirani u posterior model tehnikom BACE (engl. *Bayesian Averaging of Classical Estimates*), gdje se za svaki pojedini model koristi težina iz dobivenog skupa modela (Sala i Martin, 2004.).

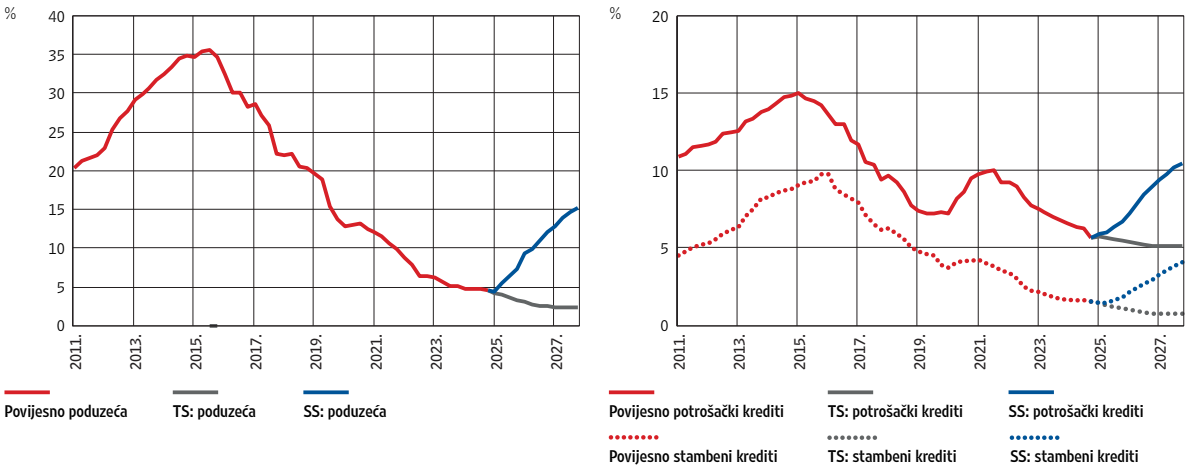
6 Prihod od naknada i provizija modeliran je u omjeru na imovinu banaka uz dinamički panel genereliziranom metodom momenata, u koji su kao objasnidbene varijable uključene makroekonomske varijable. Rashodi od naknada i provizija procijenjeni su kao povijesni postotak prihoda od naknada i provizija.

7 U prognoziranju neprihodonosnih kredita napravljena je nadogradnja postojećih modela (vidi Financijsku stablinost br. 22, Okvir 6.) tako da je umjesto običnog uprosječivanja rezultata deset modela odabranih na temelju najmanje vrijednosti RMSE-a iz procijenjenog skupa modela korištena metoda BACE (engl. *Bayesian Averaging of Classical Estimates*, vidi Sala I. Martin *et al.*, 2004.) kojom se svi procijenjeni modeli agregiraju u jedan posterior model primjenom metode koja je aproksimacija bayesovskog uprosječivanja modela (engl. *Bayesian Model Averaging*, BMA).

gospodarska kretanja, popuštanje inflatornih pritisaka kao i snažan rast cijena nekretnina, u temeljnom se scenariju u trogodišnjem razdoblju očekuje smanjenje NPLR-a za stambene i potrošačke kredite za 0,9 p. b. odnosno 0,6 p. b., a za kredite nefinancijskim poduzećima za 2,1 p. b. (Slika II.8.).

**U hipotetskom, stresnom scenariju očekuje se pogoršanje kvalitete kredita, te bi NPLR mogao porasti na 6,2% do kraja 2027.** Na rast NPLR-a utječe snažno smanjenje gospodarske aktivnosti na domaćem i inozemnom tržištu, povećanje tržišnih kamatnih stopa i izraženi pad cijena nekretnina. Simulirani rast NPLR-a u trogodišnjem razdoblju blaži je za kredite stanovništvu (2,5 p. b. i 4,8 p. b. za stambene, odnosno gotovinske kredite), a nešto snažniji za kredite nefinancijskim poduzećima (10,7 p. b.). Rezultat je to ustaljenoga povijesnog obrasca prema kojemu negativna gospodarska kretanja prvo i snažnije pogađaju korporativni sektor, što se onda uz vremenski pomak putem tržišta rada i rasta nezaposlenosti prelijeva na kućanstva. Kod sektora kućanstava porast neprihodonosnih kredita najprije se manifestira kod potrošačkih kredita, a tek poslije, i blažim intenzitetom, kod stambenih kredita.

Slika II.8. Kretanje ukupnog NPLR-a u temeljnom i stresnom scenariju



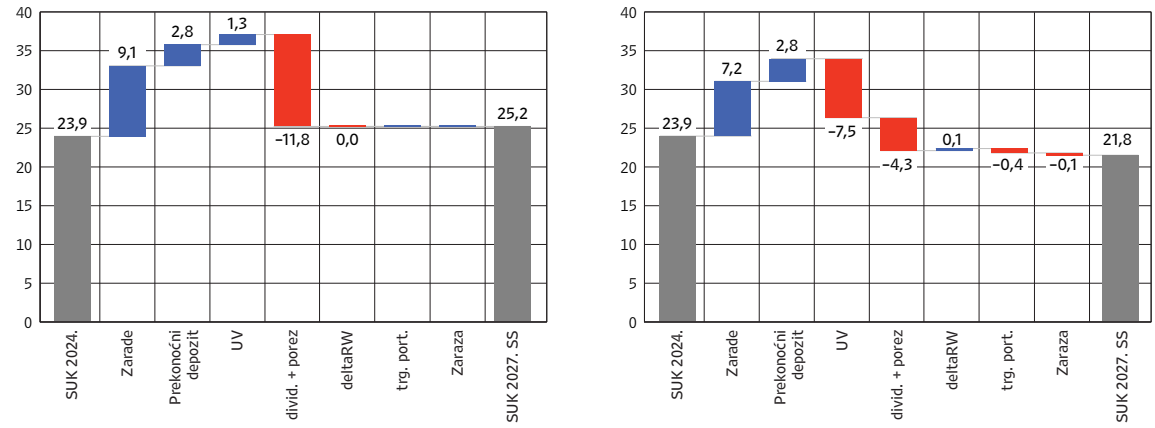

Izvor: HNB

**U stresnom je scenariju osim nepovoljnog utjecaja većih neprihodonosnih plasmana na rast troškova umanjenja vrijednosti i rezerviranja procijenjen i dodatan trošak za plasmane za koje bi tek mogle nastupiti poteškoće u otplati.** Rast umanjenja vrijednosti za očekivani kreditni gubitak (faza 2 kreditnog rizika) najizraženiji je u prvoj godini stresnog scenarija, kada se pojave prvi znakovi pogoršanja gospodarskih kretanja i rasta kamatnih stopa, dok je rast umanjenja vrijednosti i rezervacija za plasmane za koje postoje poteškoće u otplati (faza 3) najsnažniji u drugoj godini stresnog scenarija. S oporavkom u trećoj godini dolazi do blagog poboljšanja, tj. smanjenja troškova umanjenja vrijednosti.

## C.3. Procjena stabilnosti bankovnog sustava

**U temeljnom scenariju stopa kapitala povećava se s 23,9% na kraju 2024.** na 25,2% na kraju 2027., kao rezultat zadržavanja dijela dobiti koju bi kreditne institucije mogle ostvariti u tom razdoblju. U oba scenarija pretpostavljeno je da kreditne institucije u 2025. isplate najavljeni iznos dividenda u iznosu od ukupno 1,1 mlrd EUR. U idućim se godinama pretpostavlja, ako ostvaruju dobit u tekućoj godini, isplata dividenda u iznosu od 80% dobiti nakon poreza ostvarene u prethodnoj kalendarskoj godini, pa se tek manji dio zarada uključuje u kapital. U situaciji kada banka zadire u zaštitne slojeve kapitala, pretpostavljeni je iznos isplate dividenda ograničen[8] u skladu s regulativom.

**Slika II.9. Dekompozicija promjene stope kapitala u temeljnom i stresnom scenariju, od kraja 2024. do 2027.**




Napomena: SUK 2027. TS odnosi se na stopu ukupnoga kapitala u temeljnom scenariju, a SUK 2027. SS na stresni scenarij. Za stresni scenarij prikazuje se odstupanje od temeljnog scenarija.
**Izvor: HNB**

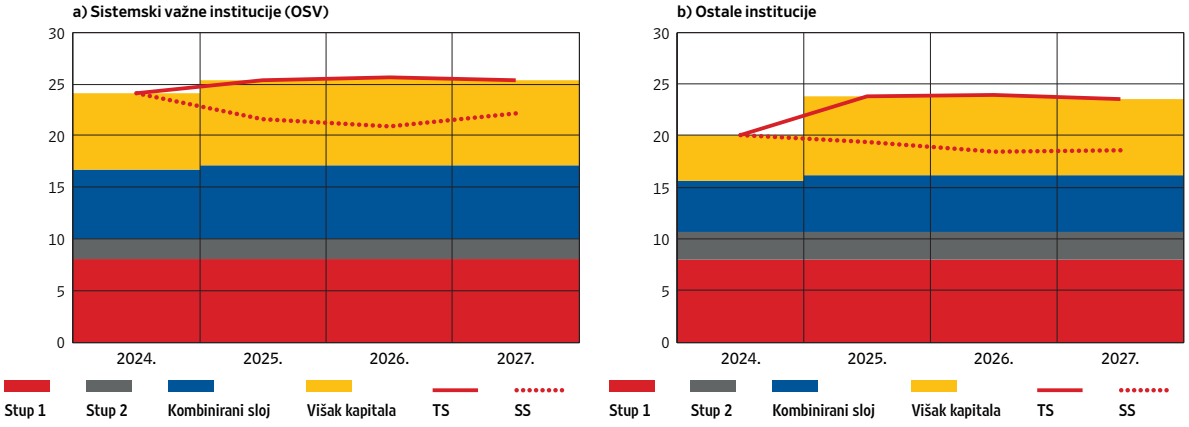
**U stresnom scenariju stopa ukupnoga kapitala kreditnih institucija zamjetno se smanjuje tijekom prve dvije godine, a potom oporavlja i na kraju 2027.** godine doseže 21,8%. Razlike između ocijenjene solventnosti kreditnih institucija u stresnom i temeljnom scenariju uvelike odražavaju dodatni trošak umanjenja vrijednosti zbog materijalizacije kreditnog rizika u uvjetima gospodarske krize. To istodobno dovodi i do smanjenja neto kamatnih prihoda zbog slabije sposobnosti otplate duga klijenata banaka. Usto, pretpostavljeni rast prinosa na državne obveznice u stresnom scenariju smanjuje njihovu tržišnu vrijednost, što negativno utječe na kapital, iako je taj učinak relativno blag zbog velikog udjela instrumenata u portfeljima koji se drže do dospijeća i ne vrednuju po fer vrijednosti. Osim toga, prisutni su i neizravni negativni učinci krize koji proizlaze iz međubankovne zaraze, tj. izloženosti kreditnih institucija institucijama u problemima, tj. onima koje ne zadovoljavaju supervizorske kapitalne zahtjeve.

**Rezultati provedenog ispitivanja pokazuju visoku otpornost domaćega bankovnog sustava, uz određeni stupanj heterogenosti među institucijama (Slika II.10.).** Na kraju promatranog horizonta na razini sustava zadovoljen je supervizorski kapitalni zahtjev (engl. *Total Srep Capital*

8 U članku 141. Direktive o kapitalnim zahtjevima (CRD VI) propisuje se da institucije koje ne ispunjavaju svoj kombinirani zaštitni sloj kapitala smiju isplatiti maksimalni iznos koji je ograničen regulatornom formulom (engl. *maximum distribution amount*, MDA).

*Ratio*, TSCR), čime se potvrđuje kako su banke posljednjih nekoliko godina obilježenih visokom profitabilnošću ojačale svoju kapitalnu poziciju, čemu su pridonijele i makrobonitetne mjere usmjerene na povećanje zaštitnih slojeva kapitala banaka. Sve sistemski važne kreditne institucije ostvaruju razmjerno dobre rezultate i u stresnom scenariju jer akumulirani višak kapitala učinkovito apsorbira utjecaj mogućih nepovoljnih makroekonomskih kretanja. Većina malih kreditnih institucija u 2024. ostvarila je zamjetnu dobit i tako ojačala svoju kapitalnu poziciju, što se pokazalo dovoljnim za apsorpciju učinaka višegodišnjih nepovoljnih gospodarskih kretanja, pa na cijelom testnom horizontu u cjelini ne zadiru u kombinirani zaštitni sloj kapitala. Ipak, visoki gubici pojedinih banaka u nepovoljnim makroekonomskim uvjetima rezultirali bi zadiranjem u kombinirani zaštitni sloj kapitala za pet kreditnih institucija, pri čemu jedna zadire i u naloženi dodatni regulatorni kapital (stup 2).

**Slika II.10. Stopa kapitala u temeljnom i stresnom scenariju u odnosu na bonitetne kapitalne zahtjeve**

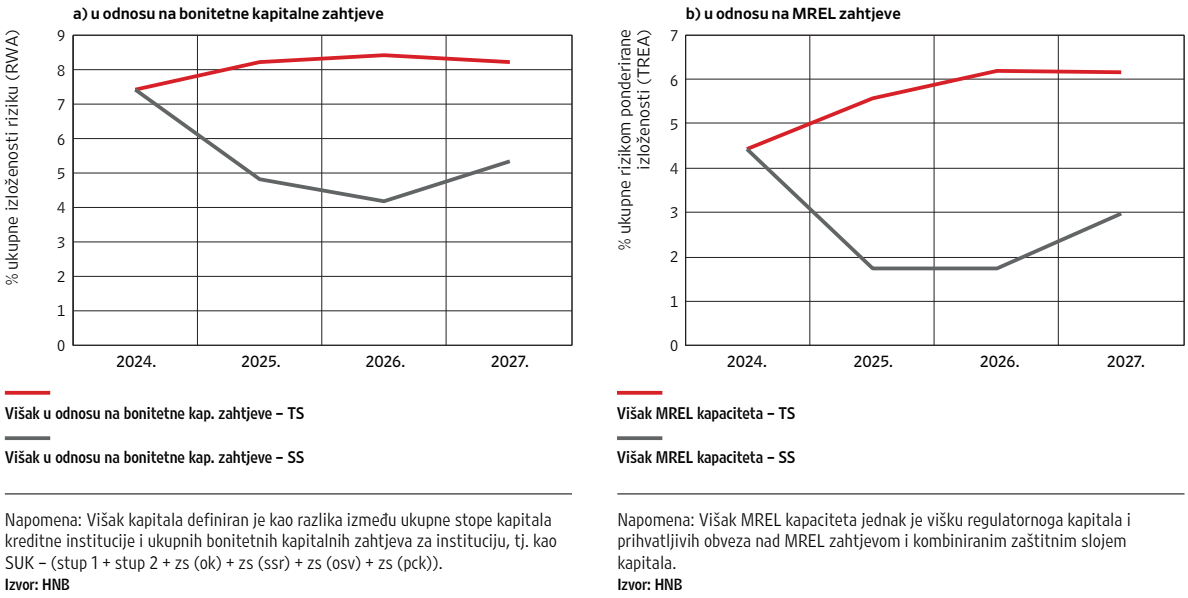



Napomena: Stup 1 – minimalni kapitalni zahtjev; stup 2 – naloženi dodatni regulatorni kapital koji odgovara prosjeku za cijeli sustav; kombinirani sloj čine: zs (ssr) – zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik, zs (ok) – zaštitni sloj za očuvanje kapitala; zs (osv) – zaštitni sloj za OSV institucije, zs (pck) – protuciklički zaštitni sloj kapitala; TS – stopa ukupnoga kapitala u temeljnom scenariju; SS – stopa ukupnoga kapitala u stresnom scenariju. Višak kapitala definiran je kao razlika između ukupne stope kapitala kreditne institucije i ukupnih bonitetnih kapitalnih zahtjeva za instituciju, tj. kao SUK – (stup 1 + stup 2 + zs (ok) + zs (ssr) + zs (osv) + zs (pck)), a prikazan je za temeljni scenarij.
**Izvor: HNB**

**Relativno povoljniji rezultati ovogodišnjega stresnog testiranja u odnosu na prošlogodišnje djelomice su odraz dodatnog povećanja dobiti banaka, ali i promjena u profilu rizika.** U uvjetima i dalje povišenih kamatnih stopa kreditne institucije ostvaruju visoke neto kamatne prihode. Povijesno niska razina neprihodonosnih kredita i njihova visoka pokrivenost ispravcima vrijednosti dodatno poboljšavaju dobru početnu poziciju za apsorpciju učinaka pogoršanja kvalitete kredita. Većina dužničkih vrijednosnih papira klasificirana je u portfeljima koji se drže do dospijeća, bez izravnih učinaka na kapital, jer to bankama omogućuje stabilnost i predvidljivost zbog mjerenja cijena po amortiziranom trošku, umjesto fer vrijednosti. Iako ove promjene naizgled povećavaju sigurnost sustava, one također skrivaju potencijalne gubitke u slučaju potrebe za prodajom tih financijskih instrumenata. Stoga je ključno da kreditne institucije zadrže oprez i razvijaju strategije za učinkovito upravljanje rizikom, kako bi se osigurali održiv rast i stabilnost čak i u nepredvidivim tržišnim uvjetima.

**Osim bonitetnih kapitalnih zahtjeva, bankovni sustav u stresnom scenariju zadovoljava i konačne MREL[9] zahtjeve (Slika II.11.b).** Promotri li se iznos kapitala i podložnih instrumenata kojima su banke raspolagale na kraju 2024. godine, uz autonomno povećanje kapitala u simuliranim scenarijima, vidi se da bankovni sustav u temeljnom i stresnom scenariju zadovoljava konačni cilj za MREL zahtjeve i kombinirani zaštitni sloj kapitala koji su banke obvezne održavati iznad toga.

**Slika II.11. Višak kapitala u sustavu u temeljnom i stresnom scenariju**




Napomena: Višak kapitala definiran je kao razlika između ukupne stope kapitala kreditne institucije i ukupnih bonitetnih kapitalnih zahtjeva za instituciju, tj. kao SUK – (stup 1 + stup 2 + zs (ok) + zs (ssr) + zs (osv) + zs (pck)).
**Izvor: HNB**

Napomena: Višak MREL kapaciteta jednak je višku regulatornoga kapitala i prihvatljivih obveza nad MREL zahtjevom i kombiniranim zaštitnim slojem kapitala.
**Izvor: HNB**

**Provedeno ispitivanje solventnosti pokazalo je sposobnost bankovnog sustava da se nosi s nepredviđenim hipotetskim šokovima i potvrdilo važnost održavanja adekvatnih zaštitnih slojeva kapitala.** Visoka kapitaliziranost banaka ključan je činitelj u zaštiti sustava da prebrodi rijetke, ali moguće krizne situacije karakterizirane snažnim padom gospodarske aktivnosti i snažnim inflatornim pritiscima te pooštrenim globalnim uvjetima financiranja. Važnu ulogu pritom imaju zaštitni slojevi kapitala, čija je izgradnja posljednjih godina dodatno povećala otpornost bankarskog sektora i oslobodila dodatan prostor djelovanja makrobonitetne politike u slučaju nastupanja krize, kako bi ublažila mogući negativni učinak na kreditnu aktivnost. Osim toga, višak kapitala koji banke dobrovoljno održavaju iznad propisanih zahtjeva daje im dodatnu stabilnost i kapacitet za prilagodbu u vrijeme kriznih situacija. Nastavak održavanja visokih razina kapitaliziranosti bit će ključan za očuvanje stabilnosti i otpornosti bankarskog sektora u budućnosti.

9 Minimalni zahtjev za vlastiti kapital i prihvatljive obveze (engl. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*)

# III. Provođenje makrobonitetne politike

**Povećana globalna neizvjesnost uzrokovana porastom geopolitičkih i trgovinskih napetosti povećala je izloženost financijskog sustava Republike Hrvatske sistemskim rizicima. Istodobno su u domaćem gospodarstvu snažan rast kreditne aktivnosti i daljnje povećavanje cijena nekretnina dodatno produbili cikličke ranjivosti na potencijalne nepovoljne ekonomske i financijske scenarije. U okružju povećanih rizika i neizvjesnosti, makrobonitetna politika Hrvatske narodne banke, uz očuvanje prethodno uspostavljenih zaštitnih slojeva, nadopunjena je uvođenjem ograničenja kriterija kreditiranja potrošača. Kontinuiranom primjenom kombiniranoga zaštitnog sloja kapitala čija je visina razmjerna sistemskim rizicima za financijsku stabilnost, HNB nastavlja pridonositi čuvanju otpornosti bankarskog sektora. Očekuje se da će primjena novih ograničenja kriterija kreditiranja potrošača pridonijeti povećanju otpornosti kućanstava na eventualno ostvarenje sistemskih rizika ili neočekivane ekonomske šokove i tako ublažiti rizike za financijsku stabilnost.**

## A. Ograničenja kriterija kreditiranja potrošača

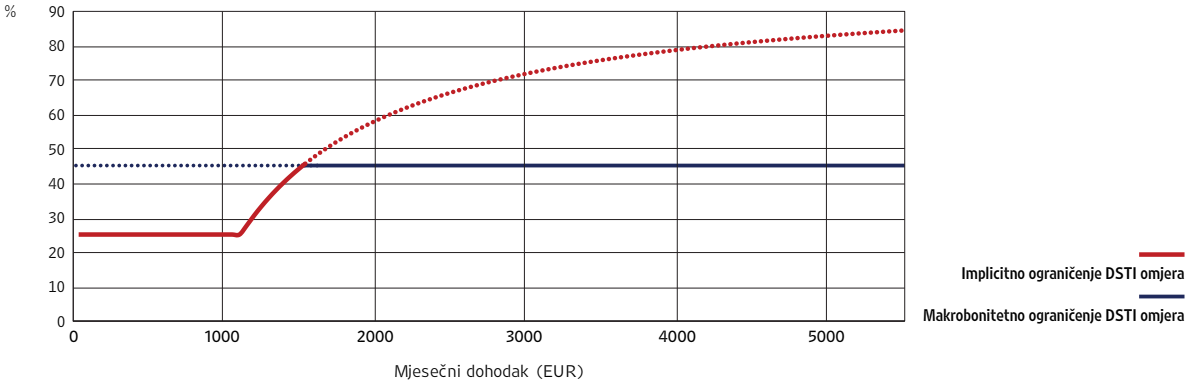
**HNB je u 2025. prvi put uveo eksplicitna makrobonitetna ograničenja kriterija kreditiranja potrošača kako bi ublažio rizike za financijsku stabilnost povezane s pojačanim kreditiranjem kućanstava (vidi poglavlje I.C.1.).** Odluka o kriterijima kreditiranja potrošača od 1. srpnja 2025. počet će se primjenjivati na sve nove stambene i nestambene kredite potrošačima, a uključuje ograničenja najvišeg omjera mjesečne otplate ukupnog duga i dohotka potrošača (engl. *debt service to income*, u nastavku teksta: DSTI omjer), najvišeg omjera iznosa stambenoga kredita i vrijednosti nekretnine u zalogu (engl. *loan to value*, u nastavku teksta: LTV omjer) i najdulje ročnosti kredita. Tako pri odobravanju novoga kredita potrošačima DSTI omjer ne smije biti veći od 45% za stambene kredite i 40% za nestambene kredite, a LTV omjer za kredite uz zalog nekretnine ne smije biti veći od 90%. Predviđene su i iznimke kojima se dopušta da kreditne institucije svakog tromjesečja na osnovi vlastite procjene odobre do 20% iznosa stambenih i 10% iznosa nestambenih kredita mimo navedenih DSTI ograničenja kao i 20% iznosa kredita potrošačima mimo LTV ograničenja. Pritom će se iznimke pri odobravanju stambenih kredita najviše (tri četvrtine iznimki) smjeti primjenjivati za potrošače koji kreditom rješavaju svoje stambene potrebe. Stambeni krediti i krediti osigurani nekretninom smiju se odobriti na najviše 30 godina, a ostali nestambeni krediti na najviše 10 godina.

**Uz nova makrobonitetna ograničenja kriterija kreditiranja, za stambene kredite potrošačima još je od 2018. u primjeni implicitni omjer otplata duga i dohotka.** Ovo ograničenje proizlazi iz Ovršnog zakona, koji utvrđuje neovršivi dio plaće potrošača, i supervizorske Odluke o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača. Navedena odluka kreditnim institucijama propisuje da su pri procjeni kreditne sposobnosti potrošača dužne uzeti u obzir minimalne životne troškove koji ne mogu biti manji od zakonski definiranog iznosa dijela plaće

zaštićenog od ovrhe. Interakcijom ove odluke i Ovršnog zakona nastaje neizravno (implicitno) ograničenje DSTI omjera za stambene kredite koje za potrošače s ispodprosječnim dohotkom iznosi približno 25%, a za preostale potrošače raste usporedo s rastom njihova dohotka.[1] U odnosu na nestambene kredite, nastavlja se primjenjivati preporuka HNB-a iz 2019. kojom je kreditnim institucijama preporučeno da pri odobravanju navedenih kredita s rokom dospijeća duljim od pet godina primijene jednake kriterije procjene kreditne sposobnosti kao i za stambene kredite.

**Makrobonitetno ograničenje DSTI omjera i postojeći implicitni DSTI omjer za stambene kredite od 1. srpnja 2025. primjenjivat će se paralelno.** Ograničenje DSTI omjera u Odluci o kriterijima kreditiranja potrošača neovisno o razini dohotka iznosi 45%, dok je implicitno ograničenje DSTI omjera strože za potrošače s nižim dohotkom. Tako je za sve potrošače čiji je dohodak manji od 120% prosjeka Republike Hrvatske (oko 1600 eura u 2025.) mjesečna rata stambenoga kredita ograničena postojećim implicitnim DSTI omjerom. Za razliku od toga, novo makrobonitetno ograničenje DSTI omjera odrazit će se na potrošače s višim dohotkom (Slika III.1.).

**Slika III.1. Interakcija novog ograničenja DSTI omjera i postojećega implicitnog DSTI ograničenja**




Napomena: Puna linija prikazuje stvarno ograničenje DSTI omjera za sve razine dohotka, koje proizlazi iz interakcije mjera. Iscrtkana plava linija prikazuje makrobonitetno ograničenje DSTI omjera koje je blaže od postojećega implicitnog ograničenja i stoga nije restriktivno. Crvena iscrtkana linija označuje implicitni DSTI za više razrede dohotka, čiji je najveći DSTI omjer međutim ograničen makrobonitetnim DSTI ograničenjem.
**Izvor: HNB**

**Mjere su kalibrirane s namjerom da ponajprije djeluju na najrizičnije segmente kredita potrošačima koji se odobravaju uz relativno blage uvjete.** Promatra li se učinak na cjelokupno kreditiranje potrošača, trebale bi se ponajviše odraziti na nenamjenske gotovinske kredite i trenutačno ne bi trebale znatnije utjecati na stambeno kreditiranje. U makroekonomskim uvjetima brzog rasta potrošnje kućanstava, ove mjere istodobno pridonose njezinu usporavanju kao i smanjenju inflatornih pritisaka povezanih s povećanom potražnjom.

**Ograničenja kreditiranja uvode se preventivno, kao trajni strukturni element makrobonitetne politike HNB-a, koji se po potrebi može prilagođavati.** Njima se preventivno želi ublažiti rizik pretjeranog popuštanja kriterija kreditiranja potrošača i očuvati njihova financijska otpornost u mogućim nepovoljnim ekonomskim scenarijima. Provedba mjera pratit će se na osnovi podataka o uvjetima kreditiranja potrošača, koji se prikupljaju mjesečno na razini svakoga pojedinačnoga kredita potrošaču. Učinci ograničenja kriterija kreditiranja potrošača procjenjivat

1 Vidi Makroprudencijalnu dijagnostiku br. 8, Okvir 1.

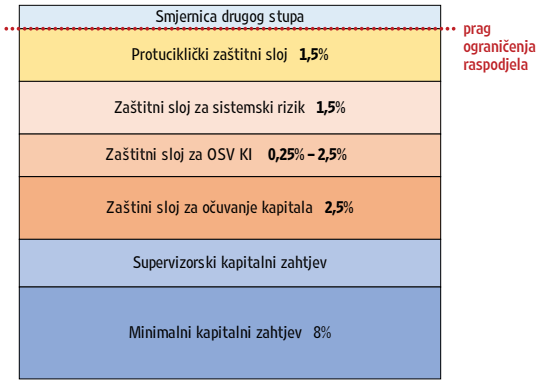
će se skupno s drugim makrobonitetnim mjerama i njihovim doprinosom očuvanju stabilnosti financijskog sustava i dugoročno održivoga gospodarskog rasta te će se po potrebi prilagođavati razvoju sistemskih rizika i općim makrofinancijskim okolnostima.

## B. Zaštitni slojevi kapitala

**HNB propisuje dodatne makrobonitetne kapitalne zahtjeve bankama u obliku kombiniranoga zaštitnog sloja kapitala, kako bi ojačao njihovu otpornost na iznenadne šokove i nepovoljne financijske i makroekonomske scenarije.** Ovi zaštitni slojevi kapitala usmjereni su na sistemske rizike strukturne i cikličke prirode, pri čemu se vodi računa o njihovoj interakciji s drugim makrobonitetnim mjerama i supervizorskim i sanacijskim zahtjevima. U okolnostima umjereno povišenih sistemskih rizika i izražene neizvjesnosti budućih kretanja HNB je zadržao postojeću razinu kapitalnih zahtjeva. Time je osiguran prostor za djelovanje makrobonitetne politike u slučaju da se ti rizici ostvare. Posebno važnu ulogu pritom imaju otpustivi kapitalni zahtjevi, ponajprije protuciklički zaštitni sloj kapitala, ali i zaštitni sloj za sistemski rizik, koji je kalibriran uzimajući u obzir visoku neizvjesnost i rastuće geopolitičke rizike.

**Tijekom posljednjih godinu dana kombinirani zaštitni sloj kapitala iznosio je između 5,5% i 8% ukupnog iznosa izloženosti riziku, ovisno o sistemskoj važnosti pojedine banke.** Njegova se visina nije mijenjala nakon stupanja na snagu povećanja protucikličkoga zaštitnog sloja i zaštitnog sloja za pojedine sistemski važne institucije tijekom 2024. Kombinirani zaštitni sloj kapitala sastoji se od zaštitnog sloja za očuvanje kapitala, čija je stopa od 2,5% propisana europskom regulativom te se primjenjuje u svim zemljama EU-a, protucikličkoga zaštitnog sloja u visini od 1,5%, zaštitnog sloja za sistemski rizik u visini od 1,5% i zaštitnog sloja za ostale sistemski važne institucije u rasponu od 0,25% do 2,5% (Slika III.2.). HNB će nastaviti visinu zaštitnih slojeva kapitala pravodobno prilagođavati razvoju cikličkih rizika u kontekstu domaćih i globalnih financijskih i ekonomskih kretanja te u koordinaciji s drugim mjerama makrobonitetne politike, kako bi se postigla optimalna kombinacija mjera za očuvanje stabilnosti financijskog sustava.

**Slika III.2. Kapitalni zahtjevi za banke na 30. 4. 2025.**




Napomena: Ilustrativni prikaz. Visina slojeva na slici ne odražava njihovu stvarnu veličinu. Prag ograničenja raspodjela odnosi se na izračun najvećega raspodjeljivog iznosa s obzirom na stupanj ispunjavanja kapitalnih zahtjeva.
**Izvor: HNB**

## B.1. Protuciklički zaštitni sloj kapitala

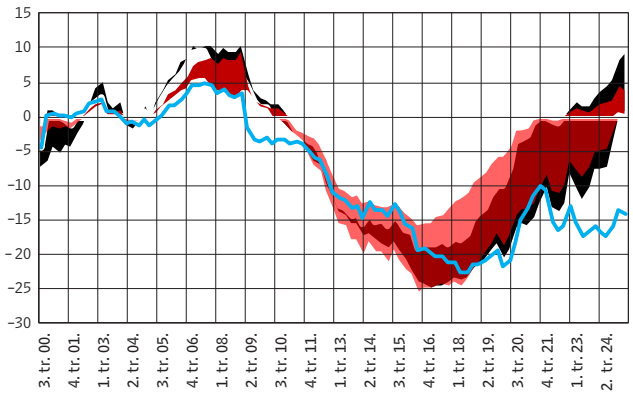
**Domaći financijski ciklus u prvom polugodištu 2025.** zadržao se u fazi ekspanzije, obilježenoj povišenom razinom cikličkih ranjivosti. Kreditna aktivnost banaka nastavila je jačati, pri čemu je godišnji rast kredita privatnom nefinancijskom sektoru na osnovi transakcija u ožujku 2025. iznosio 12,4%. Najveći doprinos ukupnom povećanju kredita kućanstvima dali su gotovinski nenamjenski krediti, koji se ubrzavaju već treću godinu zaredom, s godišnjom stopom promjene od 15,6% u ožujku 2025. Stambeni krediti nastavili su rasti po stabilnim povišenim stopama, uz godišnju stopu promjene od 10% u ožujku 2025., što je bilo dodatno potaknuto snižavanjem kamatnih stopa na te kredite početkom 2025. U odnosu na prethodnu godinu ubrzalo se i kreditiranje nefinancijskih poduzeća, čak i kada se isključe učinci baznog razdoblja te jednokratni učinci pojedinačnih velikih transkacija. Na to je dodatno utjecalo i smanjenje kamatnih stopa na kredite poduzećima. Kretanja na tržištu stambenih nekretnina nastavila su pridonositi rastu cikličkih rizika. Unatoč usporavanju, rast cijena stambenih nekretnina u 2024. ostao je zamjetan (prosječno 10,4%), a tržišna se aktivnost nakon dvogodišnjeg smanjivanja stabilizirala.

**Pokazatelji kreditnog jaza specifičnog za Republiku Hrvatsku i kompozitnog indikatora cikličkoga sistemskog rizika ostali su povišeni.** Svi specifični pokazatelji kreditnog jaza[2] tijekom 2024. ušli su u pozitivan teritorij, što je podignulo i raspon referentnih stopa koje čine osnovu za određivanje stope protucikličkoga zaštinog sloja kapitala. Snažan rast kreditiranja u drugom polugodištu 2024. zaustavio je višegodišnje smanjivanje omjera kredita i BDP-a. Istodobno je trend vrijednosti omjera kredita i BDP-a tijekom 2024. nastavio padati, povećavajući pozitivno odstupanje kredita u odnosu na BDP od dugoročnog trenda (**Slika III.3.**). Na nastavak uzlazne faze financijskog ciklusa upućuje i zadržavanje kompozitnog indeksa cikličkog rizika[3] na povišenoj razini. Na njegovu dinamiku i razinu i dalje najviše utječu bankovno kreditiranje i kretanja na tržištu stambenih nekretnina (**Slika III.4.**).

2 Specifični pokazatelji kreditnog jaza za Republiku Hrvatsku obuhvaćaju 12 pokazatelja: šest apsolutnih i šest relativnih jazova, koji su izračunati uz različite definicije kredita i različite parametre izglađivanja. Više informacija dostupno je u publikaciji HNB-a Makroprudencijalna dijagnostika br. 16 i u radu Škrinjarić i Bukovšak (2022.): Novi indikatori kreditnog jaza u Hrvatskoj: unapređenje kalibracije protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala, Istraživanja HNB-a I-69, lipanj.

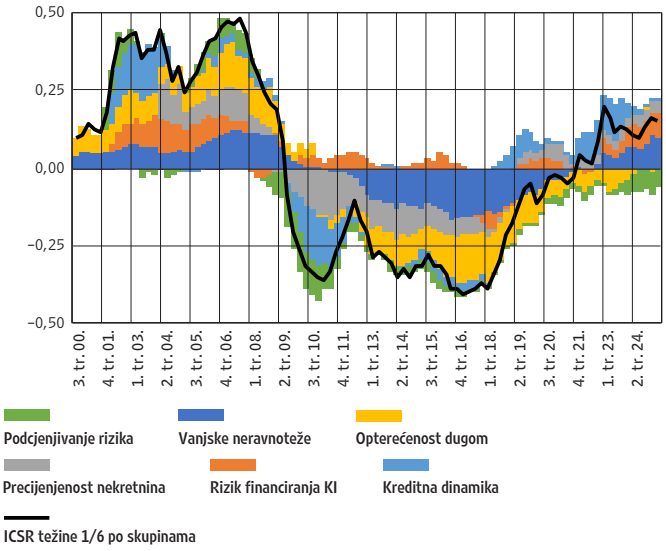
3 Kompozitni indeks obuhvaća širi skup pokazatelja povezanih s prekomjernim kreditnim rastom, razvrstanih u šest kategorija rizika koje je preporučio ESRB, kojima su dodijeljene jednake težine. Više informacija dostupno je u publikaciji HNB-a Makroprudencijalna dijagnostika br. 16 i u radu Škrinjarić, T. (2022.): Uvođenje kompozitnog indikatora cikličkoga sistemskog rizika u Hrvatskoj: mogućnosti i ograničenja, Istraživanja HNB-a I-70, srpanj.

**Slika III.3. Kreditni jaz**




Napomena: Prikazani su bazelski jaz (plava krivulja) i raspon vrijednosti 12 kreditnih jazova koji za Republiku Hrvatsku bolje ispunjavaju signalnu funkciju u odnosu na bazelski jaz. Crveno osjenčana područja označuju raspon apsolutnih jazova, a crno osjenčano odnosi se na relativne jazove.
**Izvor: HNB**

**Slika III.4. Indikator cikličkog rizika (ICSR)**




Napomena: ICSR jednake težine 1/6 po skupinama indikatora
**Izvor: HNB**

**Uzmu li se u obzir povišeni ciklički rizici, stopa protucikličkoga zaštitnog sloja od 1,5% ocijenjena je primjerenom potrebi očuvanja otpornosti bankovnog sustava na moguću materijalizaciju cikličkih rizika ili iznenadne šokove.** Pravodobnom izgradnjom protucikličkoga zaštitnog sloja HNB je još u 2024. povećao udio varijabilnih kapitalnih zahtjeva u kombiniranom zaštitnom sloju kapitala. Time je dodatno proširio prostor za djelovanje makrobonitetne politike u slučaju iznenadnog šoka, koji može biti neovisan o razvoju financijskog ciklusa (vidi Okvir 6. Rana izgradnja otpornosti: protuciklički zaštitni sloj kapitala).

## OKVIR 6.

# Rana izgradnja otpornosti: protuciklički zaštitni sloj kapitala

**Visoka neizvjesnost i porast učestalosti i intenziteta globalnih šokova povećavaju nepredvidivost financijskih ciklusa i umanjuju pouzdanost standardnih pokazatelja ranog upozorenja na preokret ciklusa, što naglašava potrebu za preventivnim jačanjem otpornosti bankarskog sektora. Jedan od načina za to jest primjena strategije pozitivne neutralne stope, odnosno aktiviranje protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala u ranoj fazi financijskog ciklusa koju karakterizira standardna razina cikličkih rizika prije nego što dosegnu povišenu razinu. Cilj je takvog pristupa pravodobna izgradnja zaštitnih slojeva kapitala koji se mogu otpustiti u slučaju iznenadnih šokova u svim fazama financijskog ciklusa. U tom kontekstu alternativa uvođenju pozitivne neutralne stope jest primjena indikatora temeljenih na riziku koji omogućuju rano prepoznavanje rizika i izgradnju protucikličkoga zaštitnog sloja, što je ujedno i pristup koji primjenjuje HNB.**

**Protuciklički zaštitni sloj kapitala varijabilni je makrobonitetni kapitalni zahtjev osmišljen za ublažavanje cikličkih sistemskih rizika i jačanje otpornosti bankovnog sustava.** Uvodi se u uzlaznoj fazi financijskog ciklusa kako bi se tijekom razdoblja stresa po potrebi mogao otpustiti, čime se bankama olakšava apsorpcija mogućih gubitaka i podržava nastavak kreditiranja gospodarstva. Iako je u europski regulatorni okvir uveden 2014. kao dio paketa mjera prenesenih iz Basela III[1], iznenadna kriza izazvana pandemijom bolesti COVID-19 dodatno je potaknula rasprave o ulozi zaštitnih slojeva kapitala u razdobljima stresa i potrebi ranijeg aktiviranja protucikličkoga zaštitnog sloja, neovisno o znakovima rasta cikličkih rizika.

**Izgradnja protucikličkoga zaštitnog sloja izvorno je povezana s rastom cikličkih sistemskih rizika u nacionalnom gospodarstvu.** Osnovni pokazatelj takvih kretanja, koji je preporučio Baselski odbor, jest kreditni jaz (engl. *credit-to-GDP gap*), pa se na temelju njega izvodi referentna stopa koja je polazna točka za kalibraciju stope protucikličkoga zaštitnog sloja. Usto, Europski odbor za sistemske rizike preporučuje da nacionalna makrobonitetna tijela pri kalibraciji u obzir mogu uzeti i specifične nacionalne pokazatelje prekomjernoga kreditnog rasta kao i širi skup indikatora financijskog ciklusa.[2]

**Uoči izbijanja pandemije bolesti COVID-19, pozitivan protuciklički zaštitni sloj kapitala primjenjivalo je samo 11 od 30 zemalja Europskoga gospodarskog područja (EGP).** Iako je kriza bila izazvana vanjskim šokom nepovezanim s financijskim ciklusom, zemlje članice koje su otprije izgradile protuciklički zaštitni sloj kapitala reagirale su njegovim otpuštanjem (potpunim ili djelomičnim)[3], kako bi dodatnim kapitalnim raterećenjem podržale bankarski sektor i

1 Basel III skup je međunarodno usuglašenih reforma i mjera koje je razvio Bazelski odbor za nadzor banaka kao odgovor na financijsku krizu iz razdoblja 2007. – 2009. godine.

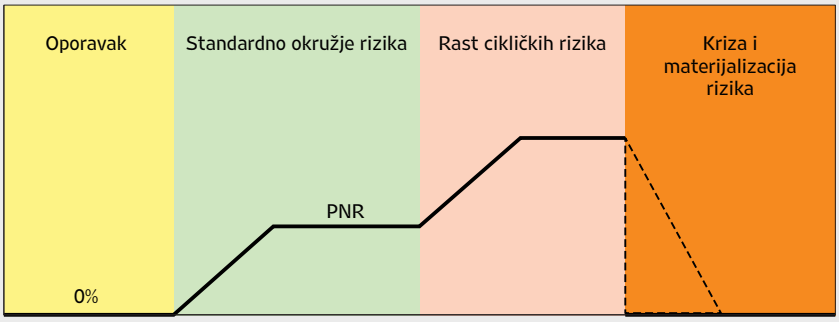
2 Preporuka Europskog odbora za sistemske rizike ESRB/2014/1

3 European Systemic Risk Board: "Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector", 31. ožujka 2022.

gospodarstvo. No, one zemlje koje prethodno nisu uvele protuciklički zaštitni sloj imale su sužen prostor za djelovanje makrobonitetne politike. Iako se europski bankovni sustav u krizi izazvanoj pandemijom općenito pokazao otpornim (zahvaljujući i širokoj potpori monetarnih i fiskalnih mjera koje su spriječile materijalizaciju kreditnog rizika), poučene ovim iskustvom, zemlje članice nakon krize počele su aktivnije koristiti protuciklički zaštitni sloj kapitala.

**Jedan od načina za ranu izgradnju protucikličkoga zaštitinog sloja kapitala jest strategija tzv. pozitivne neutralne stope.** Ona podrazumijeva aktivaciju protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala u ranoj fazi financijskog ciklusa, još dok ciklički sistemski rizici nisu došli na povišenu razinu. U takvom okružju karakteriziranom održivim rastom kredita, umjerenim rastom cijena imovine, stabilnim bilancama nefinancijskog sektora i profitabilnim bankovnim sektorom, pozitivna stopa protucikličkoga zaštitnog sloja povećava otpornost bankarskog sektora na iznenadne šokove koji nisu povezani s razvojem cikličkih rizika. Kada se ciklički rizici počinju nakupljati, visina stope protucikličkoga zaštitnog sloja dodatno se povećava razmjerno rastu rizika, a budući da je zaštitni sloj već bio aktiviran, njegovo povećanje može biti postupnije nego u scenariju kada se taj sloj izgrađuje od nule. U slučaju financijske krize i/ili materijalizacije rizika, protuciklički zaštitni sloj može se trenutačno ili postupno otpustiti, a njegova ponovna izgradnja prema ciljanoj neutralnoj stopi započinje u razdoblju u kojemu se ocijeni da je financijski ciklus ponovno u zoni standardne ili neutralne razine rizika (Slika 1.).

**Slika 1. Stilizirani prikaz korištenja protucikličkoga zaštitnog sloja uz pozitivnu neutralnu stopu**




Napomena: Crta prikazuje visinu stope protucikličkoga zaštitnog sloja u različitim fazama financijskog ciklusa. Iscrtkana crta prikazuje da se zaštitni sloj u krizi može otpustiti u cijelosti odmah ili postupno. PNR – pozitivna neutralna stopa.
**Izvor: ESB**[4]

**Brojne zemlje članice počele su graditi protuciklički zaštitni sloj kapitala primjenom strategije pozitivne neutralne stope, osobito nakon pandemije.**[5,6] Njegove je koristi prepoznao i Bazelski odbor za nadzor banaka koji je krajem 2022. izdao obavijest o mogućim prednostima

4 European Central Bank: "A Positive Neutral Rate for the Countercyclical Capital Buffer – State of Play in the Banking Union", Macroprudential Bulletin, travanj 2023.

5 Prije pandemije pristup pozitivne neutralne stope usvojili su Ujedinjeno Kraljevstvo (2016.), Litva (2017.) i Češka (2019.). Razlozi uključuju neizvjesnost u mjerenju cikličkih rizika, osobito u prijelaznim fazama financijskog ciklusa, te namjeru da se zaštitni sloj izgradi postupno i uz manji ekonomski trošak.

6 Basel Committee on Banking Supervision: "Range of practices in implementing a positive neutral countercyclical capital buffer", BIS Publication No. d585, studeni 2024.

dobrovoljnog određivanja pozitivne neutralne stope protucikličkog sloja.[7] Na kraju 2024., prema zajedničkom izvještaju Europske središnje banke i Europskog odbora za sistemske rizike[8], pozitivnu neutralnu stopu protucikličkoga sloja primjenjivalo je 17 zemalja članica EGP-a. Kao motivaciju uglavnom navode pravodobno formiranje zaštitnog sloja kapitala dostupnog za oslobađanje tijekom mogućih šokova koji se mogu dogoditi u bilo kojoj fazi financijskog ciklusa, ali i neizvjesnost glede pravilne procjene intenziteta rizika. Dodatan je poticaj mogućnost postupnijeg (i uz manji trošak ako banke već ne raspolažu kapitalnim viškom nego moraju pribaviti novi kapital) stvaranja zaštitnog sloja kao i proširenje opsega djelovanja makrobonitetne politike preko povećanja otpustivih slojeva kapitala, tj. onih koji se mogu smanjivati ili ukinuti u nepovoljnim razdobljima.

**Za sada ne postoje zajednička definicija neutralne (standardne) razine cikličkih rizika ni harmonizirana metodologija za utvrđivanje pozitivne neutralne stope na razini Europske unije.** Metode kalibracije koje primjenjuju zemlje članice različite su i uključuju analizu povijesnih gubitaka bankovnog sustava, modele testiranja otpornosti na stres, procjene učinka otpuštanja kapitalnog zahtjeva na kreditnu aktivnost banaka i/ili stručnu procjenu. Osim toga, zemlje članice kao važan čimbenik u određivanju neutralne stope često navode specifičnosti nacionalnoga gospodarstva i financijskog ciklusa, koje se mogu odnositi na strukturne karakteristike i povijesne pokazatelje poslovanja nacionalnoga bankarskog sektora, kolebljivost financijskog ciklusa, relativnu važnost tržišta stambenih nekretnina i stambenoga kreditiranja i drugo. Različite metode kalibracije i pristupi kvanitativnom određivanju neutralnog okružja rizika kao posljedicu imaju znatne razlike u ciljanoj pozitivnoj neutralnoj stopi, koja među zemljama članicama koje su provele ovu strategiju varira između 0,5% do 2%, a najčešće iznosi 1% ukupnog iznosa izloženosti riziku.

**U sklopu tekućeg preispitivanja europskoga regulatornog uređenja za provođenje makrobonitetne politike raspravlja se i o eksplicitnom uvođenju mogućnosti pozitivne neutralne strategije u europsko zakonodavstvo.** Jedan je od ciljeva potaknuti aktivniju izgradnju otpustivih zaštitnih slojeva kapitala i tako poboljšati njihovu iskoristivost u uvjetima stresa, kako bi se unaprijedila njihova učinkovitost u svim fazama financijskog i gospodarskog ciklusa. U tom kontekstu, minimalna zajednička definicija pozitivne neutralne stope protucikličkoga zaštitnog sloja prvi je korak za harmonizaciju primjene ovog pristupa u državama članicama.

**Iz perspektive pravodobne izgradnje protucikličkoga zaštitnog sloja alternativa strategiji pozitivne neutralne stope može biti i metodologija koja omogućuje rano prepoznavanje nastanka cikličkih rizika.** Fleksibilan metodološki okvir utemeljen na rizicima i usmjeren na buduća kretanja (engl. *forward-looking*) može identificirati cikličke ranjivosti i signalizirati potrebu za izgradnjom protucikličkoga zaštitnog sloja već u ranoj fazi financijskog ciklusa. Ključan je preduvjet identifikacija pokazatelja koji imaju sposobnost vrlo ranog predviđanja gomilanja cikličkih ranjivosti u domaćem gospodarstvu i bankovnom sustavu, koji služe kao osnova za

7 Basel Committee on Banking Supervision: Newsletter on Positive Neutral Countercyclical Capital Buffer Rates, Bank for International Settlements, listopad 2022.

8 European Central Bank and European Systemic Risk Board: "Using the Countercyclical Capital Buffer to Build Up Resilience Early in the Cycle", siječanj 2025.

kalibraciju dodatnoga kapitalnog zahtjeva. Tako se može povećati iznos otpustivih zaštitnih slojeva kapitala i ojačati otpornost bankarskog sektora na sličan način kao i primjenom strategije pozitivne neutralne stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala.

**Hrvatska narodna banka upravo je s ciljem ranog prepoznavanja rizika početkom 2022.** revidirala svoj metodološki okvir za utvrđivanje protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala.[9] Protuciklički zaštitni sloj kapitala u Republici Hrvatskoj uveden je 2015. godine sa stopom jednakom nuli, koja se nije mijenjala sve do početka 2022. godine. Nova metodologija, koja se oslanja na širok skup alternativnih pokazatelja kreditnog jaza za koje su utvrđena bolja svojstva ranog upozorenja na krizu od Baselova kreditnog jaza i kompozitni indeks financijskog ciklusa koji objedinjuje širi skup pokazatelja[10], omogućila je raniju identifikaciju cikličkih rizika i aktiviranje protucikličkog sloja kapitala. Tako je stopa protucikličkoga zaštitnog sloja od 2022., u skladu s ocijenjenim rastom rizika, u tri koraka postupno podizana do sadašnje razine od 1,5%.[11] Slično kao strategija pozitivne neutralne stope, ova je metodologija omogućila aktivnije korištenje protucikličkog sloja i pravodobno jačanje otpornosti nacionalnoga bankarskog sektora na moguće šokove koji ne moraju biti povezani s razvojem financijskog ciklusa.

9 Za više informacija vidi Makroprudencijalnu dijagnostiku br. 16 iz veljače 2022., Okvir 2.

10 Škrinjarić, Tihana: "Uvođenje kompozitnog indikatora cikličkoga sistemskog rizika u Hrvatskoj: mogućnosti i ograničenja", Hrvatska narodna banka, srpanj 2022.

11 Vidi priopćenja o visini stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala dostupna na mrežnim stranicama HNB-a.

## B.2. Pokrivanje strukturnih sistemskih rizika

**Analiza strukturnih ranjivosti i sistemskih rizika u domaćem gospodarstvu pokazala je da je izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima strukturne prirode umjereno povišena.** U skladu s time HNB je odlučio da se zaštitni sloj za sistemski rizik nastavlja primjenjivati uz nepromijenjenu stopu od 1,5% do sljedećeg preispitivanja, koje će se redovno provesti tijekom 2026. Najvažniji izvori rizika za financijsku stabilnost proizlaze iz međunarodnog okružja, gdje izražene geopolitičke napetosti i trgovinski sukobi uzrokuju snažna kolebanja na financijskim tržištima te mogu dovesti do iznenadnih i snažnih poremećaja u globalnom gospodarstvu i financijskom sustavu. Iako su gospodarska kretanja u Republici Hrvatskoj trenutačno povoljna, a bankovni sustav stabilan i profitabilan, globalni poremećaji mogli bi negativno utjecati i na stabilnost domaćega financijskog sustava. Očuvanje primjerene kapitaliziranosti banaka stoga je ključno kako bi se podržala njihova sposobnost podnošenja mogućih gubitaka i nastavak financiranja gospodarstva.

**Krajem 2024.** HNB je potvrdio status sedam već ranije utvrđenih ostalih sistemski važnih (u nastavku teksta: OSV) kreditnih institucija i visinu zaštitnog sloja kapitala koju su te institucije dužne održavati. Stope zaštitnog sloja kapitala za OSV kreditne institucije u 2025. ostale su propisane na istim razinama kao i u 2024., nakon što su prethodne godine na agregatnoj razini podignute i prilagođene promjenama sistemske važnosti pojedinačnih OSV kreditnih institucija (Tablica III.1.).

**Tablica III.1. Ostale sistemski važne institucije u 2025. godini**

| OSV kreditna institucija | Bodovi sistemske važnosti na dan 31. 12. 2023. | Stopa ZS (OSV) od 1. 1. 2025. (%) |
|---|---|---|
| Zagrebačka banka d.d., Zagreb | 3.004 | 2,5 |
| Privredna banka Zagreb d.d., Zagreb | 2.412 | 2,0 |
| Erste&Steiermärkische Bank d.d., Rijeka | 1.622 | 2,0 |
| Raiffeisenbank Austria d.d., Zagreb | 1.070 | 1,5 |
| OTP banka Hrvatska d.d., Split | 787 | 1,5 |
| Hrvatska poštanska banka d.d., Zagreb | 458 | 1,0 |
| Addiko Bank d.d., Zagreb | 190 | 0,25 |

Napomena: Kratica ZS (OSV) označuje zaštitni sloj kapitala za OSV kreditne institucije.
**Izvor: HNB**

# C. Pokrivanje rizika povezanih s tržištem nekretnina

**Za ublažavanje rizika povezanih s tržištem nekretnina HNB primjenjuje mjere koje povećavaju otpornost banaka kao i mjere za povećanje otpornosti korisnika stambenih kredita.** U obliku kapitalnih zahtjeva HNB je do kraja 2024. primjenjivao mjere[4] koje se odnose na ponderе rizika za izloženosti banaka[5] osigurane stambenim i poslovnim nekretninama, kojima su kapitalni zahtjevi neizravno povećani kako bi adekvatno odražavali moguće rizike. S početkom 2025. godine, stupanjem na snagu izmijenjene Uredbe o kapitalnim zahtjevima (tzv. CRR3) bitno se promijenio tretman izloženosti osiguranih nekretninama za izračun kapitalnog zahtjeva za kreditni rizik, za banke pri standardiziranom pristupu, uvođenjem detaljnije klasifikacije izloženosti osiguranih nekretninama i odgovarajućih pondera rizika osjetljivijih na vrstu i rizičnost izloženosti. Analiza kvantitativnog učinka tih regulatornih promjena nagovijestila je znatnu reklasifikaciju izloženosti od strane domaćih kreditnih institucija u obliku povećanog obujma izloženosti koje se prepoznaju kao osigurane nekretninama. Na te se izloženosti od 1. siječnja primjenjujuju odgovarajući novi ponderi rizika, koji prema preliminarnim rezultatima bez primjene nacionalnih diskrecija na agregatnoj razini ne bi trebali dovesti do smanjenja kapitalnih zahtjeva za spomenute izloženosti.

**U skladu s novim regulatornim pristupom koji je osjetljiviji na rizičnost izloženosti HNB je prilagodio primjenu postojećih nacionalnih diskrecija glede izračuna rizičnosti ovih izloženosti.** Tako je od 1. siječnja 2025. zadržana stroža definicija stambene nekretnine za primjenu povlaštenog pondera rizika u visini od 20% na izloženosti osigurane stambenim nekretninama koje ne ostvaruju prihod, koja dodatno uvjetuje da korisnik kredita nema više od dvije nekretnine i da nekretnina kojom se osigurava izloženost nije kuća za odmor. S druge strane, obveza primjene višeg pondera rizika za izloženosti osigurane poslovnim nekretninama ukinuta je i od siječnja 2025. na te se izloženosti primjenjuju ponderi rizika prema CRR-u 3. Ti su ponderi viši u odnosu na prethodne ponderе predviđene CRR-om i različiti s obzirom na mogućnost generiranja prihoda od nekretnine, zbog čega je na osnovi preliminarne analize ocijenjeno da više ne postoji potreba za primjenom nacionalnih viših pondera rizika. Prikladnost pondera rizika redovno će se preispitati u drugoj polovini 2025. te će se oni po potrebi prilagoditi s obzirom na procijenjenu rizičnost izloženosti, uzimajući u obzir i trendove na tržištu nekretnina i druga financijska i ekonomska kretanja kao i druge makrobonitetne mjere.

**Ciklički rizici povezani s tržištem nekretnina uzimaju se u obzir i pri kalibraciji protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala, čime se dodatno jača otpornost banaka.** Rizici povezani s tržištem nekretnina uzeti su u obzir i pri kalibraciji novih ograničenja kriterija kreditiranja potrošača.

4 Mjere su obuhvaćale strožu definiciju stambene nekretnine na koju se može primijeniti povlašteni ponder rizika od 35%, a koja se odnosila samo na nekretnine čiji je vlasnik fizička osoba s najviše dvije nekretnine u vlasništvu, a nekretnine su namijenjene stanovanju ili davanju u najam za potrebe stanovanja. U suprotnom se na takve izloženosti primjenjivao standardni ponder za izloženosti prema kućanstvima, koji iznosi 75%. Kod izloženosti u cijelosti i potpuno osiguranih poslovnim nekretninama, umjesto pondera od 50%, HNB je propisao viši ponder rizika od 100%.

5 Odnosi se na banke koje se koriste standardiziranim pristupom za procjenu kapitalnih zahtjeva.

HNB
EUROSUSTAV

# Kratice i znakovi

## Kratice

| | |
|---|---|
| **APN** | Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama |
| **BDP** | bruto domaći proizvod |
| **BEA** | Ured SAD-a za ekonomske analize (engl. *U. S. Bureau of Economic Analysis*) |
| **DZS** | Državni zavod za statistiku |
| **EA** | europodručje (engl. *eurozone*, *euroarea*) |
| **engl.** | engleski |
| **ESB** | Europska središnja banka |
| **ESI** | ekonomski pokazatelj pouzdanja (engl. *Economic Sentiment Indicator*) |
| **EU** | Europska unija |
| **EU ETS2** | sustav EU-a za trgovanja emisijama (engl. *Emissions Trading Scheme*, ETS) |
| **EURIBOR** | referentna kamatna stopa koja se utvrđuje na europskom međubankarskom tržištu (engl. *Euro Interbank Offered Rate*) |
| **€STR** | referentna eurska kratkoročna kamatna stopa |
| **Fed** | američka središnja banka (engl. *Federal Reserve System*) |
| **GSCPI** | indeks pritisaka u globalnim lancima dobave (engl. *Global Supply Chain Pressure Index*) |
| **HIPC** | harmonizirani indeks potrošačkih cijena (engl. *Harmonized Index of Consumer Prices*) |
| **HNB** | Hrvatska narodna banka |
| **HPK** | harmonizirani pokazatelji konkurentnosti |
| **HWWI** | Institut za međunarodnu ekonomiju u Hamburgu (njem. *Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut*) |
| **HZMO** | Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje |
| **HZZ** | Hrvatski zavod za zapošljavanje |
| **ILO** | Međunarodna organizacija rada (engl. *International Labour Organization*) |
| **INET-41** | indeks nominalnoga efektivnog tečaja eura prema 41 najvažnijem trgovinskom partneru europodručja |
| **IPC** | indeks potrošačkih cijena (engl. *Consumer Price Index*) |
| **MF** | Ministarstvo financija |
| **MFL** | kamatna stopa na stalno raspoložive mogućnosti granične posudbe |
| **mil.** | milijun |
| **mlrd.** | milijarda |
| **MMF** | Međunarodni monetarni fond |
| **MWh** | megavatsat |
| **NKD** | Nacionalna klasifikacija djelatnosti |
| **OECD** | Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj (engl. *Organization for Economic Cooperation and Development*) |
| **OOH** | stambeni objekt u vlasništvu stanara (engl. *owner-occupied housing*) |
| **p. b.** | postotni bod |
| **PDV** | porez na dodanu vrijednost |
| **PMI** | indeks menadžera nabave (engl. *Purchasing Manager Index*) |

| | |
|---|---|
| **SAD** | Sjedinjene Američke Države |
| **SMA** | Anketa o monetarnim analizama (engl. *Survey of Monetary Analysts*) |
| **SPF** | Anketa stručnjaka za ekonomske prognoze (engl. *Survey of Professional Forecasters*) |
| **SVAR** | model strukturne vektorske autoregresije (engl. *structural vector autoregressive model*) |
| **tr.** | tromjesečje |
| **UNCTAD** | Konferencija Ujedinjenih naroda o trgovini i razvoju (engl. *United Nations Conference on Trade and Development*) |

## Troslovne oznake za valute

| | |
|---|---|
| **CHF** | švicarski franak |
| **CNY** | juan renminbi |
| **EUR** | euro |
| **GBP** | funta sterlinga |
| **JPY** | jen |
| **USD** | američki dolar |
| **XDR** | posebna prava vučenja |

## Dvoslovne oznake za zemlje

| | |
|---|---|
| **AT** | Austrija |
| **BE** | Belgija |
| **BG** | Bugarska |
| **CY** | Cipar |
| **CZ** | Češka |
| **DE** | Njemačka |
| **DK** | Danska |
| **EE** | Estonija |
| **ES** | Španjolska |
| **FI** | Finska |
| **FR** | Francuska |
| **GB** | Velika Britanija |
| **GR** | Grčka |
| **HR** | Hrvatska |
| **HU** | Mađarska |
| **IE** | Irska |
| **IT** | Italija |
| **LT** | Litva |
| **LV** | Letonija |
| **MT** | Malta |
| **NL** | Nizozemska |
| **PL** | Poljska |
| **PT** | Portugal |

| | |
|---|---|
| **RO** | Rumunjska |
| **SI** | Slovenija |
| **SK** | Slovačka |
| **UK** | Ujedinjeno Kraljevstvo |

## Znakovi

| | |
|---|---|
| – | nema pojave |
| **....** | ne raspolaže se podatkom |
| **0** | podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere |
| **Ø** | prosjek |
| **a, b, c,...** | oznaka za napomenu ispod tablice i slike |
| * | ispravljen podatak |
| **( )** | nepotpun, nedovoljno provjeren podatak |

HNB
EUROSUSTAV

**IZDAVAČ**

**Hrvatska narodna banka**
Trg hrvatskih velikana 3
10000 Zagreb

**www.hnb.hr**

Molimo korisnike ove publikacije da pri
korištenju podataka obvezno navedu izvor.

ISSN 1846-940X (online)

ISSN 1846-940X

