

# EFIKASNOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA U ALOKACIJI FINANCIJSKIH SREDSTAVA

---

Joskić, Katarina

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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:145:094646>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-06-30**



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

Katarina Joskić

**EFIKASNOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA U  
ALOKACIJI FINANCIJSKIH SREDSTAVA**

Diplomski rad

Osijek, 2022.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij Financijski menadžment

Katarina Joskić

**EFIKASNOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA U  
ALOKACIJI FINANCIJSKIH SREDSTAVA**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijsko posredništvo**

JMBAG: 0302009542

e-mail: [kjoskic@efos.hr](mailto:kjoskic@efos.hr)

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

Komentor: dr. sc. Ana Zrnić

Osijek, 2022.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate Study Financial management

Katarina Joskić


**THE EFFICIENCY OF THE CROATIAN FINANCIAL  
SYSTEM IN THE ALLOCATION OF FINANCIAL  
RESOURCES**

Graduate paper

Osijek, 2022.

## 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*. 
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:** Katarina Joskić

**JMBAG:** 0302009542

**OIB:** 37936843570

**e-mail za kontakt:** kjoskic@efos.hr

**Naziv studija:** Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

**Naslov rada:** Efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava

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

U Osijeku, 2. rujna 2022. godine

Potpis Katarine Joskić

# **Efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava**

## **SAŽETAK**

Alokacija financijskih sredstava deficitnim sektorima jedna je od glavnih funkcija financijskog sustava. Putem komponenti financijskog sustava, financijskih tržišta i institucija kroz proces transformacije imovine akumulira se višak financijskih sredstava (štednja) suficitnih sektora koja se zatim usmjerava prema deficitnim sektorima.

Ključnu ulogu u transferu financijskih sredstava imaju financijski posrednici. U bankocentričnim financijskim sustavima poslovne banke, odnosno bankovni krediti, najčešći su izvor vanjskog financiranja deficitnih jedinica, posebno sektora poduzeća i kućanstva. Za razliku od bankovno orijentiranih, u tržišno orijentiranim financijskim sustavima financijska tržišta i nebankarski financijski posrednici poput institucionalnih investitora (investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva itd.) su također važni izvori vanjskog financiranja deficitnih sektora.

Efikasnom alokacijom financijskih sredstava smatra se dodjela financijskih sredstava jedinicama deficitnih sektora s najproduktivnijim investicijama. Investicije sektora poduzeća uglavnom su produktivnije od investicija sektora države i drugih deficitnih sektora te više doprinose rastu i razvoju gospodarstva.

Za istraživanje su korišteni sekundarni podaci, odabrani statistički podaci Hrvatske narodne banke, Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga i Zagrebačke burze. Cilj rada je istražiti prema kojim deficitnim sektorima hrvatski financijski sustav usmjerava više, a prema kojima manje financijskih sredstava te kako to utječe na efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava.

Rezultati istraživanja pokazuju da hrvatski bankarski sektor više kredita odobrava sektoru kućanstva s negativnom strukturom prema namjeni, a manje sektoru poduzeća dok su financijska sredstva putem nebankarskih financijskih posrednika i tržišta kapitala dominantno usmjerena prema sektoru države, a minimalno prema sektoru poduzeća. Navedeno upućuje na neefikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava deficitnim sektorima.

**Ključne riječi:** financijski sustav, alokacija, financijska sredstva, efikasnost, financijsko posredništvo

# **The efficiency of the croatian financial system in the allocation of financial resources**

## **ABSTRACT**

The allocation of financial resources to deficit sectors is one of the main functions of the financial system. Through the components of the financial system, the financial markets and institutions, through the process of asset transformation accumulates the surplus financial resources (savings) of the surplus sector, which are then allocated to the deficit sector. Financial intermediaries play a key role in the transfer of financial resources. In bank-centric financial systems, commercial banks, i.e., bank loans, are the most common source of external financing for deficit units, especially the corporate and household sectors. In contrast to bank-centred financial systems, in market-centred financial systems, financial markets and nonbank financial intermediaries such as institutional investors (investment and pension funds, insurance companies, etc.) are also important sources of external financing for the deficit sector.

The efficient allocation of financial resources is considered to be the allocation of financial resources to the units of the deficit sector with the most productive investments. Business sector investment is generally more productive than investment by the government sector and other deficit sectors, and contribute more to the growth and development of the economy.

Secondary data, selected statistical data from the Croatian National Bank, the Croatian Financial Services Supervisory Agency and the Zagreb Stock Exchange were used for the study. The aim of this work is to investigate to which entities of the deficit sector the Croatian financial system allocates more and to which it allocates less financial resources, and how this affects the efficiency of the Croatian financial system in the allocation of financial resources.

The results of the study show that the Croatian banking sector allocates more credit to the household sector with a negative structure by purpose and less to the corporate sector, while financial resources flow through non-bank financial intermediaries and the capital market mostly to the government sector and only to a small extent to the corporate sector. This indicates the inefficiency of the Croatian financial system in allocating financial resources to the deficit sector.

**Keywords:** financial system, allocation, financial resources, efficiency, financial intermediation

# SADRŽAJ

<b>1. Uvod</b> .....	1
<b>2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja</b> .....	2
<b>2.1. Pojmovno određivanje financijskog sustava</b> .....	2
2.1.1. Komponente financijskog sustava .....	2
2.1.2. Funkcije i strukture financijskog sustava.....	8
<b>2.2. Pojmovno određivanje financijskog posredništva</b> .....	11
2.2.1. Značaj i uloga financijskog posredništva.....	11
2.2.2. Teorije financijskog posredništva .....	13
<b>2.3. Efikasnost financijskog sustava</b> .....	14
<b>3. Metodologija rada</b> .....	17
<b>4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja</b> .....	18
<b>4.1. Struktura hrvatskog financijskog sustava</b> .....	18
<b>4.2. Analiza alokacije financijskih sredstava putem bankarskog sektora</b> .....	21
<b>4.3. Analiza alokacije financijskih sredstava putem nebankarskih financijskih posrednika</b> .....	27
<b>4.4. Analiza alokacije financijskih sredstva na hrvatskom financijskom tržištu</b> .....	36
<b>5. Rasprava</b> .....	40
<b>6. Zaključak</b> .....	43
<b>Literatura</b> .....	45
<b>Popis tablica</b> .....	48
<b>Popis grafikona</b> .....	50



## 1. Uvod

Jedan od temeljnih elementa gospodarstva svake države je financijski sustav što je i područje istraživanja ovog rada. Razvijen i stabilan financijski sustav pozitivno utječe na razvoj i rast gospodarstva. Stabilnost financijskog sustava proizlazi iz njegove sposobnosti da učinkovito izvršava svoje glavne funkcije među kojima je i funkcija alokacije financijskih sredstava deficitnim sektorima što je predmet istraživanja ovog rada. Putem komponenti financijskog sustava, financijskih tržišta i institucija kroz proces transformacije imovine akumuliraju se slobodna financijska sredstva (štednja) suficitnih sektora koja se zatim usmjeravaju prema deficitnim sektorima. Međutim, za razvoj i rast financijskog i gospodarskog sustava nije dovoljno samo usmjeriti financijska sredstva prema deficitnim sektorima nego ih je potrebno efikasno alocirati među jedinicama deficitnih sektora tako da se što više financijskih sredstava dodijeli deficitnim jedinicama (primarno poduzećima) s najproduktivnijim investicijama. Upravo je efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava deficitnim sektorima problem istraživanja ovog rada.

Svrha istraživanja je analizirati efikasnost hrvatskog financijskog sustava u izvršavanju funkcije alokacije financijskih sredstava deficitnim sektorima. Shodno tomu, cilj je istražiti prema kojim deficitnim sektorima hrvatski financijski sustav usmjerava više, a prema kojima manje financijskih sredstava te kako to utječe na efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava.

Rad se sastoji od 6 glavnih poglavlja. U prvom poglavlju „Uvod“ definirano je područje i problem istraživanja te navedena svrha i cilj istraživanja. Drugim poglavljem „Teorijska podloga i prethodna istraživanja“ područje i problem istraživanja opisani su s teorijskog aspekta korištenjem stručne literature. Definirani su osnovi pojmovi (financijski sustav, financijsko posredništvo, efikasnost financijskog sustava) važni za nastavak istraživanja. U poglavlju „Metodologija rada“ navedeni su izvori podataka potrebni za istraživanje te metode upotrijebljene za njihovu obradu. Obradom odabranih statističkih podataka u poglavlju „Opis istraživanja i rezultati istraživanja“ analizirana je alokacija financijskih sredstava deficitnim sektorima putem bankarskih i nebankarskih financijskih posrednika te tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj. U poglavlju „Rasprava“ na temelju rezultata istraživanja iz prethodnog poglavlja izvedene su implikacije po postavljeni problem i cilj istraživanja. Zadnje poglavlje „Zaključak“ sinteza je cijelog istraživanja, naveden je zaključak o efikasnosti hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava i sugestije za buduća istraživanja.

## **2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja**

Osnovni pojmovi vezani uz predmet i problem istraživanja objašnjeni su kroz sljedeća podpoglavlja. Financijski sustav pojmovno je definiran, opisane su njegove komponente, funkcije i strukture, a zatim je pojašnjeno financijsko posredništvo te su objašnjeni značaj i uloga financijskih posrednika u transferu financijskih sredstava. Isto tako, navedene su teorije financijskog posredništva i na kraju je opisano značenje efikasnog financijskog sustava.

### **2.1. Pojmovno određivanje financijskog sustava**

Jedan od temeljnih elemenata svakog gospodarstva je financijski sustav. Preduvjet za rast i razvoj gospodarstva, a posljedično i svih ostalih sustava svake države je postojanje i razvoj funkcionalnog financijskog sustava. „Financijski sustav može se definirati kao skup tržišta, institucija, zakona, propisa i tehnika pomoću kojih se trguje obveznicama, dionicama i drugim vrijednosnim papirima, određuje visina kamatne stope, i kroz koje se proizvode i daju financijske usluge“ (Rose, 1989: 4, navedeno u Novak, 2005: 5).

Primarna uloga financijskog sustava je omogućiti transfer financijskih sredstava od suficitnih sektora prema deficitnim sektorima s ciljem što efikasnije alokacije resursa.

Transfer financijskih sredstava od jedinica s viškom financijskih sredstava prema jedinicama s manjkom financijskih sredstava odvija se putem komponenti financijskog sustava, odnosno financijskih tržišta i institucija. Kupnjom i prodajom financijskih instrumenata na financijskom tržištu, financijske institucije financijska sredstva suficitnih sektora alociraju u projekte deficitnih sektora.

Komponente financijskog sustava opširnije su opisane u sljedećem poglavlju.

#### **2.1.1. Komponente financijskog sustava**

Glavne komponente financijskog sustava su financijska tržišta i financijske institucije, financijski instrumenti te regulatorne institucije zadužene za nadzor njihovog djelovanja u skladu sa zakonima i propisima.

Financijska tržišta definiraju se kao „sve institucije i procedure koje povezuju kupce i prodavatelje financijskih instrumenata“ (Van Horne, Wachowiz, 2014: 27).

Svrha financijskih tržišta je usmjeravanje štednje suficitnih sektora prema deficitnim sektorima za investicije ili za potrošnju. Na strani i suficitnog i deficitnog sektora nalaze se pravne osobe poput poduzeća i fizičke osobe, odnosno kućanstva, ali i država. Financijsko tržište nije zatvoreni mehanizam koji omogućuje sudjelovanje samo rezidentima jedne države, nego upravo suprotno, ono je otvoreno i za strance odnosno strana poduzeća, kućanstva, države. Veći broj sudionika na tržištu pridonosi njegovom razvoju i efikasnosti.

Transfer financijskih sredstava od suficitnih sudionika prema deficitnim može biti izravnim financiranjem ili putem financijskih posrednika, tzv. neizravno ili indirektno financiranje.

„Kod izravnog financiranja zajmoprimci posuđuju sredstva izravno od zajmodavca na financijskim tržištima prodajući im vrijednosnice (također zvane financijski instrumenti), koje predstavljaju potraživanja prema budućim dohodcima ili imovini zajmoprimca“ (Mishkin, Eakins, 2019: 16).

Za transfer financijskih sredstava bilo izravnim ili neizravnim financiranjem karakteristike financijskog instrumenta koji se pri tome koristi moraju odgovarati i zajmoprimcu i zajmodavcu. Iako se izravnim financiranjem prenose veliki iznosi financijskih sredstava ono nije najbolja opcija za sve sudionike zbog različite ponude i potražnje financijskih sredstava. U tom slučaju bolji izbor je neizravno financiranje putem financijskih posrednika. Financijski posrednici ponudu financijskih sredstava zajmodavaca i potražnju zajmoprimaca transformiraju u nove oblike financijskih instrumenata kojima je lakše trgovati na financijskim tržištima.

Zajmoprimac do financijskih sredstava na financijskom tržištu dolazi izdavanjem vlasničkih i/ili dužničkih vrijednosnih papira. Vlasnički i dužnički vrijednosni papiri su financijski instrumenti koji se mogu kupovati i prodavati na financijskom tržištu po određenoj cijeni, a predstavljaju obvezu za izdavatelja – zajmoprimca i imovinu za kupca – zajmodavca. Glavna razlika između dužničkog i vlasničkog vrijednosnog papira je u tome što je kupac vlasničkog vrijednosnog papira rezidualni vjerovnik. Navedeno znači da njegovo potraživanje od izdavatelja vlasničkog vrijednosnog papira dolazi na naplatu nakon naplate svih potraživanja po dužničkim financijskim instrumentima i ostalih dugova izdavatelja.

Financijska tržišta ovisno o dospijeću financijskih instrumenata odnosno ovisno o tome posuđuju li se financijska sredstva na dugi ili kratki rok dijele se na tržište novca i tržište kapitala.

Novčano tržište odnosi se na „kupnju i prodaju kratkoročnih korporativnih i državnih dužničkih vrijednosnica s izvornim dospeljem kraćim od jedne godine“ (Van Horne, Wachowicz, 2014:28).

Budući da se na tržištu novca trguje visoko likvidnim instrumentima s relativno niskim financijskim rizikom smatra se da tržište novca ubrzava optjecaj novca. Tržište novca investitorima koji traže veću financijsku stabilnost u kratkom roku omogućava ulaganje viška novca u kratkoročne vrijednosnice s niskim rizikom i stalnim prinosom.

Sudionici na tržištu mogu djelovati i u ulozi izdavatelja i ulagatelja u instrumente tržišta novca. Tako se „u glavne izdavatelje sredstava novčanog tržišta uključuju država, velike domaće i inozemne banke, velike industrijske tvrtke i sl.“ dok su istovremeno navedeni izdavatelji i ulagatelji „preko institucija za štednju, mirovinskih fondova, kompanija za osiguranje, uzajamnih fondova i imućnih pojedinaca“ (Ivanović, Ivanović, 2002: 9).

Za razliku od tržišta novca koje je izvor kratkoročnog financiranja za poduzeća, državu i druge, tržište kapitala predstavlja izvor dugoročnog financiranja za sudionike financijskih tržišta pa se još naziva i tržište dugoročnog duga i dionica.

„Tržište kapitala je tržište na kojem se trguje dugoročnim dužničkim (u pravilu onima s originalnim dospeljem iznad jedne godine) i vlasničkim instrumentima“ (Mishkin, Eakins, 2019: 20). Najviše dugoročnih dužničkih vrijednosnica izdaju države. Država izdaje državne obveznice kako bi financirala javni dug dok lokalne razine vlasti izdaju municipalne obveznice kako bi prikupile financijska sredstva za financiranje investicija od javnog značaja poput gradnje škole, kolodvora i sl.

Poduzeća na tržištu kapitala izdaju i vlasničke instrumente – dionice, ali i dužničke instrumente - korporativne obveznice za financiranje dugoročnih investicija potrebnih za rast i razvoj poduzeća pa i opstanak na tržištu.

Na razvijenim tržištima kapitala najveći ulagatelji u financijske instrumente tržišta kapitala su različite financijske institucije, odnosno financijski posrednici koji prikupljaju štednju uglavnom kućanstava i poduzeća, ali i drugih suficitnih jedinica te zatim ta financijska sredstva koriste za kupnju instrumenta tržišta kapitala. Na taj način kućanstva, poduzeća i drugi sudionici s viškom financijskih sredstava neizravno financiraju deficitne sudionike tržišta kapitala.

Za financijski sustav tržište kapitala je najvažnije financijsko tržište. Uspješnost i održivost financijskog sustava ovisi i o stupnju razvijenosti i efikasnosti tržišta kapitala. Tržište kapitala ima poseban značaj za poduzeće. Potreba za dodatnim ulaganjem i sredstvima za njegovo financiranje povećava se s razvojem poduzeća, a tržište kapitala može osigurati financiranje ulaganja na različite načine. Osim što predstavlja izvor financiranja, poduzeće uvrštenjem dionice na burzu može povećati vrijednost dionice i poboljšati kreditni rejting.

Potrebno je istaknuti kako je tržište kapitala ipak rezervirano za velika i profitabilna poduzeća koja mogu ispuniti kriterije za uvrštenje na burzu i natjecati se s jakom konkurencijom.

Najzastupljeniji instrumenti tržišta kapitala su, kako je već navedeno, dionice i obveznice koji su za razliku od instrumenta novčanog tržišta manje likvidni zbog dužeg roka dospijeca. Samim time nose veći rizik, ali i prinos.

Dionice, obveznice te druge financijske instrumente tržišta kapitala i tržišta novca izdavatelji izdaju na tzv. primarnom tržištu na kojem se prvi put prodaju i tom prodajom izdavatelji ostvaruju prihod. Sva ostala trgovina izdanim, već jednom prodanim financijskim instrumentima, odvija se na sekundarnom tržištu. Na sekundarnom tržištu investitori trguju vrijednosnim papirima poput dionica, obveznica i drugih vrijednosnih papira od čije kupnje i prodaje izdavatelji više ne ostvaruju prihode.

Sekundarno tržište može biti organizirano i spontano. Organizirana financijska tržišta su burze poput Chicago Board Trade ili Zagrebačke burze, centralizirana tržišta na kojima se trguje vrijednosnim papirima. Spontano tržište je „izvanburzovno (engl. *over-the-counter*, OTC) tržište na kojem su dileri<sup>1</sup>, koji posjeduju zalihe vrijednosnih papira, na različitim lokacijama spremni kupiti i prodati vrijednosne papire „preko šaltera“ bilo kome tko zatraži i tko je spreman prihvatiti njihove cijene“ (Mishkin, Eakins, 2019: 19).

Ključni sudionici za funkcioniranje bilo koje vrste financijskog tržišta su financijske institucije. Bez financijskih institucija ne bi postojala ni financijska tržišta. Financijska tržišta i institucije su dvije najvažnije i međusobno komplementarne komponente financijskog sustava čija je suradnja preduvjet za održivost i razvoj cijelog gospodarstva. Financijske institucije mogu se podijeliti na financijske posrednike i regulatorne institucije.

---

<sup>1</sup> Dileri su trgovci vrijednosnim papirima na sekundarnim tržištima. Vrijednosne papire kupuju i prodaju u svoje ime i račun, a zarađuju na razlici između kupovne i prodajne cijene vrijednosnih papira.

Financijske institucije najčešće imaju ulogu posrednika između suficitnih i deficitnih sektora u financijskom sustavu. Prema Mishkin i Eakins (2019) postoje tri osnovne vrste financijskih posrednika, a to su depozitne institucije, institucije ugovorne štednje i investicijski posrednici. Iako se u svaku od ovih kategorija ubraja više financijskih institucija, za potrebe ovog rada u nastavku će biti opisane samo glavne institucije u svakoj kategoriji, a to su banke, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi i investicijski fondovi.

„Depozitne institucije su financijski posrednici koji primaju depozite od pojedinaca i institucija te odobravaju kredite. Ove institucije uključuju poslovne banke i takozvane štedne institucije (štedionice): štedno-kreditne zadruge, štedne banke te kreditne zadruge“ (Mishkin, Eakins, 2019:28). Bankarski sektor jedan je od najvažnijih izvora financiranja poduzeća, naročito poduzeća male i srednje veličine kojima financiranje putem financijskih tržišta nije dostupno. Osim za poduzeća banke su važne i za rad financijskih tržišta na kojima putem svojih investicijskih odjela kupuju i prodaju vrijednosne papire. Osim što investiraju u državne, municipalne i korporativne obveznice<sup>2</sup>, dionice i druge instrumente banke se često javljaju i ulozi agenta izdanja, pokrovitelja izdanja i agenta uvrštenja financijskih instrumenata poduzeća na financijsko tržište.

Iako se udio bankarskog sektora u razvijenijim financijskim sustavima, naročito tržišnocentričnim financijskim sustavima sve više smanjuje, banke su još uvijek jedan od dominantnih sudionika svakog financijskog sustava.

Institucije ugovorne štednje obuhvaćaju društva za osiguranje i mirovinske fondove koji kao financijski posrednici na temelju ugovora s klijentima financijska sredstva prikupljanju periodično na godišnjoj i/ili ispod godišnjoj razini. Karakteristika institucija ugovorne štednje je da mogu relativno dobro predvidjeti svoje rashode u budućem razdoblju za razliku od depozitnih institucija. Prema Mishkin i Eakins (2019) „za njih likvidnost imovine nije toliko važna, kao što je za depozitne institucije, pa oni svoja sredstva uglavnom ulažu u dugoročne vrijednosnice poput korporativnih obveznica, dionica i hipotekarne kredite“ (Mishkin, Eakins, 2019: 29).

Mirovinski fondovi i osiguravajuća društva značajni su sudionici tržišta kapitala bitni za razvoj primarnog, ali i sekundarnog tržišta. „ Mirovinski fondovi prikupljaju novčana izdvajanja od

---

<sup>2</sup> Državne obveznice su dužnički vrijednosni papiri koje izdaje središnja država kako bi financirala javni dug dok municipalne obveznice izdaje lokalna država za financiranje investicija od javnog interesa (npr. vrtići, ceste itd.). Korporativne obveznice su dužničke vrijednosnice koje izdaju poduzeća za financiranje dugoročnih investicija.

poslodavaca i zaposlenih tijekom radnog vijeka, a zatim pružaju mjesečni dohodak nakon odlaska u mirovinu“ (Ivanović, Ivanović, 2002: 7). Zbog stabilnosti i predvidivosti prihoda i rashoda mirovinski fondovi prikupljenu štednju uglavnom ulažu u dugoročne vrijednosne papire, u razvijenijim državama dominantno u korporativne obveznice, ali i dionice te državne i municipalne obveznice. Budući da raspoložu akumuliranom namjenskom štednjom mnogih malih ulagača mirovinski fondovi su strogo regulirani od strane državnih institucija kako bi se ta štednja osigurala. Za ulaganja mirovinskih fondova radi osiguranja prikupljene štednje građana postoje zakonom određena investicijska ograničenja, ali ta ograničenja nisu jednaka u svakoj zemlji. Istraživanja Olgić Draženović i dr. (2017) i HANFA (2021) pokazuju da su u manje razvijenim zemljama mirovinski fondovi konzervativni ulagači što znači da veći dio financijskih sredstva investiraju u vrijednosnice s što manjim rizikom, često u državne dužničke vrijednosne papire dok u razvijenijim zemljama unatoč investicijskim ograničenjima strategije ulaganja su manje konzervativne pa se više imovine mirovinskih fondova ulaže u korporativne vrijednosne papire.

Osiguravajuća društva prema Novak (2005) dijele se na društva životnog osiguranja i društva osiguranja imovine. Obje vrste financijska sredstva prikupljaju prodajom polica osiguranja. Financijska sredstva iz naplaćenih premija osiguranja društva za osiguranje života zbog veće predvidivosti prihoda i rashoda uglavnom ulažu u korporativne vrijednosne papire te hipotekarne kredite. Društva za osiguranje imovine prikupljena financijska sredstva više ulažu u državne i municipalne obveznice, ali ulažu i u korporativne obveznice i dionice. Budući da su prihodi (uplaćene premije osiguranja) i rashodi (naknada nastale štete po osiguranom slučaju) teže predvidivi nego kod društva za osiguranje života, društva za osiguranje imovine financijska sredstva ulažu u likvidnije vrijednosnice kako bi u slučaju nastanka osiguranog slučaja velikih razmjera bila u mogućnosti brzo unovčiti kupljene vrijednosnice i isplatiti naknadu štete osiguranicima.

Brealey i dr. (2007) smatraju da su osiguravajuća društva u SAD-u važnija od banaka za dugoročno financiranje kompanija jer su ta društva masivni investitori u dionice i obveznice kompanija te često izravno kompanijama daju dugoročne kredite.

Investicijski posrednici obuhvaćaju investicijske fondove, investicijske fondove tržišta novca i financijske kompanije. Mishkin i Eakins (2019) navode kako najveću vrijednost imovine od navedena 3 investicijska posrednika u SAD-u imaju investicijski fondovi, 9.284 milijardi dolara na kraju 2012. god. Investicijski fondovi financijska sredstva prikupljaju tako da prodaju udjele investitorima. Prikupljena financijska sredstva zatim koriste za kupnju vrijednosnica kojima

kreiraju diversificirane portfelje. S obzirom da menadžeri investicijskih fondova nastoje ostvariti prinos iznad tržišnog kupnjom i prodajom vrijednosnih papira, najčešće dionica i korporativnih obveznica za koje na temelju procjene očekuju da će ostvariti viši prinos, time preuzimaju i veći rizik pa je tako ulaganje u investicijske fondove rizičnije od ulaganja u depozitne institucije ili institucije ugovorne štednje. „Vlasnici udjela mogu prodati (iskupiti) udjele u bilo kojem trenutku, a vrijednost tih udjela ovisiti će o vrijednosti imovine koju fond posjeduje“ (Mishkin, Eakins, 2019: 30).

Važnost financijskog sustava u gospodarstvu potvrđuje i stroga regulacija i nadzor komponenti financijskog sustava na nacionalnoj i međunarodnoj razini. Za regulaciju i nadzor financijskog sustava odgovorne su regulatorne institucije. Cilj regulacije je osigurati stabilnost financijskog sustava te smanjiti asimetrične informacije među sudionicima, posebno investitorima u financijskom sustavu. Nedostupnost informacija, neprovjerene informacije te nejednaka informiranost investitora mogu uzrokovati neefikasnu alokaciju financijskih sredstava te time narušiti stabilnost financijskog sustava. Regulacija sustava „uključuje obvezno objavljivanje informacija javnosti, ograničenja osoba koje mogu osnovati financijskog posrednika, ograničenja na vrstu imovine koju financijski posrednici mogu držati, osiguranje depozita, ograničavanje tržišnog natjecanja i kamatnih stopa“ (Mishkin, Eakins, 2019: 34).

Za regulaciju i nadzor bankarskog sektora u Republici Hrvatskoj (RH) zadužena je Hrvatska narodna banka. Nadzor i regulaciju financijskih nebankarskih posrednika uključujući tržište kapitala provodi Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

„Za nesmetano funkcioniranje i cjelovitost financijskog sustava važne su i aktivnosti drugih nadzorno-regulatornih tijela te pomoćnih financijskih institucija: Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB), koja nadzire sustav zaštite depozita kod bankarskih financijskih posrednika, te Uprave za financijski sustav Ministarstva financija, koja priprema zakonske prijedloge s područja financijskog poslovanja“ (HNB, 2015).

Jedan od zadataka regulatornih institucija je i stvaranje preduvjeta za efikasno izvršenje funkcija financijskog sustava koje su opisane u sljedećem poglavlju.

### 2.1.2. Funkcije i strukture financijskog sustava

Primarna funkcija financijskog sustava je alokacija financijskih sredstava deficitnim sektorima. Zadatak financijskog sustava je akumulacija slobodnih financijskih sredstava, štednje suficitnih



sektora te raspodjela prikupljenih financijskih sredstava deficitnim sektorima kroz investiranje financijskih posrednika u ekonomski opravdane profitabilne projekte.

Novak (2005) navodi 7 osnovnih funkcija financijskog sustava:

1. Funkcija štednje – financijski sustav suficitnim sektorima nudi razne oblike štednje kroz djelovanje financijskih institucija i tržišta koje zatim tu štednju kroz druge financijske instrumente dodjeljuju deficitnim sektorima za investicije i potrošnju,
2. Funkcija bogatstva – kupnjom financijskih instrumenta suficitni sektori osiguravaju svoju štednju, smanjujući rizik gubitka vrijednosti štednje do trenutka kada ju odluče unovčiti za potrošnju,
3. Funkcija likvidnosti – likvidna financijska tržišta omogućuju brzu utrživost financijskih instrumenata čime se smanjuje potreba za držanjem velikih količina gotovine,
4. Kreditna funkcija – financijski sustav omogućuje poduzećima, kućanstvima i državi financiranje zaduživanjem odnosno odobravanjem zajmova, kredita te izdavanjem financijskih instrumenta,
5. Funkcija plaćanja – platni sustav olakšava trgovinu dobrima i uslugama,
6. Funkcija rizika – financijski sustav nudi osiguranje od raznih rizika kroz osiguravajuća društva ili ograđivanje od rizika putem financijskih tržišta, posebno tržišta izvedenica,
7. Funkcija politike – putem financijskog sustava središnje banke provode monetarnu politiku, a ministarstva financija fiskalnu politiku čime utječu na cijelo gospodarstvo.

Navedene funkcije financijskog sustava se različito izvršavaju u svakoj zemlji što ovisi o raznim čimbenicima od kojih je jedan i struktura financijskog sustava.

Stabilnost financijskog sustava kao i njegov razvoj ovisi i o strukturi financijskog sustava. Ovisno o tome prenose li se slobodna financijska sredstva od suficitnih prema deficitnim sektorima više putem bankarskog sektora, a manje putem financijskih tržišta ili obrnuto, razlikuju se dvije vrste strukture financijskog sustava: bankocentrični i tržišnocentrični financijski sustavi.

U bankocentričnim financijskim sustavima dominiraju banke dok se ostali financijski posrednici kao i tržište kapitala manje koriste kao izvori financiranja od strane deficitnih sektora. Najveći udio slobodnih financijskih sredstava akumulira se u bankarskom sektoru kao depoziti koja banke zatim plasiraju prema deficitnim sektorima u obliku kredita, dužničkih vrijednosnih papira i ostalih potraživanja.

Bankovni krediti čine glavni vanjski izvor financiranja za mala i srednja poduzeća, ali i za velika poduzeća zbog slabije zastupljenosti i djelovanja drugih financijskih posrednika na tržištu. Bankocentrični financijski sustavi najzastupljeniji su u Europi i manje razvijenim zemljama.

„Tržišno orijentirane financijske sustave, kakav je onaj u SAD-u i djelomice u Velikoj Britaniji, uz i dalje nezaobilazne i snažne banke karakteriziraju visoko razvijeno tržište vrijednosnica (kapitala) i nebankovne financijske institucije“ (Stojanović, Krišto, 2016: 8).

U tržišnocentričnim financijskim sustavima financijsko tržište i nebankarske financijske institucije poput institucija ugovorne štednje i investicijskih posrednika imaju puno veću ulogu nego u bankovno orijentiranim sustavima. Suficitni sektori u tržišno orijentiranim sustavima imaju više mogućnosti ulaganja štednje dok deficitni sektori imaju više mogućnosti financiranja. Zbog većeg broja različitih financijskih institucija i bolje razvijenosti tržišta kapitala poduzeća, naročito velika i profitabilna, mogu lakše, brže i uz niži trošak kapitala pozajmiti financijska sredstva potrebna za investicije.

Obje strukture financijskog sustava imaju prednosti i nedostatke. Zagovornici bankovno orijentiranih sustava smatraju da bankovni sektor za razliku od financijskog tržišta bolje rješava problem asimetričnih informacija većim ulaganjem u prikupljanje informacija i kontrolu klijenata.

„Zagovornici tržišnocentričnog sustava naglašavaju da je primarni cilj banka sigurnost povrata, zbog čega one potiču investitore na poduzimanje konzervativnih projekata te novi i rizičniji projekti s višim povratom ostaju bez financiranja. Razvijena i likvidna tržišta kapitala omogućavaju transformaciju vlasništva tijekom životnog vijeka projekta, što ohrabruje investitore da ulažu u projekte s dužim rokovima dospijeca i višim prinosom“ (Dalić, 2002: 30).

Ipak novija istraživanja upućuju na to da je za efikasan financijski sustav bitna zastupljenost i bankarskih i nebankarskih financijskih posrednika te razvijeno i likvidno tržište novca i kapitala. Bankarski sektor i tržište kapitala nisu međusobno isključive, nego komplementarne komponente financijskog sustava. Nedovoljna razvijenost i/ili djelovanje jedne komponente financijskog sustava može negativno utjecati na učinkovitost ostalih komponenti i sustava u cjelini.

Važnost zastupljenosti i djelovanja različitih financijskih institucija i tržišta u ulozi financijskih posrednika u financijskom sustavu opisana je u nastavku (poglavlje 2.2.).

## 2.2. Pojmovno određivanje financijskog posredništva

Slobodna financijska sredstva u financijskom sustavu najčešće čini štednja kućanstava i poduzeća te ostalih suficitnih jedinica. Višak financijskih sredstva kojim raspolažu kućanstava i mala poduzeća nije velik, nego se kreće u manjim iznosima novčanih jedinica zbog čega izravno ulaganje na financijskim tržištima za navedene jedinice suficitnih sektora je gotovo nemoguće ili neisplativo s obzirom na troškove takvog ulaganja. Financijski posrednici svojim djelovanjem malim investitorima poput kućanstava i ostalih omogućuju neizravno ulaganje njihove štednje u financijske instrumente financijskog tržišta. Time slobodna financijska sredstva svih jedinica suficitnih sektora indirektno postaju izvorom financiranja jedinica deficitnih sektora.

„Proces neizravnog financiranja korištenjem financijskih posrednika, zvan financijsko posredovanje, glavni je put za prenošenje sredstava od zajmodavaca ka zajmoprimcima“ (Mishkin, Eakins, 2019: 22).

Jedinice deficitnih sektora najčešće se koriste neizravnim financiranjem zbog čega su financijski posrednici od presudne važnosti za financijski sustav koji pridonosi rastu i razvoju cjelokupnog gospodarstva što je detaljnije opisano sljedećim podpoglavljem.

### 2.2.1. Značaj i uloga financijskog posredništva

Zadatak financijskog posredništva je akumulacija slobodnih financijskih sredstava suficitnih sektora ponudom različitih oblika ulaganja i štednje iz koje pruža mogućnost neizravnog financiranja deficitnih sektora, odnosno kreiranje alternativnog načina financiranja za jedinice s deficitom za koje izravno financiranje nije dostupno ili nije najbolji izbor.

Značaj financijskih posrednika u transferu financijskih sredstava proizlazi iz njihove mogućnosti smanjenja transakcijskih troškova i asimetričnih informacija te raspodjele rizika.

Za male investitore izravno ulaganje na financijska tržišta te pozajmljivanje financijskih sredstava deficitnim jedinicama nije isplativo zbog visokih transakcijskih troškova. Procjena i osiguranje izravnog ulaganja malim investitorima stvara veće troškove nego prinose za razliku od indirektnog ulaganja putem financijskih posrednika. Mishkin i Eakins (2019) navode kako financijski posrednici mogu znatno smanjiti transakcijske troškove s obzirom na to da su razvili specifična znanja o njihovom smanjivanju i jer im veličina omogućava iskorištavanje

ekonomija obujma, smanjenje transakcijskih troškova po novčanoj jedinici transakcije kako se veličina (obujam) transakcija povećava.

Sudionicima financijskih tržišta nisu jednako dostupne relevantne informacije niti svi imaju jednake mogućnosti prikupljanja informacija bitnih za štednju, ulaganje, trgovinu itd. Jedan dio sudionika često zna više nego drugi, odnosno količina i vrijednost informacija kojim raspolažu zajmodavac i zajmoprimac nisu jednake nego asimetrične.

Asimetrične informacije dovode do problema negativne selekcije i moralnog hazarda. Negativna selekcija se događa prije dodjele financijskih sredstava deficitnim jedinicama. Potencijalni dužnici s najvećim rizikom i vjerojatnosti neplaćanja obveza po dospijeću su izrazito aktivni u potrazi za financijskim sredstvima što povećava i vjerojatnost dobivanja traženih sredstava. Kako bi se osigurale od rizika odobrenja loših zajmova financijske institucije smanjuju ili obustavljaju pozajmljivanje što negativno utječe i na financiranje potencijalnih dužnika s dobrim kreditnim rejtingom. Problem moralnog hazarda<sup>3</sup> nastaje nakon dodjele financijskih sredstava deficitnim jedinicama zbog mogućnosti da financijska sredstva neće biti iskorištena za što su odobrena što opet povećava vjerojatnost nenaplativog potraživanja.

Financijski posrednici su puno uspješniji u sprječavanju i rješavanju ovih problema od malih investitora jer raspolažu s puno većim resursima za prikupljanje informacija, procjenu rizika i nadzor dužnika. Osim toga financijski posrednici kontinuirano ulažu u sustave za procjenu, sprječavanje i smanjenje rizika kao što su kreditni rizik, rizik druge ugovorne strane, tržišni i mnogi drugi.

Za transfer financijskih sredstava od suficitnih prema deficitnim sektorima financijsko posredništvo je važno radi raspodjele rizika ili transformacije imovine. Raspodjela rizika je „stvaranje i prodaja imovine s rizičnim karakteristikama koje ljudima odgovaraju, a posrednici tada sredstva prikupljena prodajom takve imovine koriste za kupnju druge imovine koja može biti mnogo rizičnija“ (Mishkin, Eakins, 2019: 24).

Prednost financijskih posrednika za investitore proizlazi i iz mogućnosti bolje diversifikacije portfelja ulaganja čime se značajno smanjuje koncentracijski rizik.

---

<sup>3</sup> Moralni hazard je „rizik da će se jedna strana u transakciji ponašati na nepoželjan način s gledišta druge strane“ (Mishkin, Eakins, 2019: 25).

Prema Olgić Draženović i dr. (2015) „financijski posrednici poslovanje na financijskim tržištima čine efikasnijim, jer neizravno alociraju novčani kapital prema profitabilnim i ekonomski opravdanim projektima i time uspješno ispunjavanju najvažniju funkciju financijskog sustava odnosno funkciju alokacije“ (Olgić Draženović i dr., 2015: 168).

Financijsko posredništvo u financijskom sustavu je izrazito važno, ali funkcije financijskih posrednika ipak su se tijekom vremena promijenile ovisno o strukturi i razvijenosti financijskog sustava u kojem djeluju što objašnjavaju dvije različite teorije financijskog posredništva opisane u nastavku.

### 2.2.2. Teorije financijskog posredništva

Stručna literatura navodi dvije teorije financijskog posredništva, tradicionalnu i alternativnu. Zbog restrukturiranja financijskih sustava s razvojem tehnologije došlo je do promjene funkcija financijskih posrednika što je nametnulo i potrebu za razvojem nove alternativne teorije financijskog posredništva koja se temelji na drugim pretpostavkama, različitim od tradicionalne teorije, a kojom se nastoje objasniti nove funkcije financijskog posredništva.

Prema tradicionalnoj teoriji zbog tržišnih nesavršenosti „glavna funkcija financijskih posrednika je povećanje efikasnosti tržišta putem ublažavanja problema informacijske asimetrije između štediša i investitora te reduciranja transakcijskih troškova“ (Olgić Draženović i dr., 2015: 171). Transformacijom imovine financijski posrednici pridonose likvidnosti i bržem mehanizmu plaćanja.

Istraživanja Gažić (2020), Jagić (2020), Leko i Stojanović (2006), Sajter (2013), Sajter (2017) i Smojver, Jolić (2020) pokazuju da ubrzani razvoj informacijsko-komunikacijske tehnologije te njena primjena u financijskom sustavu dovode do mnogih promjena. Neke od njih su navedene u nastavku:

- asimetrične informacije se smanjuju
- razvijaju se novi financijski instrumenti
- trgovina izvedenicama premašuje trgovinu tradicionalnim financijskim instrumentima te kontinuirano raste
- važnost financijskih tržišta se povećava
- financijski sustavi se restrukturiraju u skladu s navedenim promjenama
- udio bankarskog sektora u financijskom sustavu se smanjuje
- poslovna politika banaka se mijenja

- trendovi otvorenog bankarstva i ekstremne personalizacije financijskih proizvoda i usluga jačaju
- primjena umjetne inteligencije u financijskom sustavu sve više raste
- regulatorni okvir se mijenja
- upravljanje rizicima postaje kompleksnije
- sve važnija funkcija svih financijskih posrednika postaje upravljanje rizicima što zahtijeva sve veća ulaganja u sustave upravljanja rizicima.

Navedene promjene u financijskom sustavu su samo neke od mnogih koje su dovele do preispitivanja tradicionalne teorije financijskog posredništva i razvoja alternativne. Alternativna teorija temelji se na pretpostavci da su ključne funkcije financijskog posredništva upravljanje rizicima te razvoj i primjena novih načina i oblika transformacije imovine.

Alternativna teorija ne umanjuje važnost financijskog posredništva u financijskom sustavu, nego suprotno, naglašava sve veću važnost i ulogu bankarskih i nebankarskih financijskih posrednika i novo razvijenih financijskih instrumenata za transfer financijskih sredstava od suficitnih prema deficitnim sektorima.

Uravnotežena zastupljenost različitih financijskih posrednika u financijskom sustavu pridonosi efikasnosti financijskog sustava koja je opisana u sljedećem podpoglavlju.

### **2.3. Efikasnost financijskog sustava**

Efikasnost financijskog sustava ostvaruje se učinkovitim radom financijskih tržišta i institucija. Istraživanja Grgić i dr. (2017) i Stojanović i Krišto (2016) pokazuju da na efikasnost cjelokupnog financijskog sustava utječe stupanj razvijenosti svih njegovih komponenti, struktura financijskog sustava, zastupljenost različitih financijskih posrednika, likvidnost financijskih tržišta, učinkovitost regulatornih institucija, razvijenost i djelotvornost pravnog sustava, odnos države prema financijskom sustavu, ukupna razvijenost gospodarstva te mnogi drugi čimbenici.

Tobin (1984) smatra da efikasnost ima nekoliko različitih značenja te navodi četiri vrste efikasnosti financijskih sustava: efikasnost informacijske arbitraže, efikasnost procjene tržišnih fundamenata, efikasnost potpunog osiguranja i funkcionalna efikasnost.

Efikasnost informacijske arbitraže i efikasnost procjene tržišnih fundamenata temelje se na hipotezi efikasnog tržišta. Efikasnost informacijske arbitraže znači da su sve dostupne važne

informacije već ugrađene u cijenu vrijednosnice te se promjena tržišne cijene pod utjecajem novih informacija događa tako brzo da nema prostora za zaradu na promjeni vrijednosti. Efikasnost procjene tržišnih fundamenata je sposobnost tržišta da točno procjenjuje intrinzičnu, tj. fundamentalnu vrijednost financijskih instrumenata odnosno podrazumijeva da su „sve cijene uvijek točne i odražavaju tržišne fundamente (stavke koje imaju izravan utjecaj na buduće tijekove prihoda od vrijednosnica) te su stoga financijska tržišta uvijek efikasna“ (Mishkin, Eakins, 2019: 128).

Prema Tobin (1984) efikasnost potpunog osiguranja je mogućnost financijskih tržišta da sudionicima osigura isporuku dobara i usluga u svim budućim nepredviđenim situacijama. Ovisi o sposobnosti financijskih institucija da kroz proces transformacije imovine razvijaju nove raznovrsne kvalitetne financijske instrumente koji omogućuju upravljanje rizikom kao i o sposobnosti trgovanja istima na relativno novim tržištima. Od financijskih institucija zahtijeva veće sudjelovanje na tržištima izvedenica što utječe na daljnji razvoj tih tržišta.

Za razliku od prethodno tri opisane efikasnosti koje su više usmjerene na financijska tržišta, zadnja tzv. funkcionalna efikasnost odnosi se na učinkovitost cijelog financijskog sustava i utječe na cijelo gospodarstvo. Funkcionalna efikasnost ovisi o učinkovitosti financijskog sustava u izvršavanju funkcije alokacije slobodnih financijskih sredstava deficitnim sektorima. Funkcionalnoj efikasnosti pridonosi zastupljenost brojnih različitih financijskih posrednika u financijskom sustavu koji omogućuju indirektno financiranje deficitnih sektora budući da izravno financiranje u praksi ipak nije dostupno svima nego uglavnom velikim profitabilnim poduzećima s izvrsnim kreditnim rejtingom te državi i lokalnoj samoupravi. Deficitni sektori češće se koriste neizravnim financiranjem na financijskim tržištima putem financijskih posrednika nego izravnim što naglašava veliku važnost bankarskih i nebankarskih financijskih posrednika za učinkovito izvršavanje funkcije alokacije financijskih sredstava.

U tom kontekstu, funkcionalna efikasnost može se definirati kao alokacijska efikasnost financijskog sustava, ali funkcionalna efikasnost je ipak malo širi pojam od alokacijske efikasnosti jer obuhvaća i efikasnost mehanizama plaćanja u financijskom sustavu.

Ipak, za stabilnost financijskog sustava i učinkovitost cijelog gospodarstva presudna je alokacijska efikasnost financijskog sustava. „Načelo alokacijske efikasnosti omogućuje napredak i razvoj nacionalnog gospodarstva te isključuje upotrebu raspoloživog kapitala prema političkim, socijalnim i drugim netržišnim kriterijima“ (Olgić Draženović i dr., 2015: 168).

Efikasna alokacija financijskih sredstava deficitnim sektorima pokazatelj je razvijenosti financijskog sustava i mogućnosti da kapital usmjeri prema najproduktivnijim investicijama. U nastavku rada analizirana je efikasnost hrvatskog financijskog sustava u izvršavanju funkcije alokacije financijskih sredstva deficitnim sektorima.



### 3. Metodologija rada

Efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava istražena je kroz analizu strukture hrvatskog financijskog sustava, analizu alokacije financijskih sredstava putem hrvatskog bankarskog i nebankarskog sektora te kroz analizu alokacije financijskih sredstava na hrvatskom tržištu kapitala. Efikasnost je promatrana kroz navedene segmente kako bi se utvrdila struktura hrvatskog financijskog sustava te potencijalne razlike između efikasnosti hrvatskog bankarskog i nebankarskog sektora u izvršavanju funkcije alokacije financijskih sredstava deficitnim sektorima.

Istraživanje je provedeno na sekundarnim podacima, odabranim statističkim podacima Hrvatske narodne banke (HNB), Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Zagrebačke burze (ZSE) preuzetih s njihovih službenih mrežnih stranica za razdoblje od 2016. god. do 2020. god.

Pri obradi i analizi preuzetih statističkih podataka upotrijebljena je grafička i matematička metoda, metoda analize i sinteze, metoda komparacije i deskripcije. Za izračune je korišten računalni program MS Excel.

Obradom odabranih sekundarnih podataka o strukturi imovine hrvatskog bankarskog sektora i odabranih nebankarskih posrednika i strukturi ulaganja istih u vlasničke i dužničke vrijednosne papire te podataka o kretanju broja vlasničkih i dužničkih vrijednosnica na hrvatskom financijskom tržištu cilj je istražiti prema kojim deficitnim sektorima hrvatski financijski sustav usmjerava više, a prema kojima manje financijskih sredstva. Drugim riječima, cilj je istražiti alocira li hrvatski financijski sustav efikasno financijska sredstva među deficitnim sektorima tako da se što više financijskih sredstava dodjeljuje deficitnim jedinicama s najproduktivnijim investicijama.

Na temelju dobivenih rezultata istraživanja i proučavanja stručne literature vezane uz predmet i problem istraživanja izvedeni su zaključci o efikasnosti hrvatskog financijskog sustava u izvršavanju funkcije alokacije financijskih sredstava deficitnim sektorima.

## 4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja

Istraživanje je podijeljeno na četiri dijela. Prvo je istražena struktura hrvatskog financijskog sustava. Shodno tome, istražena je alokacija financijskih sredstava deficitnim sektorima putem hrvatskog bankarskog sektora, a zatim putem odabranih nebankarskih financijskih posrednika u RH. Zadnje podpoglavlje odnosi se na analizu alokacije financijskih sredstava na hrvatskom financijskom tržištu. Detaljan opis istraživanja kao i rezultati istraživanja prikazani su u nastavku.

### 4.1. Struktura hrvatskog financijskog sustava

Prema podacima HNB-a i HANFA-e udio bankarskog sektora u financijskom sustavu RH u prosincu 2021. god. iznosio je 67,6 %, dok je udio sektora financijskih usluga, odnosno nebankarski sektor činio 32,4 % financijskog sustava.

Najvažniji financijski posrednici u RH su kreditne institucije s udjelom od 55,74 % u ukupnoj financijskoj imovini hrvatskog financijskog sustava na kraju 2020. god. što je vidljivo iz sljedeće tablice (tablica 1).

Tablica 1: Udjeli pojedinih financijskih posrednika u ukupnoj financijskoj imovini hrvatskog financijskog sustava, 2016. - 2020., (%)

<b>Financijska društva</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Središnja banka	15,46	17,87	17,91	18,28	19,95
Kreditne institucije	60,39	58,16	57,91	55,99	55,74
Novčani fondovi	1,57	1,21	0,93	0,00	0,00
Investicijski fondovi osim novčanih fondova	1,49	1,83	2,05	3,33	2,58
Drugi financijski posrednici	3,14	2,65	2,65	2,66	2,18
Pomoćne financijske institucije	0,64	0,64	0,59	0,57	0,54
Vlastite financijske institucije i zajmodavci	0,80	0,60	0,65	0,58	0,38
Osiguravajuća društva	4,85	4,51	4,40	4,49	4,35
Mirovinski fondovi	11,67	12,54	12,91	14,10	14,28
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

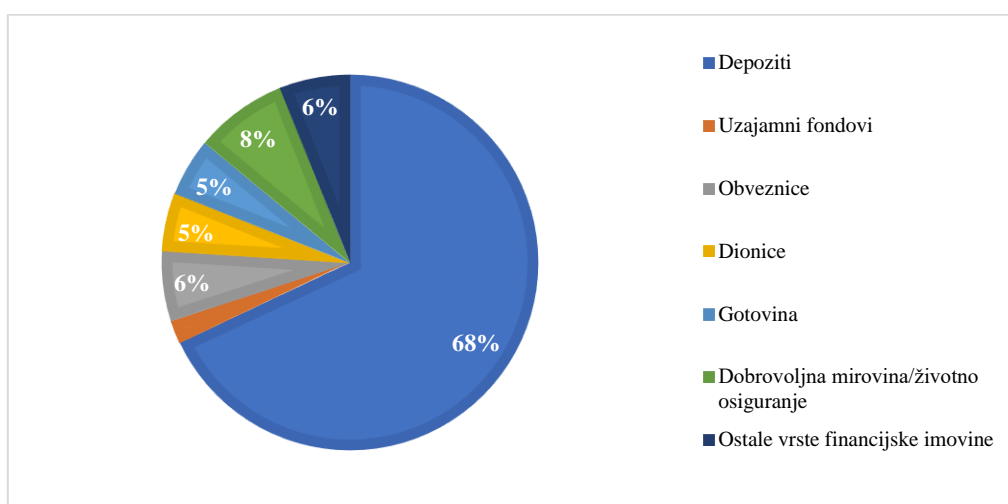
<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Iz tablice 1 vidljivo je da je udio ostalih financijskih posrednika u odnosu na kreditne institucije manji. Prema veličini udjela u ukupnoj financijskoj imovini na kraju 2020. god. mirovinski fondovi su drugi najvažniji financijski posrednik u RH s udjelom od 14,28 %, zatim slijede osiguravajuća društva s 4,35 % i investicijski fondovi s udjelom od 2,58 %. U promatranom razdoblju se ipak može uočiti pad udjela kreditnih institucija za 7,70 % u 2020. god. u odnosu na 2016. god. U istom razdoblju najveći rast udjela bilježe mirovinski fondovi sa 11,67 % (2016.) na 14,28 % (2020.). Unatoč rastu udjela financijske imovine pojedinih financijskih posrednika nebankarskog sektora (prvenstveno tzv. institucionalnih investitora), više od polovine ukupne financijske imovine hrvatskog financijskog sustava u svakoj godini promatranog razdoblja odnosi se na bankarski sektor.

„Na kraju 2020. u RH poslovale su 23 kreditne institucije: 20 banaka i tri stambene štedionice, jednako kao na kraju 2019. Od ukupne imovine kreditnih institucija 98,9 % odnosilo se na imovinu banaka, a udio imovine stambenih štedionica nastavio se smanjivati i iznosio je preostalih 1,1 %“ (HNB, 2020).

Prema podacima HANFA-e (2022) na kraju 2021. god. od ukupne imovine nebankarskih financijskih posrednika 58,6 % je činila imovina mirovinskih fondova, 20,1 % se odnosilo na imovinu društava za osiguranje, udio investicijskih fondova je iznosio 11,5 %, a leasing društva 8,3 % dok se ostatak od 1,5 % odnosio na imovinu ostalih financijskih posrednika.

Na dominaciju bankarskog sektora u hrvatskom financijskom sustavu upućuju i podaci o strukturi imovine hrvatskih kućanstava prikazani grafikonom 1.



Grafikon 1: Struktura financijske imovine hrvatskih kućanstava

Izvor: HNB (2020), Godišnje izvješće 2020.

Jemrić i Vrbanc (2020) navode „da u Hrvatskoj 94 % kućanstava posjeduje realnu imovinu, što se uglavnom odnosi na glavnu stambenu jedinicu, a 81,9 % financijsku imovinu. Realna imovina je dominantna i čini 96,5 % imovine kućanstava, a financijska samo 3,5 %“. Iz grafikona 1 vidljivo je da 68 % financijske imovine kućanstava čine depoziti, 8 % financijske imovine hrvatskih kućanstava odnosi se na dobrovoljnu mirovinu ili životno osiguranje, 6 % na obveznice, a dionice i gotovina čine svaka po 5 % financijske imovine kućanstava.

„U europodručju je diversifikacija financijske imovine izraženija: ispod polovine vrijednosti ove imovine odnosi se na depozite, gotovo četvrtina odnosi se na dobrovoljne mirovine i životna osiguranja, a sličan udio pokrivaju i različiti oblici (posrednog ili neposrednog) ulaganja u vrijednosnice“ (Jemrić, Vrbanc, 2020).

Izrazito visok udio depozita u financijskoj imovini hrvatskih kućanstava ističe važnost bankarskog sektora u akumulaciji slobodnih financijskih sredstava na što upućuje i kretanje iznosa ukupnih depozita u razdoblju od 2016.-2020. god. prikazano tablicom 2.

Tablica 2: Ukupni depoziti prema sektorskoj strukturi, 2016. - 2020., (u mlrd. kuna)

<b>Godina</b>	<b>Fizičke osobe</b>	<b>Trgovačka društva</b>	<b>Neprofitne institucije</b>	<b>Financijske institucije</b>	<b>Državne jedinice</b>
2016.	200,5	61,0	3,9	26,7	10,6
2017.	200,3	64,5	4,2	26,0	13,0
2018.	207,5	68,7	4,7	31,4	14,9
2019.	216,4	73,0	4,8	25,1	20,1
2020.	228,5	85,9	5,1	29,5	18,3

Izvor: Hrvatska agencija za osiguranje depozita (2020), Izvješće o poslovanju

Iz tablice 2 vidljivo je da najveći udio u ukupnim depozitima u promatranom razdoblju čine depoziti fizičkih osoba i depoziti trgovačkih društava. Od ukupnih depozita u 2020. god. 62,21 % odnosilo se na depozite fizičkih osoba, 23,39 % na depozite trgovačkih društava, 8,03 % na depozite financijskih institucija, 4,98 % na depozite državnih jedinica i 1,39 % na depozite neprofitnih institucija. Depoziti glavnih jedinica suficitnog sektora, fizičkih osoba i trgovačkih društava u promatranom razdoblju uglavnom rastu. Depoziti fizičkih osoba u 2020. god. su iznosili 228,5 mlrd. kuna što je povećanje od 13,97 % u odnosu na početak promatranog razdoblja, dok su depoziti trgovačkih društava iste godine iznosili 85,9 mlrd. kuna što je čak 40,82 % više u odnosu na 2016. god. Najviše oscilacija pokazuje kretanje depozita financijskih institucija koji se kreću u rasponu između 25,1 i 31,4 mlrd. kuna. Osim blagog pada u zadnjoj

promatranj, 2020. godini, depoziti državnih jedinica u ostatku promatranog razdoblja su kontinuirano rasli. Najveći iznos depozita državnih jedinica u promatranom razdoblju zabilježen je 2019. god. u iznosu od 20,1 mlrd. kuna što je povećanje od 89,62 % u odnosu na početak promatranog razdoblja.

Akumulacija štednje u obliku depozita u bankarskom sektoru izrazito je važan izvor financijskih sredstava za bankovne kredite, ulaganja u dužničke vrijednosnice i druge bankovne plasmane što predstavlja jedan od načina kojim suficitni sektori, primarno kućanstva (stanovništvo) i poduzeća, indirektno financiraju deficitne sektore o čemu je više riječ u sljedećem podpoglavlju.

#### 4.2. Analiza alokacije financijskih sredstava putem bankarskog sektora

U bankocentričnim financijskim sustavima primarni poslovi bankarskog sektora su akumulacija slobodnih financijskih sredstava suficitnih sektora kroz depozite te transfer financijskih sredstava prema deficitnim sektorima kroz različite vrste plasmana od kojih su najvažniji krediti što potvrđuju podaci prikazani tablicom 3.

Tablica 3: Struktura financijske imovine kreditnih institucija u RH, 2016. - 2020., (% u ukupnoj financijskoj imovini kreditnih institucija)

<b>Financijska imovina</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Gotovina i depoziti	13,54	17,12	18,04	19,20	21,12
Dužnički vrijednosni papiri	12,90	13,40	13,66	14,30	13,18
Kredit	69,35	65,59	64,81	63,36	62,94
Vlasnički kapital i dionice investicijskih fondova	2,19	2,51	2,32	2,43	2,25
Osiguranje, mirovine i standardizirane garancije	0,05	0,05	0,03	0,03	0,04
Izvedeni financijski instrumenti i dioničke opcije zaposlenika	0,63	0,25	0,28	0,39	0,22
Ostala potraživanja	1,34	1,08	0,86	0,29	0,26
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB -a dostupnima na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Najveći udio financijske imovine kreditnih institucija u RH u promatranih 5 godina odnosi se na kredite. U 2020. godini udio kredita u ukupnoj financijskoj imovini kreditnih institucija iznosi 62,94 %. Udio gotovine i depozita u promatranom razdoblju kontinuirano raste, a 2020. god. iznosi 21,12 %. U istom razdoblju dužnički vrijednosni papiri čine između 12,90 % i 14,30 % ukupne financijske imovine dok je udio vlasničkog kapitala i dionica investicijskih fondova izrazito nizak te na kraju promatranog razdoblja iznosi 2,25 %.

Iz tablice 3 primjetan je trend smanjenja udjela kredita s 69,35 % (2016.) na 62,94 % u 2020. god., ali ne radi znatno većeg ulaganja u dužničke i vlasničke vrijednosne papire nego zbog većeg rasta udjela gotovine i depozita (rast od 55,98 % u 2020. god. u odnosu na 2016. god.).

Bankarski sektor u RH najviše financira sektor kućanstva što dokazuju podaci o strukturi kredita prema institucionalnim sektorima prikazani tablicom 4 za razdoblje od 2016. do 2020. godine.

Tablica 4: Struktura kredita prema institucionalnim sektorima, 2016. - 2020., (%)

<b>Institucionalni sektori</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
1. Krediti središnjoj državi i fondovima socijalne sigurnosti	18,23	14,62	14,46	14,24	15,62
2. Krediti lokalnoj državi	1,60	1,64	1,73	1,91	2,36
3. Krediti nefinancijskim društvima	32,97	33,94	32,85	31,46	31,30
4. Krediti kućanstvima	45,60	48,44	49,55	51,14	49,41
5. Krediti investicijskim fondovima osim novčanim fondovima	0,14	0,12	0,34	0,25	0,25
6. Krediti drugim financijskim posrednicima	1,11	0,78	0,81	0,85	0,82
7. Krediti pomoćnim financijskim institucijama	0,25	0,31	0,18	0,12	0,13
8. Krediti osiguravajućim društvima i mirovinskim fondovima	0,09	0,14	0,08	0,05	0,12
Ukupno (1+2+3+4+5+6+7+8)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB -a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Na sektor kućanstva u 2020. god. odnosilo se 49,41 % ukupnih kredita. U promatranih 5 godina hrvatski bankarski sektor je više kredita plasirao prema sektoru kućanstva nego prema sektoru nefinancijska društva, 2020. god. 49,41 % prema 31,30 % što čini razliku od 18,11 postotnih bodova. Krediti nefinancijskim društvima u posljednje tri godine promatranog razdoblja bilježe blagi pad s 33,94 % (2017.) na 31,30 % (2020.). Udio kredita prema središnjoj državi u ukupnim kreditima u 2020. god. iznosi 15,62 %.

Namjenska struktura kredita kućanstvima prikazana je tablicom 5 čiji podaci upućuju na izuzetu važnost bankovnih kredita za stambeno financiranje kućanstava.

Tablica 5: Struktura kredita kućanstvima prema namjeni, 2016.-2020., (%)

<b>Namjena kredita</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
1. Potrošački krediti	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
2. Stambeni krediti	44,65	44,38	43,41	43,15	45,65
3. Hipotekarni krediti	1,89	1,66	1,53	1,41	1,49
4. Krediti za automobile	0,84	0,70	0,53	0,40	0,30
5. Krediti po kreditnim karticama	3,07	2,97	2,93	2,89	2,69
6. Prekoračenje po transakcijskim računima	6,31	5,88	5,51	5,08	4,71
7. Gotovinski nenamjenski krediti	34,64	36,09	38,33	39,77	38,37
8. Ostali krediti	8,58	8,32	7,75	7,29	6,79
Ukupno (1+2+3+4+5+6+7+8)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB -a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Gotovo polovina kredita kućanstvima u promatranom razdoblju odnosi se na stambene kredite. Tako u 2020. god. stambeni krediti čine 45,65 % ukupnih kredita sektoru kućanstva. Podaci iz tablice 5 ukazuju na izrazito visok udio gotovinskih nenamjenskih kredita, čak 38,37 % u 2020. god. što je samo 7,28 postotnih bodova manje od udjela stambenih kredita iste godine. Relativno visok udio u ukupnim kreditima kućanstvima imaju i ostali krediti iako se u promatranom razdoblju uočava neznatno smanjenje s 8,58 % (2016.) na 6,79 % (2020.).

Tablica 6 prikazuje strukturu bankovnih kredita poduzećima prema sektorima odnosno značajnim djelatnostima u gospodarstvu RH u petogodišnjem promatranom razdoblju.

Tablica 6: Sektorska struktura kredita poduzećima, 2016.-2020., (u %)

<b>Djelatnosti</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	5,65	6,30	6,51	6,04	5,46
Prerađivačka industrija	21,52	22,26	22,30	21,17	19,86
Građevinarstvo	10,81	9,21	8,13	7,75	10,72
Trgovina na veliko i malo	20,76	20,17	19,75	19,98	18,60
Prijevoz i skladištenje	4,52	5,08	4,12	4,65	5,54
Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	9,31	11,56	12,60	14,07	14,44
Poslovanje nekretninama	8,01	6,65	7,52	7,45	6,96
Stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti	6,32	7,25	4,98	5,51	5,07
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema statističkim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Najviše kredita odobreno je poduzećima u sektorima prerađivačka industrija, trgovina na veliko i malo te djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Na kraju promatranog razdoblja udjel kredita sektoru prerađivačka industrija iznosio je 19,86 %, a sektora trgovina na veliko i malo 18,60 % (10,40 % manje u odnosu na početnu 2016. god.). Udjel kredita djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane u promatranom razdoblju neznatno, ali kontinuirano raste, s 9,31 % koliko je iznosio 2016. g. na 14,44 % u 2020. god. Hrvatski bankarski sektor najmanje kredita plasira prema poduzećima u sektorima poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo te stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti. Udio kredita prema navedena dva sektora u ukupnim kreditima prema poduzećima u cijelom promatranom razdoblju je izrazito nizak. Krediti sektoru poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo čine udio od 5,46 % 2020.god., dok udio kredita sektoru stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti u 2017. god. iznosi 7,25 %, a na kraju promatranog razdoblja još manje, samo 5,07 %. (tablica 6)

Struktura kredita poduzećima prema namjeni prikazana tablicom 7 upućuje na promjenu odnosa udjela kredita za obrtna sredstva i kredita za investicije u ukupnim kreditima poduzećima.



Tablica 7: Struktura kredita poduzećima prema namjeni, 2016. - 2020., (u %)

<b>Namjena kredita</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
1. Krediti za obrtna sredstva	40,38	39,72	38,42	35,99	32,85
2. Krediti za investicije	36,94	37,66	37,87	41,50	42,01
3. Ostali krediti	22,68	22,63	23,71	22,51	25,14
Ukupno (1+2+3)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema statističkim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Prema podacima tablice 7 u prve tri godine promatranog razdoblja odobreno je više kredita za obrtna sredstva, a manje za investicije, 2016. god. 40,38 % prema 36,94 %, dok se u zadnje dvije godine uočava promjena odnosa u korist investicija pa se tako udjel kredita za investicije na kraju promatranog razdoblja povećao s 36,94 % (2016.) na 42,01 %, dok se udio kredita za obrtna sredstva smanjio s 40,38 % (2016.) na 32,85 % (2020.). Smanjenje udjela kredita za obrtna sredstva ipak nije rezultat ravnomjernog povećanja kredita za investicije nego je tome pridonijelo i povećanje ostalih kredita koji u 2020. god. čine udio od čak 25,14 %. (tablica 7)

Tablica 8: Struktura kredita poduzećima prema veličini poduzeća, 2016.-2020., (%)

<b>Veličina poduzeća</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Mikro	20,08	17,30	16,13	17,74	14,94
Mala	25,35	24,35	23,67	23,27	23,93
Srednja	23,55	22,33	28,06	27,08	24,87
Velika	29,91	34,80	30,91	31,11	35,61
Nerazvrstano	1,10	1,21	1,23	0,80	0,65
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema statističkim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Od ukupnih kredita odobrenih poduzećima najveći udio u cijelom promatranom razdoblju odnosi se na kredite velikim poduzećima, 35,61 % u zadnjoj promatranoj godini. Manji udio kredita poduzećima odnosi se na mikro poduzeća, dok mala i srednja poduzeća imaju podjednak udjel u ukupnim bankovnim kreditima poduzećima koji se kreće oko 23 %. Udjel kredita velikim poduzećima u 2020. god. veći je za 5,7 postotnih bodova u odnosu na 2016. god., dok se udio kredita mikro poduzećima na kraju promatranog razdoblja gotovo proporcionalno smanjio za 5,14 postotnih bodova u odnosu na 2016. god. Ipak, zbroj udjela kredita mikro i malim poduzećima premašuje udjel srednjih i velikih poduzeća. S druge strane, ako se zbroju

udjela kredita mikro i malim poduzećima doda i udjel kredita srednjim poduzećima, udjel kredita plasiran prema mikro, malim i srednjim poduzećima čini više od 60 % ukupnih kredita poduzećima. (tablica 8)

Tablica 9 prikazuje udio neprihodujućih kredita (engl. *non-performing loans*, NPL) u ukupnim kreditima. „Neprihodujući krediti obuhvaćaju značajne kredite koji su dospjeli više od 90 dana te kredite za koje se ocjenjuje da nije vjerojatna otplata u cijelosti, bez realizacije naplate iz kolaterala, neovisno o postojanju dospjelih iznosa ili broju dana od dospijeca“ (HNB, 2022). Udio neprihodujućih kredita koristi se kao mjera kreditnog rizika i pokazatelj kvalitete kredita.

Tablica 9: Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima, 2016. - 2020., (%)

<b>Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Ukupno	12,07	8,73	7,49	5,47	5,42
Sredstva u središnjim bankama i ostali depoziti po viđenju	....	....	....	....	0,00
Središnje banke	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opće države	0,07	0,16	0,14	0,06	0,06
Kreditne institucije	0,25	1,42	0,10	0,13	0,16
Ostala financijska društva	3,60	7,68	8,04	7,01	4,33
Nefinancijska društva	28,03	22,13	20,43	13,65	12,48
Kućanstva	10,49	8,03	6,79	5,78	7,09

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

U promatranom razdoblju udio NPL-ova se kontinuirano smanjuje te na kraju 2020. god. iznosi 5,42 % što je 6,65 postotnih bodova manje u odnosu na 2016. god. Udio NPL-ova smanjen je i u sektoru poduzeća i sektoru kućanstva, a HNB (2022) kao jedan od razloga smanjenja navodi i prodaju neprihodujućih potraživanja. Udio NPL-ova u kreditima sektoru kućanstva prve četiri godine promatranog razdoblja kontinuirano se smanjivao s 10,49 % (2016.) na 5,78 % (2019.), dok se u 2020. god. bilježi rast od 22,66 % u odnosu na prethodnu godinu. U ukupnim kreditima sektoru poduzeća udio NPL-ova pada u cijelom promatranom razdoblju, s 28,03 % (2016.) na 12,48 % (2020.) što čini razliku od 15,55 postotnih bodova.

Tablica 10 prikazuje strukturu ulaganja hrvatskog bankarskog sektora u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja.

Tablica 10: Struktura ulaganja hrvatskog bankarskog sektora u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. -2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	85,82	84,74	85,84	84,12	85,34
Opća država	81,71	80,59	81,75	80,47	81,80
Financijska društva	0,19	0,09	0,20	0,11	0,09
Nefinancijska društva	3,92	4,06	3,89	3,54	3,45
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	14,18	15,26	14,15	15,87	14,66
Ukupno (I+II)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Podaci u tablici 10 pokazuju da banke u RH ulažu izrazito malo u domaće korporativne dužničke vrijednosne papire, manje od 5 % u promatranom razdoblju, dok se na domaće državne dužničke vrijednosnice odnosi više od 80 % ukupnih ulaganja hrvatskog bankarskog sektora u dužničke vrijednosnice.

#### 4.3. Analiza alokacije financijskih sredstava putem nebankarskih financijskih posrednika

Nebankarski sektor, odnosno nebankarski financijski posrednici imaju uz bankarski sektor važnu ulogu u transferu slobodnih financijskih sredstava od suficitnih prema deficitnim jedinicama. Najznačajniji nebankarski financijski posrednici koji konkuriraju bankama na financijskim tržištima su tzv. institucionalni investitori. Davis (2001) u Olgić Draženović i dr. (2017), definira institucionalne investitore kao specijalizirane financijske institucije koje sakupljaju, okrupnjuju i upravljaju štednjom malih investitora ulažući je u različite investicijske oblike u skladu s definiranim, specifičnim ciljevima kao što su prihvatljivi rizik, maksimizacija povrata i dospjeće potraživanja.

Alokacija financijskih sredstava putem nebankarskog sektora u RH analizirala se na temelju odabranih podataka o strukturi financijske imovine tri najznačajnija nebankarska institucionalna investitora u gotovo svim financijskim sustavima, odnosno investicijskih i mirovinskih fondova te osiguravajućih društava.

Prema podacima HANFA-e u svibnju 2022. god. u RH je poslovalo 127 investicijskih fondova. Investicijski fondovi prodajom udjela uglavnom malim investitorima akumuliraju velike količine financijskih sredstava koje koriste za kreiranje diversificiranih portfelja financijskih

instrumenata. Zbog većih mogućnosti ulaganja u rizičnije korporativne vrijednosne papire za razliku od institucija ugovorne štednje čije investicijske mogućnosti su zakonski više ograničene, ulaganja u investicijske fondove indirektno mogu biti izvor financiranja rizičnijih, ali i potencijalno profitabilnijih projekata deficitnih jedinica.

Investicijski fondovi u RH najviše financijske imovine ulažu u dužničke i vlasničke vrijednosne papire što potvrđuju podaci o strukturi imovine investicijskih fondova prikazani tablicom 11.

Tablica 11: Struktura financijske imovine investicijskih fondova u RH, 2016. -2020., (%)

<b>Financijska imovina</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Gotovina i depoziti	13,30	11,60	13,27	17,39	21,00
Dužnički vrijednosni papiri	37,19	47,05	57,55	63,14	57,86
Kredit	1,67	1,25	0,49	0,25	0,15
Vlasnički kapital i dionice investicijskih fondova	47,47	39,76	28,55	19,16	20,86
Osiguranje, mirovine i standardizirane garancije	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Izvedeni financijski instrumenti i dioničke opcije zaposlenika	0,05	0,09	0,03	0,03	0,08
Ostala potraživanja	0,33	0,24	0,12	0,04	0,05
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

U 2020. god. na dužničke vrijednosne papire odnosilo se 57,86 % ukupne financijske imovine investicijskih fondova, dok je udio vlasničkog kapitala i dionica investicijskih fondova činio 20,86 %. Prema podacima tablice 11 primjetan je trend smanjenja ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, sa 47,47 % (2016.) na 20,86 % na kraju 2020. god. (-26,61 postotnih bodova). Primjetno je i dodatno smanjenje već niskog udjela kredita, ali i povećanje udjela gotovine i depozita na 21,00 % na kraju promatranog razdoblja (što je 7,7 postotnih bodova više u odnosu na 2016.). Tako su u 2020. god. udjeli gotovine i depozita te vlasničkih vrijednosnih papira gotovo jednake veličine, a više od polovine ulaganja odnosi se na dužničke vrijednosnice.

Od ukupnog ulaganja investicijskih fondova u dužničke vrijednosnice najveći dio odnosi se na domaće dužničke vrijednosne papire, ali podaci u tablici 12 pokazuju i kontinuirani porast ulaganja u inozemne dužničke vrijednosne papire.

Tablica 12: Struktura ulaganja investicijskih fondova u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. -2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	89,0	89,0	86,5	78,1	63,1
<i>Središnja država</i>	87,1	86,6	84,7	76,6	61,0
<i>Lokalna država</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ukupno opća država	87,1	86,6	84,7	76,6	61,0
Ukupno financijska društva	0,4	0,3	0,4	0,3	0,5
Ukupno nefinancijska društva	1,6	2,1	1,5	1,2	1,6
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	11,0	11,0	13,5	21,9	36,9
<b>UKUPNO (I+II)</b>	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Udio ulaganja investicijskih fondova u domaće dužničke vrijednosne papire smanjen je s 89,0 % (2016.) na 63,1 % (2020.) što čini razliku od 25,9 postotnih bodova, dok je ulaganje u inozemne dužničke vrijednosne papire 2020. god. iznosilo 36,9 % ukupnih ulaganja u dužničke vrijednosnice što je 25,9 postotnih bodova više u odnosu na 2016. god. Unatoč primjetnom smanjenju, ulaganja u dužničke vrijednosne papire središnje države dominiraju u strukturi ukupnih ulaganja investicijskih fondova u dužničke vrijednosnice s visokim udjelom od 61,0 % u 2020. god., dok je udio ulaganja u domaće korporativne dužničke vrijednosnice izrazito nizak, između 1,2 % i 2,1 % u promatranom razdoblju (tablica 12).

Uvid u strukturu ulaganja investicijskih fondova u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja također ukazuje na trend povećanog ulaganja u inozemne vrijednosne papire u odnosu na domaće (tablica 13).

Tablica 13: Struktura ulaganja investicijskih fondova u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%)

	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	57,45	48,07	46,57	44,28	39,91
Ukupno financijska društva	4,74	3,96	3,48	3,53	2,84
Ukupno nefinancijska društva	52,71	44,10	43,08	40,75	37,07
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	42,55	51,93	53,43	55,72	60,09
<b>UKUPNO (I+II)</b>	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Ulaganje u inozemne vlasničke vrijednosne papire na kraju promatranog razdoblja čini više od polovine ukupnih ulaganja investicijskih fondova u vlasničke vrijednosnice (60,09 %), dok se udio ulaganja u domaće vlasničke vrijednosnice smanjio s 57,45 % (2016.) na 39,91 % (2020.)

Investicijski fondovi važni su za razvoj financijskog tržišta i gospodarstva. U razvijenim financijskim sustavima kupnjom financijskih instrumenata na financijskom tržištu, prvenstveno dionica i korporativnih obveznica, mogu utjecati na kamatne stope, odnosno cijenu kapitala.

U RH od investicijskih fondova veću imovinu u ukupnoj imovini hrvatskog financijskog sustava imaju mirovinski fondovi, za 11,7 postotnih bodova više u 2020. god. Prema podacima HANFA-e u travnju 2022. god. u RH je poslovalo 40 mirovinskih fondova. S obzirom na socijalnu ulogu mirovinskih fondova zakonom su propisana investicijska ograničenja za ulaganja mirovinskih fondova, no ona se bitno razlikuju između razvijenih i manje razvijenih zemalja. Osim o zakonskim ograničenjima, ulaganja mirovinskih fondova ovise i o politici ulaganja pojedinih fondova pa je tako u manje razvijenim zemljama financijska imovina mirovinskih fondova strukturirana konzervativnije od limita propisanih zakonima. Tablica 14 prikazuje strukturu financijske imovine mirovinskih fondova u RH.

Tablica 14: Struktura financijske imovine mirovinskih fondova u RH, 2016. - 2020., (%)

<b>Financijska imovina</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Gotovina i depoziti	1,94	3,82	6,04	2,30	4,22
Dužnički vrijednosni papiri	71,70	71,70	69,94	70,18	67,77
Kredit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vlasnički kapital i dionice investicijskih fondova	25,98	24,40	23,98	27,19	27,64
Osiguranje, mirovine i standardizirane garancije	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Izvedeni financijski instrumenti i dioničke opcije zaposlenika	0,00	0,07	0,02	0,02	0,33
Ostala potraživanja	0,37	0,02	0,02	0,31	0,04
<b>Ukupno</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

U promatranom petogodišnjem razdoblju oko 2/3 ukupne financijske imovine mirovinskih fondova u RH odnosi se na dužničke vrijednosne papire dok je udio vlasničkog kapitala i dionica investicijskih fondova manji od 30 % (tablica 14). Struktura ulaganja u dužničke vrijednosne papire prikazana tablicom 15 pokazuje da se od ukupnih ulaganja mirovinskih fondova u dužničke vrijednosne papire više od 90 % odnosi se na domaće državne dužničke vrijednosne papire.

Tablica 15: Struktura ulaganja mirovinskih fondova u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%)

	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	98,62	99,29	98,63	97,61	95,65
<i>Središnja država</i>	95,93	96,73	95,95	95,14	93,37
<i>Lokalna država</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ukupno opća država	95,93	96,73	95,95	95,14	93,37
Ukupno financijska društva	0,04	0,00	0,04	0,06	0,06
Ukupno nefinancijska društva	2,43	2,56	2,65	2,41	2,22
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	1,38	0,71	1,37	2,39	4,35
<b>UKUPNO (I+II)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Prema podacima tablice 15, u 2020. god. od ukupnih ulaganja mirovinskih fondova u dužničke vrijednosnice 93,37 % odnosilo se na hrvatske državne dužničke vrijednosnice. S druge strane, na domaće korporativne dužničke vrijednosne papire odnosilo se samo 2,22 %. Ulaganja u inozemne dužničke vrijednosne papire na kraju promatranog razdoblja iznose 4,35 % ukupnih ulaganja mirovinskih fondova u dužničke vrijednosne papire što je 2,97 postotna boda više u odnosu na 2016. god. (1,38 %).

Za razliku od ulaganja u dužničke vrijednosne papire, struktura ulaganja mirovinskih fondova u vlasničke vrijednosne papire (tablica 16) ukazuje na veću sklonost mirovinskih fondova u RH ulaganju u inozemne vlasničke vrijednosne papire.

Tablica 16: Struktura ulaganja mirovinskih fondova u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	63,65	65,61	65,22	62,58	58,63
Ukupno financijska društva	3,01	2,84	2,51	2,45	2,03
Ukupno nefinancijska društva	60,64	62,77	62,71	60,14	56,60
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	36,35	34,39	34,78	37,42	41,37
Ukupno (I+II)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Udio ulaganja u inozemne vlasničke vrijednosne papire u 2020. god. činilo je 41,37 % ukupnih ulaganja mirovinskih fondova u vlasničke vrijednosne papire što je 5,02 postotna boda više nego 2016. god. kada je taj udio iznosio 36,35 %. Analiza strukture ulaganja mirovinskih fondova u vlasničke vrijednosne papire ukazuje na pad ulaganja u vlasničke vrijednosne papire domaćih poduzeća u posljednje tri godine promatranog razdoblja sa 62,77 % (2017.) na 56,60 % (2020.) što čini razliku od 6,17 postotnih bodova. (tablica 16)

Nakon mirovinskih fondova, drugi najzastupljeniji nebankarski financijski posrednici prema veličini imovine u ukupnoj imovini hrvatskog financijskog sustava su osiguravajuća društva. Prema podacima HANFA-e u travnju 2022. god. u RH je poslovalo 15 društava za osiguranje. Ulaganjem imovine društava za osiguranje na financijskim tržištima omogućuje se financiranje



projekata (posebno dugoročnih) deficitnih sektora. Strukturu imovine osiguravajućih društava u RH prikazuje tablica 17.

Tablica 17: Struktura financijske imovine osiguravajućih društava u RH, 2016. - 2020., (%)

<b>Financijska imovina</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Gotovina i depoziti	8,76	5,78	5,05	5,10	6,49
Dužnički vrijednosni papiri	58,75	58,88	59,42	59,08	55,12
Kredit	6,02	7,18	7,44	6,59	5,09
Vlasnički kapital i dionice investicijskih fondova	14,90	15,93	14,97	15,61	17,16
Osiguranje, mirovine i standardizirane garancije	3,99	3,47	3,39	3,78	5,52
Izvedeni financijski instrumenti i dioničke opcije zaposlenika	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03
Ostala potraživanja	7,56	8,73	9,71	9,82	10,58
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Analiza strukture financijske imovine osiguravajućih društava u RH ukazuje na visoki udio dužničkih vrijednosnih papira u ukupnoj financijskoj imovini osiguravatelja, više od 50 % u svakoj godini promatranog razdoblja. Udio vlasničkih vrijednosnih papira kretao se između 14,90 % i 17,16 % u petogodišnjem promatranom razdoblju. Na kraju 2020. god. primjetno je blago povećanje udjela gotovine i depozita i osiguranja, mirovina i standardiziranih garancija. Udio kredita u promatranom razdoblju bio je izrazito nizak, između 5,09 % i 7,44 % dok podaci o ostalim potraživanjima upućuju na trend rasta, a čiji je udio u 2020. god. iznosio 10,58 % što je 3,02 postotna boda više u odnosu na 2016. god. (tablica 17)

Struktura ulaganja osiguravajućih društava u RH u dužničke vrijednosne papire (tablica 18) ukazuje na visoku razinu ulaganja u domaće državne dužničke vrijednosnice te izrazito niska ulaganja u domaće korporativne dužničke vrijednosnice.

Tablica 18: Struktura ulaganja osiguravajućih društava u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016.-2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	86,15	89,23	86,30	83,91	79,83
<i>Središnja država</i>	84,66	87,94	84,81	82,52	76,26
<i>Lokalna država</i>	–	–	–	–	–
Ukupno opća država	84,66	87,94	84,81	82,52	76,26
Ukupno financijska društva	0,65	0,46	0,65	0,64	0,82
Ukupno nefinancijska društva	0,85	0,83	0,84	0,75	2,75
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	13,85	10,77	13,70	16,09	20,17
UKUPNO (I+II)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupno na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

U zadnje tri godine promatranog razdoblja uočava se blagi pad ulaganja u hrvatske državne dužničke vrijednosnice, no unatoč tome ipak čine više od 75 % ukupnih ulaganja osiguravajućih društava u dužničke vrijednosne papire, 76,26 % u 2020. god. što je 8,40 postotnih bodova manje u odnosu na 2016. god. (84,66 %). Pad ulaganja u domaće državne vrijednosnice nije rezultat većeg ulaganja u domaće korporativne dužničke vrijednosnice koje su 2020. god. iznosile 2,75 %, nego većeg ulaganja u inozemne dužničke vrijednosne papire čiji je udio u 2020. god. bio 20,17 % (6,32 pb više u odnosu na 2016. god.). (tablica 18)

Trend povećanog ulaganja u sektor inozemstva uočen je i u strukturi ulaganja osiguravajućih društava u RH u vlasničke vrijednosne papire koju prikazuje tablica 19.

Tablica 19: Struktura ulaganja osiguravajućih društava u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	83,75	69,27	66,36	63,69	61,94
Ukupno financijska društva	44,51	31,88	35,50	33,46	32,13
Ukupno nefinancijska društva	39,24	37,39	30,86	30,23	29,81
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	16,25	30,73	33,64	36,31	38,06
Ukupno (I+II)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

U 2020. god. 38,06 % ukupnih ulaganja osiguravajućih društava u vlasničke vrijednosnice odnosilo se na inozemne vlasničke vrijednosne papire što je 21,81 postotnih bodova više u odnosu na 2016. god. Nasuprot tome, ulaganja u domaće vlasničke vrijednosne papire smanjila

su se sa 83,75 % (2016.) na 61,94 % (2020.). Tablica 19 također ukazuje na promjenu odnosa između ulaganja u vlasničke vrijednosne papire financijskih i nefinancijskih društava. U zadnje tri promatrane godine osiguravajuća društva u RH su više ulagala u vlasničke vrijednosnice financijskih društava nego nefinancijskih (u 2020. god. taj odnos je bio 32,13 % prema 29,81 %).

Sukladno razvoju institucionalnih investitora u RH očekivao se i razvoj domaćeg tržišta kapitala i alternativnih izvora financiranja koji će smanjiti ovisnost poduzeća o bankarskom sektoru te pridonijeti razvoju i rastu sektora poduzeća, a posljedično i gospodarstva. Ipak, podaci iz tablica 20 i 21 ukazuju na suprotno.

Tablica 20: Ulaganja institucionalnih investitora u ukupnim ulaganjima u vlasničke vrijednosne papire, 2016. - 2020., (%)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Ulaganja institucionalnih investitora u ukupnim ulaganjima u vlasničke vrijednosne papire (%)	10,6	9,57	9,83	11,3	12,7

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Tablica 20 prikazuje ulaganja odabranih nebankarskih posrednika u RH, odnosno institucionalnih investitora (investicijski i mirovinski fondovi, osiguravajuća društva) u ukupnim ulaganjima u vlasničke vrijednosne papire u razdoblju 2016. – 2020. god. Ulaganja investicijskih i mirovinskih fondova te osiguravajućih društava u vlasničke vrijednosne papire u promatranom razdoblju iznose manje od 13 %.

Tablica 21: Ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (% u ukupnim ulaganjima institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I) Izdavatelji rezidenti</b>	95,3	96,49	97,08	92,45	89,29
Opća država	92,91	94,2	92,72	90,3	86,8
Financijska društva	0,19	0,12	2,18	0,2	0,25
Nefinancijska društva	2,2	2,17	2,18	1,95	2,24
<b>II) Izdavatelji nerezidenti</b>	4,7	3,52	4,91	7,56	10,72
Ukupno (I+II)	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Podaci u tablici 21 pokazuju da institucionalni investitori u RH ulažu izrazito malo u domaće korporativne dužničke vrijednosne papire, manje od 3 % u promatranom razdoblju, dok se na domaće državne dužničke vrijednosnice odnosi više od 85 % ukupnih ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosnice. U posljednje tri godine promatranog razdoblja uočava se i trend kontinuiranog većeg ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosnice sektora inozemstva.

Tablica 22: Ulaganja institucionalnih investitora u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (% u ukupnim ulaganjima institucionalnih investitora u vlasničke vrijednosne papire)

<b>Sektor izdavatelja</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Izdavatelji rezidenti	64,25	62,38	62,13	59,65	56,00
Izdavatelji nerezidenti	35,75	37,62	37,87	40,35	44,00
Ukupno	100	100	100	100	100

Izvor: izrada autora prema službenim podacima HNB-a dostupnim na:

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci> [pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Podaci u tablici 22 također pokazuju da institucionalni investitori u RH povećavaju ulaganja u sektor inozemstva, odnosno vlasničke vrijednosne papire izdavatelja nerezidenata. Tako su ulaganja u inozemne vlasničke vrijednosne papire 2016. iznosila 35,75 % ukupnih ulaganja institucionalnih investitora u vlasničke vrijednosne papire dok 2020. god. taj udio iznosi 44,00 % (+8,25 pb u odnosu na 2016.) što znači proporcionalno manja ulaganja u vlasničke vrijednosnice domaćih izdavatelja.

#### **4.4. Analiza alokacije financijskih sredstva na hrvatskom financijskom tržištu**

Financijska tržišta su posrednici u transferu financijskih sredstava od suficitnih prema deficitnim sektorima. Postojanje razvijenih i likvidnih financijskih tržišta važno je za sve jedinice deficitnih sektora, naročito države i poduzeća koja se odlučuju za financiranje izdavanjem financijskih instrumenata kao i za suficitne sektore, odnosno sve investitore koji svoju financijsku imovinu žele uložiti u različite financijske instrumente. Bankarskim i nebankarskim financijskim posrednicima omogućuju kreiranje bolje diversificiranih portfelja što utječe na prinos te omogućuje razvoj financijskih institucija. Zaduživanje putem izdavanja dužničkih vrijednosnih papira predstavlja alternativu bankarskim kreditima uz mogući niži

trošak zaduživanja. Efikasnim djelovanjem financijskih tržišta smanjuje se ovisnost suficitnih i deficitnih jedinica o bankarskom sektoru budući da razvijena financijska tržišta nude više oblika štednje i financiranja. Efikasna financijska tržišta smanjuju asimetrične informacije među sudionicima te tako pridonose rješavanju problema negativne selekcije i moralnog hazarda. Razvijena i efikasna financijska tržišta financijska sredstva usmjeravaju prema najproduktivnijim investicijama što potiče rast i razvoj cijelog gospodarstva.

Deficitni sektori na tržištu kapitala financijska sredstva najčešće prikupljaju izdavanjem dionica i obveznica. Veći broj dionica i obveznica na burzi upućuje na bolju razvijenost financijskog sustava u kojem deficitne jedinice, posebno poduzeća, ne ovise o bankovnim kreditima nego koriste različite vanjske izvore financiranja. Broj uvrštenih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2016. do 2020. god. prikazuje tablica 23.

Tablica 23: Broj uvrštenih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira na ZSE, 2016. - 2020.

<b>Godina</b>	<b>Vlasnički vrijednosni papiri</b>	<b>Dužnički vrijednosni papiri</b>
2016.	147	36
2017.	137	26
2018.	132	25
2019.	119	26
2020.	104	26

Izvor: izrada autora prema podacima ZSE dostupnim na: <https://zse.hr/hr/uvrstenja/46>  
[pristupljeno: 21. lipnja 2022.]

Iz tablice 23 vidljivo je da se broj i vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira uvrštenih na ZSE u promatranom razdoblju smanjuje. U 2020. god. uvrštena su 104 vlasnička vrijednosna papira (što je smanjenje od 29,25 % u odnosu na 2016. god.) te samo 26 dužničkih vrijednosnih papira što je smanjenje od 27,78 % u odnosu na početak promatranog razdoblja.

Usporedba broja vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira pokazuje da je broj uvrštenih vlasničkih vrijednosnih papira na ZSE u prosjeku 4,6 puta veći od broja uvrštenih dužničkih vrijednosnih papira u promatranom razdoblju.

Broj uvrštenih vrijednosnica na ZSE bitno se razlikuje od broja upisanih vrijednosnica u Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) što upućuje na nerazvijenost sekundarnog financijskog tržišta u RH (tablica 24).

Tablica 24: Broj upisanih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira u depozitorij SKDD-a, 2016. - 2020.

<b>Godina</b>	<b>Dionice</b>	<b>Obveznice</b>
2016.	845	69
2017.	813	63
2018.	787	67
2019.	767	67
2020.	745	71

Izvor: izrada autora prema podacima Središnjeg klirinškog depozitarnog društva dostupnim na: <https://www.skdd.hr> [pristupljeno: 16. lipnja 2022.]

U 2020. god. u depozitorij SKDD-a upisane su 745 dionice dok su u isto vrijeme na ZSE bile uvrštene samo 104 dionice. Broj upisanih dionica u depozitorij SKDD-a u prosjeku je 11,8 puta veći od broja upisanih obveznica u promatranom razdoblju. Primjetno je kontinuirano smanjenje broja upisanih dionica u promatranom razdoblju. Tako su 2020. god. upisane 745 dionice što je smanjenje od 11,83 % u odnosu na 2016. god. Broj obveznica upisanih u depozitorij SKDD-a oscilira između 63 i 71 u promatranom razdoblju. (tablica 24)

Potrebno je napomenuti da se podaci u tablici 23 i 24 vezani uz obveznice odnose na zbroj državnih, municipalnih i korporativnih obveznica što uz višestruko veći broj uvrštenih i upisanih dionica od obveznica dodatno ukazuje na nerazvijenost tržišta korporativnih obveznica u RH.

Istraživanje Altaras Penda (2019) opisuje „drastični pad broja izlistanih dionica na ZSE-u, pad broja transakcija i ostvarenog godišnjeg prometa dionicama, pad broja prisutnih investitora, stagnacija CROBEX-a te katastrofalni pad tržišnih kapitalizacija cijelih gospodarskih sektora“ (Altaras Penda, 2019: 154). Navedeno ukazuje na nelikvidnost hrvatskog tržišta kapitala, mali broj sudionika, odnosno nedovoljan broj kupaca i prodavatelja financijskih instrumenata koji bi pozitivno utjecao na likvidnost.

Tablica 25 prikazuje podatke o broju vrijednosnica na ZSE u pojedinim odabranim sektorima prema djelatnosti u razdoblju 2016.-2020. god. Od 38 kategorija djelatnosti prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007. (NN 58/07 i 72/07) na kraju 2020. god. na ZSE su bile uvrštene vrijednosnice iz njih 20. Odabrana su 3 sektora koja su na dan 31. prosinca 2020. god. imala

najveći broj vrijednosnica na ZSE (turizam, financije, prehrana), zatim strateški važan za gospodarstvo sektor poljoprivrede te sektor proizvodnja računala i sektor znanstveno istraživanje i razvoj kao djelatnosti bitne za tehnološke inovacije i gospodarski rast.

Tablica 25: Broj vrijednosnica na ZSE u odabranim sektorima, 2016. - 2020.

<b>Djelatnosti</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>
Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	31	31	30	26	23
Financijske djelatnosti i djelatnost osiguranja	22	20	19	18	18
Proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duhanskih proizvoda	17	17	17	17	12
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	6	6	6	6	2
Proizvodnja računala te elektroničkih i optičkih proizvoda	2	2	2	2	1
Znanstveno istraživanje i razvoj	1	1	1	1	1

Izvor: izrada autora prema podacima ZSE dostupnim na: <https://zse.hr/hr/> [pristupljeno: 26. lipnja 2022.]

Broj vrijednosnica na ZSE u svim odabranim sektorima je relativno nizak posebno u sektorima proizvodnje računala (2 vrijednosnice u prve četiri promatrane godine i 1 u zadnjoj promatranoj godini) i znanstveno istraživanje i razvoj (samo jedna vrijednosnica u cijelom promatranom razdoblju). U sektoru poljoprivreda broj vrijednosnica se u zadnjoj promatranoj godini sa 6 smanjio na samo 2. Sektori turizam, financije i prehrambena industrija imaju više vrijednosnica uvrštenih na ZSE, ali njihov broj se krajem promatranog razdoblja također smanjuje, pa se tako u sektoru turizam broj vrijednosnica smanjio s 31 (2016.) na 23 (2020.).

Podaci iz tablice 25 dodatno ukazuju na problem nedovoljne ponude financijskih instrumenata na hrvatskom tržištu kapitala te nedostatak potražnje za domaćim korporativnim vrijednosnicama, ali i na problem nedostupnosti financiranja izdavanjem vrijednosnih papira za hrvatska poduzeća.

## 5. Rasprava

Rezultati istraživanja na temelju analize sekundarnih podataka u prethodnom poglavlju upućuju na neefikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava deficitnim sektorima. Međutim, rezultati također upućuju i na veću neefikasnost hrvatskog nebankarskog sektora, tj. odabranih nebankarskih financijskih posrednika i tržišta kapitala u alokaciji financijskih sredstava u odnosu na hrvatski bankarski sektor.

Istraživanje je pokazalo da je struktura hrvatskog financijskog sustava izrazito bankocentrična. Financijski sustavi gotovo svih europskih zemalja su bankovno orijentirani pa je dominacija banaka u hrvatskom financijskom sustavu očekivana. Izrazito visoka ovisnost kućanstava i poduzeća o bankama na koju ukazuju rezultati istraživanja strukture hrvatskog financijskog sustava ipak nije karakteristika financijskih sustava razvijenijih europskih zemalja. Iako se imovina nebankarskih posrednika blago povećava (naročito mirovinskih fondova), što utječe na smanjenje udjela imovine bankarskog sektora u ukupnoj imovini hrvatskog financijskog sustava, to ne utječe bitno na strukturu financijske imovine hrvatskih kućanstava budući da gotovo 70 % financijske imovine kućanstava čine depoziti. Averziju hrvatskih građana, ali i poduzeća prema svim drugim dostupnim različitim oblicima ulaganja potvrđuje i kontinuirani rast iznosa depozita.

Unatoč sve većim izvorima sredstava zahvaljujući rastu depozita banke u RH akumulirana financijska sredstva više koriste za financiranje kućanstava nego poduzeća što negativno utječe na rast gospodarstva. Iako je veće kreditiranje sektora kućanstva u odnosu na sektor poduzeća prisutno i u drugim puno razvijenijim državama, u Hrvatskoj se to može smatrati negativnim pokazateljem efikasnosti alokacije financijskih sredstava zbog izrazito visoke ovisnosti poduzeća o bankovnim kreditima zbog nedostupnosti i problema sa drugim vanjskim izvorima financiranja, pogotovo izdavanjem vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, ali i zbog relativno visokog udjela nenamjenskih kredita u strukturi kredita sektoru kućanstva. Rezultati istraživanja pokazuju trend smanjenja udjela kredita u imovini hrvatskog bankarskog sektora, ali ne zbog drugih vrsta plasmana poput dužničkih financijskih instrumenata nego zbog povećanja depozita što opet negativno utječe na financiranje sektora poduzeća. Na neefikasnost hrvatskog bankarskog sektora u alokaciji financijskih sredstava ukazuju i rezultati analize strukture ulaganja u dužničke vrijednosne papire prema kojima su ulaganja banaka u korporativne dužničke vrijednosne papire minimalna za razliku od ulaganja u državne dužničke vrijednosnice koje čine 4/5 ulaganja hrvatskog bankarskog sektora u dužničke vrijednosnice.



Ipak, uočeni su i neki pozitivni rezultati koji upućuju na smanjenje neefikasnosti hrvatskog bankarskog sektora u alokaciji financijskih sredstava. Promjena strukture kredita poduzećima u korist investicija te manje financiranje velikih poduzeća u odnosu na mikro, mala i srednja zajedno ukazuju na poboljšanje alokacije kredita. Međutim, uočen je i porast kredita velikim poduzećima na štetu mikro poduzeća koja imaju puno manji izbor izvora financiranja. Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima smanjuje se što djelomično upućuje na bolju alokaciju kapitala putem hrvatskog bankarskog sektora u profitabilnije investicije, ali ne potpuno zbog utjecaja prodaje potraživanja na pad NPL-ova.

Razvojem nebankarskog sektora u hrvatskom financijskom sustavu, naročito institucionalnih investitora, očekivao se razvoj hrvatskog tržišta kapitala primarnog i sekundarnog, povećanje potražnje za domaćim dužničkim i vlasničkim vrijednosnim papirima, povećanje broja sudionika na tržištu kapitala, pogotovo broja poduzeća koja bi se odlučila i kojima je dostupno financiranje izdavanjem vrijednosnih papira. Očekivalo se da će institucionalni investitori, investicijski i mirovinski fondovi te osiguravajuća društva puno više ulagati u domaće korporativne vrijednosne papire te odobravati kredite hrvatskim poduzećima. Nasuprot tome, rezultati analize alokacije financijskih sredstva putem hrvatskog nebankarskog sektora pokazuju minimalna ulaganja odabranih nebankarskih posrednika u domaće korporativne vrijednosne papire.

Rezultati istraživanja potvrđuju činjenicu da ulaganja institucionalnih investitora u RH ne doprinose razvoju hrvatskog tržišta kapitala ni gospodarstva u mjeri u kojoj se to od njih očekivalo. Izrazito konzervativna politika ulaganja ispod limita propisanih zakonom rezultirala je neefikasnom alokacijom imovine institucionalnih investitora, loše diversificiranim portfeljem ulaganja koji ih izlaže visokom riziku koncentracije i nižim prinosima te smanjenjem konkurentnosti na tržištu. Rezultati analize strukture imovine i ulaganja u vlasničke i dužničke vrijednosne papire upućuju na malu važnost institucionalnih investitora u odnosu na druge investitore u vlasničke vrijednosne papire u hrvatskom financijskom sustavu, ali i na veliku važnost kada su u pitanju ulaganja u domaće državne dužničke vrijednosne papire. Struktura ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire najbolji je pokazatelj neefikasnosti alokacije kapitala putem najznačajnijih nebankarskih posrednika u hrvatskom financijskom sustavu. Ulaganja u hrvatske državne dužničke vrijednosne papire čine više od 4/5 ukupnih ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire dok su ulaganja u hrvatske korporativne dužničke vrijednosnice manja od 3 %. Veliku averziju institucionalnih investitora prema ulaganju u domaće korporativne dužničke, ali i vlasničke vrijednosne papire

potvrđuje i uočeni trend neznatnog poboljšanja diverzifikacije portfelja ulaganja koji u potpunosti ide u korist inozemnih izdavatelja vrijednosnih papira dok ulaganja u domaće korporativne vrijednosnice ostaju minimalna.

Jedan od razloga minimalnog ulaganja hrvatskog bankarskog i nebankarskog sektora u domaće korporativne dužničke i vlasničke vrijednosne papire je i nedostatna ponuda vrijednosnica na hrvatskom tržištu kapitala. Rezultati istraživanja ukazuju na smanjenje broja vrijednosnica na hrvatskom tržištu kapitala (27,9 % manje ukupno uvrštenih vrijednosnih papira na ZSE u 2020. god. u odnosu na 2016. god.) što negativno utječe na razvoj i efikasnost financijskog tržišta i cijelog financijskog sustava. Preduvjet za dostupnost alternativnih izvora financiranja koji bi smanjili ovisnost sektora poduzeća o bankovnim kreditima je razvijeno tržište obveznica i dionica. Izrazito mali broj izdanih i uvrštenih obveznica na hrvatskom tržištu kapitala upućuje na nerazvijenost tržišta obveznica što poduzećima otežava financiranje izdavanjem korporativnih obveznica. Velika razlika između broja dionica i obveznica upisanih u depozitorij SKDD-a i broja uvrštenih na ZSE ukazuju na nerazvijenost sekundarnog tržišta što investitorima otežava efikasnu alokaciju kapitala.

Razvijena i efikasna financijska tržišta povećavaju količinu informacija u financijskom sustavu što smanjuje probleme asimetričnih informacija, negativnu selekciju i moralni hazard. Konstantno tržišno vrednovanje vrijednosnica na dubokom i likvidnom tržištu pridonosi boljoj alokaciji kapitala i smanjuje vjerojatnost ulaganja u neproduktivne investicije. Kroz kontrolu poduzeća čije vrijednosnice su predmet trgovine, razvijeno tržište potiče na bolje korporativno upravljanje što povećava produktivnost investicija. Nelikvidno hrvatsko tržište kapitala s malim brojem kupaca i prodavatelja ne povećava količinu informacija u hrvatskom financijskom sustavu što uz nedostatak agencija za kreditni rejting potencijalnim investitorima otežava procjenu kvalitete financijskih instrumenata deficitnih sektora. Zbog nedostatka informacija potrebnih za procjenu rizika, ali i veće averzije prema riziku investitori usmjeravaju kapital prema deficitnim jedinicama sa sigurnijim investicijama s nižim prinosom koje nisu nužno i produktivnije, dok deficitne jedinice s rizičnijim, ali potencijalno produktivnijim investicijskim prilikama ne mogu dobiti potrebna financijska sredstva što dovodi do neefikasne alokacije kapitala.

Na neefikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava upućuju i izrazito mala ulaganja u istraživanje i razvoj te djelatnosti bitne za tehnološki napredak i inovacije iako istraživanja pokazuju da su ulaganja u te sektore iznimno bitna za veću produktivnost i rast gospodarstva.

## 6. Zaključak

Financijski sustav omogućuje transfer financijskih sredstava, a učinkovitost financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava među jedinicama deficitnih sektora utječe na gospodarski rast i razvoj. Efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava deficitnim sektorima istražena je kroz analizu strukture imovine i strukture ulaganja u vrijednosne papire najvećih financijskih posrednika u hrvatskom financijskom sustavu.

Kroz proces financijskog posredovanja slobodna financijska sredstva (štednja) suficitnih sektora prenose se prema deficitnim sektorima. Glavna funkcija financijskog sustava je alokacija financijskih sredstava jedinicama deficitnih sektora. Efikasnom alokacijom financijskih sredstava smatra se dodjela financijskih sredstava jedinicama deficitnih sektora s najproduktivnijim investicijama. Najproduktivnije investicije deficitnih sektora su one koje potiču gospodarski rast i razvoj, a u kapitalističkim sustavima to su prvenstveno investicije sektora poduzeća, ne sektora države.

Slobodna financijska sredstva suficitnih sektora putem hrvatskog bankarskog sektora više su usmjerena u sektor kućanstva s negativnom strukturom prema namjeni, a manje u sektor poduzeća što u financijskom sustavu gdje su bankovni krediti nakon vlastitih sredstava drugi po važnosti izvor financiranja investicija poduzeća ukazuje na neefikasnu alokaciju kapitala. Financijska sredstva putem nebankarskih financijskih posrednika i tržišta kapitala dominantno su usmjerena prema sektoru države, a minimalno prema sektoru poduzeća. Primjetan trend povećanog ulaganja u vrijednosne papire izdavatelja nerezidenata upućuje na odljev kapitala u sektor inozemstva. Budući da rast nenamjenskih kredita sektora kućanstva ne generira gospodarski rast, a državne investicije nisu najproduktivnije zaključuje se da je hrvatski financijski sustav neefikasan u alokaciji financijskih sredstava.

Na efikasnu alokaciju financijskih sredstava utječu brojni čimbenici od kojih neki nisu iz domene financijskog sustava, poput razvijenosti i djelotvornosti pravnog sustava i pravnih regulatornih institucija koji su bitni za zaštitu prava investitora, ali i drugih sudionika na tržištu. Budući da na efikasnu alokaciju financijskih sredstava utječe puno čimbenika od kojih na neke financijski sustav učinkovitijim radom može utjecati, a na neke ne, financijska sredstva mogu biti u manjoj ili većoj mjeri (ne)efikasno alocirana.

Za potrebe ovog rada analizirani su samo odabrani podaci vezani uz predmet i problem istraživanja, no za bolju analizu postoji još mnoštvo podataka koji trebaju biti istraženi,

prikupljeni i analizirani kako bi se efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava deficitnim sektorima izmjerila te otkrili uzroci i rješenja neefikasnosti.

U budućim istraživanjima potrebno je detaljnije istražiti strukturu ulaganja financijskih posrednika prema djelatnostima i izdavateljima korporativnih vrijednosnih papira, produktivnost investicija deficitnih jedinica u koje financijskih posrednici ulažu financijska sredstva, utjecaj ulaganja financijskih posrednika u investicije deficitnih sektora na kretanje BDP-a te odnos izravnog i neizravnog financiranja deficitnih sektora na financijskom tržištu. Nadalje, potrebno je istražiti utjecaj države i međusobne povezanosti financijskih posrednika na ulaganja financijskih posrednika, odnosno alokaciju financijskih sredstava deficitnim sektorima u RH. Također, za bolju analizu potrebno je usporediti efikasnost hrvatskog financijskog sustava u alokaciji financijskih sredstava s financijskim sustavima drugih država.

## Literatura

1. Altaras Penda, I. (2019). Devastacija hrvatskog tržišta kapitala - što dalje?. *FIP - Financije i pravo*. 7(1),. 125-156.
2. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus A. J. (2007). *Osnove korporativnih financija*. Zagreb: Mate
3. Dalić, M. (2002). Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustava i financijskih sustava naprednih tranzicijskih zemalja. *Privredna kretanja i ekonomska politika*. 12(92), 27-52.
4. Gažić, I. (2020). Tehnologija u financijama donosi velike promjene – I. dio. Dostupno na: <https://zse-blog.info/tehnologija-u-financijama-donosi-velike-promjene-i-dio/> [pristupljeno: 14. travnja 2022.]
5. Gažić, I. (2020). Tehnologija u financijama donosi velike promjene – II. dio. Dostupno na: <https://zse-blog.info/tehnologija-u-financijama-donosi-velike-promjene-ii-dio/> [pristupljeno: 14. travnja 2022.]
6. Grgić, I., Zovak, I., i Samodol, A. (2017). Međuovisnost financijskog sustava i gospodarskog rasta u Republici Hrvatskoj. *Zbornik sveučilišta Libertas*, 1-2(1-2), 31-46.
7. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2021). Financijska stabilnost 2021. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/financijska-stabilnost/> [pristupljeno: 2. lipnja 2022.]
8. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2021). Godišnje izvješće 2020. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/godisnje-izvjesce/> [pristupljeno: 2. lipnja 2022.]
9. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2022). Odabrani pokazatelji sektora financijskih usluga. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/> [pristupljeno: 2. lipnja 2022.]
10. Hrvatska agencija za osiguranje depozita (2021). Izvješće o poslovanju 2020. Dostupno na: <https://www.haod.hr/> [pristupljeno: 5. lipnja 2022.]
11. Hrvatska narodna banka (2015). Financijski sustav RH. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]

12. Hrvatska narodna banka (2020). Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]
13. Hrvatska narodna banka (2021). Pokazatelji poslovanja bankovnog sustava u 2020. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/pokazatelji-poslovanja-bankovnog-sustava-u-2020> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]
14. Hrvatska narodna banka (2022). Statistički podaci – Financijski sektor. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]
15. Hrvatska narodna banka (2022). Statistički podaci – Financijski računi. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-racuni> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]
16. Hrvatska narodna banka (2022). Statistički podaci – Vrijednosni papiri. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/vrijednosni-papiri> [pristupljeno: 1. lipnja 2022.]
17. Ivanović, Z. (1995). Analiza financijskog sustava. *Tourism and hospitality management*, 1(1), 125-138. . <https://doi.org/10.20867/thm.1.1.13> [pristupljeno: 17. travnja 2022.]
18. Ivanović, Z., i Ivanović, V. (2002). Modeliranje optimalne financijske strukture. *Tourism and hospitality management*, 8(1-2), 1-12.
19. Jagić, J. (2020). Pet trendova digitalne transformacije bankarstva u 2020. Dostupno na: <https://zse-blog.info/pet-trendova-digitalne-transformacije-bankarstva-u-2020/> [pristupljeno: 14. travnja 2022.]
20. Jemrić, I., Vrbanc, I. (2020). Anketa o financijama i potrošnji kućanstava provedena u Republici Hrvatskoj 2017. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/anketna-istrasivanja/anketa-o-financijama-i-potrosnji-kucanstava> [pristupljeno: 2. lipnja 2022.]
21. Leko, V., i Stojanović, A. (2006). Sektorska i namjenska struktura bankovnih kredita. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*. 4(1), 239-262.
22. Mishhin, F.S., Eakins, S.G. (2019). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: MATE.
23. Novak, B. (2005). *Financijska tržišta i institucije*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku.
24. Olgić Draženović, B., Kusanović, T., i Jurić, Z. (2015). Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava. *Praktični menadžment*. 6(1), 165-173.

25. Olgić Draženović, B., Pećarić, M., i Suljić, S. (2017). Determinante razvoja institucionalnih investitora u novim zemljama članicama EU. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru*. (23), 104-120. <https://doi.org/10.46458/27121097.2017.23.104> [pristupljeno: 21. siječnja 2022.]
26. Sajter, D. (2013). *Financijske izvedenice*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
27. Sajter, D. (2017). *Osnove upravljanja rizicima u financijskim institucijama*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
28. Smojver, S., Jolić, I. (2020). Digitalizacija – rezultati ankete hrvatskih banaka u 2019. Hrvatska narodna banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/repec/hnb/pregle/pdf/p-048.pdf> [pristupljeno: 6. travnja 2022.]
29. Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. (2022). Statistike. Dostupno na: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:602:9430890752879::NO::> [pristupljeno: 16. lipnja 2022.]
30. Stojanović, A. & Krišto, J. (2016). Učinkovitost financijske strukture i razvoj unije tržišta kapitala. U: Stojanović, A. & Šimović, H. (ur.) *Aktualni problemi i izazovi razvoja financijskog sustava*. Zagreb, Ekonomski fakultet - Zagreb, 3-22.
31. Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial-system. *Lloyds Bank Annual Review*. 153:1-15.
32. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2014). *Osnove financijskog menadžmenta*. Zagreb: Mate.
33. Zagrebačka burza. Statistika. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/statistika/20> [pristupljeno: 12. lipnja 2022.]

## Popis tablica

Tablica 1: Udjeli pojedinih financijskih posrednika u ukupnoj financijskoj imovini hrvatskog financijskog sustava, 2016. - 2020., (%) .....	18
Tablica 2: Ukupni depoziti prema sektorskoj strukturi, 2016. - 2020., (u mlrd. kuna).....	20
Tablica 3: Struktura financijske imovine kreditnih institucija u RH, 2016. - 2020., (% u ukupnoj financijskoj imovini kreditnih institucija) .....	21
Tablica 4: Struktura kredita prema institucionalnim sektorima, 2016. - 2020., (%).....	22
Tablica 5: Struktura kredita kućanstvima prema namjeni, 2016.-2020., (%) .....	23
Tablica 6: Sektorska struktura kredita poduzećima, 2016.-2020., (u %) .....	24
Tablica 7: Struktura kredita poduzećima prema namjeni, 2016. - 2020., (u %) .....	25
Tablica 8: Struktura kredita poduzećima prema veličini poduzeća, 2016.-2020., (%) .....	25
Tablica 9: Udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima, 2016. - 2020., (%).....	26
Tablica 10: Struktura ulaganja hrvatskog bankarskog sektora u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. -2020., (%) .....	27
Tablica 11: Struktura financijske imovine investicijskih fondova u RH, 2016. -2020., (%)...	28
Tablica 12: Struktura ulaganja investicijskih fondova u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. -2020., (%) .....	29
Tablica 13: Struktura ulaganja investicijskih fondova u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%) .....	30
Tablica 14: Struktura financijske imovine mirovinskih fondova u RH, 2016. - 2020., (%) ....	31
Tablica 15: Struktura ulaganja mirovinskih fondova u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%) .....	31
Tablica 16: Struktura ulaganja mirovinskih fondova u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%) .....	32
Tablica 17: Struktura financijske imovine osiguravajućih društava u RH, 2016. - 2020., (%)	33
Tablica 18: Struktura ulaganja osiguravajućih društava u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016.-2020., (%) .....	34
Tablica 19: Struktura ulaganja osiguravajućih društava u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (%) .....	34
Tablica 20: Ulaganja institucionalnih investitora u ukupnim ulaganjima u vlasničke vrijednosne papire, 2016. - 2020., (%).....	35



Tablica 21: Ulaganja institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (% u ukupnim ulaganjima institucionalnih investitora u dužničke vrijednosne papire).....	35
Tablica 22: Ulaganja institucionalnih investitora u vlasničke vrijednosne papire prema sektoru izdavatelja, 2016. - 2020., (% u ukupnim ulaganjima institucionalnih investitora u vlasničke vrijednosne papire).....	36
Tablica 23: Broj uvrštenih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira na ZSE, 2016. - 2020.	37
Tablica 24: Broj upisanih vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira u depozitorij SKDD-a, 2016. - 2020.....	38
Tablica 25: Broj vrijednosnica na ZSE u odabranim sektorima, 2016. - 2020.....	39

## **Popis grafikona**

Grafikon 1: Struktura financijske imovine hrvatskih kućanstava .....	19
--	----