STRUKTURA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Fruk, Kristina

Master's thesis / Diplomski rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:217782

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**



Repository / Repozitorij:

EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek







Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Kristina Fruk

STRUKTURA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Diplomski rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Kristina Fruk

STRUKTURA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Diplomski rad

Kolegij: Financijsko posredništvo

JMBAG: 0010218550

e-mail: kfruk@efos.hr

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov Starčević

Komentor: Ana Zrnić, univ. spec. oec.

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate Study Financial management

Kristina Fruk

STRUCTURE OF FINANCIAL INTERMEDIARIES IN CROATIA

Graduate paper

Osijek, 2021.

IZJAVA

O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska.* (cc) BY-NC-SA
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: Kristina Fruk

JMBAG: 0010218550

OIB: 02218762763

e-mail za kontakt: kristinaf69@gmail.com

Naziv studija: Sveučilišni diplomski studij; smjer: Financijski menadžment

Naslov rada: Struktura financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj

Mentor/mentorica diplomskog rada: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov Starčević

U Osijeku, _____2021._____ godine

Potpis _____

Struktura financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj

SAŽETAK

Financijski sustav značajan je indikator razvijenosti gospodarstva neke zemlje, a obuhvaća financijska tržišta, financijske instrumente i financijske institucije pri čemu se financijski posrednici najčešće promatraju pod stavkom financijskih institucija. Financijski posrednici neizravno prikupljaju novčana sredstva od suficitarnih sektora i tako prikupljena sredstva plasiraju na financijska tržišta, u vidu financijskih instrumenata, te ih potom dalje transferiraju ka sektorima koji imaju financijski deficit. Time posrednici obavljaju ekonomsku funkciju čime vode ka efikasnijem funkcioniranju financijskog sustava. Značaj financijskih posrednika proizlazi iz činjenice da oni smanjuju brojne probleme koji se mogu pojaviti ukoliko se individualni investitori izravno pojave na financijskom tržištu. Stoga je važno upoznati se s ulogom i vrstama financijskih posrednika koji postoje u financijskom sustavu. S tim u vezi, financijske posrednike u financijskom sustavu Republike Hrvatske moguće je podijeliti u tri glavne skupine među kojima se ističu depozitne institucije, institucije ugovorne štednje i investicijski posrednici. Svaka od tih skupina podrazumijeva određene institucije koje se smatraju financijskim posrednicima te svaka od njih zauzima različiti udio u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Sa svrhom ukazivanja na eventualne promjene u strukturi financijskih posrednika te adekvatnost postojeće strukture posrednika gospodarskoj situaciji u Republici Hrvatskoj, analizirani su broj financijskih posrednika, njihova ukupna imovina iskazana vrijednosno i kao postotak bruto domaćeg proizvoda, struktura ulaganja posrednika te stupanj financijske i kreditne intermedijacije u trogodišnjem razdoblju. Sve prethodno navedene varijable komparirane su u odnosu na odabrane razvijene zemlje Europske unije s ciljem donošenja zaključka o tome prati li struktura posrednika u Republici Hrvatskoj trendove u razvijenijim zemljama Europske unije.

Ključne riječi: financijski sustav, financijski posrednici, financijske institucije, struktura financijskih posrednika

Structure of financial intermediaries in Croatia

ABSTRACT

The financial system is a significant indicator of the development of a country's economy, and includes financial markets, financial instruments and financial institutions, where financial intermediaries are most often observed under the item of financial institutions. Financial intermediaries indirectly collect funds from surplus sectors and place the funds thus collected on financial markets, in the form of financial instruments, and then transfer them further to sectors with a financial deficit. In this sense, intermediaries perform an economic function, which leads to a more efficient functioning of the financial system. The importance of financial intermediaries stems from the fact that they reduce a number of problems that can arise if individual investors appear directly in the financial market. It is therefore important to become familiar with the role and types of financial intermediaries that exist in the financial system. In this regard, financial intermediaries in the financial system of the Republic of Croatia can be divided into three main groups, among which depository institutions, contractual savings institutions and investment intermediaries stand out. Each of these groups includes certain institutions that are considered financial intermediaries, and each of them occupies a different share in the financial system of the Republic of Croatia. In order to indicate possible changes in the structure of financial intermediaries and the adequacy of the existing structure of intermediaries to the economic situation in the Republic of Croatia, in this paper were analyzed the number of financial intermediaries, their total assets expressed as a percentage of gross domestic product, investment structure of intermediaries and the ratio of financial and credit intermediation. All the above variables were compared in relation to selected developed countries of the European Union in order to conclude whether the structure of intermediaries in the Republic of Croatia follows trends in more developed countries of the European Union.

Key words: financial system, financial intermediaries, financial institutions, structure of financial intermediaries

SADRŽAJ

1. Uvod 1

2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja 3

2.1. Pojmovno određenje financijskog sustava Republike Hrvatske 3

2.1.1. Funkcije financijskog sustava 5

2.1.2. Elementi financijskog sustava 6

2.1.2.1. Financijska tržišta 6

2.1.2.2. Financijski instrumenti 8

2.1.2.3. Financijske institucije 10

2.2. Pojam i uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske 11

2.2.1. Vrste financijskih posrednika 15

2.2.1.1. Depozitne institucije 16

2.2.1.2. Institucije ugovorne štednje 18

2.2.1.3. Investicijski posrednici 21

2.2.1.4. Ostali financijski posrednici 25

2.2.2. Nadzor nad poslovanjem financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj 26

3. Metodologija rada 29

3.1. Predmet istraživanja 29

3.2. Metode istraživanja 29

4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja 31

4.1. Makroekonomski pokazatelji Republike Hrvatske i razvijenih zemalja Europske unije 31

4.2. Struktura financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2018. do 2020. godine u odnosu na razvijene zemlje Europske unije 33

4.1.1. Broj financijskih posrednika u analiziranom razdoblju 33

4.1.2. Ukupna imovina financijskih posrednika u promatranom razdoblju 34

4.1.3. Omjer imovine financijskih posrednika i BDP-a u istraživanom razdoblju 36

4.1.4. Struktura ulaganja financijskih posrednika tijekom analiziranog razdoblja 37

4.1.4.1. Banke 38

4.1.4.2. Mirovinski fondovi 39

4.1.4.3. Društva za osiguranje 41

4.1.4.4. Investicijski fondovi 43

4.1.5. Omjer financijske intermedijacije i omjer kreditne intermedijacije u razdoblju istraživanja 45

5. Rasprava 48

6. Zaključak 50

Literatura 52

Popis tablica 57

Popis slika 58

Popis grafikona 59

1. Uvod

Financijski sustav predstavlja skup svih financijskih institucija, financijskih tržišta i financijskih instrumenata kojima se prometuje na financijskim tržištima. Važna karika u svakom financijskom sustavu su posrednici koji vrše mobilizaciju i alokaciju sredstava od novčano suficitarnih sektora ka novčano deficitarnim sektorima i na taj način doprinose razvoju gospodarskog sustava.

Upravo zbog značajnosti financijskih posrednika u financijskom sustavu, u ovom diplomskom radu istražuje se struktura financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske uz usporedbu iste sa strukturom posrednika u financijskom sustavu Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije. Pomoću analize strukture financijskih posrednika u navedenim zemljama intencija je doći do zaključka prati li struktura posrednika u Republici Hrvatskoj strukturu posrednika u razvijenijim zemljama Europske unije te je li ista adekvatna trenutnom gospodarskom trenutku. Također, radom se istražuje drže li banke i dalje poziciju najznačajnijih financijskih institucija ili je njihova pozicija oslabljena pojavom novih posrednika koji bi, u dogledno vrijeme, mogli prestići banke i preuzeti dominaciju u financijskom sustavu.

S ciljem dobivanja odgovara na ta pitanja, rad je strukturno podijeljen na šest glavnih cjelina, uključujući uvod kao prvu cjelinu i zaključak kao završno poglavlje.

Druga cjelina nosi naziv „Teorijska podloga i prethodna istraživanja“ i u njoj se daje teorijski pregled vezan uz financijski sustav općenito te osvrt na financijski sustav Republike Hrvatske. Pritom se financijski sustav opisuje temeljem njegovih funkcija i elemenata, a ujedno se objašnjava i uloga financijskih posrednika u istomu. Drugom cjelinom se nabrajaju i opisuju najznačajnije vrste posrednika u financijskom sustavu te se opisuje područje regulative vezane uz poslovanje financijskih posrednika na području Republike Hrvatske.

„Metodologija rada“ naziv je treće cjeline u kojoj se pojašnjavaju predmet i cilj rada te se navode i objašnjavaju metode korištene prilikom istraživanja.

Četvrta cjelina pod nazivom „Opis istraživanja i rezultati istraživanja“ predstavlja istraživački dio rada i njome se daje kratak pregled makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije kao uvod u analizu strukture najznačajnijih financijskih posrednika u nabrojanim zemljama tijekom posljednje tri godine. Struktura financijskih posrednika istražuje se pomoću pokazatelja kao što su broj financijskih posrednika,

visina imovine, udio imovine u bruto domaćem proizvodu zemalja, struktura ulaganja posrednika te omjer financijske i kreditne intermedijacije.

Petom cjelinom koja nosi naziv „Rasprava“, temeljem iznesenih podataka u četvrtoj cjelini diskutira se o primjerenosti trenutne strukture financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj sadašnjoj gospodarskoj situaciji te o sličnosti odnosno različitosti iste u odnosu na razvijenije zemlje Europske unije.

Na kraju slijedi „Zaključak“ kao šesta cjelina u kojemu se daje sažet prikaz ključnih elemenata rada uz vlastita zapažanja i preporuke autora.

2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja

S ciljem razumijevanja uloge posrednika u financijskom sustavu neke zemlje, nužno je prvo se upoznati s pojmom financijskog sustava. Stoga je nastavak rada predviđen za definiranje pojma financijskog sustava s osvrtom na Republiku Hrvatsku u sklopu kojega se obrađuju funkcije i elementi sustava. Zatim slijedi isticanje pojma i uloge financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske u sklopu kojega se nabrajaju i objašnjavaju najznačajniji posrednici te se objašnjava regulatorni okvir posrednika u Republici Hrvatskoj.

2.1. Pojmovno određenje financijskog sustava Republike Hrvatske

Financijski sustav kompleksan je sustav budući da se sastoji od brojnih komponenti koje su međuovisne, a predstavlja ukupnost financijskih institucija, financijskih tržišta i financijskih instrumenata. Također, bitan element u financijskom sustavu su regulatori institucija koje postoje u određenoj zemlji.

Kompleksnost financijskog sustava dokazuje i definicija u kojoj se navodi da su financijski sustavi u svijetu izuzetno *„složeni po strukturi i načinu funkcioniranja. Uključuju različite vrste institucija: banke, osiguravajuća društva, uzajamne investicijske fondove, tržišta dionica i tržišta obveznica itd., a sve te institucije regulira država. Financijski sustavi prenose bilijune dolara godišnje od ljudi koji štede ljudima s prilikom produktivnog investiranja“* (Mishkin i Eakins, 2018:176). Iz definicije se da iščitati značaj koji financijski sustav ima za nacionalnu ekonomiju, odnosno razlog zbog kojega zemlje teže imati stabilan financijski sustav.

Naime, poznato je kako su za zdravu ekonomiju ključne investicije kao glavni pokretač rasta i razvoja gospodarstva, a upravo stabilan financijski sustav doprinosi povećanju ulaganja kroz mehanizam učinkovite alokacije sredstava od novčano suficitarnih sektora ka sektorima kojima nedostaje novca za realizaciju profitabilnih ulaganja čime se indirektno utječe na bruto domaći proizvod zemlje i opće blagostanje u istoj.

Samuelson i Nordhaus (2010) potvrđuju tezu o povezanosti financijskog i gospodarskog sustava navodeći da financijski sustav koji dobro funkcionira bitno doprinosi zdravom gospodarskom rastu jer stabilnost implicira povjerenje u sustav što se odražava na rast kredita i investicija čime se generira brži gospodarski rast. Uz navedeno treba dodati da se financijski

i gospodarski sustav međusobno ne isključuju, pogotovo ukoliko se u obzir uzme činjenica da je financijski sustav jedan od vitalnih dijelova gospodarskoga sustava. U tom smislu, utjecaj koji financijski sustav ima na gospodarski rast jednak je učinku kojega gospodarski sustav prenosi na financijski sustav.

Slično tumačenje financijskog sustava daje se i na službenim stranicama Hrvatske narodne banke (2015) na kojima se navodi kako je financijski sustav neke zemlje određen kombinacijom valute i platnog sustava te financijskih tržišta, financijskih institucija i institucija zaduženih za regulaciju i nadzor rada istih.

Općenito uzevši, različite zemlje imaju različite financijske sustave pri čemu su stupanj zastupljenosti te brojnost i raznolikost financijskih institucija glavne determinante razine razvijenosti i tipa financijskog sustava. U skladu s time, financijski sustavi najčešće se opisuju kao bankocentrični ili tržišno orijentirani sustavi, ovisno o tome koja je institucija dominantna u strukturi financijskog sustava.

Leko (2006) ističe da kod zemalja koje imaju bankocentričan financijski sustav, banke predstavljaju najznačajniji kanal putem kojega se vrši alokacija sredstava, a uz banke postoje i institucionalni investitori različitog stupnja razvijenosti dok su financijska tržišta mahom nerazvijena. Nasuprot tomu, za tržišno orijentirane sustave su, uz banke karakteristična visoko razvijena tržišta vrijednosnica i ne bankovnih financijskih posrednika.

Pritom valja imati na umu kako ne postoji jedinstveno stajalište glede toga koji sustav ima veći utjecaj na gospodarski rast budući da je oblikovanje financijskog sustava uvjetovano nizom čimbenika karakterističnih za pojedinu zemlju.

Primjerice, istraživanja Tadesse (2002) i Uzunkaya (2012) pokazuju kako su financijski sustavi u kojima su okosnica banke efikasniji za ekonomski nerazvijenije zemlje i zemlje koje nemaju dovoljno razvijenu pravnu i institucionalnu infrastrukturu dok su u zemljama s razvijenim ekonomijama koje karakterizira razvijeno financijsko tržište djelotvorniji financijski sustavi orijentirani tržištu.

U tom kontekstu, kao najbolji primjer tržišno orijentiranog financijskog sustava navodi se financijski sustav Sjedinjenih Američkih Država dok nerazvijene zemlje i zemlje Europske unije, među kojima je i Republika Hrvatska većinom imaju bankovno orijentiran financijski sustav s nerazvijenim tržištem kapitala.

Promatrano s aspekta financijskog sustava Republike Hrvatske kako ga definira Hrvatska narodna banka (2015), zakonsko sredstvo plaćanja u Republici Hrvatskoj je kuna, a platni sustav organiziran je na način da sve fizičke i pravne osobe koje transakcije u zemlji i s inozemstvom izvršavaju bez upotrebe gotovine, iste vrše pomoću pružatelja platnih usluga dok se međubankovne transakcije obavljaju putem platnih sustava. Tržište novca u Republici Hrvatskoj organizirano je kao Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. koje je u Hrvatskoj poznato pod nazivom Tržište novca Zagreb, a od 1. siječnja 2020. godine nalazi se u likvidaciji dok je tržište kapitala ustrojeno u sklopu Zagrebačke burze. Uz tržište novca i tržište kapitala, značajno je i devizno tržište na kojemu, uz banke postoje i ovlašteni mjenjači koji za razliku od poslovnih banaka, pružaju usluge trgovanja isključivo fizičkim osobama i pokrivaju područje trgovanja samo stranom gotovinom i čekovima. Pritom, u financijskom sustavu Republike Hrvatske postoje brojne institucije koje održavaju regularno funkcioniranje financijskog sustava među kojima se kao najznačajnije ističu Hrvatska narodna banka (u nastavku HNB) i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (u nastavku HANFA) o kojima će više riječi biti u narednim potpoglavljima.

2.1.1. Funkcije financijskog sustava

Kako bi financijski sustav mogao ispunjavati svrhu zbog koje postoji, nužno je da na učinkovit način obavlja svoje zadaće, odnosno funkcije. Pritom je temeljna zadaća financijskog sustava preusmjeriti sredstva iz sektora koji posjeduje višak novca u sektor koji se suočava s novčanim manjkom.

Dobitnik „Nobelove nagrade“ Robert C. Merton ističe kako je ključna funkcija koju obavlja financijski sustav *„olakšati raspodjelu i raspoređivanje ekonomskih resursa, kako prostorno tako i vremenski, u nesigurnom okruženju“* (Merton, 1990:263). Navedena funkcija ukazuje na nužnost postojanja financijskog sustava kao mehanizma spajanja kreditora i debitora budući da bi bez postojanja takvog sustava potencijalnim investitorima bilo otežano, pa i gotovo nemoguće doći do potrebnih sredstava za realizaciju profitabilnih projekata što bi se negativno odrazilo na razvoj zemlje i životni standard njezinih stanovnika, a osobe s viškom novčanih sredstava ne bi imale gdje uložiti svoj višak i time zaraditi određeni prinos. Dakle, u toj situaciji su obje strane na gubitku dok je u slučaju postojanja financijskog sustava prisutna *win-win* situacija.

Prema Mertonu (1995), financijski sustav obnaša šest funkcija pri čemu se kao prva funkcija ističe osiguravanje platnog sustava za razmjenu roba i usluga. Zatim slijedi funkcija prema kojoj financijski sustav osigurava mehanizam za udruživanje sredstava za preuzimanje velikih nedjeljivih poduzeća te obavlja transfer ekonomskih resursa kroz vrijeme, geografske regije i industrije. Nadalje, kroz financijski sustav se omogućuje upravljanje neizvjesnošću i kontrola rizika, ali i pružaju se informacije o cijeni koje olakšavaju donošenje odluka na decentraliziranoj razini i u različitim gospodarskim sektorima. Konačno, financijski sustav je mehanizam koji omogućuje nošenje s asimetričnim informacijama, odnosno problemima koji mogu nastati uslijed situacije u kojoj jedna strana u financijskoj transakciji posjeduje više informacija od druge.

Levine (1997) naglašava kako, iako svi financijski sustavi pružaju jednake financijske funkcije, postoji razlika u kvaliteti obnašanja tih funkcija što se posljedično odražava na razvijenost financijskog sustava, a time i cjelokupnog gospodarstva neke zemlje.

Merton (1990) dodaje da su glavni razlog za takve razlike različiti institucionalni mehanizmi temeljem kojih se funkcije financijskog sustava obavljaju pri čemu su za isto zaslužne kulturološke, političke, povijesne i druge razlike među zemljama.

2.1.2. Elementi financijskog sustava

U svakom financijskom sustavu, s obzirom na složenost istoga, moraju postojati sastavni dijelovi, odnosno elementi koji ga određuju.

Najčešća podjela financijskog sustava je na tri elementa, a isti se odnose na financijska tržišta, financijske instrumente i financijske institucije.

2.1.2.1. Financijska tržišta

Financijska tržišta opisuju se kao mjesta na kojima se vrši kupoprodaja financijskih instrumenata odnosno, u užem smislu, vrijednosnih papira.

Orsag (2003) financijsko tržište definira kao mjesto na kojemu se prometuje kratkoročnim i dugoročnim financijskim instrumentima, pri čemu s jedne strane stoji ponuda novčanih sredstava, a s druge ponuda financijskih instrumenata kao nositelja određenih prava.

Pritom, kao temeljne uloge koje financijsko tržište obavlja, Bodie i dr. (2014) navode transparentno i pravovremeno pružanje informacija sudionicima na tržištu o promptnim i terminskim cijenama, alokaciju sredstava i vremensko odgađanje potrošnje, transfer rizika te davanje smjernica za rješavanje agencijskih problema koji nastaju zbog odvajanja vlasništva i menadžmenta.

Brojne su klasifikacije financijskih tržišta, međutim u osnovi se financijska tržišta najčešće dijele prema vremenu raspolaganja financijskim sredstvima i to na tržište novca i tržište kapitala.

Temeljna razlika između tih dvaju tržišta je u ročnosti sredstava kojima se na njima prometuje. U tom smislu, tržište novca predstavlja mjesto na kojemu se događa susret ponude i potražnje za kratkoročnim financijskim sredstvima, odnosno instrumentima s rokom dospijeća do godinu dana dok su na tržištu kapitala predmet prometa dugoročni financijski instrumenti, dakle oni kojima dospijeće premašuje godinu dana.

Prema institucionalnom ustroju, ulogu tržišta novca u Republici Hrvatskoj obnaša Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d., a dugoročni segment financijskog tržišta u Republici Hrvatskoj organiziran je putem Zagrebačke burze. Pritom, valja napomenuti kako se trgovanje financijskim instrumentima u Republici Hrvatskoj najčešće vrši putem tržišta novca dok segment tržišta kapitala nije osobito razvijen.

Razni su sudionici koji imaju participativnu ulogu na tim tržištima među kojima se kao glavni sudionici na tržištu novca u Republici Hrvatskoj, prema službenim stranicama Tržišta Novca Zagreb (2021) ističu Ministarstvo financija, Hrvatska narodna banka, depozitne institucije, osiguravajuća društva, društva za upravljanje mirovinskim fondovima te društva za upravljanje investicijskim fondovima.

S druge strane, prema mrežnim stranicama Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2018), na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj najčešće se pojavljuju izdavatelji financijskih instrumenata i ulagatelji u iste, financijski posrednici, Zagrebačka burza d.d. te Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb.

Sudionici na financijskim tržištima obavljaju aktivnosti kupnje i prodaje financijskih instrumenata te stoga u nastavku slijedi sažet opis financijskih instrumenata.

2.1.2.2. Financijski instrumenti

Kao što je već rečeno, financijska tržišta su mjesta na kojima se prometuje financijskim instrumentima.

Jedna od definicija financijskog instrumenta kaže da je to *„svaki ugovor temeljem kojeg nastaje financijska imovina jednog poduzetnika i financijska obveza ili vlasnički instrument drugog poduzetnika"* (Narodne novine, br. 30/2008). Navedena definicija tumači financijski instrument s ekonomskog aspekta pri čemu za izdavatelja financijskog instrumenta nastaje financijska obveza, a za onoga tko u svom posjedu ima financijski instrument, isti predstavlja financijsku imovinu.

Prema članku 3 Zakona o tržištu kapitala (Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020), financijski instrumenti dijele se na:

- prenosive vrijednosne papire s tim da isti ne uključuju instrumente plaćanja[1],
- instrumente tržišta novca,
- udjele u subjektima za zajednička ulaganja,
- izvedenice.

Svakako treba dodati kako je riječ o nematerijaliziranim pisanim ispravama budući da ih se u suvremenim uvjetima može naći isključivo u elektroničkom obliku.

Najznačajniji prenosivi vrijednosni papiri odnose se na dionice i obveznice pri čemu su temeljne razlike između tih dvaju vrsta – karakter financijskog odnosa i ne/definiranost dospijeća. Pritom, valja napomenuti kako su i dionica i obveznica dugoročni vrijednosni papiri, a razlika s aspekta dospijeća proizlazi iz činjenice ima li vrijednosni papir unaprijed utvrđeno dospijeće ili ga nema.

[1] Pod instrumentima plaćanja podrazumijevaju se čekovi, mjenice i slično.

„Korporacijski vrijednosni papiri osiguravaju vlasništvo odnosno udjel u vlasništvu nad dioničkim društvom – korporacijom i nemaju unaprijed utvrđeni vijek trajanja odnosno dospijeće. Zajmovni vrijednosni papiri rezultat su financijskog kreditiranja poduzeća. Stoga oni imaju unaprijed fiksirano vrijeme povrata sredstava odnosno unaprijed fiksirano dospijeće" (Orsag, 2003:82). Iz navedene definicije može se izvesti zaključak kako se dionice svrstavaju u vlasničke, odnosno korporacijske vrijednosne papire koji imatelju daju određena vlasnička prava. Riječ je o korporacijskim vrijednosnim papirima zato što dionice mogu izdavati samo dionička društva, odnosno korporacije. Budući da su dionice vezane uz određeno dioničko društvo, a obično se pretpostavlja da poduzeće neće propasti, trajanje dionice nije unaprijed utvrđeno. Drugim riječima, dionica je permanentan vrijednosni papir koji traje koliko i poduzeće uz koje je vezana. S druge strane, obveznice se smatraju dužničkim vrijednosnim papirima s obzirom da predstavljaju novčanu tražbinu odnosno obećanje plaćanja u budućnosti. Za razliku od dionice, obveznica ima fiksno i unaprijed utvrđeno dospijeće.

Također, dionice u pravilu nose varijabilne prinose[2] (dividende) koji se ne moraju uvijek isplatiti dok obveznice načelno nose kamate utvrđene u fiksnom iznosu. Još jedna bitna razlika je u tome da obične dionice[3] nose rezidualno potraživanje što znači da redovni dioničari, u slučaju stečaja ili likvidacije poslovnog subjekta, posljednji naplaćuju svoje tražbine. Konkretno, nakon kreditora, imatelja dužničkih vrijednosnih papira i preferencijalnih dioničara. U tom smislu, obveznicu karakterizira manja rizičnost od dionice. Uz to, postoje brojne karakteristike dionica i obveznica koje premašuju okvire ovoga rada te se stoga to područje u radu neće detaljnije razmatrati.

Nadalje, prema Zakonu o tržištu kapitala (Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020) u instrumente tržišta novca ubrajaju se trezorski, komercijalni i blagajnički zapisi te certifikati o depozitu, a istima se trguje na tržištu novca. U skladu s time, nameće se zaključak kako je riječ o kratkoročnim vrijednosnim papirima.

---

[2] Uz dividendu, dioničari mogu ostvariti i kapitalnu dobit ukoliko se novac umjesto isplate u obliku dividendi, zadrži u poduzeću i uslijed rasta vrijednosti poduzeća, poduzeće se proda po višoj cijeni nego je kupljeno. Međutim, kapitalni dobitak također može izostati.

[3] Uz obične dionice postoje i povlaštene, odnosno preferencijalne dionice koje imateljima daju neka povlaštena prava u odnosu na redovne dioničare.

Orsag (2003) navodi kako su trezorski zapisi kratkoročni diskontni financijski instrumenti koje izdaje država, odnosno Ministarstvo financija te su samim time najmanje rizični i lako utrživi. Slični instrumenti trezorskim zapisima su blagajnički zapisi i certifikati o depozitima s tom razlikom da iste izdaju poslovne banke pa su u tom kontekstu i manje privlačni u odnosu na državne vrijednosne papire. S druge strane, postoje i komercijalni zapisi koji predstavljaju najrizičnije instrumente kojima se prometuje na tržištu novca s obzirom na to da ih izdaju korporacije koje posjeduju kredibilitet što implicira neosiguranost takvih vrijednosnih papira. Uz to, sekundarno tržište komercijalnih zapisa nerazvijeno je u odnosu na ostala tržišta kratkoročnih vrijednosnih papira te su slijedom toga, komercijalni zapisi teško utrživi.

Iduća kategorija financijskih instrumenata odnosi se na jedinice u subjektima za zajednička ulaganja, odnosno na udjele u investicijskim fondovima dok se kod izvedenica misli na instrumente čija se vrijednost izvodi iz vrijednosti drugog financijskog instrumenta. To su primjerice opcije (engl. *options*), budućnosnice (engl. *futures*), zamjene (engl. *swaps*), kamatni unaprijedni ugovori (engl. *forward rate agreements*) i slično.

Nakon obrađena dva elementa financijskog sustava, preostalo je opisati treći i najznačajniji za ovaj rad, a to su financijske institucije bez kojih bi prometovanje financijskim instrumentima na financijskim tržištima bilo znatno otežano.

2.1.2.3. Financijske institucije

S obzirom na važnost financijskih institucija za financijski sustav, a posljedično i nacionalno gospodarstvo nužno je objasniti što pojam financijska institucija označava.

Prema Uredbi Europske unije, financijska institucija definira se kao *„društvo koje nije institucija i nije samo industrijski holding, a čija je osnovna djelatnost stjecanje udjela ili obavljanje jedne ili više djelatnosti navedenih u točkama od 2. do 12. i točki 15. Priloga I. Direktivi 2013/36/EU“* (Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća, 2013). Navedena definicija izuzetno je nerazumljiva i u njoj zapravo nije rečeno puno toga budući da se ista poziva na druge dokumente Europske unije. Stoga je nužno ponuditi jednostavniju definiciju financijske institucije.

Madura (2013) navodi kako su financijske institucije zapravo posrednici na financijskom tržištu koji vrše transfer sredstava od jedinica s novčanim suficitom ka jedinicama koje imaju deficit

financijskih sredstava. To čine na način da, primjerice, sredstva prikupljena od pojedinaca usmjeravaju prema korporacijama koje taj novac trebaju kako bi realizirale isplative investicije, ali također obnašaju i ulogu investitora usmjeravajući vlastita sredstva prema poduzećima. Navedeni autor daje puno bolji uvid u značenje financijske institucije, a kako su predmet ovoga rada financijski posrednici u Republici Hrvatskoj, financijsku instituciju važno je definirati i onako kako se ista promatra u zakonodavstvu Republike Hrvatske.

Pod financijskom institucijom u Republici Hrvatskoj podrazumijeva se *„kreditna institucija ili pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj kojoj odobrenje za rad daje i/ili čije poslovanje nadzire Hrvatska narodna banka, pravna osoba kojoj odobrenje za rad daje i/ili čije poslovanje nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga"* (Narodne novine, br. 159/2013:čl. 2).

Obično se financijske institucije dijele na depozitne i na nedepozitne pri čemu se generalno, pa samim time i u Republici Hrvatskoj pod depozitnim institucijama podrazumijevaju banke kao najznačajniji financijski posrednici dok se pod pojmom nedepozitnih financijskih institucija misli na institucionalne investitore kakvi su mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, investicijski fondovi i slično.

S obzirom da su financijske institucije, većim dijelom zapravo financijski posrednici na financijskim tržištima, veća pozornost i detaljnija klasifikacija istih predmet je idućih potpoglavlja.

2.2. Pojam i uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske

Budući da se pod pojmom financijskih institucija, u pravilu podrazumijevaju financijski posrednici, njihovo pojmovno određenje je istovjetno. Financijski posrednici su fizičke ili pravne osobe, odnosno institucije koje prikupljaju novčana sredstva javnosti i tako prikupljena sredstva ulažu na financijskim tržištima čime vrše konverziju direktnih potraživanja u indirektna potraživanja.

Dosada obrađenim dijelom rada pružena je polazna osnova za razumijevanje uloge financijskih posrednika u svakom financijskom sustavu, pa tako i onom Republike Hrvatske. S ciljem ukazivanja na važnost postojanja posrednika u financijskom sustavu, poslužit će hipotetski primjer prema kojemu financijski sustav funkcionira bez posrednika.

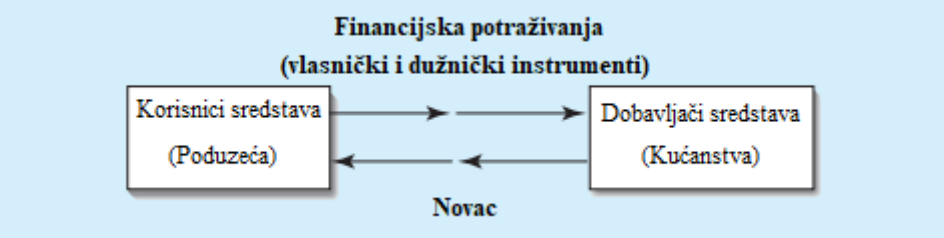
U svakom financijskom sustavu, jedna strana generira višak sredstava budući da troši manje nego što zarađuje (najčešće se radi o stanovništvu) dok se druga strana suočava s manjkom novca s obzirom da joj potrebe premašuju zaradu (najčešće je riječ o korporacijama). Za stanovništvo kao najvećeg generatora na strani štednje, postoje dvije mogućnosti:

1. držati gotovinu kao imovinu,

2. izravno uložiti gotovinu u vrijednosne papire poduzeća koja trebaju financiranje.

Ukoliko odluka padne na prvu opciju, dobra stvar je što je tada novac na raspolaganju kad god osobi zatreba, odnosno visoko je utrživ. Nedostatak je što se u tom slučaju, budući da se novac „ne okreće“, gubi prinos u obliku kamata ili dividendi što predstavlja oportunitetni trošak.

S druge strane, ustupi li se gotov novac subjektima kojima je potreban za financiranje jaza između rashoda za investicijske potrebe i interno generiranih prihoda[4] direktnim ulaganjem u vrijednosne papire, to implicira dodatan prinos na uložena sredstva, ali također uzrokuje brojne probleme koji će biti navedeni kasnije. Dakle, u tom slučaju radi se o direktnom transferu sredstava koji je prikazan na slici koja slijedi.



Slika 1. Izravan tijek sredstava u financijskom sustavu

Izvor: prilagodba autora prema Saunders i Cornett (2012:11).

Slika 1 pokazuje izravan transfer sredstava koji se događa u situaciji kada u financijskom sustavu nema posrednika. Vidljivo je kako tada dobavljači sredstava ustupaju svoj višak štednje u obliku novca korisnicima sredstava ulažući u vrijednosne papire poduzeća. Ono što je važno zapaziti je, da u slučaju direktnog tijeka sredstava kroz financijski sustav, nema treće osobe

[4] Primjerice, zadržana dobit.

koja posreduje između korisnika i dobavljača sredstava. Cijeli proces se obavlja direktno između dviju strana.

Jasno je kako u takvoj situaciji postoji problem u smislu povezivanja strana. Preciznije, zbog načina na koji funkcionira sustav bez financijskih posrednika i nesavršenosti tržišta, strana koja ima višak sredstava teško dolazi do informacija o strani kojoj su sredstva potrebna, i obrnuto. To implicira da se te dvije strane možda nikada neće niti susresti što će rezultirati nedovoljnom razmjenom sredstava, a čak i ako se susretnu, informacijski jaz i nedovoljna stručnost u pogledu procjene kreditne sposobnosti su preveliki da bi takav način polučio zadovoljavajuće rezultate.

Saunders i Cornett (2012) navode tri problema koji proizlaze iz izravnog transfera sredstava, a isti se odnose na:

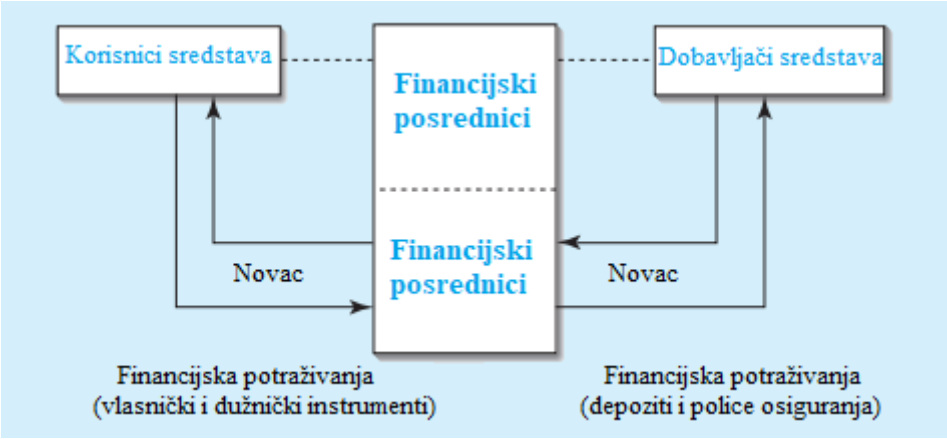
- troškove praćenja,
- troškove likvidnosti,
- cjenovni rizik.

Naime, kako bi dobavljači sredstava bili sigurni da se njihova sredstva troše na pravi način i ulažu u profitabilne projekte, nužno je vršiti nadzor nad korištenjem sredstava što implicira visoke troškove pa u tom smislu, dobavljači nisu osobito skloni obavljanju te vrlo bitne aktivnosti, a nedostatak iste povećava rizik izravnog ulaganja u financijske instrumente.

Također, problem predstavlja i dugoročan karakter financijske imovine u koju se sredstva ulažu što nepovoljno utječe na likvidnost sredstava pa su zbog toga dobavljači sredstava skloniji zadržati gotovinu.

Konačno, bitan element koji utječe na konačnu odluku o ulaganju sredstava u vrijednosne papire predstavlja rizik promjene cijene. Poznato je kako investitori u vrijednosne papire, vrijednosni papir najčešće ne prodaju po cijeni po kojoj su ga kupili jer se ta cijena određuje uslijed promjena ponude i potražnje na tržištu. U tom smislu, za ulagača postoji rizik da će vrijednosni papir prodati po manjoj cijeni nego što je u njega investirao i na taj način ostvariti gubitak.

Upravo zbog takvih problema, razvijen je indirektan način transfera sredstava putem financijskih posrednika koji je prikazan na slici u nastavku.



Slika 2. Neizravan tijek sredstava u financijskom sustavu

Izvor: prilagodba autora sukladno Saunders i Cornett (2012:13).

Prvo što se može primijetiti na Slici 2 je da financijski posrednici predstavljaju vezu između dobavljača i korisnika sredstava. Financijski posrednici olakšavaju protok sredstava od novčano suficitarnih jedinica ka novčano deficitarnim jedinicama na način da sredstva koja dobiju od novčano suficitarnih subjekata u obliku depozita, premija i slično, transformiraju i transferiraju ka subjektima kojima su ta sredstva potrebna i za taj posao naplaćuju proviziju. Transfer imovine najčešće se događa na financijskim tržištima budući da financijski posrednici prikupljena sredstva ulažu u razne dužničke i vlasničke financijske instrumente. U slučaju ulaganja u vlasničke instrumente, odnosno dionice posrednici mogu utjecati i na to da odluke menadžmenta budu usklađene s interesima dioničara. Međutim, tu ulogu posrednici imaju samo ukoliko imaju dovoljan udio u pojedinom društvu.

„Svrha je financijskog posredništva nelikvidnu imovinu pretvoriti u likvidnu imovinu koju mali ulagači mogu kupiti“ (Samuelson i Nordhaus, 2010:454).

Sumarno, uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu može se svesti na dvije stavke:

1. smanjivanje transakcijskih troškova,

2. smanjivanje negativnih posljedica asimetričnih informacija.

Što se tiče transakcijskih troškova, posrednici ih smanjuju zbog djelovanja ekonomije obujma koju stvaraju. Naime, budući da raspolažu velikim portfeljima financijskih instrumenata, omogućeno im je trgovanje istima po nižim jediničnim troškovima transakcije. Iz veličine portfelja, proizlazi i različitost financijskih instrumenata koje imaju u portfelju što ukazuje na

mogućnost diverzifikacije rizika. Uz to, posrednici transformiraju dospijeća i osiguravaju likvidnost.

Promatrano s aspekta asimetričnih informacija, uloga financijskih posrednika je u smanjivanju problema moralnog hazarda i negativne selekcije. Pritom se pod pojmom moralnog hazarda podrazumijeva situacija u kojoj se osoba svjesno izlaže prevelikom riziku znajući da će za posljedice te izloženosti odgovarati netko drugi. U bankarskoj se praksi, moralni hazard može opisati kroz primjer osobe kojoj je odobren namjenski kredit, a osoba dobivena sredstva potroši za svrhu kojoj kredit nije bio namijenjen. Iz prethodne rečenice lako se iščitava kako se moralni hazard događa nakon provedene transakcije.

Za razliku od moralnog hazarda, negativna selekcija je situacija koja nastupa prije transakcije, a podrazumijeva pojavu u kojoj jedna strana raspolaže s više informacija od druge te time drugu stranu svjesno izlaže riziku gubitka. Negativnu selekciju moguće je opisati primjerom kupoprodaje rabljenog automobila kada prodavatelj posjeduje puno više informacija o realnom stanju automobila od kupca koji uglavnom rabljeni automobil plaća više nego što isti zaista vrijedi. Upravo zato se problem negativne selekcije često naziva problemom „mačka u vreći“ (engl. *The Lemons Problem*).

Zbog problema uzrokovanih asimetričnim informacijama izuzetno je bitno redovito kontrolirati svrhu trošenja sredstava klijenata i provoditi analize boniteta klijenata, a financijskim posrednicima je to uvelike olakšano s obzirom na njihovu stručnost i velike baze podataka.

2.2.1. Vrste financijskih posrednika

U svakom financijskom sustavu postoji mnoštvo različitih posrednika koji se, prema Leki (2004) mogu podijeliti u dvije grupe:

1. bankovni financijski posrednici,

2. nebankovni financijski posrednici.

Najbolji primjer bankovnih financijskih posrednika su banke, a sve ostale institucije se uobičajeno svrstavaju među nebankovne financijske instituciju s obzirom da *„ne ispunjavaju temeljni uvjet uvrštavanja među banke: ne primaju depozite i ne odobravaju kredite najširoj*

javnosti istodobno-simultano (...)" (Leko, 2004:15). Dakle, u nebankovne financijske posrednike ubrajaju se sve institucije koje nemaju pravo pružati sve usluge koje pružaju depozitne institucije, a obuhvaćaju investicijske i mirovinske fondove, osiguravajuća društva, investicijska društva, kreditne unije i tomu slično.

Nebankovni financijski posrednici mogu se još podijeliti na depozitne i nedepozitne posrednike pri čemu se u istaknute depozitne nebankovne financijske institucije ubrajaju štedne banke, stambene štedionice i kreditne unije dok se kao nedepozitne nebankovne institucije ističu mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i investicijski fondovi.

Temeljna razlika između depozitnih i nedepozitnih institucija proizlazi iz mogućnosti prikupljanja depozita koja je karakteristika isključivo depozitnih financijskih institucija.

Ukoliko se posrednici promatraju u užem smislu, Mishkin i Eakins (2018) dijele ih na:

1. depozitne institucije,

2. institucije ugovorne štednje,

3. investicijske posrednike.

2.2.1.1. Depozitne institucije

Depozitne institucije predstavljaju institucije koje se bave poslovima prikupljanja depozita i odobravanja kredita pa se slijedom toga često nazivaju i depozitno-kreditnim institucijama.

Ključna, a u nekim zemljama i jedina depozitna institucija je banka, a uz nju se još pojavljuju depozitne štedne institucije čije se poslovanje obavlja na neugovornoj osnovi poput štedionica, štednih banaka i kreditnih unija.

U tom smislu, banka predstavlja instituciju *„čija je osnovna djelatnost uzimanje i davanje kredita, te posredovanje u platnom prometu"* (Nikolić, Pečarić, 2007:191). Navedena definicija ukazuje na tri funkcije koje banke obavljaju u svom poslovanju, a iste uključuju poslove prikupljanja depozita, odobravanja kredita te posredovanja u sustavima plaćanja.

Neizostavna banka u svakom financijskom sustavu je središnja banka koja, između ostaloga, ima i regulatornu ulogu nad svim bankama koje postoje u financijskom sustavu neke zemlje.

Središnja banka u Republici Hrvatskoj je Hrvatska narodna banka, a ista će biti detaljnije pojašnjena kasnije u radu. Uz središnju banku kao zasebnu financijsku instituciju, u financijskom sustavu postoji niz komercijalnih banaka.

Najšira podjela banaka, banke dijeli s obzirom na širinu poslovanja, a iste se prema Nikoliću i Pečariću (2007) dijele na:

1. univerzalne,

2. specijalizirane.

Karakteristika univerzalnih banaka je da one klijentima pružaju široki spektar proizvoda i usluga i za njih obavljaju sve ili gotovo sve bankarske poslove dok su specijalizirane banke orijentirane na određenu vrstu poslova, pojedinu kategoriju klijenata, određeni tržišni segment i slično. Međutim, valja naglasiti kako zbog utjecaja globalizacije i decentralizacije u stvarnosti postaje sve teže načiniti podjelu banaka te ista postaje predmet teorijskih rasprava.

U Republici Hrvatskoj se podjela kreditnih institucija može svesti na tri osnovne vrste koje prema Gregureku i Vidakoviću (2011) obuhvaćaju:

1. univerzalne banke,

2. štedne banke, stambene štedionice i kreditne unije,

3. trgovačke banke.

Pritom se štedne banke, stambene štedionice i kreditne unije te trgovačke banke mogu svrstati pod specijalizirane „banke“[5] budući da iste pružaju ograničen broj usluga.

Prema Zakonu o kreditnim institucijama (Narodne novine, br. 159/2013., 19/2015, 102/2015., 15/2018., 70/2019., 47/2020.,146/2020) štedne banke mogu pružati bankarske usluge i financijske usluge poput izdavanja jamstava i garancija, ali ne mogu izdavati povlaštene dionice niti poslovati izvan Republike Hrvatske.

[5] Izraz je pod navodnicima budući da navedene institucije zapravo nisu banke. Iako imaju obilježja banaka, riječ je o nebankarskim institucijama.

Primarna djelatnost stambenih štedionica je prikupljanje štednih uloga s ciljem zadovoljenja stambenih potreba klijenata s naglaskom na to da se prema Zakonu o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje (Narodne novine, br. 109/1997, 117/1997, 76/1999, 10/2001, 92/2005, 21/2010, 15/2013, 139/2013, 151/2014, 110/2015), stambeni krediti mogu odobravati samo stambenim štedišama, državljanima Republike Hrvatske i sredstva koja proizlaze iz istih se mogu namjenski iskoristiti isključivo unutar Republike Hrvatske.

Poslovanje kreditnih unija u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o kreditnim unijama (Narodne novine, br. 141/2006, 25/2009, 90/2011) prema kojemu su kreditne unije neprofitne organizacije koje mogu pružati usluge samo svojim članovima, u domaćoj valuti i na području Republike Hrvatske. Navedene usluge obuhvaćaju prikupljanje depozita, odobravanje kredita, izdavanje jamstava i slično. Članovi kreditne unije su ujedno i njezini vlasnici, a temelj udruživanja u kreditnu uniju predstavlja zajednički interes skupine od minimalno 30 osoba koje imaju isto zaposlenje, profesiju ili žive na istom teritoriju.

Pod trgovačkom bankom se u smislu ovoga rada misli na razvojnu banku, a kao predstavnik na nacionalnoj razini ističe se Hrvatska banka za obnovu i razvitak (skraćeno HBOR). Prema službenim stranicama Hrvatske banke za obnovu i razvitak (2021), radi se o razvojnoj i izvoznoj banci u potpunom vlasništvu Republike Hrvatske koja putem kreditiranja, osiguranja izvoza od rizika, izdavanja garancija i savjetovanja potiče razvoj hrvatskoga gospodarstva.

2.2.1.2. Institucije ugovorne štednje

Uz depozitne institucije, važnu ulogu u financijskom sustavu imaju i institucije ugovorne štednje.

„Institucije ugovorne štednje prikupljaju sredstva na ugovornoj osnovi u redovitim vremenskim intervalima i tako prikupljena sredstva ulažu u vrijednosne papire“ (Olgić Draženović, 2012:30).

Pod institucijama ugovorne štednje misli se na dvije skupine institucija koje obuhvaćaju osiguravajuća društva i mirovinske fondove.

Osiguravajuće društvo, odnosno društvo za osiguranje kako je definirano u Zakonu o osiguranju je *„pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koja obavlja poslove životnog i neživotnog*

osiguranja, koja ima odobrenje Agencije za obavljanje poslova osiguranja i upisana je u sudski registar nadležnog trgovačkog suda" (Narodne novine, br. 30/2015:čl. 3). Iz te definicije iščitavaju se dvije temeljne vrste osiguranja, a to su životno i neživotno osiguranje te činjenica da društvo za osiguranje ne smije poslovati ukoliko nije dobilo licencu za rad od HANFA-e.

Nastavno na napisano, životno osiguranje odnosi se na sljedeće vrste osiguranja:

„1. životno osiguranje,

2. rentno osiguranje,

3. dopunska osiguranja životnog osiguranja,

4. ostala životna osiguranja (primjerice osiguranje u slučaju vjenčanja ili rođenja),

5. životno i rentno osiguranje kod kojih ugovaratelj osiguranja snosi rizik ulaganja" (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2018:17).

S druge strane, neke od vrsta osiguranja koja se podrazumijevaju pod neživotnim osiguranjem, a definirana su u brošuri Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2018) uključuju:

- osiguranje od nezgoda,
- zdravstveno osiguranje,
- osiguranje vozila, plovila i letjelica,
- osiguranje imovine,
- osiguranje od požara i elementarnih šteta,
- putno osiguranje,
- ostalo.

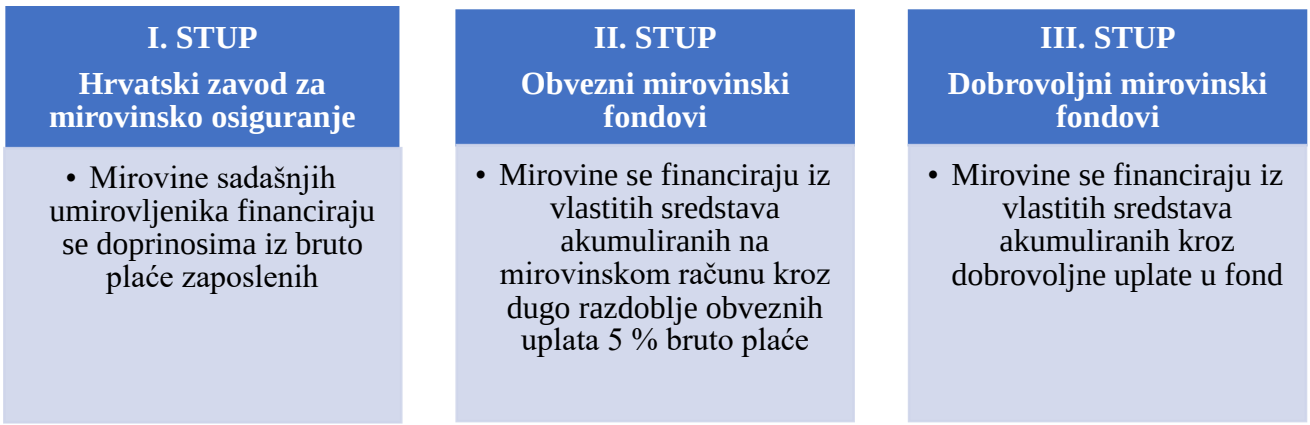
Osiguravajuće društvo funkcionira na način da temeljem prikupljenih premija osiguranja koje proizlaze iz police osiguranja oblikuje pričuve koje investira na financijskom tržištu u različite vrste financijske imovine čime osigurava isplatu osigurnine klijentima ukoliko kod istih nastupi osigurani slučaj.

Uz društva za osiguranje, u financijskim sustavima postoje i mirovinski fondovi koji su također predstavnici ugovorno štednih organizacija, a u svijetu doživljavaju veliku ekspanziju.

Sukladno edukativnoj brošuri Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2018), mirovinski fond predstavlja imovinu bez pravne osobnosti koji je osnovan i upravljan od strane mirovinskog društva koje prikupljena sredstva članova fonda, koji su ujedno i njegovi vlasnici ulaže na financijskom tržištu sa svrhom povećanja vrijednosti imovine fonda i posljedično osiguravanja isplate većeg iznosa mirovine u budućnosti.

Mirovinski sustav Republike Hrvatske zasnovan je na tri stupa pri čemu su prvi i drugi stup obvezni dok treći stup predstavlja štednju na dobrovoljnoj osnovi.

S ciljem predočavanja i objašnjavanja navedenih stupova, u nastavku slijedi slika 3.



Slika 3. Tri stupa mirovinskog sustava Republike Hrvatske

Izvor: izrada autora prema Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2018)

Slika 3 jasno prikazuje kako se prvi stup temelji na međugeneracijskoj solidarnosti što znači da su u njega osiguranici tijekom svog radnog vijeka dužni uplaćivati određeni postotak bruto plaće (trenutno 15%) kako bi financirali mirovine sadašnjih umirovljenika. Provedba tog procesa u nadležnosti je Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje. Sredstva osiguranika u drugom stupu, koji je također obvezan kao prvi, prikupljaju obvezni mirovinski fondovi, a isti funkcionira na načelu individualne kapitalizirane štednje što znači da u njega pojedinci uplaćuju određeni postotni iznos bruto plaće (trenutno 5%) i taj se iznos uvećava za određeni prinos te se sredstva bilježe u Središnjem registru osiguranika (skraćeno REGOS) na osobnom računu osiguranika predstavljajući njegovu osobnu imovinu. Za razliku od prvog stupa koji je jedinstven za sve, prilikom uplata u drugi stup moguće je sam odabrati obvezni mirovinski fond

i kategoriju fonda[6] u koji će se sredstva uplaćivati. Treći stup je dobrovoljan što znači da pojedinac sam odlučuje hoće li uplaćivati novac u taj stup kao i koliko te koliko često. Ovisno o visini i učestalosti uplata, pojedinac može uvećati više ili manje svoj iznos buduće mirovine. Jednako kao i drugi stup, treći stup temelji se na individualnoj kapitaliziranoj štednji s tom razlikom da je znatno fleksibilniji u pogledu uplata, a za prikupljanje sredstava u trećem stupu zaduženi su dobrovoljni mirovinski fondovi. Uz to, sredstva u drugom i trećem stupu su nasljedna.

Prema Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (2018), isplate mirovina iz drugog i trećeg stupa vrše se putem mirovinskih osiguravajućih društava s tim da isplate iz trećeg stupa mogu iznimno vršiti i mirovinska društva.

2.2.1.3. Investicijski posrednici

Posljednja skupina financijskih posrednika odnosi se na investicijske posrednike koji na financijskom tržištu prodaju financijske instrumente različitih dospijeća i vrsta te na taj način dolaze do novčanih sredstava.

Najznačajniji investicijski posrednici su investicijska društva i investicijski fondovi.

Investicijsko društvo definirano je prema Zakonu o tržištu kapitala kao *„pravna osoba čija je redovna djelatnost ili poslovanje pružanje jedne ili više investicijskih usluga trećim stranama i/ili obavljanje jedne ili više investicijskih aktivnosti na profesionalnoj osnovi“* (Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020: čl.3).

Subjekti koje, prema Sajteru (2013) valja razmotriti u okviru investicijskih društava su:

- brokeri,
- dileri,
- društva za upravljanje investicijskim fondovima,

[6] Postoje tri kategorije obveznih mirovinskih fondova: A, B i C pri čemu je kategorija A najrizičnija dok je kategorija C najmanje rizična. Slijedom toga, odabirom ulaganja u obvezni mirovinski fond kategorije A postoji mogućnost većeg prinosa (ali i gubitka) nego što je to slučaj s ulaganjem u kategorije B ili C.

- klirinška društva.

Sajter (2013) navodi kako je temeljna razlika između brokera i dilera u činjenici da brokeri kupuju ili prodaju financijsku imovinu isključivo u ime i za račun drugih dok dileri kupuju i prodaju financijsku imovinu za svoj račun. Dakle, brokeri djeluju primarno i isključivo kao agenti na financijskom tržištu koji povezuju ugovorne strane i olakšavaju im provođenje transakcije te u tom smislu ne snose nikakav financijski rizik. Pritom i brokeri, i dileri za svoj posao posredovanja klijentima zaračunavaju proviziju.

Uz brokere i dilere, na financijskim tržištima pojavljuju se i društva za upravljanje investicijskim fondovima koja predstavljaju *„društva kapitala koja osnivaju i upravljaju investicijskim fondovima“* (Jurić, 2008:1). Iz navedene definicije može se iščitati kako je predmet poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima osnivanje i upravljanje investicijskim fondovima.

Članak 13 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (Narodne novine, br. 44/2016, 126/2019) definira kako društvo za upravljanje investicijskim fondovima uz poslove osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima može obavljati i dodatne poslove vezane uz upravljanje imovinom za račun klijenta, investicijsko savjetovanje te skrb i administraciju udjela ili dionica u investicijskim fondovima.

Konačno, kao posrednik na financijskom tržištu može se pojaviti i klirinško društvo koje je u Republici Hrvatskoj osnovano kao Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. (skraćeno SKDD). Prema članku 629 Zakona o tržištu kapitala (Narodne novine, br. 65/2018) neke od usluga koje SKDD pruža obuhvaćaju vođenje središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira, upravljanje sustavom poravnanja i namire transakcija, poslove pohrane dionica u svezi s preuzimanjem dioničkih društava te u svezi isplata i drugih prinosa iz nematerijaliziranih vrijednosnih papira i drugih financijskih instrumenata, usluge povjereništva i brojne druge.

Druga skupina investicijskih posrednika vezana je uz investicijske fondove koji *„prikupljaju sredstva brojnih ulagatelja s ciljem zajedničkog ulaganja prikupljene imovine u različite vrijednosne papire – dionice, obveznice, trezorske zapise i dr“* (Hrvatska gospodarska komora, 2018). Iz takvog određenja investicijskih fondova indirektno se zaključuje kako investicijski fondovi značajno doprinose diverzifikaciji portfelja čime smanjuju rizik investiranja za ulagatelje te pomoću ekonomije obujma smanjuju troškove za ulagatelje.

Investicijske fondove osniva i njima upravlja ovlašteno društvo za upravljanje investicijskim fondom pri čemu valja imati na umu kako to društvo nije vlasnik fonda. Vlasnici fonda su ulagatelji, odnosno imatelji dionica ili udjela u fondu, a to vlasništvo je proporcionalno broju dionica odnosno veličini udjela u fondu.

Postoje podjele fondova prema različitim kriterijima, a u nastavku slijedi podjela s obzirom na mogućnost ulaganja prikazana na slici 4.



Slika 4. Podjela fondova prema mogućnosti ulaganja

Izvor: izrada autora prema Gregurek, Vidaković (2011:289)

Iz slike 4 vidljivo je kako investicijski fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni pri čemu unutar obje kategorije fondova može biti riječ o novčanim, obvezničkim, dioničkim ili mješovitim fondovima.[7]

Gregurek i Vidaković (2011) navode kako otvoreni fondovi posjeduju neograničen broj udjela čija se vrijednost svakodnevno izračunava za prethodni dan dijeljenjem neto imovine fonda (NAV) s ukupnim brojem udjela te ta imovina ne kotira na burzi dok je u slučaju zatvorenih fondova broj udjela točno određen, a imovina fonda je podijeljena na dionice čija se vrijednost utvrđuje sukladno djelovanju ponude i potražnje na organiziranim tržištima (burzama).

Već iz naziva pojedinog fonda jasno se može donijeti zaključak o tome u koju vrstu financijskih instrumenata fond ulaže. S tim u vezi, novčani fondovi povjerena sredstva ulagatelja investiraju

[7] Uz navedene vrste fondova, postoje još i hedge fondovi, indeksni fondovi, fondovi brzoga rasta, globalni fondovi i drugi.

u kratkoročne vrijednosne papire i depozite banaka dok obveznički fondovi ulažu isključivo u obveznice. Predmet ulaganja dioničkih fondova su dionice dok kombinaciju dioničkih i obvezničkih fondova predstavljaju mješoviti fondovi. Pritom su dionički fondovi rizičniji od novčanih i obvezničkih, ali jednako tako generiraju i više razine prinosa.

Najpoznatija podjela fondova odnosi se na podjelu u dvije kategorije i to na otvorene investicijske fondove s javnom ponudom (skraćeno UCITS[8]) te alternativne investicijske fondove (skraćeno AIF) koji mogu biti otvoreni ili zatvoreni, a isti dalje mogu biti s javnom ponudom ili s privatnom ponudom.

„UCITS fondovi namijenjeni su širokom krugu ulagatelja, dok su AIF-ovi predviđeni uglavnom za ulagatelje s više iskustva i znanja u području ulaganja (tzv. profesionalne i kvalificirane ulagatelje)" (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2016:3).

Budući da su UCITS fondovi otvoreni za sve ulagatelje, jasno je kako su isti i strože regulirani. Naime, Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom područje ulaganja UCITS fondova znatno je suženo u odnosu na alternativne fondove čije je poslovanje regulirano Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima i to predstavlja jednu od bitnijih razlika između dvaju navedenih fondova. Također, ulagatelji u otvorene, odnosno UCITS fondove ulaganjem stječu udio u fondu što implicira kako instrumenti takvih fondova ne kotiraju na burzi ili financijskom tržištu za razliku od ulagatelja u zatvoreni fond koji ulaganjem dobivaju određeni broj dionica koje kotiraju na burzama.

Alternativni investicijski fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni, a udjeli u fondu mogu se nuditi privatnom ili javnom ponudom. Temeljna razlika između otvorenih i zatvorenih alternativnih fondova proizlazi iz činjenice da otvoreni AIF-ovi nemaju pravnu osobnost za razliku od zatvorenih koji se u Republici Hrvatskoj mogu osnovati kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću. Otvoreni i zatvoreni AIF[9] udjele može prikupljati i privatnom, i javnom ponudom pri čemu otvoreni AIF s javnom ponudom nalikuje UCITS fondu, iako može ulagati u znatno rizičnije instrumente negoli to može činiti UCITS fond. S druge strane, prodaja

[8] UCITS (engl. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) se prevodi kao Subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire, međutim u praksi se koristi naziv UCITS.

[9] osnovan kao dioničko društvo

poslovnih udjela zatvorenog AIF-a osnovanog u pravnom obliku društva s ograničenom odgovornošću ograničena je isključivo na privatnu ponudu i namijenjena je primarno ulagateljima sa znanjem i iskustvom (Alternative Invest, 2017).

Za svakog je ulagatelja nužno informirati se prije bilo kakve odluke investiranja u investicijski fond, a ključni izvori informacija o pojedinom fondu sadržani su, sukladno brošuri Hrvatske gospodarske komore (2020) u Prospektu[10] i Pravilima fonda te Ključnim podacima za ulagatelje (skraćeno KIID[11]) koji sadrže informacije o vrstama i visini naknada koje fond naplaćuje.[12]

2.2.1.4. Ostali financijski posrednici

U ostale financijske posrednike u Republici Hrvatskoj ubrajaju se društva za leasing (leasing društva) i društva za faktoring (faktoring društva).

Zakon o leasingu (Narodne novine, br. 141/2013), leasing društvo određuje kao svaku pravnu osobu osnovanu kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću koja ima sjedište u Republici Hrvatskoj i za obavljanje poslova leasinga je dobila odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.

„Posao leasinga je pravni posao u kojem davatelj leasinga na temelju kupoprodajnog ugovora sa dobavljačem objekta leasinga stječe pravo vlasništva na objektu leasinga i primatelju leasinga na temelju ugovora o leasingu odobrava pravo korištenja tog objekta leasinga na određeno razdoblje, a ovaj za to plaća određenu naknadu" (Narodne novine, br. 135/2006: čl. 5). Pritom, leasing društvo ni u kojem slučaju ne smije odobravati kredite odnosno zajmove.

[10] Alternativni investicijski fond s privatnom ponudom nije u obvezi izrade i objave Prospekta.

[11] engl. Key Investor Information Document.

[12] Najčešće vrste naknada su ulazna naknada, naknada za upravljanje, naknada depozitaru i izlazna naknada.

Članak 5 Zakona o leasingu (Narodne novine, br. 141/2013) razlikuje dvije vrste leasinga:

- financijski leasing,
- operativni leasing.

Temeljna razlika između navedenih vrsta leasinga proizlazi iz mogućnosti kupnje, odnosno stjecanja prava vlasništva nad objektom leasinga. Konkretno, u slučaju financijskog leasinga postoji mogućnost stjecanja vlasništva nad predmetom leasinga dok u slučaju operativnog leasinga ta mogućnost ne postoji. U tom smislu, financijski leasing nalikuje kreditu, a operativni leasing najmu.

Uz leasing društva, značajna su i faktoring društva čije je poslovanje regulirano Zakonom o faktoringu.

Članak 20 Zakona o faktoringu (Narodne novine, br. 94/2014, 85/2015, 41/2016) društvo za faktoring definira kao pravnu osobu pravnog oblika dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koja ima sjedište u Republici Hrvatskoj te je od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga dobila dopuštenje za obavljanje poslova faktoringa.

Faktoring je ustvari posao otkupa nedospjelih potraživanja prije njihova dospijeća od strane pružatelja usluge faktoringa.

Prema Hrvatskoj gospodarskoj komori (2018), pogodan je oblik kratkoročnog financiranja svih poslovnih subjekata koji posjeduju kvalitetna potraživanja, a nisu u mogućnosti ili sredstva ne žele pribaviti uzimanjem kredita.

Sukladno podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2021), u Hrvatskoj trenutno posluje 15 leasing društava i 4 faktoring društva.

2.2.2. Nadzor nad poslovanjem financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj

Prilikom podjele financijskih posrednika, rečeno je kako je osnovna podjela financijskih posrednika na depozitne i nedepozitne institucije. Kako je riječ o različitim kategorijama posrednika, i institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad su različite.

U tom smislu, kao regulator depozitnih institucija u Republici Hrvatskoj pojavljuje se središnja banka Republike Hrvatske, odnosno Hrvatska narodna banka (u nastavku HNB). S druge strane, poslovanje nedepozitnih institucija na području Republike Hrvatske regulira Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (u nastavku HANFA), a oba nadzorna tijela odgovorna su Hrvatskom saboru kao nositelju zakonodavne vlasti u Republici Hrvatskoj.

Sukladno Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine, br. 75/08, 54/13,47/20), HNB kao regulator depozitnih institucija predstavlja samostalnu pravnu osobu koja je u svom poslovanju neovisna i u potpunom je vlasništvu Republike Hrvatske koja jamči za njezine obveze. Primarni cilj HNB-a je održati cijene stabilnima uz podupiranje gospodarske politike bez narušavanja njezinog temeljnog cilja.

Temeljne funkcije HNB-a su, kako ih navodi Leko (2004):

- definiranje i provođenje monetarne i devizne politike,
- upravljanje državnim međunarodnim pričuvama,
- izdavanje novčanica i kovanica,
- davanje odobrenja za rad kreditnim institucijama[13],
- provođenje nadzora i kontrole banaka,
- vođenje računa i platnog prometa za banke,
- ustroj platnog sustava,
- obavljanje poslova za državu,
- donošenje podzakonskih akata u okviru svoje nadležnosti.

Prema Odluci o obavljanju nadzora nad poslovanjem banaka (Narodne novine, br. 50/2000), HNB nadzor nad poslovanjem obavlja tako da detaljno analizira propisana dostavljena financijska izvješća i popratnu dokumentaciju banaka, vrši izravan pregled poslovnih knjiga, internih akata i ostale dokumentacije vezane uz bankarsko poslovanje te ocjenjuje opremljenost banke s ciljem utvrđivanja udovoljava li pojedina banka regulatornim zahtjevima propisanima

[13] Prema članku 5 Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine, br. 75/08, 54/13, 47/20), u kreditne institucije Republike Hrvatske ubrajaju se banke, štedne banke, stambene štedionice i institucije za elektronički novac.

od strane HNB-a koji su usklađeni na razini Europske unije. Ukoliko se utvrde nepravilnosti, poduzimaju se određene mjere s ciljem otklanjanja istih.

HANFA predstavlja regulatora nedepozitnih institucija i kao takva u Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (Narodne novine, br. 140/2005) opisuje se kao samostalna pravna osoba s javnim ovlastima u okviru svog djelokruga i nadležnosti kojoj su temeljni ciljevi promicati i očuvati stabilan financijski sustav i provoditi nadzor zakonitosti poslovanja subjekata koji provode nadzor pri čemu se u svom poslovanju vodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima na financijskom tržištu te izvješćivanja potrošača.

U djelokrug i nadležnost HANFA-e, sukladno Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (Narodne novine, br. 140/2005) spadaju:

- nadzor financijskih tržišta,
- nadzor subjekata nadzora[14],
- nadzor financijskih usluga koje pružaju subjekti nadzora.

[14] Subjekti nadzora su sve *„pravne ili fizičke osobe koje se bave pružanjem financijskih usluga, savjetovanjem na financijskom tržištu, prodajom, posredovanjem ili upravljanjem imovinom korisnika financijskih usluga“* (Narodne novine, br. 140/2005:čl. 2).

3. Metodologija rada

U nastavku rada slijedi pobliže određivanje predmeta istraživanja diplomskog rada uz navođenje metoda korištenih prilikom pisanja rada.

3.1. Predmet istraživanja

S ciljem dobivanja uvida u adekvatnost strukture financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj trenutnom gospodarskom trenutku te usklađenosti iste sa strukturom posrednika u odabranim razvijenijim zemljama Europske unije, u radu se analizira struktura financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji. Pritom se struktura posrednika analizira tijekom protekle tri godine, od 2018. do 2020. godine. Varijable koje se uzimaju u obzir prilikom analize uključuju broj financijskih posrednika, prikaz ukupne imovine u apsolutnom iznosu i kao dio bruto domaćeg proizvoda, strukturu ulaganja posrednika te stupanj financijske i kreditne intermedijacije.

3.2. Metode istraživanja

Prilikom pisanja rada koriste se različite znanstvene metode koje pomažu pri obradi podataka isključivo sekundarne prirode i dostupni su online. Metode koje se rabe tijekom pisanja rada odnose se na metodu deskripcije, metodu kompilacije, metodu klasifikacije, metodu analize i induktivnu metodu.

Prilikom obrade teorijskog dijela rada najvećim dijelom se koriste metoda deskripcije i metoda kompilacije. Konkretno, navedene metode koriste se pri definiranju pojma financijskog sustava i financijskih posrednika kao i uloge posrednika u financijskom sustavu, ali i opisu regulatornog okvira financijskog posredništva u Republici Hrvatskoj.

Metoda klasifikacije upotrebljava se pri određivanju elemenata financijskog sustava te navođenju i obradi vrsta financijskih posrednika.

U istraživačkom dijelu rada koristi se metoda analize i to pri analizi broja financijskih posrednika u financijskim sustavima Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije, zatim pri analizi kretanja visine aktive posrednika u navedenim zemljama

iskazane kako vrijednosno tako i u postocima kao udio u bruto domaćem proizvodu. Navedena metoda rabi se i prilikom utvrđivanja strukture ulaganja odabranih posrednika u analiziranim zemljama te prilikom prikaza omjera financijske i kreditne intermedijacije.

Pri izvođenju zaključaka temeljem svega prethodno obrađenoga u radu, od koristi je induktivna metoda.

Prilikom pisanja istraživačkog dijela diplomskog rada nailazi se na određene poteškoće i ograničenja budući da neki od podataka izostaju što bitno otežava donošenje utemeljenih i preciznih zaključaka. Nedostajući podaci odnose se na prikaz strukture ulaganja mirovinskih fondova u 2018. godini gdje nedostaju određeni podaci za sve tri promatrane zemlje. Također, podaci o stupnju financijske i kreditne intermedijacije nisu dostupni za 2020. godinu pa slijedom toga nisu niti navedeni.

4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja

Nastavak rada predviđen je za prikaz strukture financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj (u nastavku Hrvatska), Saveznoj Republici Njemačkoj (u nastavku Njemačka) i Republici Austriji (u nastavku Austrija) u razdoblju od 2018. do 2020. godine. Analiza strukture odabranih zemalja provodi se temeljem broja financijskih posrednika, njihove ukupne imovine iskazane vrijednosno i kao postotak bruto domaćeg proizvoda (BDP-a), strukture ulaganja posrednika te omjera financijske i kreditne intermedijacije prije čega se daje sažet pregled makroekonomskih performansi navedenih zemalja.

4.1. Makroekonomski pokazatelji Republike Hrvatske i razvijenih zemalja Europske unije

S ciljem dobivanja uvida u ekonomsku situaciju u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji, u nastavku slijedi tablica 1 koja daje uvid u godišnje postotne promjene ključnih makroekonomskih indikatora u odabranim zemljama tijekom razdoblja od tri godine.

Tablica 1. Glavni makroekonomski pokazatelji Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije tijekom razdoblja od 2018. do 2020. godine (iznosi u %)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
I. RAST BDP-a (%)	2,8	1,3	2,6	2,9	0,6	1,4	-8,0	-4,9	-6,6
II. INFLACIJA (%)	1,6	1,9	2,1	0,8	1,4	1,5	0,0	0,4	1,4
III. NEZAPOSLENOST (%)	8,5	3,4	4,9	6,6	3,1	4,5	7,5	3,8	5,4
IV. BILANCA OPĆE DRŽAVE (% BDP-a)	0,2	1,8	0,2	0,3	1,5	0,6	-7,4	-4,2	-8,9
V. BRUTO JAVNI DUG (% BDP-a)	74,3	61,8	74,0	72,8	59,7	70,5	88,7	69,8	83,9
VI. TEKUĆI RAČUN PLATNE BILANCE (% BDP-a)	2,4	7,6	1,4	3,1	7,3	3,0	-1,1	7,2	2,7

Izvor: obrada autora prema podacima Europske unije (2021). Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country_en [pristupljeno: 22. lipnja 2021].

Tablica 1 pokazuje kako je BDP u 2018. godini u Hrvatskoj rastao za 2,8% u odnosu na prethodnu godinu dok je 2019. godine taj rast povećan za 3,57% da bi u 2020. godini došlo do

smanjenja BDP-a u odnosu na 2019. godinu i to za čak 8%. U Njemačkoj su zabilježene niže stope rasta BDP-a tijekom analiziranog razdoblja, ali je također i u 2020. godini pad istog bio znatno niži nego u Hrvatskoj. Konkretno, u 2018. godini godišnja promjena BDP-a iznosila je 1,3%, u 2019. godini 0,6%, a u 2020. godini BDP je smanjen u odnosu na godinu prethodnicu, a to smanjenje iznosilo je 4,9%. Godišnja promjena BDP-a u Austriji u 2018. godini iznosila je 2,6% da bi u 2019. godini rast BDP-a usporio i u odnosu na prethodnu godinu zabilježen na razini od 1,4%. Godine 2020. u Austriji je smanjenje BDP-a iznosilo 6,6%. Zamjetno je kako su i Njemačka i Austrija u 2018. i 2019. godini zabilježile usporavanje rasta BDP-a za razliku od Hrvatske u kojoj je zabilježen rast nakon kojega je uslijedio izraženiji pad u odnosu na prethodne dvije zemlje. Što se tiče postotne promjene inflacije na godišnjoj razini, zaključuje se kako je u sve tri promatrane zemlje tijekom razdoblja analize došlo do pada stope inflacije, ali u globalu je ista ostala relativno stabilna. Pogleda li se stopa nezaposlenosti, zamjetno je kako se, u odnosu na 2018. i 2019. godinu kada je zabilježeno smanjenje stope nezaposlenosti u svim promatranim zemljama, u 2020. godini unatoč velikoj kontrakciji, dogodio porast nezaposlenosti u Hrvatskoj i Austriji za samo 0,9 postotnih poena dok je u Njemačkoj isti bio malo blaži, 0,7 postotnih poena. Kod svih triju zemalja zamjetan je suficit bilance opće države u 2018. i 2019. godini dok je u 2020. godini došlo do pojave deficita. Pritom je najveći deficit prisutan u Austriji i to na razini od 8,9% BDP-a. Nakon Austrije, slijedi Hrvatska s deficitom od 7,4% BDP-a dok je u Njemačkoj isti iznosio 4,2% BDP-a. U odnosu na prethodnu godinu, najveću negativnu promjenu doživjela je Austrija budući da se u istoj saldo opće države pogoršao za gotovo 10 postotnih poena, a najmanje pogoršanje osjetno je u Njemačkoj s 5,7 postotnih poena. Javni dug je 2019. godine u sve tri analizirane zemlje smanjen, međutim u 2020. godini bilježi se njegov rast. U Hrvatskoj je razina javnog duga dosegla čak 88,7% BDP-a u 2020. godini što predstavlja najveći rast u odnosu na prethodne dvije zemlje. Njemačka je, u odnosu na Hrvatsku i Austriju koja ima javni dug na razini od 83,9% BDP-a najmanje zadužena s udjelom duga u BDP-u od 69,8% u 2020. godini. Uzimajući u obzir podatke o tekućem računu platne bilance, vidljivo je kako su Hrvatska i Austrija u 2019. godini u odnosu na 2018. godinu zabilježile rast suficita na tekućem računu s tim da je isti bio izraženiji u Austriji i povećan je za 1,6 postotnih poena. S druge strane, u Njemačkoj u istom razdoblju rast suficita kreće usporavati te se smanjuje za 0,3 postotna poena u odnosu na prethodnu godinu. To usporavanje se nastavlja i u 2020. godini, ali je ublaženo i u Njemačkoj zabilježeno u iznosu od -0,1 postotnih poena. Godine 2020. suficit na tekućem računu platne bilance u Austriji smanjio se za 0,3 postotna poena, odnosno s 3% BDP-a na 2,7% BDP-a dok je u Hrvatskoj iste godine (2020.) zabilježen deficit na tekućem računu. Preciznije, u Hrvatskoj se stanje na

tekućem računu u 2020. godini pogoršalo za 4,2 postotna poena. Temeljem analize donosi se zaključak kako Njemačka ima najbolje ekonomske performanse od svih zemalja koje su predmet analize dok su u Hrvatskoj iste nešto lošije.

4.2. Struktura financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2018. do 2020. godine u odnosu na razvijene zemlje Europske unije

Nakon obrađenih temeljnih makroekonomskih indikatora Hrvatske, Njemačke i Austrije, nastavak rada u navedenim zemljama obrađuje strukturu financijskih posrednika pomoću pokazatelja kao što su broj, ukupna imovina, struktura ulaganja i omjer financijske te kreditne intermedijacije.

4.1.1. Broj financijskih posrednika u analiziranom razdoblju

U nastavku slijedi tablica 2 koja nudi prikaz broja financijskih posrednika u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji.

Tablica 2. Broj financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom trogodišnjeg razdoblja

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
I. MONETARNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE	**43**	**1611**	**548**	**26**	**1546**	**524**	**26**	**1521**	**495**
Središnja banka	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kreditne institucije	22	1584	544	24	1533	521	24	1508	492
Novčani fondovi	20	20	2	1	8	0	1	9	0
Ostale depozitne institucije	0	6	1	0	4	2	0	3	2
II. UGOVORNE INSTITUCIJE	**59**	**365**	**37**	**56**	**374**	**36**	**55**	**620**	**43**
Mirovinski fondovi	41	33	9	40	33	8	40	287	8
Osiguravajuća društva	18	332	37	16	341	36	15	333	35
III. INVESTICIJSKI FONDOVI	**105**	**10033**	**2006**	**128**	**10184**	**1999**	**135**	**10689**	**2003**
IV. OSTALI POSREDNICI	**0**	**39**	**0**	**0**	**44**	**0**	**0**	**33**	**0**
Subjekti posebne namjene	0	39	0	0	44	0	0	33	0

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021), BaFin-a (2021) i Financial Market Authority (2021). Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/html/ind

ex.en.html,
https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Statistiken/Erstversicherung/erstversicherung_node.html;jsessionid=65EB9102D85989EA51880B679EA0D270.2_cid500,
https://www.fma.gv.at/pensionskassen/offenlegung/quartalsberichte/ [pristupljeno: 25. lipnja 2021].

Iz tablice 2 vidljivo je kako prema broju financijskih posrednika tijekom trogodišnjeg razdoblja u svim promatranim zemljama dominiraju investicijski fondovi čiji je broj u konstantnom porastu. Nakon investicijskih fondova, u financijskim sustavima analiziranih zemalja slijede monetarne financijske institucije od kojih se najveći broj odnosi na kreditne institucije odnosno banke. Glede monetarnih financijskih institucija, zamjetan je pad broja takvih institucija u razdoblju od 2018. do 2020. godine u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji. Na trećem mjestu prema broju u Hrvatskoj nalaze se mirovinski fondovi, a nakon njih slijede osiguravajuća društva. U Njemačkoj i Austriji se na trećem mjestu nalaze osiguravajuća društva, a slijede ih mirovinski fondovi. Najmanji broj posrednika u svim zemljama odnosi se na subjekte posebne namjene koji postoje jedino u Njemačkoj i čiji se broj, nakon 2019. godine kada je zabilježen njegov rast u odnosu na prethodnu godinu, u 2020. godini smanjio za čak 25%.

4.1.2. Ukupna imovina financijskih posrednika u promatranom razdoblju

Kako je uobičajeno značajnost pojedinog posrednika u nekom financijskom sustavu promatrati kroz prizmu veličine aktive, u nastavku slijedi tablica 3 koja daje uvid u visinu ukupne imovine određenih posrednika u financijskim sustavima Hrvatske, Njemačke i Austrije koja je zabilježena tijekom posljednje tri godine.

Tablica 3. Visina aktive posrednika u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u trogodišnjem razdoblju (iznosi u milijunima eura)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
I. MONETARNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE	**56.552**	**7.775.993**	**839.608**	**57.836**	**8.310.990**	**872.258**	**62.278**	**8.943.336**	**963.747**
Kreditne institucije	55.231	6.323.474	763.174	57.492	6.044.163	850.482	60.159	6.601.251	928.624
II. MIROVINSKI FONDOVI	13.772	669.359	21.494	15.847	723.082	24.341	16.779	647.713	25.515
III. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA	5.593	2.213.488	133.247	6.070	2.474.381	138.411	6.337	2.587.902	141.082
IV. INVESTICIJSKI FONDOVI	3.028	2.203.859	175.369	3.608	2.544.369	196.242	2.795	2.719.239	204.080
UKUPNO	**78.945**	**12.862.699**	**1.169.718**	**83.361**	**14.052.822**	**1.231.252**	**88.189**	**14.250.477**	**1.334.424**

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021). Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/html/index.en.html [pristupljeno: 27. lipnja 2021].

Pogleda li se tablica 3 jasno je kako su prema visini ukupne aktive u svim istraživanim zemljama tijekom cijelog razdoblja analize najznačajnije monetarne financijske institucije među kojima se posebno ističu kreditne institucije pod kojima se uglavnom podrazumijevaju banke. Zanimljivo je za primijetiti kako je imovina monetarnih financijskih institucija i kreditnih institucija u svim zemljama tijekom promatranog razdoblja u porastu, izuzev Njemačke u kojoj je 2019. godine zabilježen pad od 4,42% u odnosu na 2018. godinu, međutim taj pad je prekinut već 2020. godine kada je imovina kreditnih institucija porasla za 9,22%. Nakon monetarnih financijskih institucija, najznačajniji posrednici prema veličini aktive u Hrvatskoj su mirovinski fondovi čija imovina kontinuirano raste i približava se visini aktive kreditnih institucija. Najveći porast imovine u Hrvatskoj zabilježen je 2019. godine u odnosu na 2018. godinu i to za 15,07% nakon čega godine 2020. slijedi usporavanje rasta imovine mirovinskih fondova. Za razliku od Hrvatske, mirovinski fondovi nisu toliko značajni u Njemačkoj i Austriji. U financijskim sustavima tih zemalja, veći značaj imaju investicijski fondovi i osiguravajuća društva čija imovina tijekom analize raste u svim zemljama s tim da je u Njemačkoj 2019. i 2020. godine zabilježena prevlast investicijskih fondova nad osiguravajućim društvima promatrano s aspekta ukupne aktive, a u Austriji su investicijski fondovi značajniji od osiguravajućih društava u svim promatranim godinama.

4.1.3. Omjer imovine financijskih posrednika i BDP-a u istraživanom razdoblju

Još istaknutiji pokazatelj značajnosti posrednika za financijski sustav pojedine zemlje od visine aktive predstavlja udio iste u BDP-u zemlje te prikaz istoga slijedi u tablici broj 4.

Tablica 4. Udio imovine pojedinog posrednika u BDP-u Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije u razdoblju istraživanja (iznosi kao % BDP-a)

Godina	2018			2019			2020		
Država	Republika Hrvatska	Savezna Republika Njemačka	Republika Austrija	Republika Hrvatska	Savezna Republika Njemačka	Republika Austrija	Republika Hrvatska	Savezna Republika Njemačka	Republika Austrija
I. MONETARNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE	108,86%	231,68%	217,88%	106,64%	240,96%	219,39%	126,37%	268,07%	255,43%
Kreditne institucije	106,32%	188,40%	198,04%	106,00%	175,24%	213,92%	122,07%	197,87%	246,13%
II. MIROVINSKI FONDOVI	26,51%	19,94%	5,58%	29,22%	20,96%	6,12%	34,05%	19,41%	6,76%
III. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA	10,77%	65,95%	34,58%	11,19%	71,74%	34,81%	12,86%	77,57%	37,39%
IV. INVESTICIJSKI FONDOVI	5,83%	65,66%	45,51%	6,65%	73,77%	49,36%	5,67%	81,51%	54,09%

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do [pristupljeno: 27. lipnja 2021].

U tablici 4 indikativno je kako u strukturi posrednika, promatrano s aspekta omjera imovine i BDP-a zemlje dominiraju monetarne financijske institucije pri čemu valja primijetiti kako se taj udio tijekom razdoblja povećava i u svim zemljama premašuje iznos BDP-a. Od monetarnih institucija najznačajnije su kreditne institucije čiji se udio u BDP-u tijekom razdoblja analize također povećava. U Hrvatskoj monetarne institucije slijede mirovinski fondovi čiji udio imovine u BDP-u kontinuirano raste, a porast imovine mirovinskih fondova u BDP-u zabilježen je i u Njemačkoj i Austriji, iako je taj udio znatno niži od onoga u Hrvatskoj. Iz toga slijedi zaključak kako u tim zemljama mirovinski fondovi nisu toliko značajni kao osiguravajuća društva i investicijski fondovi čiji udio imovine u BDP-u tijekom trogodišnjeg razdoblja konstantno raste. U Njemačkoj su osiguravajuća društva i investicijski fondovi gotovo podjednako značajni za financijski sustav dok je u Austriji osjetna prevlast investicijskih fondova.

Na značaj kreditnih institucija u ukupnim monetarnim financijskim institucijama ukazuje i tablica 5 koja pokazuje udio imovine kreditnih institucija u ukupnim monetarnim financijskim institucijama.

Tablica 5. Omjer imovine kreditnih institucija i monetarnih kreditnih institucija u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u razdoblju istraživanja (iznosi u % imovine monetarnih financijskih institucija)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
I. MONETARNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE	**56.552**	**7.775.993**	**839.608**	**57.836**	**8.310.990**	**872.258**	**62.278**	**8.943.336**	**963.747**
Kreditne institucije	55.231	6.323.474	763.174	57.492	6.044.163	850.482	60.159	6.601.251	928.624
UDIO	**98%**	**81%**	**91%**	**99%**	**73%**	**98%**	**97%**	**74%**	**96%**

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do [pristupljeno: 27. lipnja 2021].

Tablica 5 ukazuje na to da su u svim analiziranim zemljama tijekom istraživanja najznačajnije institucije u sklopu monetarnih financijskih institucija kreditne institucije. To potvrđuje činjenica da se udio imovine u imovini monetarnih financijskih institucija u Hrvatskoj kreće od 98% u 2018. godini, 99% u 2019. godini i 97% u 2020. godini. U Njemačkoj su kreditne institucije manje značajne nego u Hrvatskoj na što ukazuje podatak da je udio imovine istih u imovini monetarnih financijskih institucija u 2018. godini iznosio 81% da bi se 2019. godine smanjio na 73% i u 2020. godini porastao za 1 postotni poen. Što se tiče Austrije, imovina kreditnih institucija 2018. godine iznosila je 91% ukupne imovine monetarnih financijskih institucija te je 2019. godine porasla za čak 7 postotnih poena da bi se godine 2020. smanjila za 2 postotna poena. Jasno je da, iako su kreditne institucije izuzetno bitne u financijskim sustavima promatranih zemalja, njihova pozicija tijekom vremena postupno slabi što ukazuje na to da neke druge institucije dobivaju na značajnosti.

4.1.4. Struktura ulaganja financijskih posrednika tijekom analiziranog razdoblja

Prilikom analize strukture financijskih posrednika u financijskom sustavu, zanimljivo je promotriti u koje financijske instrumente posrednici ulažu svoju imovinu te slijedom toga u nastavku rada slijedi prikaz strukture ulaganja banaka, mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova.

4.1.4.1. Banke

Nastavak rada predviđen je za prikaz tablice 6 koja ukazuje na to u koju imovinu najčešće ulažu banke u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji.

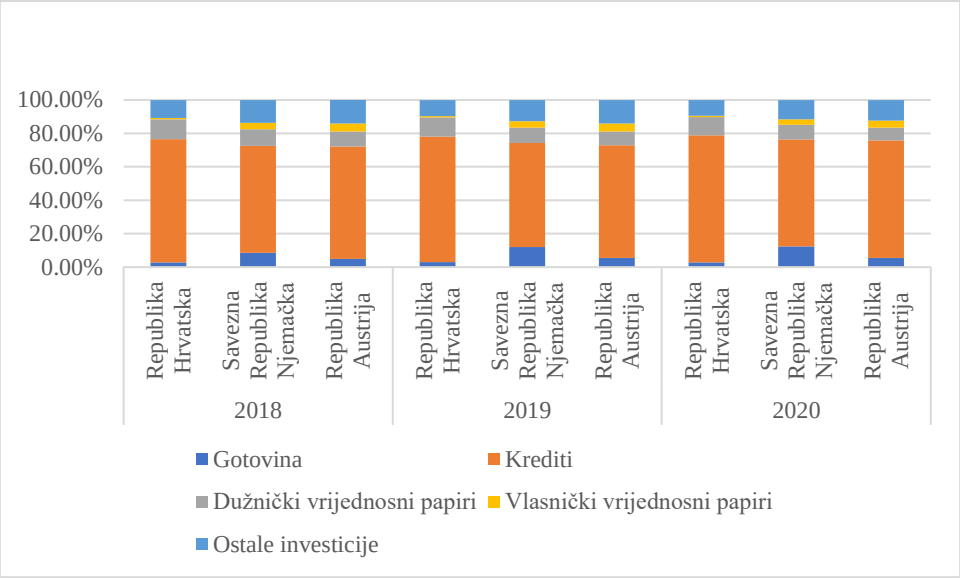
Tablica 6. Struktura ulaganja banaka u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne financijske imovine banaka)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
Gotovina	2,89%	8,52%	4,87%	3,07%	11,98%	5,51%	2,80%	12,38%	5,45%
Krediti	73,62%	64,07%	67,29%	74,93%	62,21%	67,42%	76,13%	63,95%	70,42%
Dužnički vrijednosni papiri	11,90%	9,84%	8,90%	11,47%	9,30%	8,26%	10,84%	8,85%	7,61%
Vlasnički vrijednosni papiri	0,78%	3,92%	4,93%	0,87%	3,70%	4,81%	0,71%	3,27%	4,19%
Ostale investicije	10,81%	13,65%	14,01%	9,66%	12,81%	14,00%	9,51%	11,56%	12,33%
UKUPNO	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do [pristupljeno: 28. lipnja 2021].

Tablica 6 ukazuje na to kako u strukturi imovine banaka u svim promatranim zemljama tijekom razdoblja analize dominiraju krediti i njihov se udio povećava tijekom vremena, izuzev u Njemačkoj u kojoj se udio 2019. godine smanjio za 1,87 postotnih poena u odnosu na prethodnu godinu, međutim 2020. godine je ponovno porastao za 1,74 postotna poena. Nakon kredita slijede dužnički vrijednosni papiri i ostale investicije čiji se udjeli tijekom vremena smanjuju u svim zemljama. Manji dio imovine banke ulažu u vlasničke vrijednosne papire, ali i taj udio s vremenom iskazuje tendenciju pada. Najmanji udio u financijskoj imovini banaka odnosi se na gotovinu koja s vremenom iskazuje tendenciju rasta.

Jasniji prikaz kretanja strukture imovine banaka slijedi u grafikonu 1.



Grafikon 1. Struktura imovine banaka u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u trogodišnjem razdoblju (iznosi kao % ukupne financijske imovine banaka)

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do [pristupljeno: 28. lipnja 2021].

Iz grafikona 1 jasno se vidi da se imovina banaka u sve tri promatrane zemlje tijekom cijelog razdoblja analize uglavnom odnosi na potraživanja po kreditima nakon kojih slijede ulaganja u dužničke vrijednosne papire.

4.1.4.2. Mirovinski fondovi

Sljedeća tablica odnosi se na prikaz strukture ulaganja mirovinskih fondova u razdoblju od 2018. do 2020. godine u zemljama koje su predmet analize.

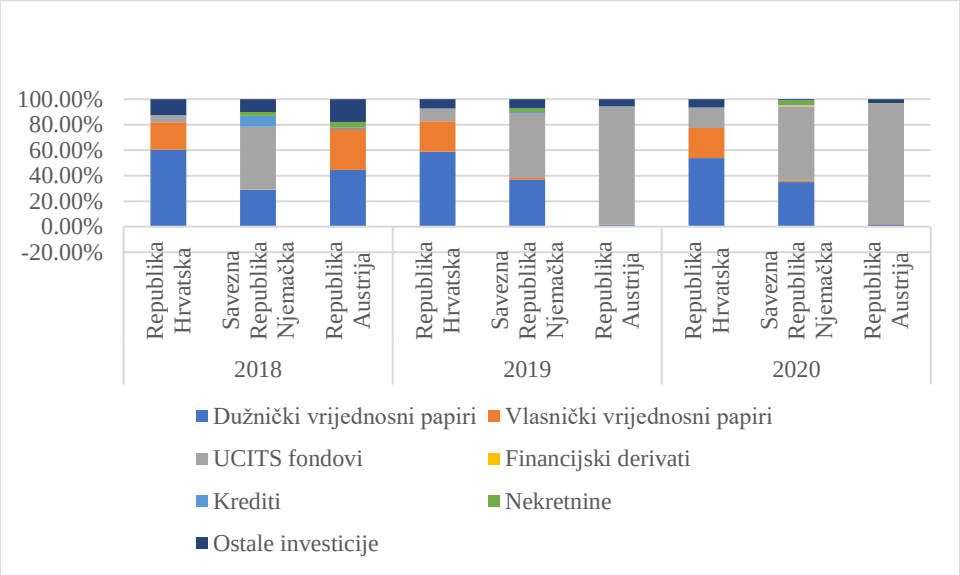
Tablica 7. Struktura ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne imovine mirovinskih fondova)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
Dužnički vrijednosni papiri	60,29%	28,83%	44,58%	58,75%	37,02%	1,63%	53,87%	34,92%	1,85%
Vlasnički vrijednosni papiri	21,51%	0,40%	32,19%	24,02%	1,72%	0,32%	23,57%	1,05%	0,29%
UCITS fondovi	5,69%	49,13%	-	10,07%	50,34%	92,14%	15,92%	58,31%	94,42%
Financijski derivati	-0,01%	-	-	-0,01%	0,04%	0,00%	0,00%	0,88%	0,02%
Krediti	-	8,58%	1,04%	0,00%	0,95%	0,27%	0,00%	1,16%	0,20%
Nekretnine	0,00%	2,98%	4,48%	0,00%	2,97%	0,20%	0,00%	2,90%	0,21%
Ostale investicije	12,51%	10,08%	17,71%	7,17%	6,95%	5,43%	6,63%	0,77%	3,01%
UKUPNO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Izvor: izrada autora prema podacima Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/275_hr#AssetExposures [pristupljeno: 28. lipnja 2021].

Pogleda li se tablica 7, postaje vidljivo kako mirovinski fondovi u Hrvatskoj najčešće ulažu u dužničke vrijednosne papire s tim da se udio istih u ukupnoj imovini mirovinskih fondova tijekom razdoblja smanjuje. Nakon njih, slijede ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, ostale investicije i UCITS fondove dok je udio kredita i financijskih izvedenica zanemariv. Što se tiče mirovinskih fondova u Austriji, njihova struktura ulaganja ukazuje da je 2019. i 2020. godine došlo do dramatičnog smanjenja ulaganja u dužničke i vlasničke financijske instrumente. To smanjenje ulaganja u dužničke i vlasničke vrijednosne papire u navedenim godinama kompenzirano je povećanim ulaganjem u UCITS fondove čiji je udio 2020. godine iznosio čak 94,42% ukupne imovine mirovinskih fondova. Za razliku od Hrvatske u čijoj strukturi imovine mirovinskih fondova nema nekretnina, u Austriji mirovinski fondovi ulažu i u nekretnine, ali se udio te imovine smanjuje u ukupnoj imovini. U Njemačkoj mirovinski fondovi najčešće ulažu u UCITS fondove i udio istih u ukupnoj imovini mirovinskih fondova tijekom razdoblja istraživanja iskazuje tendenciju rasta. Nakon UCITS fondova slijede ulaganja u dužničke vrijednosne papire koji tijekom razdoblja iskazuju porast. Ulaganja u vlasničke vrijednosne papire su relativno niska, ali iskazuju tendenciju rasta. Određeni postotak imovine, mirovinski fondovi u Njemačkoj ulažu u financijske derivate, kredite, nekretnine i ostale investicije.

S ciljem jednostavnijeg prikaza, u nastavku slijedi grafikon 2.



Grafikon 2. Ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne imovine mirovinskih fondova)

Izvor: izrada autora prema podacima Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/275_hr#AssetExposures [pristupljeno: 28. lipnja 2021].

Grafikon 2 pokazuje kako mirovinski fondovi u Hrvatskoj najveći dio imovine ulažu u dužničke vrijednosne papire za razliku od Njemačke i Austrije u kojoj mirovinski fondovi drže udjele u UCITS fondovima.

4.1.4.3. Društva za osiguranje

U nastavku rada slijedi prikaz tablice 8 koja predočava u koju imovinu ulažu osiguravajuća društva u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji tijekom trogodišnjeg razdoblja.

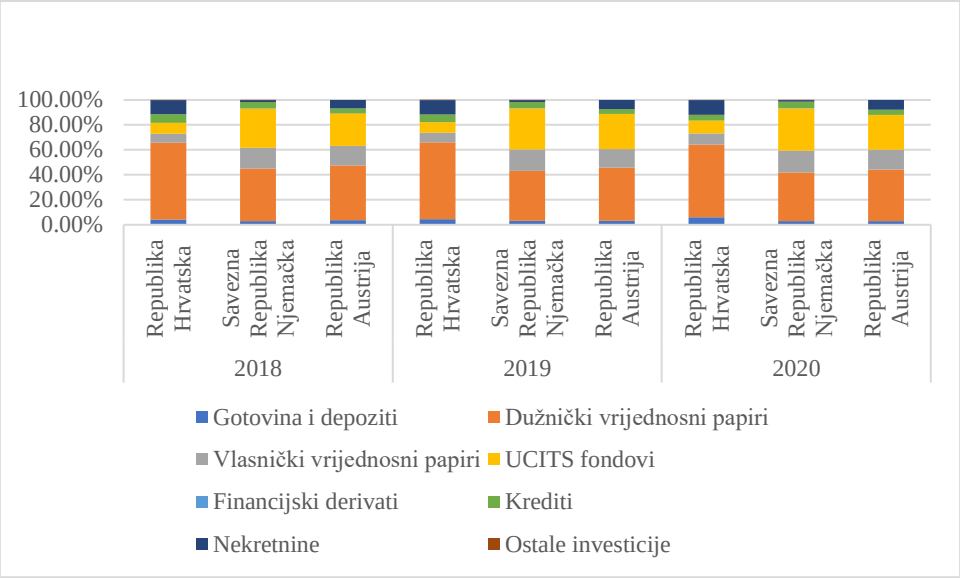
Tablica 8. Struktura ulaganja osiguravajućih društava u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine društava za osiguranje)

Godina	2018			2019			2020		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
Gotovina i depoziti	4,34%	2,83%	3,74%	4,38%	3,20%	3,09%	5,92%	3,04%	2,91%
Dužnički vrijednosni papiri	61,44%	42,25%	43,95%	61,67%	39,91%	42,75%	58,32%	38,96%	41,35%
Vlasnički vrijednosni papiri	7,08%	16,48%	15,49%	7,61%	17,33%	14,79%	9,06%	17,37%	15,82%
UCITS fondovi	8,85%	31,43%	26,23%	8,61%	32,79%	28,24%	10,04%	33,92%	27,95%
Financijski derivati	0,00%	0,32%	0,05%	0,00%	0,27%	0,06%	0,00%	0,28%	0,07%
Krediti	6,91%	4,94%	3,71%	6,01%	4,81%	3,70%	4,80%	4,92%	4,17%
Nekretnine	11,37%	1,72%	6,84%	11,73%	1,66%	7,37%	11,86%	1,48%	7,73%
Ostale investicije	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%
Ukupno	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Izvor: izrada autora prema podacima Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/274_hr#Assetexposures [pristupljeno: 29. lipnja 2021].

Tablica 8 pokazuje kako osiguravajuća društva u promatranim zemljama tijekom analize najčešće ulažu u dužničke financijske instrumente nakon kojih slijede ulaganja u UCITS fondove. U Njemačkoj i Austriji na trećem mjestu u strukturi imovine nalaze se vlasnički vrijednosni papiri dok su u Hrvatskoj na tom mjestu ulaganja u nekretnine nakon kojih slijede ulaganja u vlasničke vrijednosne papire. Nakon toga, u strukturi imovine društava za osiguranje slijede krediti, gotovina i depoziti dok se najmanje ulaže u derivate i ostale investicije.

Jednostavniji prikaz svega prethodno navedenoga vezanoga za strukturu ulaganja osiguravajućih društava daje grafikon 3.



Grafikon 3. Ulaganja osiguravajućih društava u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom analiziranog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine društava za osiguranje)

Izvor: izrada autora prema podacima Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/274_hr#Assetexposures [pristupljeno: 29. lipnja 2021].

Sukladno grafikonu 3, zamjetno je kako osiguravajuća društva u Hrvatskoj tijekom razdoblja istraživanja uglavnom investiraju u dužničke financijske instrumente dok društva za osiguranje u Njemačkoj i Austriji imaju sličniju strukturu ulaganja prema kojoj većinom ulažu u dužničke vrijednosne papire i UCITS fondove.

4.1.4.4. Investicijski fondovi

Struktura ulaganja investicijskih fondova koji djeluju u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji predmet je analize tablice 9 koja je prikazana u nastavku rada.

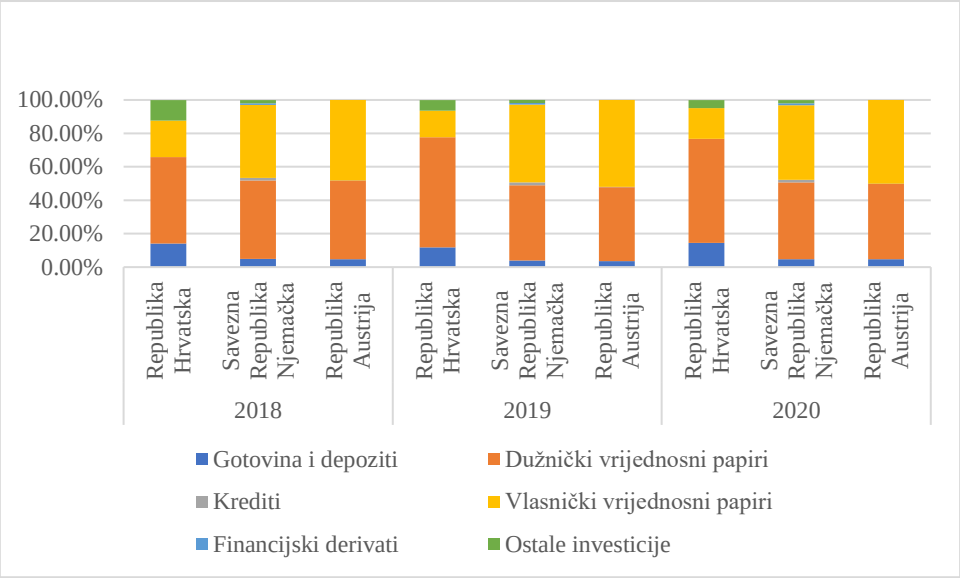
Tablica 9. Struktura ulaganja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom promatranog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine investicijskih društava)

Godina	**2018**			**2019**			**2020**		
Država	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
Gotovina i depoziti	14,09%	4,93%	4,79%	11,80%	3,88%	3,64%	14,56%	4,72%	4,66%
Dužnički vrijednosni papiri	51,64%	46,83%	46,98%	65,94%	45,13%	44,21%	62,20%	45,88%	45,19%
Krediti	0,00%	1,57%	0,11%	0,00%	1,62%	0,10%	0,00%	1,66%	0,11%
Vlasnički vrijednosni papiri	22,01%	43,79%	48,12%	15,92%	46,62%	52,05%	18,27%	44,51%	50,04%
Financijski derivati	0,00%	0,92%	0,00%	0,00%	0,95%	0,00%	0,00%	1,25%	0,00%
Ostale investicije	12,26%	1,96%	0,00%	6,34%	1,81%	0,00%	4,97%	1,98%	0,00%
UKUPNE INVESTICIJE	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021) i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do, https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/ [pristupljeno: 29. lipnja 2021].

U tablici 9 vidljivo je kako su investicijski fondovi u Hrvatskoj i Njemačkoj 2018. godine najviše ulagali u dužničke vrijednosne papire dok su fondovi u Austriji veći dio imovine plasirali u vlasničke vrijednosne papire. Godine 2019. i u Njemačkoj investicijski fondovi počinju veći dio svoje imovine investirati u vlasničke vrijednosne papire kao i u Austriji dok se u Hrvatskoj i dalje većina imovine investira u dužničke vrijednosne papire što je nastavljeno i 2020. godine. Austrija i u 2020. godini imovinu uglavnom ulaže u vlasničke vrijednosne papire dok se investicijski fondovi u Njemačkoj okreću blago povećanom ulaganju u dužničke financijske instrumente. Ono što je važno primijetiti je da Hrvatska znatno veći dio imovine ulaže u dužničke instrumente u odnosu na vlasničke za razliku od Njemačke i Austrije gdje su ulaganja u dužničke i vlasničke vrijednosne papire na približnim razinama. Nakon dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira, u strukturi imovine investicijskih fondova svih promatranih zemalja tijekom svih analiziranih godina dominiraju gotovina i depoziti te ostale investicije dok se najmanje ulaže u izvedenice i kredite.

S ciljem davanja jasnijeg prikaza strukture ulaganja investicijskih fondova, u nastavku slijedi grafikon 4.



Grafikon 4. Ulaganja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine investicijskih društava)

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2021) i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (2021). Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do, https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/ [pristupljeno: 29. lipnja 2021].

Grafikon 4 pokazuje kako je struktura ulaganja investicijskih fondova u Njemačkoj i Austriji sličnija nego je to slučaj sa strukturom ulaganja fondova u Hrvatskoj. Investicijski fondovi u Njemačkoj tijekom analize uglavnom podjednako ulažu u dužničke i vlasničke vrijednosne papire kao i u Austriji, iako je u Austriji zamjetna dominacija vlasničkih vrijednosnih papira. Za razliku od Njemačke i Austrije, investicijski fondovi u Hrvatskoj najviše ulažu u dužničke vrijednosne papire.

4.1.5. Omjer financijske intermedijacije i omjer kreditne intermedijacije u razdoblju istraživanja

Važni indikatori pri analizi strukture financijskih posrednika svakako su i omjer financijske te omjer kreditne intermedijacije pri čemu je omjer financijske intermedijacije mjera stupnja relativne važnosti financijskih institucija u financijskom sustavu i važnosti njihovih aktivnosti u ukupnom gospodarstvu dok je omjer kreditne intermedijacije pokazatelj stupnja bankarskog

posredovanja u cijelom financijskom posredovanju u ekonomskom sustavu. Pomaže pri ocjeni modaliteta i promjene prirode u cijelom procesu financijskog posredovanja jer procjenjuje u kojoj mjeri nefinancijski sektor financira svoje aktivnosti zajmovima, a ne putem financijskih tržišta. Prikaz navedenih omjera slijedi u tablici 10.

Tablica 10. Omjer financijske intermedijacije i omjer kreditne intermedijacije u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi u %)

Pokazatelj	**FINANCIJSKA INTERMEDIJACIJA[15]**			**KREDITNA INTERMEDIJACIJA[16]**		
Godina	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**	**Republika Hrvatska**	**Savezna Republika Njemačka**	**Republika Austrija**
2018	**33,21%**	**51,86%**	**47,52%**	**17,31%**	**41,15%**	**31,53%**
2019	**33,29%**	**56,12%**	**49,67%**	**16,88%**	**40%**	**32,73%**
2020	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**

Izvor: izračun autora prema podacima Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (2021) i Hrvatske narodne banke (2021). Dostupno na: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=FIN_IND_FBS, https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-racuni [pristupljeno: 29. lipnja 2021].

Tablica 10 pokazuje kako Njemačka i Austrija imaju veći omjer financijske intermedijacije od Hrvatske pri čemu je taj omjer u Njemačkoj najveći. U svim zemljama se tijekom promatranog razdoblja, izuzev 2020. godine za koju podaci nisu dostupni, omjer financijske intermedijacije povećava. Navedeno upućuje na to da su financijski posrednici i njihove aktivnosti sve značajnije u financijskim sustavima odabranih zemalja. Omjer kreditne intermedijacije niži je od omjera financijske intermedijacije pri čemu je isti i dalje najviši u Njemačkoj nakon koje

[15] Omjer financijske intermedijacije = ukupna financijska imovina financijskih društava/ukupna financijska imovina ukupnog gospodarstva. Pod financijskim društvima podrazumijevaju se monetarne financijske institucije, druge financijske institucije (npr. investicijski fondovi), osiguravajuća društva i mirovinski fondovi.

[16] Omjer kreditne intermedijacije = krediti u ukupnoj imovini financijskih institucija/ zbroj obveza nefinancijskog sektora, opće države, kućanstava i neprofitnih institucija koje služe kućanstvima

slijedi Austrija i potom Hrvatska. Omjer kreditne intermedijacije za razliku od omjera financijske intermedijacije iskazuje tendenciju pada u Hrvatskoj i Njemačkoj dok u Austriji isti iskazuje porast u 2019. godini u odnosu na 2018. godinu. Takvo kretanje omjera kreditne intermedijacije ukazuje na to da nefinancijski sektor[17] u Hrvatskoj i Njemačkoj, za razliku od Austrije smanjuje financiranje svojih aktivnosti putem kredita i u određenoj se mjeri okreće financijskim tržištima kako bi pribavio potrebna financijska sredstva.

[17] Nefinancijski sektor „obuhvaća javna nefinancijska društva, domaća privatna nefinancijska društva i nefinancijska društva pod inozemnom kontrolom (...) Nefinancijska društva sastoje se od institucionalnih jedinica koje su neovisni pravni subjekti i tržišni proizvođači te čija je glavna aktivnost proizvodnja dobara ili/i nefinancijskih usluga“ (Hrvatska narodna banka, 2021).

5. Rasprava

Provedenom analizom strukture financijskih posrednika Hrvatske u odnosu na istu u Njemačkoj i Austriji, utvrđeno je kako je struktura financijskih posrednika svih triju zemalja bankocentrična. Iako su prema broju financijskih posrednika investicijski posrednici u navedenim zemljama zastupljeniji od kreditnih institucija, visina aktive tih institucija promatrano vrijednosno i kao udio u BDP-u jasno ukazuje na nadmoć kreditnih institucija nad institucionalnim investitorima kakvi su mirovinski fondovi, investicijski fondovi i osiguravajuća društva. Međutim, tijekom vremena osjetno je slabljenje značaja kreditnih institucija pri čemu u Hrvatskoj sve bitniji postaju mirovinski fondovi za razliku od Njemačke i Austrije u kojima se sve važnijima pokazuju investicijski fondovi i osiguravajuća društva. Promatrano s aspekta strukture ulaganja pojedinog posrednika, struktura ulaganja banaka u Hrvatskoj usporediva je strukturi ulaganja banaka u Njemačkoj i Austriji te je u strukturi imovine banaka svih triju zemalja prisutna prevlast potraživanja po kreditima. S druge strane, mirovinski fondovi u Hrvatskoj mahom ulažu u dužničke vrijednosne papire za razliku od Njemačke i Austrije u kojima mirovinski fondovi uglavnom drže udjele u UCITS fondovima. Struktura ulaganja osiguravajućih društava u svim promatranim zemljama uglavnom je slična s tim da je primjetno kako je struktura ulaganja osiguravajućih društava u Njemačkoj i Austriji međusobno sličnija. Podaci pokazuju kako mirovinski fondovi u Hrvatskoj najviše ulažu u dužničke vrijednosne papire kao i u Njemačkoj i Austriji gdje se, za razliku od Hrvatske, ističe i više ulaganja u UCITS fondove. Nadalje, ulaganja investicijskih fondova u Njemačkoj i Austriji također su sličnija negoli je to slučaj sa strukturom ulaganja investicijskih fondova u Hrvatskoj. Na to ukazuju podaci prema kojima se ulaganja investicijskih fondova u Njemačkoj i Austriji u sličnim omjerima odnose na ulaganja u dužničke i vlasničke vrijednosne papire s malom prevlasti u korist vlasničkih vrijednosnih papira u Austriji. Za razliku od Njemačke i Austrije, u Hrvatskoj dužnički vrijednosni papiri zauzimaju najveći udio u ukupnim ulaganjima investicijskih fondova. U svim zemljama se tijekom razdoblja analize bilježi porast značaja financijskih posrednika u financijskim sustavima na što upućuje omjer financijske intermedijacije, međutim isti je u Hrvatskoj i dalje niži u odnosu na omjer financijske intermedijacije u Austriji i Njemačkoj u kojoj je taj omjer najviši. Omjer kreditne intermedijacije ukazuje na okretanje nefinancijskog sektora u Hrvatskoj i Njemačkoj financijskim tržištima nauštrb kredita što je svakako pozitivan indikator. Uzimajući sve napisano u radu u obzir i uvažavajući sva ograničenja prilikom pisanja rada, može se iznijeti zaključak kako je u strukturi posrednika svih triju zemalja zamjetno jačanje uloge

institucionalnih investitora, međutim u segmentu razvijenosti iste u Republici Hrvatskoj postoji još mjesta za napredak te Hrvatska još uvijek nije u poziciji da svojim financijskim sustavom može konkurirati razvijenijim zemljama Europske unije. Tome u prilog ide i činjenica da je financijski sustav u Hrvatskoj puno manji nego je to slučaj u Njemačkoj, Austriji i ostalim razvijenim zemljama Europske unije i da banke imaju puno veću ulogu u financijskom sustavu Hrvatske u odnosu na sustave razvijenih zemalja Europske unije, a uz to je i preko 90% njihove imovine u stranom vlasništvu.

6. Zaključak

Financijski sustavi složeni su mehanizmi jedinstveni svakoj zemlji čije se djelovanje odvija u segmentu financijskih tržišta, financijskih instrumenata i financijskih institucija pod kojima se najčešće podrazumijeva i element financijskog posredništva. Financijski posrednici izuzetno su bitna karika u svakom financijskom sustavu budući da isti predstavljaju sponu između deficitarnih i suficitarnih jedinica. Svojim aktivnostima bitno doprinose smanjenju transakcijskih i informacijskih troškova te otklanjanju asimetričnih informacija na financijskom tržištu. Iako su funkcije koje posrednici obnašaju istovjetne u svim zemljama, način i kvaliteta obavljanja tih funkcija bitno se razlikuju što stvara distinkciju između razvijenih i nerazvijenih financijskih sustava. Posrednici se u suštini mogu podijeliti u tri grupe: depozitne institucije, institucije ugovorne štednje i investicijske posrednike. Pritom se pod najistaknutijom depozitnom institucijom misli na banku, pod institucijama ugovorne štednje na mirovinske fondove i osiguravajuća društva te pod investicijskim posrednicima na investicijska društva i investicijske fondove. Kako bi navedene institucije poslovale na način koji pozitivno utječe na gospodarstvo, poslovanje istih je, ovisno o kategoriji posrednika regulirano od strane Hrvatske narodne banke ili Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.

Analizom strukture financijskih posrednika u Hrvatskoj, Njemačkoj i Austriji dokazano je kako sve tri zemlje imaju bankovno orijentiran sustav. Pritom je bankocentričnost financijskog sustava mjerena ukupnom aktivom najviše izražena u Njemačkoj. Iako su u financijskim sustavima navedenih zemalja najdominantnije institucije banke, jasno je kako njihov značaj postupno slabi. U Hrvatskoj sve značajniji postaju mirovinski fondovi dok u Njemačkoj i Austriji sve dominantniji postaju investicijski fondovi.

Gledano s aspekta strukture ulaganja posrednika, iako se na prvu struktura u analiziranim zemljama doima sličnom, važno je uočiti nešto siromašniju strukturu ulaganja posrednika u Hrvatskoj u odnosu na preostale zemlje. Također, valja primijetiti kako je struktura ulaganja posrednika u Njemačkoj i Austriji međusobno sličnija nego ista u Hrvatskoj.

Stupanj kreditne intermedijacije ukazuje na promjene u financijskom sustavu Hrvatske budući da isti ukazuje na okretanje nefinancijskih poduzeća financijskim tržištima s ciljem pribavljanja nužnih sredstava u odnosu na dosadašnji dolazak do novca primarno zaduživanjem kod banaka.

Usprkos prividnoj sličnosti današnjeg financijskog sustava Hrvatske s financijskim sustavima razvijenijih zemalja Europske unije, Hrvatska još uvijek nije na razini tih zemalja i svojim

financijskim sustavom im ne može konkurirati. Stoga se ističe nužnost nadogradnje današnjeg financijskog sustava Hrvatske. Pritom se prvenstveno misli na jačanje financijskog tržišta s posebnim naglaskom na sekundarno tržište, povećanje stupnja financijske intermedijacije i poticanje javnosti na korištenje financijskih instrumenata kao alata investiranja i financiranja.

Hrvatska ima problem jer se poslovni sektor, zbog nerazvijenosti financijskog tržišta financira gotovo isključivo kreditima što povećava ovisnost cjelokupnog sustava o stanju u bankarskom sektoru. Kako je jedna od najbitnijih, ako ne i najbitnija stvar u ekonomiji diverzifikacija rizika, nužno je financiranje isključivo kreditima zamijeniti i mnoštvom drugih metoda, prvenstveno ne kreditnih, koje u Hrvatskoj još uvijek nisu zaživjele. Time bi se i sektoru stanovništva ponudilo znatno više mogućnosti financijskog ulaganja u odnosu na dosadašnje mogućnosti.

Prilikom dogradnje financijskog sustava treba imati u vidu i određene razlike između Hrvatske i razvijenijih zemalja Europske unije koje mogu bitno otežati podizanje hrvatskog financijskog sustava na višu razinu. Slijedom toga, nikako se ne smije zanemariti činjenica da je Hrvatska visoko zadužena zemlja koja je siromašnija u odnosu na određene zemlje Europske unije čija joj struktura financijskog sustava može poslužiti kao dobar primjer te da je financijski sustav u Hrvatskoj puno manji od sustava u razvijenijim zemljama Europske unije. Također, činjenica je da je značaj banaka u hrvatskom financijskom sustavu puno izraženiji nego što je slučaj u razvijenim zemljama Europske unije, a otegotna okolnost je svakako i činjenica da su banke u Hrvatskoj mahom u stranom vlasništvu.

Literatura

Knjige:

1. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2014). *Investments*. New York: McGraw-Hill Education.
2. Gregurek, M., Vidaković, N. (2011). *Bankarsko poslovanje*. Zagreb: RRiF plus.
3. Leko, V. (2004). *Financijske institucije i tržišta I: pomoćni materijali za izučavanje*. Zagreb: Mikrorad.
4. Madura, J. (2013). *Financial Markets & Institutions.* Cengage Learning.
5. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions, Global Edition*. Harlow: Pearson.
6. Nikolić, N., Pečarić, M. (2007). *Osnove monetarne ekonomije*. Split: Naklada Protuđer.
7. Olgić Draženović, B. (2012). *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*. Doktorska disertacija. Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.
8. Orsag, S. (2003). *Vrijednosni papiri.* Sarajevo: Revicon.
9. Sajter, D. (2013). *Uvod u financijske izvedenice*. Osijek: Ekonomski fakultet.
10. Samuelson P. A., Nordhaus W. D. (2010). *Ekonomija, 19. izdanje.* Zagreb: MATE.
11. Saunders, A., Cornett, M. M. (2012). *Financial Markets and Institutions*. New York: McGraw-Hill Education.

Članci u časopisima:

1. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*. 35(2), str. 688-726.
2. Merton, R. C. (1990). The financial system and economic performance. *Journal of Financial Services Research*. 4, str. 263-300.
3. Merton, R. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*. 24(2), str. 23-41.
4. Tadesse, S. (2002). Financial architecture and economic performance: international evidence. *Journal of financial intermediation.* 11(4), str. 429-454.

5. Uzunkaya, M. (2012). Economic Performance in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Do Non-Financial Institutions Matter?. *Journal of Applied Finance and Banking*. 2(5), str. 159-176.

Zbornici radova:

1. Jurić, D. (2008). Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*. 29(1), str. 149-185.
2. Leko, V. (2006). *Promjene u strukturi financijskih institucija – od bankovnih prema tržišno utemeljenim sustavima.* 41. simpozij HZRFD „Financijsko restrukturiranje profitnog i neprofitnog sektora u Hrvatskoj“. Pula. 8.-10. lipnja 2006. str. 310-322.

Internetski izvori:

1. Alternative Invest (2017). Investicijski fondovi. Dostupno na: http://www.alternativeinvest.hr/investicijski_fondovi.aspx [pristupljeno: 5. travnja 2021].
2. BaFin (2021). Statistik der BaFin – Erstversicherungsunternehmen. Dostupno na: https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Statistiken/Erstversicherung/erstversicherung_node.html;jsessionid=65EB9102D85989EA51880B679EA0D270.2_cid500 [pristupljeno: 25. lipnja 2021].
3. Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Izloženost imovine. Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/275_hr#AssetExposures [pristupljeno: 28. lipnja 2021].
4. Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (2021). Izloženost imovine. Dostupno na: https://www.eiopa.europa.eu/node/274_hr#Assetexposures [pristupljeno: 29. lipnja 2021].
5. Europska središnja banka (2021). Lista financijskih institucija. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/html/index.hr.html [pristupljeno: 27. lipnja 2021].

6. Europska središnja banka (2021). Skladište statističkih podataka. Dostupno na: https://sdw.ecb.europa.eu/home.do [pristupljeno: 29. lipnja 2021].
7. Europska unija (2021). Gospodarski rezultati po državama. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country_en [pristupljeno: 22. lipnja 2021].
8. Financial Market Authority (2021). Quartalsberichte. Dostupno na: https://www.fma.gv.at/pensionskassen/offenlegung/quartalsberichte/ [pristupljeno: 25. lipnja 2021].
9. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2016). Investicijski fondovi. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42495 [pristupljeno: 5. travnja 2021].
10. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2018). Edukativne brošure. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/edukacija-i-potro%C5%A1a%C4%8Di/edukativne-brosure/ [pristupljeno: 2. travnja 2021].
11. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2018). Izaberi budućnost: obvezni mirovinski i drugi fondovi. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/edukacija-i-potro%c5%a1a%c4%8di/financijska-pismenost/izaberi-budu%c4%87nost/ [pristupljeno: 2. travnja 2021].
12. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2018). Leasing i faktoring. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/leasing-i-faktoring/ [pristupljeno: 10. travnja 2021].
13. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2018). Tržište kapitala. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/ [pristupljeno: 15. ožujka 2021].
14. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2021). Statistika. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/ [pristupljeno: 29. lipnja 2021].
15. Hrvatska banka za obnovu i razvitak (2021). Tko smo. Dostupno na: https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/o-nama/ [pristupljeno: 24. ožujka 2021].
16. Hrvatska gospodarska komora (2018). Dokumenti. Dostupno na: https://www.hgk.hr/documents/faktoringotkuppotrazivanjavarazdin166201667577041e324e00.pptx [pristupljeno: 10. travnja 2021].
17. Hrvatska gospodarska komora (2018). Investicijski fondovi. Dostupno na: https://www.hgk.hr/investicijski-fondovi [pristupljeno: 5. travnja 2021].
18. Hrvatska gospodarska komora (2020). Osnovno o investicijskim fondovima. Dostupno na: https://hgk.hr/documents/osnovno-o-investicijskim-fondovima-rujan-20205f688fca0ba90.pdf [pristupljeno: 5. travnja 2021].

19. Hrvatska narodna banka (2015). Financijski sustav RH. Dostupno na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh [pristupljeno: 27. ožujka 2021].
20. Hrvatska narodna banka (2021). Financijski računi. Dostupno na: https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-racuni [pristupljeno: 29. lipnja 2021].
21. Narodne novine (2000). Odluka o obavljanju nadzora nad poslovanjem banaka. Narodne novine d.d., br. 50/2000. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2000_05_50_1120.html [pristupljeno: 18. travnja 2021].
22. Narodne novine (2005). Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga. Narodne novine d.d., br. 140/2005. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_11_140_2639.html [pristupljeno: 18. travnja 2021].
23. Narodne novine (2006). Zakon o leasingu. Narodne novine d.d., br. 135/2006. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2006_12_135_3044.html [pristupljeno: 20. travnja 2021].
24. Narodne novine (2008). Odluka o objavljivanju Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja. Narodne novine d.d., br 30/2008. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_03_30_992.html [pristupljeno: 20. travnja 2021].
25. Narodne novine (2011). Zakon o kreditnim unijama. Narodne novine d.d., br. 141/2006, 25/2009, 90/2011. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2011_08_90_1928.html [pristupljeno: 18. travnja 2021].
26. Narodne novine (2013). Zakon o leasingu. Narodne novine d.d., br. 141/2013. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_11_141_3011.html [pristupljeno: 20. travnja 2021].
27. Narodne novine (2013). Zakon o Vijeću za financijsku stabilnost. Narodne novine d.d., br. 159/2013. Dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_12_159_3329.html [pristupljeno: 25. travnja 2021].
28. Narodne novine (2015). Zakon o osiguranju. Narodne novine d.d., br. 30/2015. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_03_30_611.html [pristupljeno: 28. travnja 2021].
29. Narodne novine (2018). Zakon o tržištu kapitala. Narodne novine d.d., br. 65/2018. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_07_65_1329.html [pristupljeno: 2. svibnja 2021].

30. Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (2021). Financijski indikatori. Dostupno na: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=FIN_IND_FBS [pristupljeno: 29. lipnja 2021].
31. Tržište novca d.d. u likvidaciji (2021). O tržištu novca d.d. Dostupno na: http://www.trzistenovca.hr/Home/SysHtmlPage?sistemskaInstancaPodatakaId=1 [pristupljeno: 15. ožujka 2021].
32. Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012. *Službeni list EU*. 176/2013. Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?qid=1413369082588&uri=CELEX:32013R0575 [pristupljeno: 2. svibnja 2021].
33. Zakon o faktoringu. Narodne novine, br. 94/2014, 85/2015, 41/2016. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/742/Zakon-o-faktoringu [pristupljeno: 20. travnja 2021].
34. Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci. Narodne novine, br. 75/08, 54/13,47/20. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/590/Zakon-o-Hrvatskoj-narodnoj-banci [pristupljeno: 5. svibnja 2021].
35. Zakon o kreditnim institucijama. Narodne novine, br. 159/2013., 19/2015, 102/2015., 15/2018., 70/2019., 47/2020.,146/2020. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/zakon-o-kreditnim-institucijama [pristupljeno: 5. svibnja 2021].
36. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom. Narodne novine, br. 44/2016, 126/2019. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/564/Zakon-o-otvorenim-investicijskim-fondovima-s-javnom-ponudom [pristupljeno: 2. svibnja 2021].
37. Zakon o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje. Narodne novine, br. 109/1997, 117/1997, 76/1999, 10/2001, 92/2005, 21/2010, 15/2013, 139/2013, 151/2014, 110/2015. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/562/Zakon-o-stambenoj-%C5%A1tednji-i-dr%C5%BEavnom-poticanju-stambene-%C5%A1tednje [pristupljeno: 2. svibnja 2021].
38. Zakon o tržištu kapitala. Narodne novine, br. 65/2018, 17/2020. Dostupno na: https://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala [pristupljeno: 2. svibnja 2021].

Popis tablica

Tablica 1. Glavni makroekonomski pokazatelji Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije tijekom razdoblja od 2018. do 2020. godine (iznosi u %)..... 31

Tablica 2. Broj financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom trogodišnjeg razdoblja 33

Tablica 3. Visina aktive posrednika u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u trogodišnjem razdoblju (iznosi u milijunima eura) 35

Tablica 4. Udio imovine pojedinog posrednika u BDP-u Republike Hrvatske, Savezne Republike Njemačke i Republike Austrije u razdoblju istraživanja (iznosi kao % BDP-a) 36

Tablica 5. Omjer imovine kreditnih institucija i monetarnih kreditnih institucija u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u razdoblju istraživanja (iznosi u % imovine monetarnih financijskih institucija) 37

Tablica 6. Struktura ulaganja banaka u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne financijske imovine banaka) 38

Tablica 7. Struktura ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne imovine mirovinskih fondova) 40

Tablica 8. Struktura ulaganja osiguravajućih društava u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine društava za osiguranje)..... 42

Tablica 9. Struktura ulaganja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom promatranog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine investicijskih društava)..... 44

Tablica 10. Omjer financijske intermedijacije i omjer kreditne intermedijacije u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi u %) 46

Popis slika

Slika 1. Izravan tijek sredstava u financijskom sustavu 12

Slika 2. Neizravan tijek sredstava u financijskom sustavu 14

Slika 3. Tri stupa mirovinskog sustava Republike Hrvatske 20

Slika 4. Podjela fondova prema mogućnosti ulaganja 23

Popis grafikona

Grafikon 1. Struktura imovine banaka u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji u trogodišnjem razdoblju (iznosi kao % ukupne financijske imovine banaka) 39

Grafikon 2. Ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom razdoblja analize (iznosi kao % ukupne imovine mirovinskih fondova) 41

Grafikon 3. Ulaganja osiguravajućih društava u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom analiziranog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine društava za osiguranje) 43

Grafikon 4. Ulaganja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Austriji tijekom istraživanog razdoblja (iznosi kao % ukupne imovine investicijskih društava) 45